

## 芒果超媒 (300413.SZ)

2020年07月07日

## “大芒计划”升级 2.0，引领综艺营销、内容制作和艺人经纪新趋势

投资评级：买入（维持）

——公司深度报告

日期	2020/7/7
当前股价(元)	63.00
一年最高最低(元)	67.58/25.35
总市值(亿元)	1,121.64
流通市值(亿元)	586.76
总股本(亿股)	17.80
流通股本(亿股)	9.31
近3个月换手率(%)	53.25

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn  
证书编号：S0790520030004

### ● “大芒计划”升级 2.0，加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势

公司“大芒计划”升级 2.0，有望融合“人货场”三方优势，打造网红带货生态圈；落地项目《乘风破浪的姐姐》热度持续，携手抖音直播带货，实现广告赞助、会员收入与衍生品销售增长，有望引领综艺带货新模式；设立“芒果学院”，加大 KOL 扶持力度，有望通过“金字塔造星计划”培养 UP 主成长为成熟 PGC 制作人，为自制剧集与综艺提供新鲜血液。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 15.30/18.46/21.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.04/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 73/61/51 倍，维持“买入”评级。

### ● 《乘风破浪的姐姐》热度持续，引领综艺带货新模式

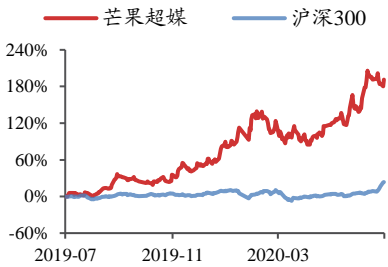
《乘风破浪的姐姐》依靠独特的题材内容、优质的制作水平、立体化的营销推广等，节目人气高居不下，已成现象级综艺。节目联手抖音进行独家带货直播，我们在 6 月 14 日《《乘风破浪的姐姐》开启芒果“乘风破浪”新篇章》中也曾提及“姐姐们带货实力一流，或与‘大芒计划’产生催化反应”，实现多方共赢，1) 丰富广告变现模式，实现综艺赞助+姐姐代言双赢；2) 推广会员年卡，助力会员收入增长；3) 开设“芒果 TV 好物”抖音小店，布局直播电商+“芒果好物”衍生品，有望实现 IP 乘数效应。

### ● 成立“芒果学院”，助力头部 KOL 及成熟 PCG 制作人成长

“大芒计划 2.0”成立“芒果学院”，加大 KOL 扶持力度，我们认为，依托公司提供的 S 级平台资源、殿堂级师资团队和超一线合作通道，在“金字塔造星计划”下，UP 主有望快速成长为头部 KOL 和成熟 PCG 制作人，并成功反哺芒果生态，为芒果 TV 自制剧集和综艺提供新鲜血液。

● **风险提示：**行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《公司深度报告-《乘风破浪的姐姐》开启芒果“乘风破浪”新篇章》-2020.6.14

《公司首次覆盖报告-从马栏山到迪士尼，独特基因铸就“芒果生态”》-2020.5.15

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,661	12,501	15,021	17,863	21,080
YOY(%)	16.8	29.4	20.2	18.9	18.0
归母净利润(百万元)	866	1,156	1,530	1,846	2,199
YOY(%)	21.0	33.6	32.3	20.7	19.1
毛利率(%)	37.0	33.7	35.3	36.1	36.7
净利率(%)	9.0	9.2	10.2	10.3	10.4
ROE(%)	16.3	13.1	15.1	14.2	14.5
EPS(摊薄/元)	0.49	0.65	0.86	1.04	1.24
P/E(倍)	129.6	97.0	73.3	60.7	51.0
P/B(倍)	19.9	12.8	11.1	8.6	7.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 “大芒计划”升级 2.0，网红带货大有可为 .....	4
1.1、 直播带货模式兴起，“大芒计划 2.0”加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势 .....	4
1.2、 “人货场”三方优势融合，打造网红带货生态圈 .....	5
2、 《乘风破浪的姐姐》热度持续，引领综艺带货新模式 .....	9
2.1、 节目热度不减，已成为现象级综艺 .....	9
2.2、 联手抖音直播带货，实现多方共赢 .....	10
3、 成立“芒果学院”，培养头部 KOL 及成熟 PCG 制作人 .....	13
4、 盈利预测与投资建议 .....	16
5、 风险提示 .....	16
附： 财务预测摘要 .....	17

## 图表目录

图 1: 2017-2020E 中国直播电商市场规模同比增速均超 100% .....	4
图 2: 2020 年 5 月薇娅、李佳琦带货商品总 GMV 分别为 22 和 19 亿元 .....	4
图 3: 2019 年“KOL 推广”和“短视频/直播”是品牌社会化营销的重点 .....	4
图 4: 2019 年在线视频行业效果广告的占比持续提升 .....	4
图 5: 公司于 2019 年 8 月启动“大芒计划”，于 2020 年 6 月“大芒计划”升级 2.0 .....	5
图 6: 芒果 TV 或将实现“IP+KOL+品牌”催化反应 .....	5
图 7: 2019 年 6 月芒果 TV 18-24 岁用户占比为 55.6% .....	6
图 8: 2019 年 8 月芒果 TV 女性用户占比为 77% .....	6
图 9: 2019 年淘宝直播用户以女性为主 .....	6
图 10: 2019 年淘宝直播用户年龄以 20-30 岁为主 .....	6
图 11: 2020 年 2 月手机淘宝直播女性用户支付率为 66.8% .....	6
图 12: 2020 年 2 月手机淘宝直播女性用户中消费 1000 元以上的活跃占比 TGI 为 154 .....	6
图 13: 湖南娱乐 MCN 优势显著 .....	7
图 14: 芒果 TV“大芒”栏目对达人进行推荐 .....	7
图 15: 2019H1 芒果 TV 综艺品牌植入数量为 51，同比增长 143% .....	7
图 16: 2019 年芒果 TV 合作品牌以美妆、婚纱摄影、饮料和个护清洁为主 .....	7
图 17: 2020 年 1-6 月芒果 TV 播出综艺在艺恩 Top30 排行榜中占比提升 .....	8
图 18: 2020 年 1-6 月芒果 TV 播出网络剧在艺恩 Top30 排行榜中占比提升 .....	8
图 19: 场景带货营销模式通过共振共建共鸣实现 IP 全链条整合 .....	8
图 20: 通过场景带货模式，品牌更易触达消费者（以《我家那闺女》为例） .....	8
图 21: 2016 年以来芒果 TV 广告收入持续增长 .....	8
图 22: 《乘风破浪的姐姐》5 星和 4 星好评共占比 81.5% .....	9
图 23: 《乘风破浪的姐姐》上线 24 天累计播放量达 16.4 亿 .....	9
图 24: 《乘风破浪的姐姐》联手抖音进行十二期直播带货 .....	10
图 25: 《乘风破浪的姐姐》女性观众占比 80% .....	11
图 26: “芒果 TV 好物”女性粉丝占比 83% .....	11
图 27: 《乘风破浪的姐姐》20-29 岁的观众占比 46% .....	11
图 28: “芒果 TV 好物”18-25 岁的粉丝占比 37% .....	11
图 29: 《乘风破浪的姐姐》直播带货首秀大热 .....	11
图 30: 首次带货商品以美妆护肤、食品饮料、配饰为主 .....	11

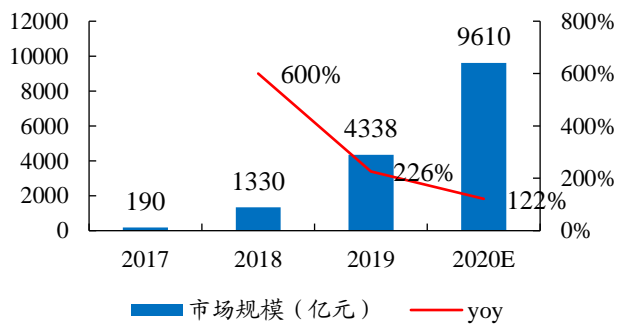
图 31: 直播商品 25%通过节目合作伙伴唯品会跳转购买, 75%通过直播独家合作伙伴抖音小店跳转购买 .....	12
图 32: 直播中梦洁家纺、VVC、元气森林、SKG、WONDERLAB、伊利销售额领先(单位: 万元) .....	12
图 33: 直播带货中特别推广了芒果 TV 会员年卡 .....	13
图 34: 年卡仅售 99 元, 同时赠送姐姐典藏卡 .....	13
图 35: 直播带货中推广姐姐限定典藏卡 .....	13
图 36: 芒果 TV 基于 IP 影响力有望实现 IP 乘数效应 .....	13
表 1: “大芒计划”升级 2.0, 加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势 .....	5
表 2: 《乘风破浪的姐姐》自开播以来多次登上微博热搜 .....	9
表 3: 直播带货丰富广告变现模式, 实现综艺赞助+姐姐代言双赢 .....	12
表 4: 依托丰富芒果资源和独特芒果生态, “芒果学院”助力顶尖制作人及 KOL 成长 .....	14
表 5: 大芒创作中心依托芒果自制综艺和剧集内容举办丰富的主题创作活动 .....	14
表 6: 大部分大芒人气榜 Top10 在抖音人气较高 .....	15
表 7: 芒果 TV2020 下半年剧集资源丰富 .....	15
表 8: 芒果 TV2020 下半年综艺资源丰富 .....	16

## 1、“大芒计划”升级 2.0，网红带货大有可为

### 1.1、直播带货模式兴起，“大芒计划 2.0”加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势

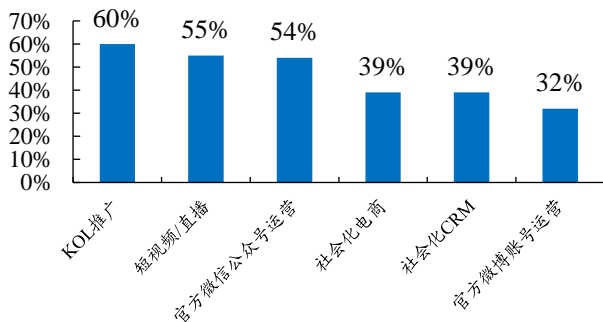
直播电商+KOL 带货模式兴起，“大芒计划”应运而生。在网红经济趋势下，直播带货模式兴起。根据艾媒咨询，中国直播电商市场规模将由 2017 年的 190 亿元增长至 2020 年的 9610 亿元，CAGR 达 270%。根据 WeMedia 数据，2020 年 5 月电商直播带货商品成交额前十的达人中，薇娅、李佳琦直播商品成交额分别为 22 亿元、19 亿元，第三至第十名的直播带货达人也为品牌贡献了 3-5 亿的 GMV。与此同时，KOL 推广和短视频/直播成为品牌社会化营销的重点。根据 QuestMobile 数据，2019Q1-Q4 在线视频行业效果广告的占比持续提升。芒果 TV 通过推出“大芒计划”，一方面抢占内容市场先机，填补综艺带货市场空缺，另一方面扩展原有业务范围，将长视频领域的内容优势扩展到直播带货和达人培养领域。

图1：2017-2020E 中国直播电商市场规模同比增速均超 100%



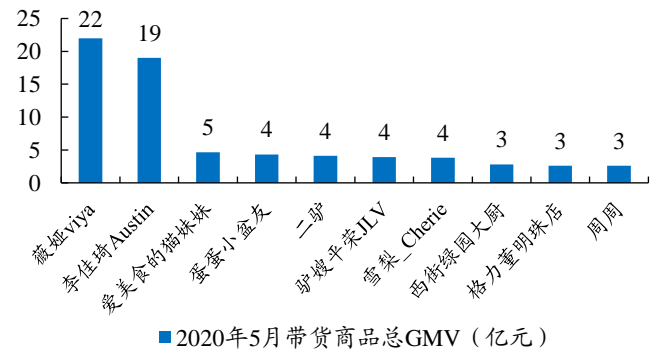
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图3：2019 年“KOL 推广”和“短视频/直播”是品牌社会化营销的重点



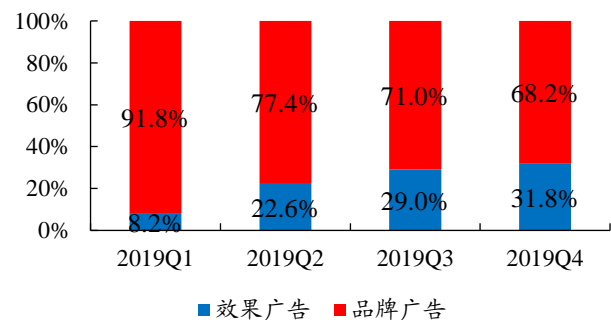
数据来源：AdMaster、开源证券研究所

图2：2020 年 5 月薇娅、李佳琦带货商品总 GMV 分别为 22 和 19 亿元



数据来源：WeMedia、开源证券研究所

图4：2019 年在线视频行业效果广告的占比持续提升



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

“大芒计划”升级 2.0，加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势。芒果 TV 于 2019 年启动“大芒计划”，以优质平台资源和 IP 内容为 KOL 赋能，提升品牌营销变现价值。“大芒计划”通过“大芒带货榜”、“马栏山学院”、“大芒用户创作中心”等吸引 KOL 入驻，并先后开放《我最爱的女人们》《你怎么这么好看》《来自手机的你》等综艺资源，带货引流效果卓群。2020 年 6 月，“大芒计划”升级 2.0，加大 KOL 扶持力度，设立“芒果学院”，在网红、带货、导演、编剧、剪辑等台前幕后全部岗位开

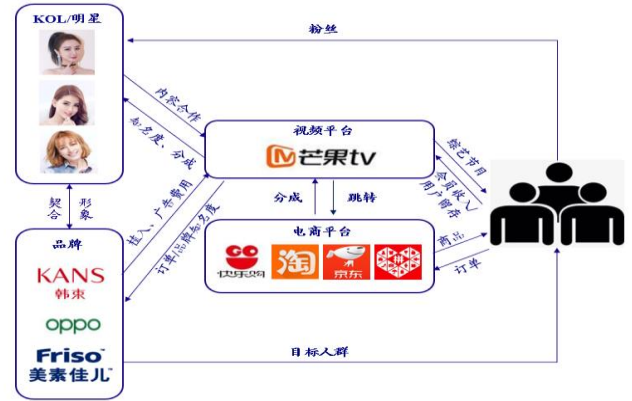
班授课，通过“金字塔造星计划”培养 UP 主成长为成熟 PGC 制作人；深化 KOL+IP+品牌营销体系，为品牌主提供品效合一的营销服务；加快布局平台资源分配机制，《乘风破浪的姐姐》《超级学徒》等综艺或将与带货模式结合，引领综艺带货新趋势。我们认为，“大芒计划 2.0”将在爆款内容、电商零售、品牌营销三方面为公司贡献新利润增长点，实现 IP+KOL+品牌催化反应。

图5: 公司于 2019 年 8 月启动“大芒计划”，于 2020 年 6 月“大芒计划”升级 2.0

图6: 芒果 TV 或将实现“IP+KOL+品牌”催化反应



资料来源：芒果 TV、开源证券研究所



资料来源：谦寻官网、湖南卫视、韩束官网、OPPO 官网、美素佳儿官网、开源证券研究所

表1: “大芒计划”升级 2.0，加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势

KOL 扶持方法	综艺带货方案	落地项目
<p>打造大芒带货榜，向 KOL 开启芒果强势流量和内容 IP 共享，基于芒果系广告池的客户资源，以及商业化体系，帮助 KOL 实现进阶，形成内容生态互动；截至 2019 年，“大芒计划”已为上千名 UP 主搭建了短视频平台，并为头部 KOL 提供从 UGC 到 PGC 的专业进阶通道</p>	<p>1、开放 70 多档芒果自制综艺，40 多部影视剧核心内容，3000+超绝红人，孵化芒果系 KOL，用人+内容的匹配方式为客户带来资源输送以及红人矩阵裂变传播；2、与各大短视频直播平台开启规模化 KOL 战略资源合作。</p>	<p>《你怎么这么好看》《来自手机的你》等</p>
<p>大芒计划 2.0</p> <p>以超过 800 万 UP 主为扶持对象；以建立芒果学院、打造晋升机制、配备专属综艺、提供专业场地、建立商业支撑等为基本手段；以受训练的 UP 主成长为成熟 PGC 制作为最终目标。</p>	<p>三年内开放 100+剧集，200+综艺资源；以进一步打通 IP 与品牌的转化路径，加持芒果 TV “KOL+IP”品效合一的营销为发展诉求。</p>	<p>《乘风破浪的姐姐》《超级学徒》等</p>

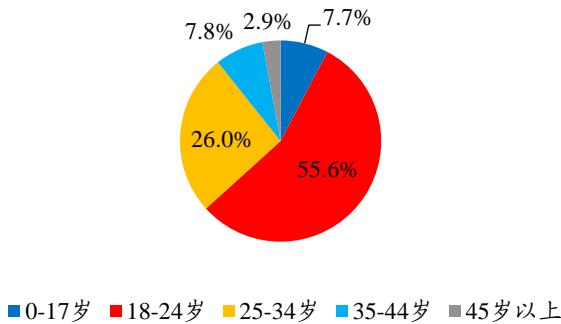
资料来源：芒果 TV 战略发布会、开源证券研究所

## 1.2、“人货场”三方优势融合，打造网红带货生态圈

人：用户以年轻女性为主+积极培养 KOL 主播。（1）用户方面，芒果 TV 用户属性与直播带货观众属性契合。根据阿里研究院数据，淘宝直播用户以 20-30 岁的女性为主，这与芒果 TV 的用户属性相吻合。年轻女性消费潜力巨大，更易于接受直播带货的种草模式，也更易于在 KOL 的影响下消费。根据 QuestMobile 数据，2020 年 2 月，手机淘宝直播女性用户的支付率达 66.8%，消费金额在 1000 元以上的活跃占

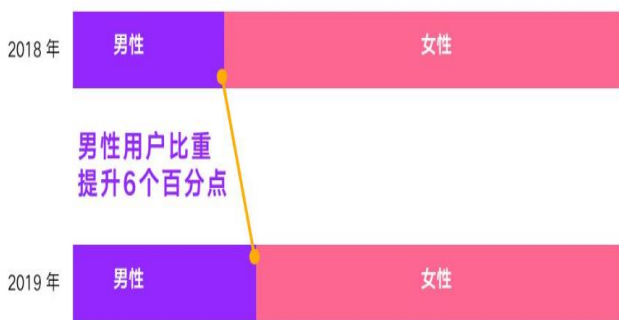
比为 35.4%，活跃占比 TGI 为 154。（2）KOL 方面，一方面，大力扶持 UP 主成长为 KOL 主播。“大芒计划 2.0”以超过 800 万 UP 主为扶持对象，设立“芒果学院”，在网红、带货、导演、编剧、剪辑等台前幕后全部岗位开班授课，为他们提供向成熟 PGC 制作人转变的晋升路径。另一方面，可与湖南娱乐 MCN 发挥协同效应。母公司湖南广电孵化的湖南娱乐 MCN，已打造“人员配备-IP 孵化-达人养成-商务售卖”的完整产业链。根据娱乐资本论数据，截至 2020 年 4 月 10 日，湖南娱乐 MCN 已拥有达人 261 位，累计粉丝 1.6 亿+，总播放量 473 亿+，双十一 GMV 达 500 万。芒果 TV 或将借鉴其成功经验，并充分发挥协同效应，形成 KOL 资源的独特优势。

图7: 2019 年 6 月芒果 TV 18-24 岁用户占比为 55.6%



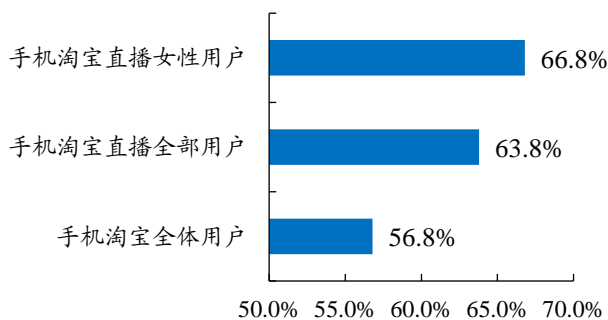
数据来源:《媒体融合的芒果实践报告》、开源证券研究所

图9: 2019 年淘宝直播用户以女性为主



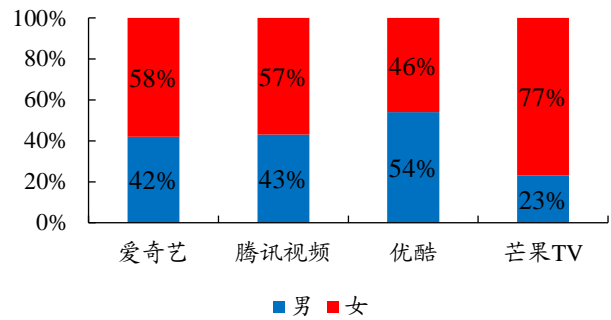
资料来源: 阿里研究院

图11: 2020 年 2 月手机淘宝直播女性用户支付率为 66.8%



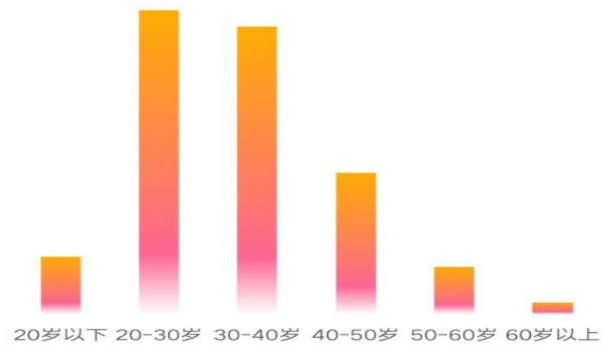
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所 (支付率: 在 App 中调用支付工具的用户占比)

图8: 2019 年 8 月芒果 TV 女性用户占比为 77%



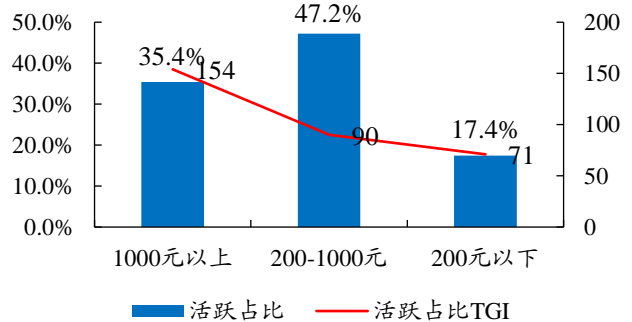
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图10: 2019 年淘宝直播用户年龄以 20-30 岁为主



资料来源: 阿里研究院

图12: 2020 年 2 月手机淘宝直播女性用户中消费 1000 元以上的活跃占比 TGI 为 154



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图13: 湖南娱乐 MCN 优势显著



资料来源: 抖音娱乐

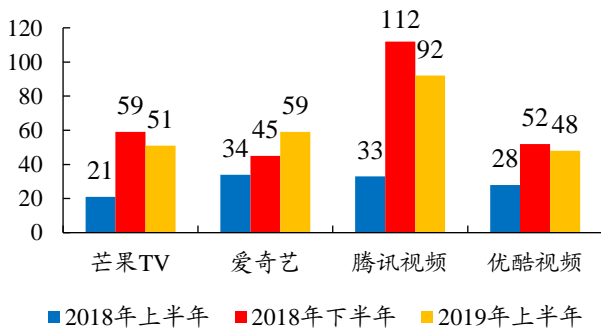
图14: 芒果TV“大芒”栏目对达人进行推荐



资料来源: 芒果TV

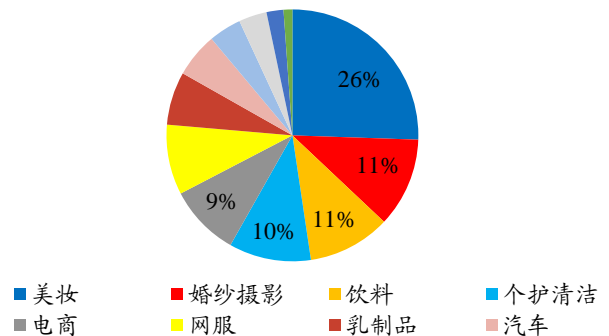
**货: 供应链经验丰富, 与品牌深度合作。**(1) 快乐购深耕新媒体零售电商, 选品及供应链经验丰富。公司旗下新媒体零售电商快乐购从“电视百货、连锁经营”起步, 定位“媒体零售、电子商务”, 致力跨行业、跨媒体、跨地区发展, 积累了丰富的电商运营经验和选品经验。此外, 快乐购依托 HOMA、ERP、WMS 及 BI 系统, 搭建了完善高效的供应链, 能够为直播带货提供强力支持。(2) 广告主资源丰富, 易获取低价优质好物。依托母公司湖南广电的广告主资源优势, 以及公司多年深耕内容营销领域的经验优势, 公司合作品牌数持续增长。根据公司公告, 2019H1 芒果TV广告品牌投放数近 200 个, 同比增长 14%。根据九合数据, 2019H1 芒果TV综艺品牌植入数量为 51, 同比增长 143%。公司与众多品牌绑定, 能够获取低价优质好物。此外, 芒果TV合作品牌以美妆、婚纱摄影、饮料和个护清洁为主, 提供的商品更切合年轻女性用户需求。

图15: 2019H1 芒果TV综艺品牌植入数量为 51, 同比增长 143%



数据来源: 九合数据、开源证券研究所

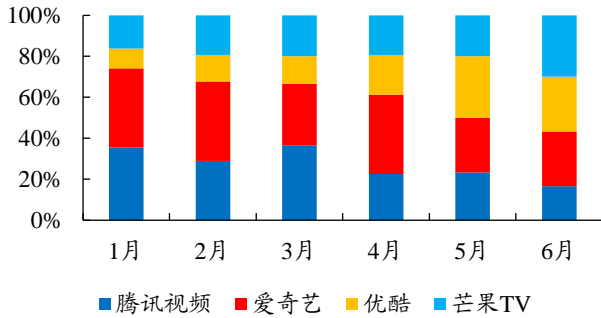
图16: 2019年芒果TV合作品牌以美妆、婚纱摄影、饮料和个护清洁为主



数据来源: 九合数据、开源证券研究所

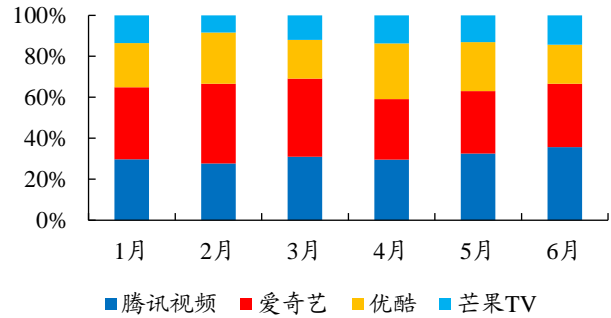
**场: 内容资源丰富, 创新剧集和综艺等场景带货模式。**根据艺恩数据, 2020年1-6月芒果TV播出综艺和剧集在艺恩 Top30 排行榜中占比提升, 公司优质剧集和综艺资源丰富, 能够为多场景品牌营销探索提供内容资源。此外, “大芒计划 2.0” 将在 3 年提供 100+ 剧集、200+ 综艺的资源支持, 或可将品牌营销与剧集和综艺场景内容完美融合, 探索综艺 IP 带货、明星+KOL 真人秀带货、直播盛典带货等新场景模式, 构建网红带货生态圈。2020 年下半年, 《乘风破浪的姐姐》将继续与抖音合作直播带货, 芒果TV还将推出网红进阶团综《超级学徒》, 聚焦主播直播带货, 进一步深挖场景带货价值。

图17: 2020年1-6月芒果TV播出综艺在艺恩Top30排行榜中占比提升



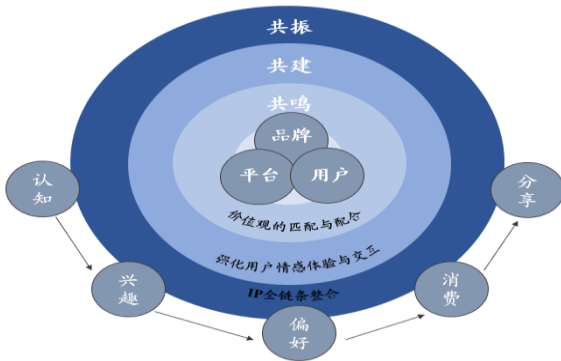
数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

图18: 2020年1-6月芒果TV播出网络剧在艺恩Top30排行榜中占比提升



数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

图19: 场景带货营销模式通过共振共建共鸣实现IP全链条整合



资料来源: 开源证券研究所

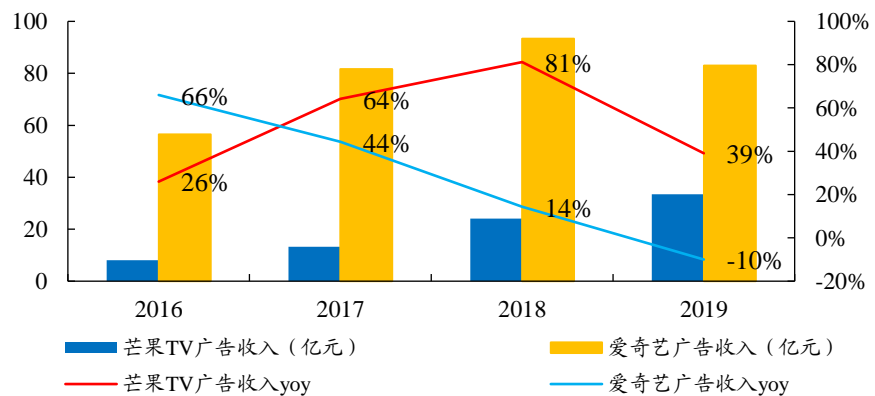
图20: 通过场景带货模式, 品牌更易触达消费者(以《我家那闺女》为例)



资料来源: DataStory

我们认为, 依托公司在“人货场”三个方面的独特优势, “大芒计划 2.0”在网红带货方面大有可为, 其提供的直播带货将作为赞助商广告的重要补充部分, 为广告主贡献超额广告价值, 实现品效合一的营销服务, 或将带动公司广告收入持续高速增长。根据公司公告, 公司 2019 年实现广告收入 33.5 亿元, 同比增长 39%, 广告品牌投放数 489 个, 同比增长 51%; 而同期爱奇艺广告收入负增长。

图21: 2016年以来芒果TV广告收入持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

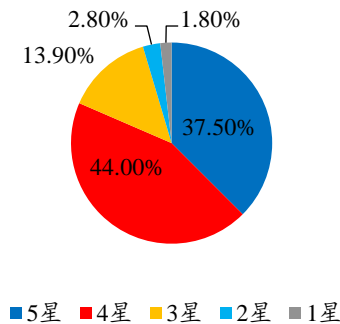


## 2、《乘风破浪的姐姐》热度持续，引领综艺带货新模式

### 2.1、节目热度不减，已成为现象级综艺

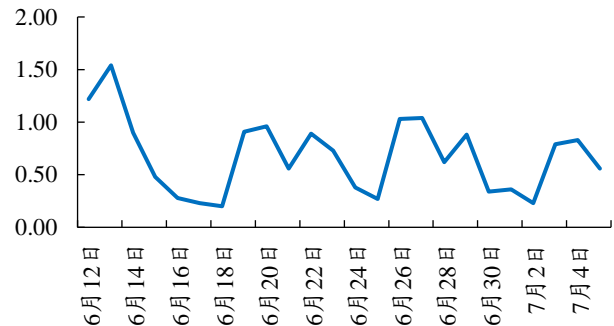
《乘风破浪的姐姐》热度不减，播出四期仍播放量和口碑双高。自6月12日播出以来，《乘风破浪的姐姐》依靠独特的题材内容、优质的制作水平、立体化的营销推广等，节目人气高居不下，已成为现象级综艺。根据艺恩数据，《乘风破浪的姐姐》自开播以来始终居艺恩网络综艺播映指数排行榜第一名，上线24天累计播放量达16.4亿。根据豆瓣，截至7月6日，《乘风破浪的姐姐》豆瓣评分高达8.3分。节目内容极具话题性，开播后在各大社交媒体平台引发网友讨论，根据知微数据，截至7月6日，带节目名进入微博热搜榜共23次，13次进入热搜榜前十。

图22: 《乘风破浪的姐姐》5星和4星好评共占比81.5%



数据来源：豆瓣、开源证券研究所（截至2020年7月5日11:00）

图23: 《乘风破浪的姐姐》上线24天累计播放量达16.4亿



数据来源：猫眼专业版、开源证券研究所

表2: 《乘风破浪的姐姐》自开播以来多次登上微博热搜

标题	最高排名	热度	最后上榜
乘风破浪的姐姐练习室合照	3	1567167	2020/6/18 3:27
李宇春乘风破浪的姐姐	4	2077423	2020/6/18 13:43
乘风破浪的姐姐主题曲	1	1800605	2020/6/19 5:11
乘风破浪的姐姐大碗宽面组测评	50	67796	2020/6/19 15:32
乘风破浪的姐姐	2	2895732	2020/6/20 10:35
乘风破浪的姐姐本周加更	50	104288	2020/6/22 12:07
乘风破浪的姐姐加更	1	3570917	2020/6/23 4:44
于正回应参加乘风破浪的姐姐	50	85477	2020/6/23 11:09
乘风破浪的姐姐公演	17	1126428	2020/6/26 12:32
乘风破浪的姐姐舞台海报	16	1191078	2020/6/26 14:38
乘风破浪的姐姐延迟	5	1980381	2020/6/26 14:41
乘风破浪的姐姐公演舞台	3	1720102	2020/6/26 17:07
乘风破浪的姐姐安利大赛	6	1664533	2020/6/27 13:59
假如乘风破浪的姐姐吃重庆小面	9	970779	2020/7/1 08:28
乘风破浪的姐姐影视图鉴	4	1859258	2020/7/2 07:48
乘风破浪的姐姐—观众喜爱度排名	52	10128	2020/7/3 19:23
乘风破浪的姐姐投票	51	10415	2020/7/3 19:48
乘风破浪的姐姐分组	50	13287	2020/7/3 22:08

标题	最高排名	热度	最后上榜
乘风破浪的姐姐二公海报	51	14518	2020/7/3 22:35
乘风破浪的姐姐淘汰名单	5	1950604	2020/7/4 01:01
乘风破浪的姐姐	2	4153468	2020/7/4 07:15
假如乘风破浪的姐姐去爬山	22	500429	2020/7/4 09:29
乘风破浪的姐姐 女性欣赏女性	4	1654982	2020/7/5 07:49
妻子团踢馆乘风破浪的姐姐	50	26948	2020/7/5 11:17

数据来源：知微数据、开源证券研究所

## 2.2、联手抖音直播带货，实现多方共赢

**直播带货首秀大热，综艺引流效果卓越，带货直击目标观众需求。**6月26日19:30《乘风破浪的姐姐》联手抖音进行独家带货直播首秀，反响热烈。根据新抖数据，直播在线人数峰值10.17万人，累计观看数624.58万人，单场涨粉14.32万人，4小时的直播总计获得音浪20.06万，预估商品销售额411.88万元，超过99.92%的直播。

**一方面，综艺引流效果卓越。**直播充分利用《乘风破浪的姐姐》综艺热度，姐姐丁当、吴昕、海陆和主持人黄晓明亮相直播间，通过主题舞蹈、趣味问答等形式与粉丝们积极互动，吸引了大量粉丝围观。根据艺恩数据、百度指数和66榜数据，《乘风破浪的姐姐》综艺观众画像与“芒果TV好物”粉丝画像相符，都以年轻女性为主。

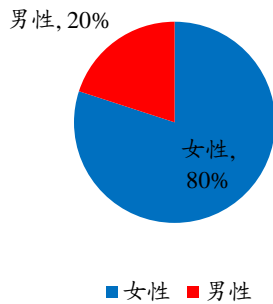
**另一方面，带货商品充分迎合粉丝需求。**首次带货商品共28种，以美妆护肤、食品饮料、配饰为主，直击关注生活质量、追求潮流、有一定消费能力的年轻女性观众的消费需求。我们在6月14日的深度报告《<乘风破浪的姐姐>开启芒果“乘风破浪”新篇章》中也曾提及“姐姐们带货实力一流，或与‘大芒计划’产生催化反应”，实现多方共赢，第二期直播带货值得期待。

图24：《乘风破浪的姐姐》联手抖音进行十二期直播带货



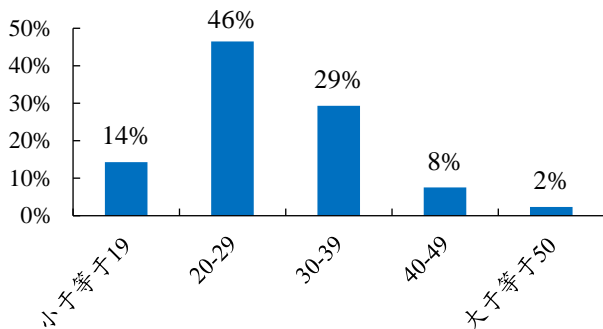
资料来源：《抖音直播招商方案》

图25: 《乘风破浪的姐姐》女性观众占比 80%



数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

图27: 《乘风破浪的姐姐》20-29 岁的观众占比 46%



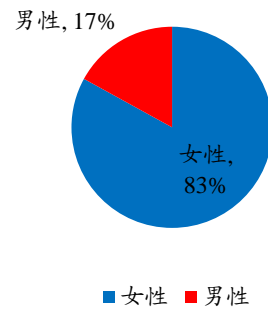
数据来源: 百度指数、开源证券研究所

图29: 《乘风破浪的姐姐》直播带货首秀大热



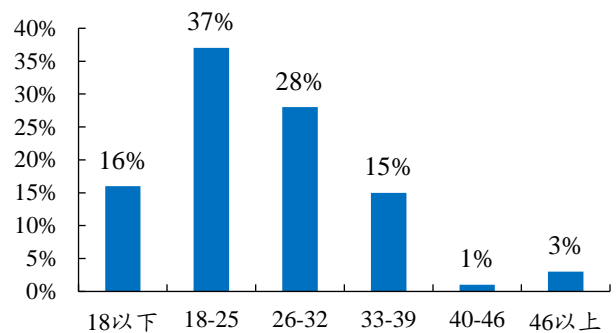
资料来源: 新抖数据

图26: “芒果 TV 好物” 女性粉丝占比 83%



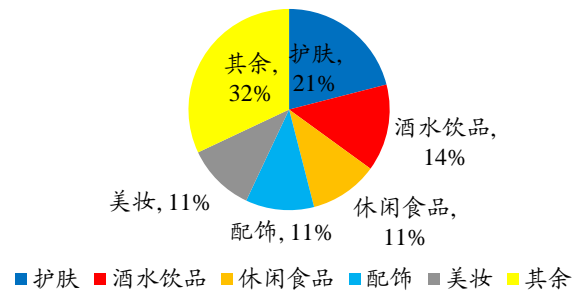
数据来源: 66 榜、开源证券研究所

图28: “芒果 TV 好物” 18-25 岁的粉丝占比 37%



数据来源: 66 榜、开源证券研究所

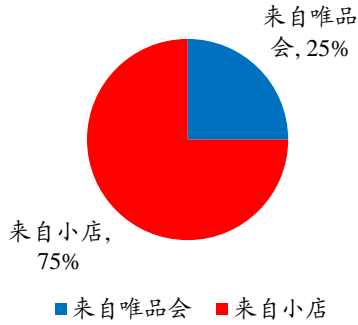
图30: 首次带货商品以美妆护肤、食品饮料、配饰为主



数据来源: 66 榜、开源证券研究所

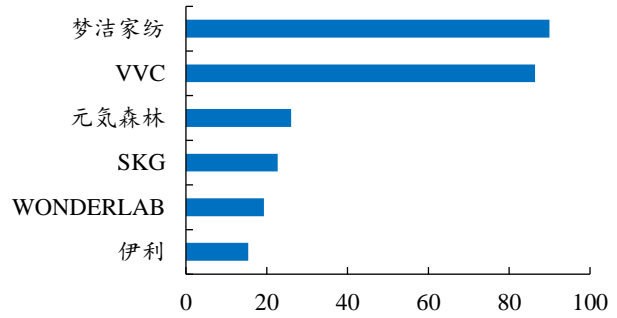
(1) 直播带货丰富广告变现模式, 实现综艺赞助+姐姐代言双赢。根据新抖数据,《乘风破浪的姐姐》首次直播带货中推广了伊利经典纯牛奶、SKG K5 二代 4098 蓝牙款颈椎按摩仪等节目赞助商品品牌产品, 25%的商品通过节目合作伙伴唯品会进行跳转购买, 75%的商品通过直播独家合作伙伴抖音小店进行跳转购买。我们认为, 直播带货通过为广告主提供额外产品曝光服务, 能够加持芒果 TV “KOL+IP” 品效合一的营销, 提升芒果 TV 广告招商的吸引力, 助力广告收入增长。同时, 直播也能够帮助姐姐们的代言品牌带货, 与姐姐实现双赢。如元气森林苏打气泡水大使为姐姐张雨绮、完美日记的品牌直播嘉宾为张萌、伊利的品牌有机生活星推官为万茜和蓝盈莹。我们认为, 直播带货能够助力姐姐代言商品销售量增长, 或能激发姐姐带货潜力, 而作为综艺节目的衍生内容, 直播出场费用或更低。

图31: 直播商品 25%通过节目合作伙伴唯品会跳转购买, 75%通过直播独家合作伙伴抖音小店跳转购买



数据来源: 新抖数据、开源证券研究所

图32: 直播中梦洁家纺、VVC、元氣森林、SKG、WONDERLAB、伊利销售额领先 (单位: 万元)



数据来源: 新抖数据、开源证券研究所

表3: 直播带货丰富广告变现模式, 实现综艺赞助+姐姐代言双赢

直播带货商品	品牌	与节目/姐姐的关系
元氣森林 0糖0卡0脂饮料白桃卡曼橘青瓜苏打水气泡水汽水 12瓶	元氣森林	品牌大使 张雨绮
完美日记   【罗云熙同款 2盘装】探险家十二色动物眼影盘 带刷日常妆	完美日记	品牌直播嘉宾 张萌
SKG K5 二代 4098 蓝牙款颈椎按摩仪	SKG	节目明星按摩官
梦洁家纺抗菌夏凉被凉感空调被子 B面针织全棉可机洗双人夏季被芯	梦洁家纺	吴昕 微博互动密切
益达口香糖无糖木糖醇约 40粒 *6瓶多口味	益达	节目行业赞助
伊利 金典纯牛奶梦幻盖 250mL*10盒箱装 儿童早餐牛奶整箱	金典	节目超级星推官/品牌有机生活星推官 万茜 蓝盈莹
玉兰油   【买2享1】Olay 淡斑小白瓶	Olay	吴昕、张萌、黄圣依 品牌联合推广

资料来源: 新抖数据、微博、66榜、开源证券研究所

(2) 直播带货推广会员年卡, 助力会员收入增长。《乘风破浪的姐姐》直播带货中特别推广了芒果TV会员年卡, 会员尊享更多精彩内容并抢先体验0.25倍速, 原价198元直播中仅售99元, 同时赠送《乘风破浪的姐姐》典藏卡。根据新抖数据, 直播中芒果TV会员年卡销量总计1071件, 销售额共计10.6万元。会员尊享权利搭配年卡优惠与节目衍生周边捆绑销售, 既能够促进会员收入和衍生品收入增长, 又能够通过年卡形式增加付费用户黏性。

图33: 直播带货中特别推广了芒果TV会员年卡



资料来源: 抖音

图34: 年卡仅售 99 元, 同时赠送姐姐典藏卡



资料来源: 抖音

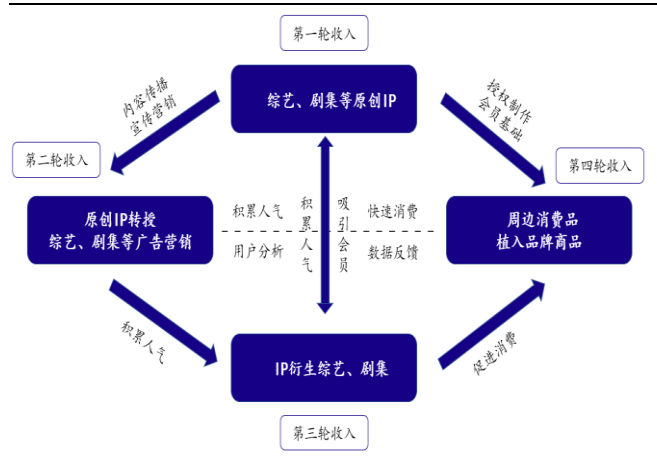
(3) 布局直播电商+“芒果好物”衍生品, 助力实现 IP 乘数效应。一方面, 直播带货中推广姐姐典藏卡和叁伍柒项链两款综艺衍生品。姐姐典藏卡采用盲盒收集形式, 一盒中共有 32 张卡片, 分为 R、SR、SSR、隐藏四类, 集齐全套 90 张典藏卡+1 张隐藏卡可兑换节目现场门票, 现场为姐姐助力。抽卡形式类似卡牌游戏抽卡, 区分稀有度梯度, 集齐可兑换丰厚奖励, 游戏化运营兼具趣味性与挑战性, 易激起核心粉丝收集欲和兑换门票期待, 从而增加衍生品收益。另一方面, 直播在抖音账号“芒果 TV 好物”进行, 并开设抖音小店和橱窗, 布局直播电商+“芒果好物”衍生品。根据 66 榜数据, 直播当天“芒果 TV 好物”涨粉 17 万, 为后续衍生品推广打下了扎实的粉丝基础。我们认为, 未来直播带货+IP 衍生品将成为芒果 TV 深挖剧集和综艺 IP 价值的组合拳, 公司基于 IP 影响力有望实现 IP 乘数效应。

图35: 直播带货中推广姐姐限定典藏卡



资料来源: 抖音

图36: 芒果TV 基于 IP 影响力有望实现 IP 乘数效应



资料来源: 开源证券研究所

### 3、成立“芒果学院”，培养头部 KOL 及成熟 PCG 制作人

依托丰富芒果资源和独特芒果生态, 抢占 PGC 制作与艺人经纪制高点。1) 平台资源方面, “芒果学院”在未来三年将为学员提供 100+剧集, 200+综艺的资源支持, 以优质的剧集和综艺内容吸引用户流量并为 UP 主提供海量制作素材, 推动 KOL 快速孵化。如, 芒果 TV 依托成熟的《明星大侦探》制作模式, 推出衍生综艺《名侦探

探学院》，以原生节目流量和内容模式吸引粉丝，已成功孵化年轻艺人石凯、邵明明等。如，**2) 师资团队方面**，“芒果学院”聘请财经专家吴晓波和头部主播辛有志担任训练营院长，分别在宏观、前瞻性的行业观点和流量经营、带货经验方面提供专业建议和意见。此外，依托公司 15 个自有+外部影视工作室和 16 支综艺自制团队的丰富制作人、编导等师资资源，学员在网红、带货、导演、编剧、剪辑等方面能得到专业指导。**3) 培养模式方面**，“芒果学院”凭借芒果生态链的培养闭环，依托“金字塔造星计划”，分艺人创造营、网红（创造者）训练营和未来科创营三个板块进行培养，助力学员从技巧大师一路成长为芒果 TV 签约艺人。**4) 合作资源方面**，依托于湖南 MCN 在抖音平台的成功经验和《乘风破浪的姐姐》与抖音的独家合作关系，公司或与抖音持续展开合作，实现双赢。我们认为，依托公司提供的 S 级平台资源、殿堂级师资团队和超一线合作通道，UP 主有望快速成长为头部 KOL 和成熟 PCG 制作人，并成功反哺芒果生态，为芒果 TV 自制剧集和综艺提供新鲜血液。

**表4: 依托丰富芒果资源和独特芒果生态，“芒果学院”助力顶尖制作人及 KOL 成长**

看点	内容
培养板块	艺人创造营、网红（创造者）训练营和未来科创营
训练营院长	财经专家吴晓波：宏观、前瞻性的行业观点 头部主播辛有志“辛巴”：丰富的平台流量经营，带货经验；网红栽培，人才孵化经验
芒果学院	变现资源
	超 S 级平台资源加持，三年 100+ 剧集，200+ 综艺，超万+商品池
	晋升体系
	凭借芒果生态链的独特培养闭环，以“金字塔造星计划”，让学员从技巧大师到流量高手，从流量高手到网络红人，最终走上芒果 TV 签约艺人的星光大道
	计划落地综艺
	《超级学徒》：全国首档网红进阶团综，聚焦时下最火的直播电商行业，最有带货主播潜质的选手们将在导师团的专业指导下，通过为期 3 个月的“带货直播实战 pk”，争夺“芒选”全民首席带货官的出道位

资料来源：芒果 TV、开源证券研究所

**表5: 大芒创作中心依托芒果自制综艺和剧集内容举办丰富的主题创作活动**

活动名称	活动内容	联动剧集/综艺	活动时间	活动奖励
“兴风作浪”的剪刀手	围绕《乘风破浪的姐姐们》进行二次创作	《乘风破浪的姐姐们》	5月25日-7月20日	奖金
向往的小生活	围绕《向往的生活》全四季二创短视频征集	《向往的生活》	6月1日-7月24日	奖金
“圆梦大芒人”剧本征集	征集网络大电影&微剧、微综/微纪录片、剧本杀剧本及作者；由专家评审团给出评级和内容反馈	—	6月1日-7月15日	优秀作品获得与专家面对面沟通机会；通过评审的剧本获大芒计划出资拍摄预告片；优秀预告片获大芒计划投资、制作完整内容
爱豆圈粉现场第二弹：爱豆土味行为大赏	晒爱豆的土味，迷惑行为短视频	—	6月9日-7月9日	奖金
综艺 IP“合伙人”	围绕已提供的命题（IP 或主题）进行内容创作	《奇妙小森林》、《妻子的浪漫旅行》、芒果 TV 王牌大 IP 与爱豆	6月10日-7月15日	奖金
列文虎克在哪里	针对影视剧中穿帮镜头、名场面等细节内容进行创作	—	5月8日-6月30日	原创扶持计划专属奖金
乐队公司云舞台	投稿发布你的音乐才艺视频或乐队自制短视频	—	3月29日-4月30日	奖金
宠爱的 1000 种方式	针对想告白的人/宠物/CP 创作告	—	5月15日-5	奖金

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

活动名称	活动内容	联动剧集/综艺	活动时间	活动奖励
	白视频		月 30 日	
天醒之路玄幻创作大赛	针对剧集《天醒之路》进行混剪/配音/解说等形式的内容创作	《天醒之路》	4月23日-5月30日	作品奖品; 原创扶持计划专属奖金
身边的幸福 CP 投稿大赛	拍摄视频记录身边的幸福 CP	—	3月17日-4月7日	奖品
重返校园创作大会	创作与《时光与你都很甜》剧集相关的短视频作品	《时光与你都很甜》	2月14日-2月28日	奖品; 礼品
下一站是 CP	创作与《下一站是幸福》剧集相关的短视频作品	《下一站是幸福》	2月14日-2月21日	奖品; 礼品
生活中的仪式感复工 vlog	上传复工后相关的人和事的 vlog	—	3月5日-3月18日	奖品
国风仙侠大赏	针对《三千鸦杀》、《锦衣之下》进行内容创作	《三千鸦杀》、《锦衣之下》	截止 4 月 25 日	奖金; 礼品

资料来源: 芒果 TV、开源证券研究所

**表6: 大部分大芒人气榜 Top10 在抖音人气较高**

大芒计划 KOL	大芒人气	抖音平台粉丝数量	获赞数	是否个人认证
大胃 mini	1829.2 万 M 值	619.4 万	2956.4 万	是
厨娘物语 c 小鹿	1558.7 万 M 值	167.1 万	583.3 万	是
夏厨陈二十	1558.5 万 M 值	332.3 万	1398.6 万	是
不齐舞团	1468.6 万 M 值	1140.9 万	7203.0 万	是
比鲁斯·雯	1315.7 万 M 值	858.1 万	8965.5 万	是
火视纪实	1248.6 万 M 值	—	—	未入驻
LONGWAVE 浪花	1241.3 万 M 值	—	—	未入驻
说方言的王子涛	1234.5 万 M 值	775.5 万	6279.9 万	否
就是谢小仟	1224.5 万 M 值	34.4 万	227.6 万	否
我是戴荃	1210.1 万 M 值	5.7 万	7.4 万	是

数据来源: 抖音、芒果 TV、开源证券研究所 (大芒人气、抖音平台粉丝数量及获赞数截至 2020 年 7 月 6 日)

**表7: 芒果 TV2020 下半年剧集资源丰富**

剧集名称	类型	目标群体	剧集名称	类型	目标群体
1 《亲爱的自己》	都市、情感	都市女性	10 《我亲爱的“小洁癖”》	都市、喜剧、励志、爱情	年轻+成熟女性
2 《离人心上》	古装、情感	年轻女性	11 《完美先生和差不多小姐》	都市	年轻+成熟女性
3 《以家人之名》	青春、成长、治愈	家庭	12 《头号嫌疑人 2》	剧情、悬疑、犯罪	男性+女性
4 《起跑线》	当代、都市	女性	13 《我有特殊的沟通技巧》	现代、涉案	女性
5 《我们从结婚开始恋爱》	都市、爱情	女性	14 《你好，对方辩友 2》	当代青少	年轻女性
6 《狂猎》	反盗猎、剧情、犯罪	男性+女性	15 《外滩十八号》	当代、都市	女性
7 《彗星来的那一夜》	都市、科幻	女性	16 《那些回不去的年少时》	青春、爱情	女性

剧集名称	类型	目标群体	剧集名称	类型	目标群体
8 《她和他的恋爱剧本》	都市、爱情	女性	《男朋友典当行》	奇幻、爱情	女性
9 《掌中之物》	都市、情感、悬疑	女性	《第一口蛋糕的滋味》	青春、爱情	女性

资料来源：芒果 TV 战略发布会、开源证券研究所

**表8: 芒果 TV2020 下半年综艺资源丰富**

综艺名称	类型	综艺名称	类型
1 《超级学徒》	新综艺	《哎呀好身材 2》	N 代综艺
2 《小巨人运动会》	新综艺	《密室大逃脱 2》	N 代综艺
3 《岛上友人》	新综艺	《新生日记 2》	N 代综艺
4 《花儿与少年之姐姐的爱乐之旅》	新综艺	《2020 青春芒果夜》	N 代综艺
5 《小情歌》	新综艺	《明星大侦探 6》	N 代综艺
6 《去冒险吧!》	新综艺	《朋友们请听好 2》	N 代综艺
7 《披荆斩棘的哥哥》	新综艺	《变形记 2020》	N 代综艺
8 《一路成年 2》	N 代综艺	《女儿们的恋爱 3》	N 代综艺

资料来源：芒果 TV 战略发布会、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

公司“大芒计划”升级 2.0，有望融合“人货场”三方优势，打造网红带货生态圈；落地项目《乘风破浪的姐姐》热度持续，携手抖音直播带货，实现广告赞助、会员收入与衍生品销售增长，有望引领综艺带货新模式；设立“芒果学院”，加大 KOL 扶持力度，有望通过“金字塔造星计划”培养 UP 主成长为成熟 PGC 制作人，为自制剧集与综艺提供新鲜血液。我们看好公司“大芒计划 2.0”在爆款内容、电商零售、品牌营销三方面为公司贡献新利润增长点，实现“IP+KOL+品牌”催化反应，并带动“芒果好物”衍生品收入增长。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 150.21、178.63、210.80 亿元，同比分别增长 20.16%、18.92%、18.01%；归属于母公司股东的净利润分别为 15.30、18.46、21.99 亿元，同比分别增长 32.34%、20.66%、19.10%，对应当前股本的 EPS 分别为 0.86、1.04、1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 73、61、51 倍，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

(1) **行业竞争加剧的风险。**互联网视频行业仍处于激烈竞争阶段，若出现新的进入者，行业竞争或进一步加剧，从而影响公司的盈利能力。

(2) **视频平台用户增长不及预期的风险。**公司视频平台用户规模虽处于快速增长阶段，但由于宏观经济环境、平台内容的不确定性，增速可能不及预期。

(3) **广告业务收入增长不及预期的风险。**受到全球新冠肺炎疫情及宏观经济影响，广告主或收缩预算，对公司广告业务或带来不利影响。

(4) **内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。**公司综艺、剧集等内容制作业务的开展受行业监管政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	8665	11728	16053	21861	26608
现金	2526	5064	8841	15083	18741
应收票据及应收账款	1434	3092	2347	4122	3512
其他应收款	76	36	99	61	127
预付账款	2010	1128	2643	1841	3450
存货	2215	1916	2933	2763	3886
其他流动资产	404	491	-809	-2009	-3109
<b>非流动资产</b>	3446	5350	5137	4535	3551
长期投资	216	210	200	190	180
固定资产	207	181	215	239	253
无形资产	2856	4889	5657	6052	6076
其他非流动资产	167	70	-935	-1947	-2957
<b>资产总计</b>	12111	17078	21190	26396	30160
<b>流动负债</b>	6179	7936	8622	10410	11422
短期借款	196	350	350	350	350
应付票据及应付账款	3630	5374	5195	7219	7273
其他流动负债	2354	2211	3078	2841	3799
<b>非流动负债</b>	258	323	394	464	514
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	258	323	394	464	514
<b>负债合计</b>	6437	8258	9017	10874	11936
少数股东权益	35	36	38	40	42
股本	990	1780	2280	3280	3280
资本公积	3641	4839	6339	6839	7339
留存收益	1008	2165	3461	5024	6887
<b>归属母公司股东权益</b>	5639	8784	12136	15482	18181
负债和股东权益	12111	17078	21190	26396	30160

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-377	293	1613	4355	2769
净利润	928	1158	1532	1848	2201
折旧摊销	2260	3771	1312	1694	2076
财务费用	-24	-37	-74	-203	-327
投资损失	-31	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-509	940	-1151	1022	-1177
其他经营现金流	-3000	-5532	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	1074	109	206	114	12
资本支出	32	156	797	408	27
长期投资	-200	64	10	10	10
其他投资现金流	906	329	1014	532	49
<b>筹资活动现金流</b>	-121	2125	1957	1773	877
短期借款	160	154	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	589	790	500	1000	0
资本公积增加	2963	1198	1500	500	500
其他筹资现金流	-3833	-17	-43	273	377
<b>现金净增加额</b>	577	2526	3777	6242	3658

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	9661	12501	15021	17863	21080
营业成本	6083	8285	9725	11422	13334
营业税金及附加	98	96	116	138	163
营业费用	1801	2141	2644	3319	3938
管理费用	462	610	771	956	1212
研发费用	221	239	288	357	527
财务费用	-24	-37	-74	-203	-327
资产减值损失	104	-1	-1	-1	-1
其他收益	30	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	-1
投资净收益	31	6	6	6	6
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	977	1178	1559	1880	2240
营业外收入	15	26	26	26	26
营业外支出	45	26	26	26	26
<b>利润总额</b>	947	1178	1558	1880	2239
所得税	19	20	27	32	38
<b>净利润</b>	928	1158	1532	1848	2201
少数股东损益	62	1	2	2	2
<b>归母净利润</b>	866	1156	1530	1846	2199
EBITDA	3143	4817	2683	3237	3830
EPS(元)	0.49	0.65	0.86	1.04	1.24

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.8	29.4	20.2	18.9	18.0
营业利润(%)	1473.2	20.5	32.3	20.7	19.1
归属于母公司净利润(%)	21.0	33.6	32.3	20.7	19.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.0	33.7	35.3	36.1	36.7
净利率(%)	9.0	9.2	10.2	10.3	10.4
ROE(%)	16.3	13.1	15.1	14.2	14.5
ROIC(%)	14.2	10.9	12.4	11.0	10.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.1	48.4	42.6	41.2	39.6
净负债比率(%)	-36.7	-49.8	-79.7	-109.7	-117.5
流动比率	1.4	1.5	1.9	2.1	2.3
速动比率	0.7	1.0	1.2	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	11.7	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	3.1	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.86	1.04	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.16	0.91	2.45	1.56
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.69	7.29	8.53
<b>估值比率</b>					
P/E	129.6	97.0	73.3	60.7	51.0
P/B	19.9	12.8	11.1	8.6	7.4
EV/EBITDA	45.1	28.9	51.0	40.7	33.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn