

公司研究/公告点评

2021年01月11日

传媒/互联网媒体

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 70.40
目标价格(元): 88.94

朱璐 SAC No. S0570520040004
研究员 SFC No. BPX711
zhujun016731@htsc.com

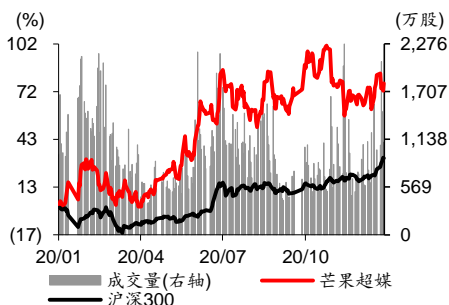
周钊 SAC No. S0570517070006
研究员 SFC No. BQA910
010-56793958
zhouzhao@htsc.com

吴晓宇 SAC No. S0570120070141
联系人 (0755)23993324
wuxiaoyu@htsc.com

相关研究

- 1 《芒果超媒(300413 SZ,买入): 小芒 APP 公测, 内容电商正式启航》2020.12
- 2 《芒果超媒(300413 SZ,买入): 续约版权及联合招商, 发挥网台联动优势》2020.12
- 3 《芒果超媒(300413 SZ,买入): 阿里创投有望战略入股, 强强联手》2020.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

20年业绩预告超预期, 会员数同增97%

芒果超媒(300413)

20年归母净利润预计同增64.32%-72.97%, 超我们预期

公司发布 2020 年业绩预告: 预计归母净利 19-20 亿元, 同增 64.32%-72.97%, 相较我们之前预期的 18.24 亿元超出 4.17%-9.65%。2020 年预计扣非净利 17.98-18.98 亿元, 同增 64.5%-73.7%; 20Q4 净利预计同增 59.1%-114.4%至 2.88-3.88 亿元。业绩增长主要得益于以《乘风破浪的姐姐》为代表的多部综艺及影视剧有效带动广告和会员收入增长。结合业绩预告, 我们预计公司 20-22 年归母净利润为 19.69/24.58/29.58 亿元。根据分部估值法估值结果 1,583 亿元, 对应目标价 88.94 元, 维持“买入”评级。

热门综艺、剧集表现亮眼, 内容实力凸显, 拉动有效会员数/广告明显增长

2020 年, 芒果 TV 《乘风破浪的姐姐》《朋友请听好》《妻子的浪漫旅行》《密室大逃脱》《明星大侦探》等热门综艺和《以家人之名》《锦衣之下》《下一站是幸福》《琉璃》《从结婚开始恋爱》等热播综艺/剧集带动公司广告和会员收入显著增长。《明星大侦探 6》《姐姐的爱乐之程》《从结婚开始恋爱》于 20Q4 上线, 播放数据表现突出。根据公司公告, 受高质量内容拉动, 2020 年末芒果 TV 有效会员数达 3,613 万, 与 20H1 的 2,766 万会员数相比增长 30.6%, 较 2019 年末的 1,837 万会员数同比增长 96.7%。

2021 年优质内容储备丰富, 重磅项目蓄势待发

芒果 TV 2021 年优质综艺和电视剧储备丰富: 《乘风破浪的姐姐 2》预期 21Q1 播出, 《披荆斩棘的哥哥》预计 21Q3; 还有《密室大逃脱 3》《明星大侦探 7》《妻子的浪漫旅行 5》《女儿们的恋爱 4》等热门综艺的新一季, 以及新综艺《游戏的法则》《听姐说》《敲开老板的门》《扑通扑通的心》《热血少年》《试试看吧》《帮帮我喜剧人》等。数十部重点剧目包括: 《无法恋爱的理智派》《狂猎》《白玉思无瑕》《你好, 对方辩友 2》《好女好男》《我亲爱的“小洁癖”》《别想打扰我学习》《她和他的恋爱剧本》《八零九零》等。

“小芒”内容电商正式启航, 构建公司第二成长曲线

公司内容电商平台“小芒”于 2020 年 12 月 15 日已正式上线公测, 平台以明星艺人联名或推荐来聚集流量, 以内容为手段来提升用户购买意愿的核心模式, 目标最终形成人、货、内容互存互促的有机生态。“小芒”有望依托公司内容优势实现电商业务快速拓展, 构建公司第二成长曲线。

内容创新和自制优势突出, 电商有望构建新增长动力, 维持“买入”评级

公司利润增长强劲, 同时不断拓展内容生态变现能力。我们根据公司公告调整会员数量及对应会员和广告业务收入规模, 预计 20-22 年归母净利润为 19.69/24.58/ 29.58 亿元(前值 18.24/23.66/28.23 亿元), 采用分部估值法, 互联网视频业务 PS 估值, 考虑可比公司 21 年平均 PS 11X 及公司强内容创新能力, 给予 12X PS; 运营商/互娱内容/媒体零售业务采用 PE 估值, 根据各业务可比公司 21 年平均 PE 19X/21X/ 17X, 给予各业务对应相同估值, 计算市值共 1,583 亿元, 对应目标价 88.94 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 内容上线时间/效果不及预期, 电商行业竞争加剧等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,780
流通 A 股 (百万股)	931.36
52 周内股价区间 (元)	39.77-79.82
总市值 (百万元)	125,339
总资产 (百万元)	18,928
每股净资产 (元)	5.74

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,661	12,501	17,004	20,789	24,840
+/-%	223.77	29.40	36.02	22.26	19.48
归属母公司净利润 (百万元)	865.57	1,156	1,969	2,458	2,958
+/-%	1,093	33.59	70.26	24.87	20.34
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.65	1.11	1.38	1.66
PE (倍)	144.80	108.40	63.66	50.99	42.37

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值

图表1: 互联网视频业务可比公司估值表 (截至2021年1月8日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿美元)	21E PS
NFLX US	奈飞公司	Bloomberg 一致预期	2255	7.6
BILI US	哔哩哔哩	Bloomberg 一致预期	389	14.6
			平均	11X

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表2: 运营商业业务可比公司估值表 (截至2021年1月8日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
300770 CH	新媒股份	Wind 一致预期	143	36.23	24.26	19.24	3.96	5.91	7.45

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图表3: 媒体互动娱乐内容制作业务可比公司估值表 (截至2021年1月8日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
300133 CH	华策影视	Wind 一致预期	105	-7.18	22.64	16.93	-14.67	4.65	6.22
002343 CH	慈文传媒	Wind 一致预期	28	16.90	19.46	11.38	1.65	1.43	2.45
300251 CH	光线传媒	Wind 一致预期	374	39.50	88.73	35.44	9.48	4.22	10.56
002624 CH	完美世界	Wind 一致预期	590	39.28	24.45	20.31	15.03	24.14	29.07
002555 CH	三七互娱	Wind 一致预期	715	33.82	24.82	20.70	21.15	28.82	34.55
			平均		36X	21X			

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图表4: 媒体零售业务可比公司估值表 (截至2021年1月8日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
002291 CH	星期六	Wind 一致预期	124	82.32	147.84	22.96	1.50	0.84	5.39
002878 CH	元隆雅图	Wind 一致预期	43	37.70	25.39	18.40	1.15	1.71	2.36
603825 CH	华扬联众	Wind 一致预期	39	20.34	11.92	8.48	1.92	3.28	4.61
			平均		62X	17X			

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图表5: 芒果超媒分部估值 (单位: 亿元) (截至2021年1月8日)

公司业务	预计21年收入	预计21年净利润	PS	PE	市值
互联网视频业务	106.80		12X		1,282
运营商业业务	18.80	8.08		19X	154
媒体互动娱乐内容制作业务	51.15	6.14		21X	129
媒体零售业务	28.42	1.14		17X	19
合计					1,583

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1、内容上线时间/效果不及预期

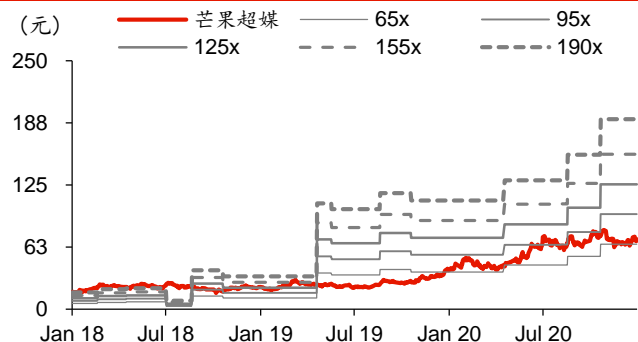
作为互联网平台及娱乐内容制作方，综艺、影视、动漫等项目为公司带来重要收益，其定档时间可能影响收入确定时间，导致公司出现业绩波动。

2、电商行业竞争加剧

公司已推出内容电商平台“小芒”。未来该业务的发展有望增强内容变现，勾勒公司的第二增长曲线。但也存在行业竞争加剧，其发展不及预期的风险。

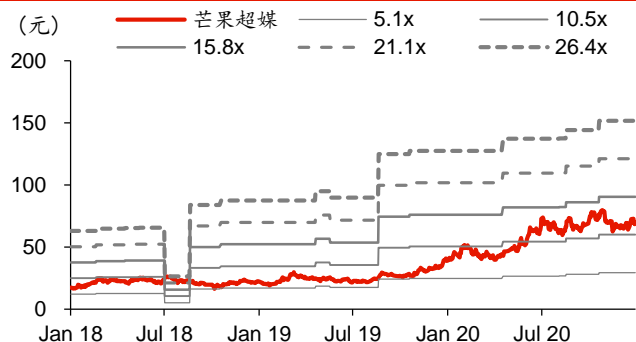
PE/PB - Bands

图表6：芒果超媒历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：芒果超媒历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,665	11,728	13,424	15,952	19,383
现金	2,526	5,064	5,242	6,274	7,462
应收账款	1,341	2,997	3,543	4,302	5,634
其他应收账款	76.06	35.95	77.41	88.90	118.10
预付账款	2,010	1,128	1,373	1,662	2,018
存货	2,215	1,916	2,509	2,974	3,405
其他流动资产	497.11	586.74	679.22	649.83	746.73
非流动资产	3,446	5,350	5,995	6,275	6,396
长期投资	215.54	210.44	210.44	210.44	210.44
固定投资	207.01	180.61	216.00	216.96	204.23
无形资产	2,856	4,889	5,512	5,814	5,948
其他非流动资产	167.14	69.72	56.98	33.91	33.55
资产总计	12,111	17,078	19,419	22,227	25,779
流动负债	6,179	7,936	8,424	8,698	9,201
短期借款	196.10	349.82	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,363	5,048	5,740	5,958	6,300
其他流动负债	2,620	2,537	2,684	2,740	2,901
非流动负债	257.67	322.66	322.66	322.66	322.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	257.67	322.66	322.66	322.66	322.66
负债合计	6,437	8,258	8,747	9,021	9,523
少数股东权益	34.88	36.10	96.99	173.02	264.51
股本	990.02	1,780	1,780	1,780	1,780
资本公积	3,641	4,839	4,839	4,839	4,839
留存公积	1,008	2,165	4,052	6,409	9,245
归属母公司股东权益	5,639	8,784	10,575	13,033	15,991
负债和股东权益	12,111	17,078	19,419	22,227	25,779

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(376.92)	292.87	713.56	1,091	1,447
净利润	927.57	1,158	2,030	2,534	3,050
折旧摊销	2,260	3,771	1,459	1,900	2,384
财务费用	(24.20)	(36.58)	(57.74)	(96.22)	(105.58)
投资损失	(31.40)	(6.47)	(15.00)	(25.00)	(40.00)
营运资金变动	(509.13)	940.15	(622.30)	(1,156)	(1,679)
其他经营现金	(3,000)	(5,532)	(2,080)	(2,066)	(2,162)
投资活动现金	1,074	109.34	(55.20)	(155.16)	(364.85)
资本支出	31.97	155.97	70.20	180.16	404.85
长期投资	(200.00)	63.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,306	201.50	15.00	25.00	40.00
筹资活动现金	(120.56)	2,125	(480.51)	96.22	105.58
短期借款	160.14	153.72	(349.82)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	589.02	790.35	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,963	1,198	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,833)	(17.24)	(130.70)	96.22	105.58
现金净增加额	576.79	2,526	177.84	1,032	1,188

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,661	12,501	17,004	20,789	24,840
营业成本	6,083	8,285	10,843	13,161	15,629
营业税金及附加	97.90	96.43	131.17	160.37	191.62
营业费用	1,801	2,141	2,925	3,597	4,347
管理费用	461.55	610.14	816.19	1,019	1,242
财务费用	(24.20)	(36.58)	(57.74)	(96.22)	(105.58)
资产减值损失	(104.44)	(0.62)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(1.37)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.40	6.47	15.00	25.00	40.00
营业利润	977.18	1,178	2,067	2,583	3,107
营业外收入	14.85	25.84	20.35	23.09	31.48
营业外支出	45.03	26.04	18.42	22.41	27.97
利润总额	947.00	1,178	2,069	2,584	3,110
所得税	19.43	20.03	38.89	49.61	60.34
净利润	927.57	1,158	2,030	2,534	3,050
少数股东损益	62.01	1.22	60.89	76.03	91.49
归属母公司净利润	865.57	1,156	1,969	2,458	2,958
EBITDA	3,143	4,817	3,383	4,311	5,288
EPS (元, 基本)	0.49	0.65	1.11	1.38	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	223.77	29.40	36.02	22.26	19.48
营业利润	1,473	20.52	75.47	25.00	20.26
归属母公司净利润	1,093	33.59	70.26	24.87	20.34
获利能力 (%)					
毛利率	37.04	33.73	36.24	36.70	37.08
净利率	9.60	9.26	11.94	12.19	12.28
ROE	16.35	13.12	19.02	19.19	18.76
ROIC	26.66	24.68	34.82	34.53	33.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.15	48.36	45.04	40.59	36.94
净负债比率 (%)	(36.69)	(49.84)	(46.23)	(45.18)	(44.01)
流动比率	1.40	1.48	1.59	1.83	2.11
速动比率	0.65	1.03	1.07	1.24	1.46
营运能力					
总资产周转率	1.34	0.86	0.93	1.00	1.03
应收账款周转率	11.71	5.52	5.30	5.50	5.80
应付账款周转率	3.10	1.84	1.90	2.10	2.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	1.11	1.38	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.21)	0.16	1.54	1.74	1.99
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.94	7.32	8.98
估值比率					
PE (倍)	144.80	108.40	63.66	50.99	42.37
PB (倍)	22.23	14.27	11.85	9.62	7.84
EV_EBITDA (倍)	39.22	25.11	35.62	27.73	22.40

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱珺、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 芒果超媒（300413.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com