

芒果超媒 (300413.SZ)

《姐姐2》强势来袭，“内容+电商”深度融合可期

2021年01月26日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

方光照 (分析师)

余倩莹 (联系人)

fangguangzhao@kysec.cn

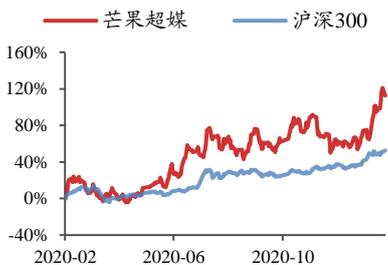
yuqianying@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790120040010

日期	2021/1/25
当前股价(元)	88.53
一年最高最低(元)	93.01/39.28
总市值(亿元)	1,576.17
流通市值(亿元)	824.53
总股本(亿股)	17.80
流通股本(亿股)	9.31
近3个月换手率(%)	68.95

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-精品内容奠定增长基石,小芒电商未来可期》-2021.1.11

《公司深度报告-“视频+内容+电商”融合,小芒打造第二增长曲线》-2021.1.7

《公司信息更新报告-阿里创投或成第二大股东,多业务协同可期》-2020.11.17

●《乘风破浪的姐姐第二季》开播大热,成功打造S级N代综艺IP

公司2021年1月22日12:00上线《乘风破浪的姐姐第二季》(简称《姐姐2》),以全新的节目主题、嘉宾阵容和高能赛制再出发,首期节目热度及播放量表现亮眼,成功将《乘风破浪的姐姐》打造成为S级N代综艺IP。我们看好公司持续发挥内容自制优势,通过建立IP矩阵生产线,成功实现综艺制作工业化,并将爆款综艺制作逻辑复制且延伸至剧集,巩固长视频核心竞争优势;另外,通过小芒电商打造明星带货生态,深度挖掘粉丝经济价值,实现“明星+商品+内容”催化反应,打造第二增长曲线。我们维持2020-2022年盈利预测不变,预测公司2020-2022年归母净利润分别为19.53/22.69/28.52亿元,对应EPS分别为1.10/1.27/1.60元,当前股价对应PE分别为80.7/69.5/55.3倍,维持“买入”评级。

●《乘风破浪的姐姐第二季》有望再次助推公司会员及广告收入增长

《乘风破浪的姐姐第二季》采用芒果TV独播且会员抢先看的模式,上线会员尊享《姐姐的舞台》/《姐姐的宿舍》、《姐姐解解压》、《姐姐的上班路》等衍生内容,保持综艺节目全周热度,或带动会员收入高增长。《乘风破浪的姐姐第二季》赞助品牌由第一季的13家升级为第二季的15家,且品牌主结构优化,消费品广告主占比提升,或全面释放广告收入空间,而作为N代综艺IP,随着后续内容玩法更新、明星话题升级等,商业价值有望延续。

●“内容+电商”深度融合,小芒上线“姐姐有点芒”专题

2021年1月21日,小芒App上线4.1.2版本“小芒-上小芒买姐姐2同款”,趁势宣传“姐姐有点芒”专题,通过邀请姐姐入驻、发布爆款综艺周边短视频内容,形成长短视频联动,占据用户时长,并将节目流量转换为产品销量,打通芒果生态变现闭环。后续在《乘风破浪的姐姐第二季》的内容中通过口播、购物链接等方式深度植入小芒商品、与小芒App深度联动亦可期待。

●风险提示: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;电商业务拓展成功与否存在不确定性。

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	17,453	24,894	33,499
YOY(%)	223.8	29.4	39.6	42.6	34.6
归母净利润(百万元)	866	1,156	1,953	2,269	2,852
YOY(%)	1093.3	33.6	68.9	16.2	25.7
毛利率(%)	37.0	33.7	36.0	36.0	36.2
净利率(%)	9.0	9.2	11.2	9.1	8.5
ROE(%)	16.3	13.1	11.4	11.7	12.8
EPS(摊薄/元)	0.49	0.65	1.10	1.27	1.60
P/E(倍)	182.1	136.3	80.7	69.5	55.3
P/B(倍)	27.9	17.9	9.2	8.1	7.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、《乘风破浪的姐姐第二季》强势来袭，再掀女团浪潮.....	3
1.1、全新嘉宾阵容上线，赛制升级看点频频.....	3
1.2、内容及招商更为多元化，会员及广告收入或更进一步.....	5
2、“内容+电商”深度融合，小芒大有可为.....	7
3、剧集综艺优势可续，迈向一线视频平台.....	9
4、盈利预测与投资建议.....	11
5、风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1：《乘风破浪的姐姐第二季》主题更为深刻.....	4
图 2：新赛制难度升级，乘风守擂组与破浪挑战组 PK 为后续新看点.....	5
图 3：2019 年 1 月“节目失去新鲜感”是用户放弃追多季综艺的原因.....	5
图 4：2019 年 1 月 44%的用户愿意为综艺衍生节目付费.....	6
图 5：《乘风破浪的姐姐第二季》通过多种形式进行赞助商广告植入.....	7
图 6：小芒电商紧跟芒果 TV 爆款内容，上线“姐姐有点芒”专题.....	8
图 7：芒果 TV 通过专属红包为小芒引流.....	9
图 8：在 2020 年 1-12 月艺恩网络剧播映指数 Top10 排行榜中，芒果 TV 的剧集分别上榜 1/1/2/2/1/0/2/1/1/2/2 部...9	9
图 9：在 2020 年 1-12 月艺恩网络综艺播映指数 Top10 排行榜中，芒果 TV 的综艺分别上榜 5/6/3/3/1/2/3/3/2/0/1/3 部.....	10
图 10：2020 年 12 月芒果 TV 的 MAU 达 1.92 亿，同比增长 43%.....	11
图 11：2020 年 11 月芒果 TV 的用户日均使用时长高于“腾爱优”.....	11
图 12：2016-2020H1 芒果 TV 会员收入保持高增长.....	11
图 13：2016-2020H1 芒果 TV 广告收入增速高于爱奇艺.....	11
表 1：《乘风破浪的姐姐第二季》“嘉宾+动态”话题屡屡登上微博热搜，为节目引流.....	3
表 2：《乘风破浪的姐姐第二季》制作团队基本采用第一季原班人马.....	3
表 3：《乘风破浪的姐姐第二季》嘉宾阵容豪华，部分姐姐已入驻小芒.....	4
表 4：《乘风破浪的姐姐第二季》正片及衍生内容丰富.....	6
表 5：《乘风破浪的姐姐第二季》赞助品牌阵容较《乘风破浪的姐姐 1》更为强大.....	6
表 6：2021 年以来，小芒 App 持续进行版本更新迭代.....	7
表 7：“季风剧场”聚焦悬疑、家庭、亲情等题材，有望实现内容出圈.....	10
附表 1：芒果 TV2021 年储备剧集题材类型多元化，季风剧场值得期待.....	13
附表 2：芒果 TV2021 年综艺储备丰富.....	17

1、《乘风破浪的姐姐第二季》强势来袭，再掀女团浪潮

1.1、全新嘉宾阵容上线，赛制升级看点频频

《乘风破浪的姐姐第二季》话题热度不减，播放表现亮眼。2021年1月22日12点《乘风破浪的姐姐第二季》上线，根据微博数据，截至2021年1月25日22:00，#乘风破浪的姐姐2#微博话题讨论量达25.4万，阅读量达8.2亿。根据艺恩数据，截至2021年1月25日22:00，《乘风破浪的姐姐第二季》累计播放量达4.5亿次。根据豆瓣，截至2021年1月25日22:00，《乘风破浪的姐姐第二季》豆瓣评分为5.8分。

表1: 《乘风破浪的姐姐第二季》“嘉宾+动态”话题屡屡登上微博热搜，为节目引流

微博热搜	微博热搜
那英看完蒋璐霞表演的反应	吕一舞台表现力
那英安慰张柏芝说我没投你	周笔畅希望杜华这次少道几个歉
那英问张馨予李菲儿你俩谁啊	周笔畅 打什么她都会骂你
那英跳舞 做法现场	周笔畅粉丝问需要上街拉票吗
那英粉丝应援海报都是金句	弦子一字马
杨钰莹好温柔	贾青十五年后再现选秀
金巧巧女儿为妈妈应援	贾青舞台和意外哪个先来
金巧巧 我的表演可能是个笑话	袁姗姗预测自己最后一名成真
左小青老年大学文艺汇演	张馨予手扶拖拉机斯基舞台
左小青工作群聊人间真相	张馨予画乘风破浪
左小青回眸演技	李菲儿听孩子话题一脸茫然
董洁跳木偶舞	江映蓉粉丝控评图
张柏芝状态	江映蓉 压不压油
张柏芝问自我介绍要不要报身份证号	江映蓉调侃自己是重量担当
容祖儿在姐姐堆里蹦迪	江映蓉 出道之后一直是瓶颈
王鸥每一帧都好美	吉克隽逸听话捡半截听
王鸥为姐姐2预支营业额	陈小纭为姐姐2的自我管理
陈妍希初舞台为儿子唱小星星	陈小纭柔韧度
陈妍希好美好甜	陈梓童初舞台第一名

资料来源：微博、开源证券研究所（截至2021年1月25日）

表2: 《乘风破浪的姐姐第二季》制作团队基本采用第一季原班人马

职能	成员
见证人	黄晓明等
经理人	杜华（乐华娱乐 CEO）
总顾问	霍汶希（英皇娱乐艺人管理部总监）
音乐总监	刘卓
舞台总监	陈绮沅
导演团队	吴梦知工作室（代表作《花儿与少年3》）
后期团队	大千（代表作《中餐厅》、《向往的生活》）

资料来源：芒果TV、开源证券研究所

主题：三十而奕，落子无悔，乘风破浪，爱无反顾。节目主题由第一季的“三十而骊，青春归位”升级为第二季的“三十而奕，落子无悔”，更为强调成熟女性的爱、

包容、自由与无限可能性，也更为强调作为命运共同体的现代女性勇往直前的“集体风貌”。

图1: 《乘风破浪的姐姐第二季》主题更为深刻



资料来源：芒果TV

阵容：姐姐们阵容豪华，咖位大、能力高、话题性十足。参加《乘风破浪的姐姐第二季》30位姐姐中既有资深专业歌手，也有唱跳俱佳的偶像、新生代人气爱豆，更有不少影视歌三栖的全能姐姐。年龄30+的姐姐们以自信、向上、拼搏的姿态追求自己的梦想，更能引发观众共鸣。

表3: 《乘风破浪的姐姐第二季》嘉宾阵容豪华，部分姐姐已入驻小芒

姓名	年龄	优势	微博粉丝数 (万)	特点	是否入驻小芒
那英	53	VOCAL	2205	歌手，出道32年	否
杨钰莹	49	VOCAL	251	歌手，出道30年	否
金巧巧	45	DANCE	287	多年舞蹈功底	否
李慧珍	44	VOCAL	173	歌手	否
左小青	44	DANCE	269	演员	否
程莉莎	42	DANCE	268	话剧演员	否
胡静	42	DANCE	423	演员	否
董璇	41	DANCE	1324	演员	是
董洁	40	DANCE	367	演员	否
张柏芝	40	VOCAL	1405	演员，歌手，“门面”担当	否
容祖儿	40	VOCAL	904	歌手，唱跳经验丰富，上百场个人演唱会	否
安又琪	38	VOCAL	192	第一届超女冠军	否
王鸥	38	DANCE	1315	演员，民间舞蹈功底	否
陈妍希	37	VOCAL	1536	唱跳经验	否
吕一	36	DANCE	417	演员，专业舞蹈功底	是
周笔畅	35	VOCAL	3186	歌手	否
弦子	34	VOCAL	477	歌手	是
贾青	34	DANCE	1004	演员，一年唱跳女子组合经验	否
蒋璐霞	34	DANCE	308	武术功底，技术担当	否
袁姗姗	33	DANCE	3053	演员	否
张馨予	33	DANCE	2430	演员	否
汤晶媚	33	DANCE	1029	演员	是

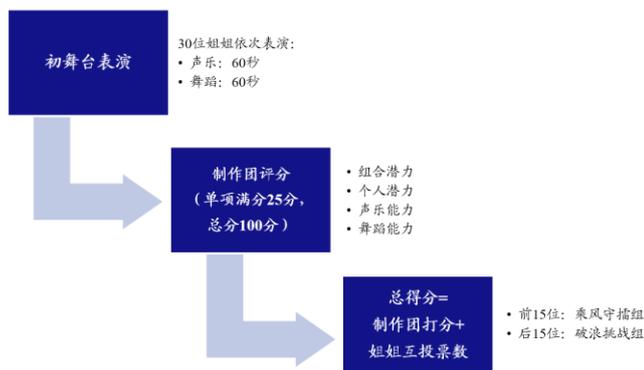
姓名	年龄	优势	微博粉丝数 (万)	特点	是否入驻小芒
阿兰·达瓦卓玛	33	VOCAL	655	音乐唱作人，影视原声带专业户	否
李菲儿	33	DANCE	1148	演员	是
江映蓉	32	唱跳	616	唱跳歌手	是
吉克隽逸	32	VOCAL	1509	歌手，美妆博主	否
陈小纭	31	DANCE	631	北舞毕业，七年芭蕾舞功底	是
刘烨	31	DANCE	104	主持人	是
陈梓童	31	唱跳	141	全能 ACE	是
宣璐	30	DANCE	1081	舞蹈博主	是

资料来源：微博、小芒 App、开源证券研究所（截至 2021 年 1 月 25 日）

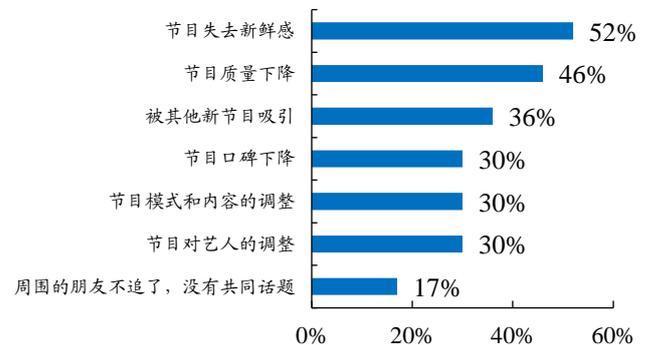
赛制：新赛制难度升级，增加节目看点。在初评中，姐姐需要完成各 60 秒的声乐和舞蹈考核，制作团从组合潜力、个人潜力、声乐能力、舞蹈能力四个维度打分（各 25 分，满分 100 分），并结合姐姐互投票数（29 分），排名前 15 位的姐姐进入乘风守擂组，后 15 位的姐姐进入破浪挑战组。一方面，新赛制更能够让观众们看到姐姐们的综合实力，让评分更为合理公平；另一方面，增加姐姐互投和组队对抗环节，更能制造节目的矛盾和话题，并提升节目新鲜感。

图2：新赛制难度升级，乘风守擂组与破浪挑战组 PK 为后续新看点

图3：2019 年 1 月“节目失去新鲜感”是用户放弃追多季综艺的原因



资料来源：芒果 TV、开源证券研究所



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

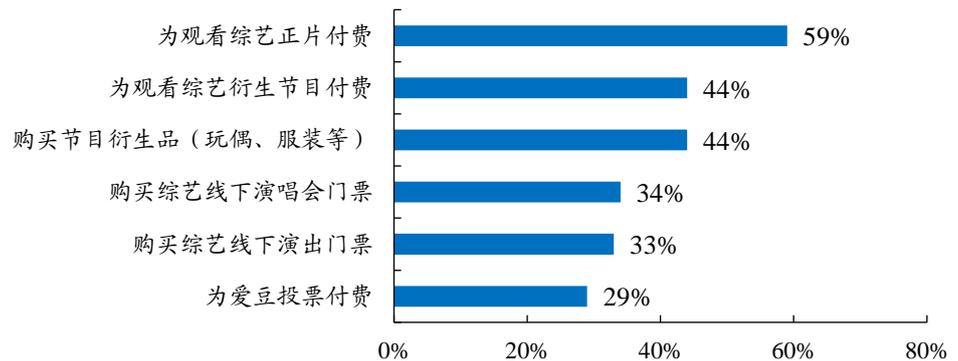
1.2、内容及招商更为多元化，会员及广告收入或更进一步

会员：“会员提前观看+专享衍生内容”助力会员拉新，或带动会员收入高增长。《乘风破浪的姐姐第二季》采用芒果 TV 独播且每周五 12:00 会员抢先看的模式，或成为“拉新神器”，驱动会员数量和收入高增长。此外，芒果 TV 上线会员尊享内容《姐姐的舞台》/《姐姐的宿舍》、《姐姐解解压》、《姐姐的上班路》等，一方面对正片内容进行衍生和丰富，以满足核心用户的内容深度观看诉求，提高节目新鲜感，并有望孵化新综艺 IP，延伸节目长尾效应；另一方面提高节目素材利用效率，并保持综艺节目全周热度，通过 IP 与衍生节目相互引流，既促进了付费用户的持续消费与留存，也以较低投入撬动了新用户付费转化。

表4: 《乘风破浪的姐姐第二季》正片及衍生内容丰富

时间	是否需要会员	内容
每周五中午 12 点	会员抢先看正片	《乘风破浪的姐姐第二季》
每周五中午 12 点	会员尊享	《姐姐的舞台》/《姐姐的宿舍》
每周六中午 12 点	会员尊享	《乘风破浪的姐姐第二季》Plus 版
每周六中午 12 点	会员尊享	会员定制衍生《姐姐解解压》
每周日中午 12 点	会员尊享	《姐姐的上班路》

资料来源: 芒果 TV、开源证券研究所

图4: 2019 年 1 月 44%的用户愿意为综艺衍生节目付费


数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

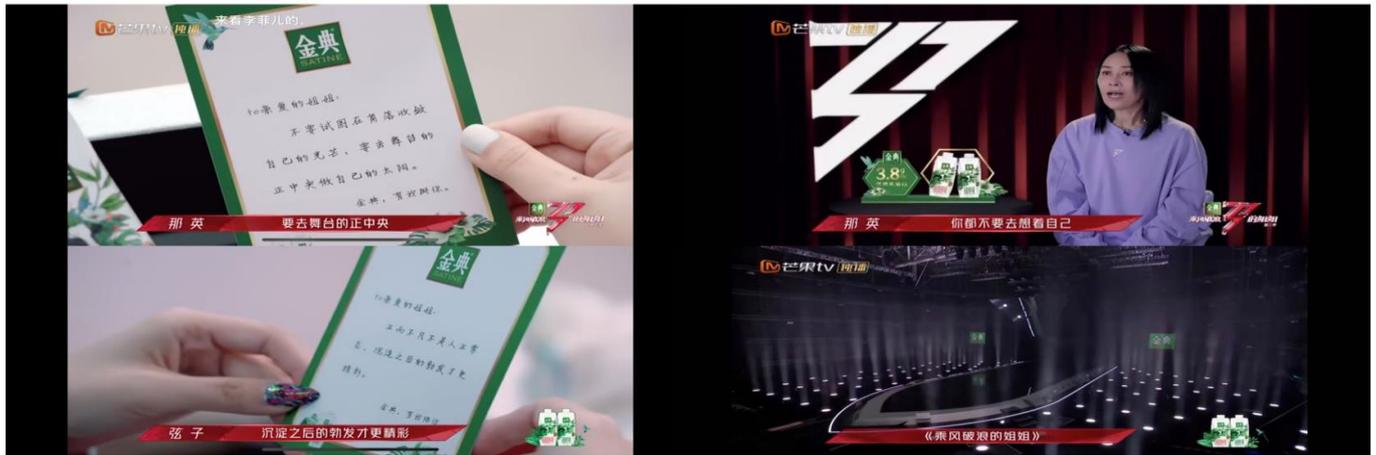
广告: 赞助品牌阵容较第一季更为强大, 赞助广告收入可期。根据芒果 TV 官网,《乘风破浪的姐姐第二季》由金典独家冠名, 由美团优选担任首席合作伙伴, 由 VIVO、唯品会、有道精品课等担任合作伙伴, 由护舒宝、美的、金龙鱼等担任行业指定, 赞助品牌由第一季的 13 家升级为第二季的 15 家, 且品牌主的结构优化, 消费品广告主占比提升。我们认为,《乘风破浪的姐姐》作为全新综艺 IP, 在第一季“意料之外”的火爆之后, 商业价值或在第二季全面释放, 而作为 N 代综艺 IP, 随着后续内容玩法更新、明星话题升级等, 商业价值有望延续。

表5: 《乘风破浪的姐姐第二季》赞助品牌阵容较《乘风破浪的姐姐 1》更为强大

综艺	赞助级别	品牌
《乘风破浪的姐姐第二季》	独家冠名	金典
	首席合作伙伴	美团优选
	官方合作伙伴	VIVO、唯品会、有道精品课、Swisse、力士 LUX、豌豆思维、德芙
	行业赞助	护舒宝、小刀电动车、美的、金龙鱼、纽西之谜、蓝臻
《乘风破浪的姐姐 1》	独家冠名	梵蜜琳
	超级星推官	金典有机奶
	合作伙伴	唯品会、佳贝艾特羊奶粉、VIVO、瓜瓜龙英语、护舒宝、奥利奥
	行业赞助	新氧 app、安居客、和平精英、唱吧、腾讯微视

资料来源: 芒果 TV、开源证券研究所

图5: 《乘风破浪的姐姐第二季》通过多种形式进行赞助商广告植入



资料来源: 芒果 TV

2、“内容+电商”深度融合，小芒大有可为

小芒电商紧跟芒果 TV 爆款内容，上线“姐姐有点芒”专题。2021 年 1 月 21 日，小芒 App 上线 4.1.2 版本“小芒-上小芒买姐姐 2 同款”，整站上线浪花红皮肤，支持姐姐有点芒专题，上线姐姐短视频和同款商品，用户邀请新人更能获得姐姐同款珍藏版口红、《姐姐 2》门票等，与芒果 TV 爆款内容进行深度联动。此外，《乘风破浪的姐姐第二季》嘉宾宣璐、陈小纭、江映蓉等已入驻小芒，发布美妆、后台采访、生活分享等姐姐独家内容。我们认为，小芒 App 作为公司短视频电商产品，一方面能够充分利用芒果 TV 内容优势，通过发布爆款剧集综艺周边短视频内容，形成长短视频内容联动，占据用户时长；另一方面能够充分利用公司合作的明星资源优势，或可通过剧集和综艺附加合约，低成本邀请明星入驻，推荐商品及合作明星联名款商品。

表6: 2021 年以来，小芒 App 持续进行版本更新迭代

日期	版本	更新内容
2021/1/21	版本: 4.1.2	<ol style="list-style-type: none"> 1、支持姐姐有点芒专题，跟着姐姐 2 来学姐姐的穿搭和护肤，二次创作视频还有能瓜分 18 万大奖。 2、话题可分享给好友，有了话题分享，集美们可放肆的成为瓜田里的猹。 3、支持口令邀请新人，即将开启的新人邀人活动能获得姐姐同款珍藏版口红、姐姐 2 门票等，赶紧先去攒一波人品集抽奖好运吧。 4、姐同款的视频和商品有姐专属卡片，姐同款，买它！ <p>除此之外，整站换新肤，小芒和你一起变成浪花红。</p>
2021/1/21	版本: 4.1.1	<ol style="list-style-type: none"> 1、优化弹窗消息的尺寸种类，弹窗消息可能会被运营玩出天际。 2、支持姐姐有点芒专题，跟着姐姐 2 来学姐姐的穿搭和护肤，二次创作视频还有能瓜分 18 万大奖。 3、话题可分享给好友，有了话题分享，集美们可放肆的成为瓜田里的猹。 4、支持口令邀请新人，即将开启的新人邀人活动能获得姐姐同款珍藏版口红、姐姐 2 门票等，赶紧先去攒一波人品集抽奖好运吧。 5、姐同款的视频和商品有姐专属卡片，姐同款，买它！
2021/1/14	版本: 4.1.0	<ol style="list-style-type: none"> 1、支持查看单张优惠券的商品使用范围，按券消费实乃居家小能手。 2、商城首页焕新，新人专区、秒杀专区、边看边买等，逛起来更有新意。 3、参加活动的商品将有直降角标，捡漏就看谁眼尖手快。 4、支持港澳台及海外手机号码的注册和登录。

日期	版本	更新内容
2021/1/10	版本: 4.0.9	5、商品和内容分享到微信后，亲友可以直接唤起APP，分享更简单。 1、收货地址搜索定位，不再受您当前位置局限。 2、购物车和我的下方的商品推荐无限流，是勇士就来挑战刷商品无限流。 3、下单默认使用最优优惠券，避免错过优惠券的使用机会。 4、支持分类专题，首页逛累了可来这看看还有什么彩蛋。
2021/1/5	版本: 4.0.8	1、支持在商品大分类下筛选小分类查看商品，让您能轻松找到想要的商品。

资料来源：七麦数据、开源证券研究所

图6: 小芒电商紧跟芒果TV爆款内容，上线“姐姐有点芒”专题

小芒-推荐重点推荐《姐姐2》独家内容

上线“姐姐有点芒”专题，搜索即可进入

商城与《姐姐2》内容深度关联

用户邀请新人可获得姐姐同款珍藏版口红、姐姐2门票等



资料来源：小芒 App、开源证券研究所

剧集综艺与电商深度联动可期，倾集团之力助小芒打造第二增长曲线。小芒 App 在湖南卫视 2020-2021 跨年演唱会正式亮相，并发布主题曲《今天有点芒》，《乘风破浪的姐姐 1》嘉宾黄圣依、袁咏琳、丁当、朱婧汐活力献唱，而在芒果 TV《乘风破浪的姐姐第二季》的内容中与小芒 App 的联动亦可期待。我们认为，公司后续会持续通过湖南卫视和芒果 TV 爆款内容为小芒电商引流，集团内部给予流量支持亦可控制买量成本。此外，或可将优质商品在剧集和综艺中通过口播、购物链接等方式深度植入，并探索综艺 IP 带货、明星+KOL 真人秀带货等新场景模式，从而助力小芒电商实现以货为基础、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商业闭环，打造公司第二增长曲线。

图7: 芒果TV通过专属红包为小芒引流

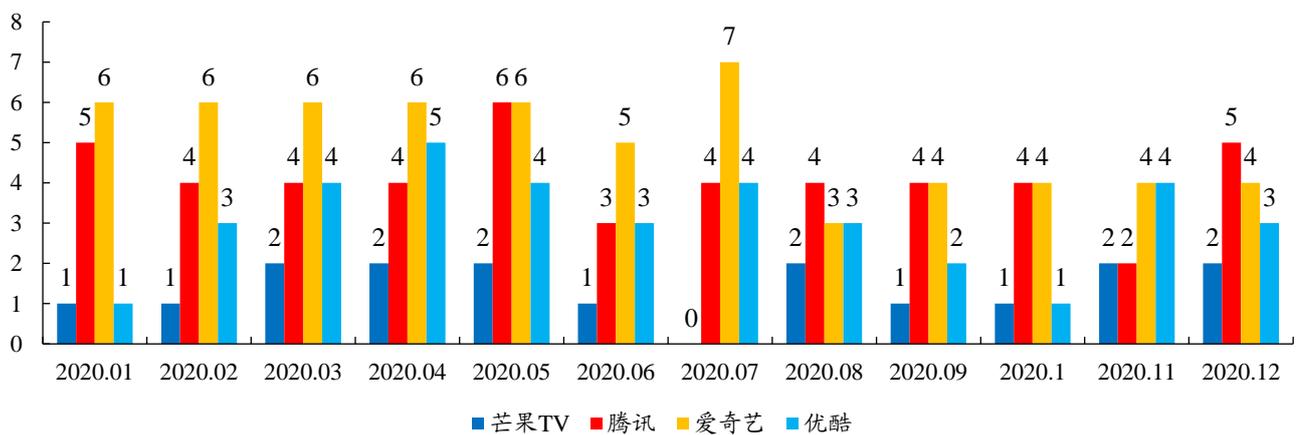


资料来源: 芒果TV

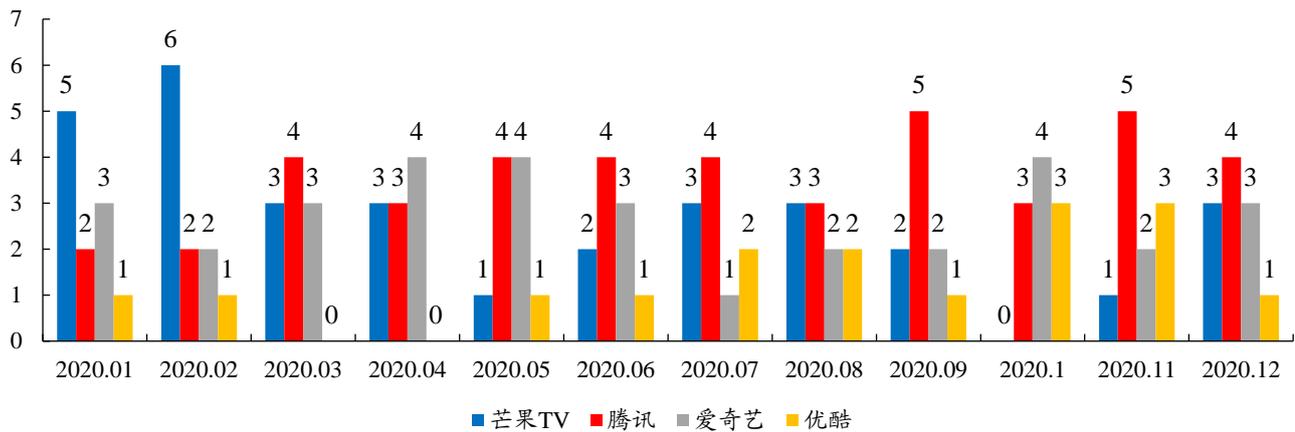
3、剧集综艺优势可续，迈向一线视频平台

剧集选片及自制能力已逐步获验，王牌综艺IP持续创新生命力旺盛。根据艺恩数据，2020年1-12月艺恩月度网络综艺播映指数Top10排行榜中，芒果TV的剧集每月稳定上榜1-2部，从古装爱情剧《离人心上》、《琉璃》到现代家庭剧《从结婚开始恋爱》、《以家人之名》，再到剧情悬疑剧《黑色灯塔》、《阳光之下》，公司剧集的题材类型持续丰富并出圈，剧集优势正逐步显现。根据艺恩数据，2020年1-12月艺恩月度综艺播映指数Top10排行榜中，芒果TV的综艺2月最高上榜6部，老综艺IP《明星大侦探》、《中餐厅》、《向往的生活》等通过新嘉宾、新玩法等延续生命力，新综艺《乘风破浪的姐姐》通过“创新女团模式+匠心制作+立体营销”成长为爆款S级IP。我们认为，公司将持续发挥内容自制优势，巩固长视频核心竞争优势。

图8: 在2020年1-12月艺恩网络剧播映指数Top10排行榜中，芒果TV的剧集分别上榜1/1/2/2/1/0/2/1/1/2/2部



数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

图9: 在 2020 年 1-12 月艺恩网络综艺播映指数 Top10 排行榜中, 芒果 TV 的综艺分别上榜 5/6/3/3/1/2/3/3/2/0/1/3 部


数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

2021 年内容储备丰富, 季风剧场值得期待。2021 年公司储备有《起跑线》、《尚食》等剧集,《披荆斩棘的哥哥》、《加油吧! 打工人》等综艺。此外, 公司将推出“季风剧场”, 台网联动深入试水“短剧+周播”模式, 储备有《狂猎》、《礼物》、《海葵》、《她们的镯子》等剧集, 聚焦悬疑、家庭、亲情等具有国民性、社会性和讨论度的题材, 有望实现内容出圈, 推动会员数持续较快增长并提升 ARPPU。

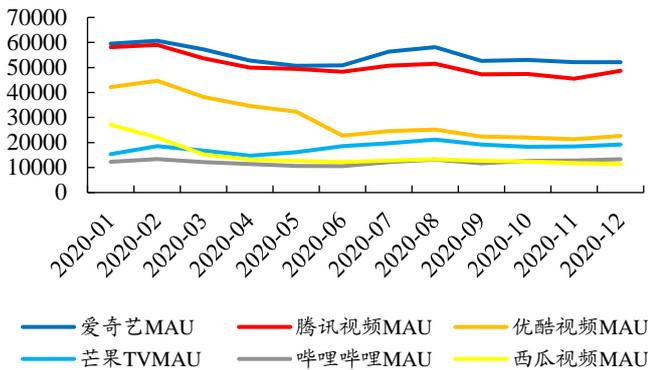
表7: “季风剧场”聚焦悬疑、家庭、亲情等题材, 有望实现内容出圈

片名	题材类型	主演	导演	编剧	内容
狂猎	当代涉案	秦昊、尹昉、黄子星	曹盾、荆冲	顾浩然、高鹏	集结精英团队, 以全新的视角窥入边野, 讲述森林警察新老交接协同守护森林的故事。
礼物	“她悬疑”	陈数、王真儿、王智	刘新	—	采用仅仅 14 天的故事主线, 采用现实主义题材的形式来解析当代社会女性的情感线索, 虎妈教育、亲子关系、婚内出轨、婆媳矛盾等一系列的家庭现实问题。
海葵	家庭悬疑	王传君、秦海燕	田里	—	以一个楼道里神秘消失的女孩引出未成年成长、女性安全等社会性话题。
她们的镯子	都市家庭	董子健、李一桐	—	程小猫	讲述了一只订婚玉镯所引发的巨大家庭海啸。
小菜一叠	—	—	周鉴葵	—	关注小人物的黑色幽默剧集。

资料来源: 芒果 TV、开源证券研究所

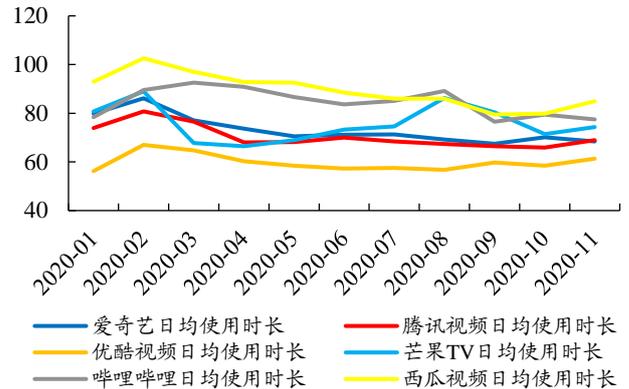
芒果 TV 用户规模、会员和广告收入持续快速提升, 向一线进军。根据 QuestMobile 数据, 2020 年 12 月芒果 TV 的 MAU 达 1.92 亿, 同比增长 43%, 与第一梯队“腾爱优”的用户规模差距逐步缩小。根据公司公告, 2020H1 芒果 TV 付费会员数量同比增长 84%, 增速高于腾讯视频和爱奇艺; 截至 2020 年末, 芒果 TV 有效会员数达 3613 万, 同比增长 97%。我们认为, 随着芒果 TV 内容的丰富与平台调性的沉淀, 或逐渐成为用户消费剧集综艺内容的必选平台, 亦或日益成为广告主吸引年轻女性用户必投的平台, 会员收入和广告收入有望持续高增长, 加快向一线视频平台进军。

图10: 2020年12月芒果TV的MAU达1.92亿, 同比增长43%



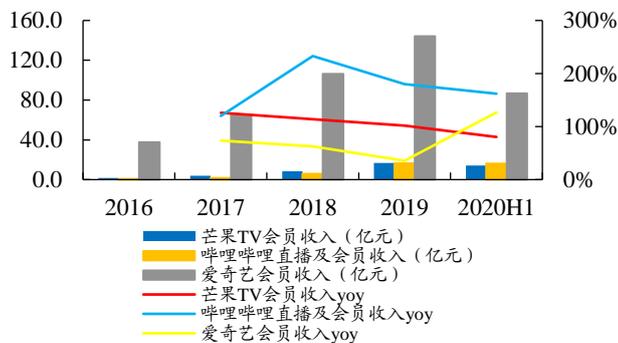
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图11: 2020年11月芒果TV的用户日均使用时长高于“腾爱优”



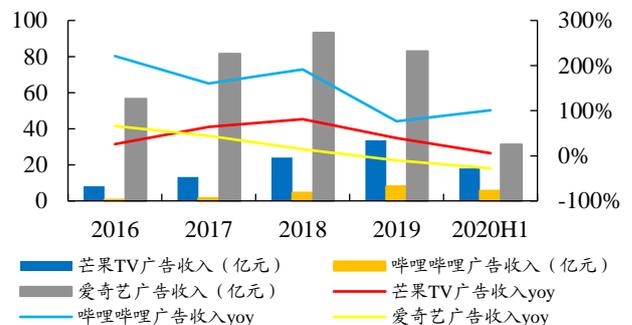
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图12: 2016-2020H1 芒果TV会员收入保持高增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2016-2020H1 芒果TV广告收入增速高于爱奇艺



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司2021年1月22日12:00上线《乘风破浪的姐姐第二季》，以全新的节目主题、嘉宾阵容和高能赛制再出发，首期节目热度及播放量表现亮眼，成功将《乘风破浪的姐姐》打造成为S级N代综艺IP。《乘风破浪的姐姐第二季》一方面通过“会员提前观看+专享衍生内容”助力会员拉新，或带动会员收入高增长；另一方面通过品牌主结构优化，全面释放IP商业价值。此外，小芒电商趁势上线“姐姐有点芒”专题，形成长短视频内容联动，占据用户时长，并将节目流量转换为产品销量，全线打通芒果生态变现闭环。

我们看好公司持续发挥内容自制优势，通过建立IP矩阵生产线，成功实现综艺制作工业化，并将爆款综艺制作逻辑复制且延伸至剧集，巩固长视频核心竞争优势；同时，通过小芒电商打造明星带货生态，深度挖掘粉丝经济价值，实现“明星+商品+内容”催化反应，打造公司第二增长曲线。我们维持2020-2022年盈利预测不变，预测公司2020-2022年归母净利润分别为19.53/22.69/28.52亿元，对应EPS分别为1.10/1.27/1.60元，当前股价对应PE分别为80.7/69.5/55.3倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 电商业务拓展成功与否存在不确定性。内容电商行业竞争日益激烈，公司作为新进入者，用户拓展及 GMV 规模或不及预期。

附表 1: 芒果 TV2021 年储备剧集题材类型多元化, 季风剧场值得期待

内容	片名	题材类型	主演	导演	编剧	内容
季风剧场	狂猎	当代涉案	秦昊、尹昉、黄子星	曹盾、荆冲	顾浩然、高鹏	集结精英团队, 以全新的视角窥入边野, 讲述森林警察新老交接协同守护森林的故事。
	礼物	“她悬疑”	陈数、王真儿、王智	刘新	—	采用仅仅 14 天的故事主线, 采用现实主义题材的形式来解析当代社会女性的情感线索, 虎妈教育、亲子关系、婚内出轨、婆媳矛盾等一系列的家庭现实问题。
	海葵	家庭悬疑	王传君、秦海燕	田里	—	以一个楼道里神秘消失的女孩引出未成年成长、女性安全等社会性话题。
	她们的镯子	都市家庭	董子健、李一桐	—	程小猫	讲述了一只订婚玉镯所引发的巨大家庭海啸。
	小菜一叠	—	—	周鉴葵	—	关注小人物的黑色幽默剧集。
剧集	起跑线	当代都市	刘涛、李光洁、颖儿、	陈昆晖	刘觅滢、吴际、蔡挥	聚焦学前教育, 讲述妈妈各自的家庭故事, 同时折射她们之间的亲子关系。
	好女好男	都市情感	殷桃、袁弘	孙建业、萧娣飞	孙建业	这部剧讲述的是一位充满狼性的职场女性面对家庭和职场的重重考验, 与佛系老公在起起伏伏的家庭关系中几经换位, 最终相互理解、相互欣赏的故事。
	无法恋爱的理智派	都市情感	秦岚、王鹤棣、李宗翰	徐辅军	龙小山、陈琛、陈彤	讲述理性成熟的职场御姐与朝气感性的小狼狗弟弟的职场与坎坷恋爱故事。
	八零九零	生活养老	白敬亭、吴倩	隆振宇、易军	龙振宇、朱俊懿、邬霄儿	通过讲述了几个“90后”年轻人和一群老年人背后的故事, 诠释了爱与陪伴、坚持与梦想、责任与担当等等情感主题。
	尚食	美食宫廷	许凯、吴谨言	周末	于正(制片人)	该剧讲述了大明永乐年间, 少女姚子衿进宫入选为尚食局宫女, 在深宫中不断成长并一路坚持对中华美食技艺的追求, 结识友情并邂逅爱情, 在和朱瞻基一波三折的感情故事。
	涩女郎	新女性	殷桃、宋轶	李江明	金璐	该剧改编自朱德庸的同名漫画, 讲述了五位性格鲜明、经历迥异的都市女性, 在经历形形色色的生活困境之后, 最终找到自我的故事。
	对你的爱很美	都市家庭	张嘉益、沙溢	韩晓军	孙博	讲述一家人以包容化误解, 以关爱搭桥梁, 翻开了幸福生活的新篇章的都市家庭生活故事。
	我和我们在一起	新女性	孙怡、张彬彬	崔亮	袁帅	该剧讲述了夏颜、梁爽、赵小蕾和项楠四个女青年在生活中相互鼓励与扶持的治愈故事。
	暗恋橘生淮南(已开播)	青春校园	胡一天、胡冰卿	丁培	八月长安	该剧根据八月长安的长篇小说《橘生淮南·暗恋》而改编, 讲述了洛枳暗恋高中同学盛淮南, 却因为误会、家庭等原因迟迟不能开口的故事。
	完美证据	律政检察	张若昀、焦俊艳	叶伟民	郑十凝	该剧讲述了荀政、秦翹楚二人秉持不同的执法理念, 针对不同的案件, 展开了既暗自较劲又互相依赖的职场博弈, 最后历经波折, 完成了淬炼和成长的故事。
逆光者	缉毒涉案	彭冠英、张雨剑	余庆	亦可未知、张湉怡、周冠杉、张晓	—	

					亮		
天下长 河	古装 历史	—	张挺	张挺	自康熙十五年一场巨大的水患之后，年轻的康熙帝设科开考招纳治河贤才，二十四岁的落第举子陈潢脱颖而出，长于治河。		
凭栏一 片风云 起	年代 传奇	宋威龙、胡一天、梁洁	苏舟	麦灵	打造西南联大知识分子群像剧，传递知识分子“大学精神”，献礼建党 100 周年。		
玉兰花 开君再 来	年代 情感	李庚希、方逸伦	总顾问： 夏大明、董小琪、张浩青	潘朴	描述了上海滩三女主演习女性传奇携手探索女性独立之路。		
梦醒长 安	古装 宫廷	成毅、张予曦	刘国栋、赵力军	十四阙	该剧讲述了唐末文宗年间宰相汪涯满门抄斩，两个死里逃生的姐妹多年后以不同身份相遇，并且帮助新帝李炎重振大唐的故事。		
六爻	古装 仙侠	—	—	牧牧	讲述了一个没落的门派在臭美猴、捣蛋精、刻薄鬼、二百五和小杂毛的努力下，重振的故事。		
落花时 节又逢 君	古装 仙侠	李庚希、方逸伦	—	蜀客	该剧改编自蜀客的同名小说，主要讲述了千年的茶花小妖与掌管中天的中天王之间千年纠葛的爱情故事。		
法医秦 明之无 声的证 词	悬疑 刑侦	张雨剑、周雨彤	彭柯	刘海英、吴林励（制片人）	该剧改编自秦明文学作品《法医秦明之无声的证词》，主要讲述了初出茅庐的天赋青年秦明，在铃铛等人的帮助下，一步步走出童年记忆阴霾，并成长为可以把控全局的法医大神的故事。		
拜托 了！工 程师	青春 竞技	李现、周雨彤	林玉芬	孔令洁	故事讲述了赛车手陈墨白和工程师沈溪的浪漫爱情。		
都是好 时光	当代 都市	—	—	—	时值 36 岁的张希瑞遭遇重大婚姻变故，从原本幸福的家庭主妇变成一无所有的单亲妈妈，多年来远离职场的她遍寻工作无果，阴差阳错被误当成 24 岁年轻新人进入轻舟文学图书公司，开启了崭新的人生奋斗之路。		
海洋之 城	职场 生活	张翰、王丽坤	陈昆晖	—	该剧讲述了国际邮轮航线上从此岸到彼岸的生活故事。		
佳期如 梦之海 上繁花	都市 情感	窦骁、李沁	花箐	匪我思存	该剧改编自匪我思存的同名小说，讲述了娱记杜晓苏和总裁雷宇峥从误会偏见到相知相爱的故事。		
舒克与 桃花	都市 情感	陈晓、颖儿	张峰	于淼、吉虹、谢思兵	该剧讲述了一个怀揣设计师梦想的售楼员舒克，在北京遇上条件各种优越的陶花，而这个奇妙缘分在两人中就这样离奇展开的故事。		
我亲爱 的小洁 癖	都市 情感	沈月、刘以豪	蔡聪	—	该剧讲述的是严重洁癖的男主和不修边幅的女主相遇之后上演了一场很励志热血的爱情故事。		
别想打 扰我学 习	青春 成长	赖冠霖、李兰迪	陈飞宏	王佩、陈德宇	该剧主要讲述了 28 岁就功成名就的南向晚通过一场高科技的心理治疗将记忆带到 10 年前，并和体育生林骁然成为朋友，重新认识彼此，携手奔向幸福的故事。		
你好， 对方辩 友 2（已 开播）	都市 青春	程子路、吴佳怡	沈文帅	赵聪、王士龙	该剧以辩论为题材，讲述了全国辩论强校北交大的一支因混学分而建立的“备胎队”，从“一盘散沙”到“励志翻身”，成员们一路披荆斩棘，最终成为一支超强的辩论队伍的故事。		

双面神探	喜剧 悬疑	林雨申、刘怡潼	王涛涛	胡杨	该剧讲述了一个是卧底在传销窝的新人警察，一个是毫不知情的刑警队副队长，二人在误会之下被推向对立的阵营，也由此展开一段你追我赶、妙趣横生的“猫鼠游戏”。
百灵潭	古装 仙侠	郭俊辰、康宁	黄纯	穆静文	该剧由人气作家吾玉同名小说改编，讲述了以万妖之王春妖和倒霉公主寒生收集宿书回忆前尘为主线，串联几段或深情、或执着、或悲惨的妖灵故事，而带任务的男女主经历了各个精怪的爱恨贪嗔痴，最后回归自己的情感世界。
少年行	古装 武侠	茅子俊、张耀、吕小雨	施磊	—	《少年行》由网文女神风弄操刀改编而成，口碑极佳，是古装偶像和热血武侠的双重加成，讲述了耳目一新的新派武侠，既有新颖新奇跳脱现实的世家，新颖的丰富的门派、奇学设置，又有更加接地气的人生百态烟火气，构建一个全新的武林世界。
夜色暗涌时	当代 都市	张予曦、刘学义	沈文	—	讲述了几对男女面对不同的人生转折，勇于离开舒适圈，克服种种波折与困难，收获了全新的自己。
两不疑	古代 其他	宋妍霏、张昊唯	何振华 (总)、 兰超	纪璟璟	讲述了原本相看两生厌、互不信任不会武功的文治皇帝和舞刀弄枪的武将皇后因意外互换了身体，不得不接受现实的两人，在扮演对方身份的过程中，解开了误会，学会了爱与信任。结发为夫妻，恩爱两不疑。
剑侠情缘之催枪问谁	古装 武侠	—	—	十一月，马昱旋、孙晓山编	本剧讲述了满腔热血的习武少年杨宁，面对江湖动荡，与兄弟一起拼尽全力还天下太平百姓幸福安康的故事。
一夜新娘2	古装 甜宠	袁昊、赵昭仪	任海涛	—	讲述了原本相看两生厌、互不信任不会武功的文治皇帝和舞刀弄枪的武将皇后因意外互换了身体，不得不接受现实的两人，在扮演对方身份的过程中，解开了误会，学会了爱与信任。结发为夫妻，恩爱两不疑。
玲珑狼心	古装 甜宠	谷嘉诚、康宁	高林豹	—	该剧由天翼爱动漫文化传媒有限公司出品的同名漫画《玲珑狼心》改编，讲述了体内封印“狼性人格”的双魂公主玲珑和风流浪荡的“狼王之子”炎青之间不打不相识的浪漫爱情际遇的故事。
屠户家的小娘子	古装 甜宠	林更新、张含韵	—	潘朴	本剧由晋江同名《屠户家的小娘子》种田文改编,通过古代平民少女胡娇与榜眼才俊许清嘉的爱情、婚姻故事,展开了一幅北宋时期从市井烟火到庙堂江湖的生活画卷,讲述两人相知相守的奋斗传奇。
狐狸在手	古装 甜宠	张雅钦、完颜洛绒	吴强	—	该剧根据囡囡囡囡同名小说改编,讲述失忆俏厨娘金百万携手琴师贵公子曲微开辟江湖新秩序的故事。
原来是你	励志 青春	张轩睿、罗予彤	罗惠德	蓝白色、刘美丽	柔道少女原莱与游泳学霸江顾南，自儿时一别后又在大学校园重逢，两人为了运动梦想共同成长，最终收获真挚爱情的故事。
白玉思无瑕	古装 偶像	万鹏、张耀	彭宇	朱心怡、王耀、徐不知	主要讲述了琅琊阁金牌侍女水无瑕负责辅佐纨绔浪荡大少爷江白玉学文习武。“冷面少女先生”和“双面纨绔学生”百般过招后终成眷侣的甜宠故事。
不可思议的爱情	竞技 爱情	范世錡、戚砚笛	胡涵清	秦琴	该剧讲述了述情障碍总裁与格斗保镖少女之间的甜蜜爱情故事。
机智的恋爱生活	都市 爱情	季肖冰、金雯昕	李雁倩	—	讲述的是职场小狐狸李浅在谈判中遭遇了“恶魔恩师”宁成明这条老狐狸，李浅大展演技拿下签单，却失足跌进老狐狸的坑里，之后的一场谎言让这段遇见锦上添花。
不能恋爱的秘密	悬疑 爱情	刘奕畅、袁雨萱	谭友业	王籽璇、孙曼	故事讲述的是丢失记忆的双面女主“苏伊”，在找寻掩盖的真相及丢失记忆的过程中，遇到甲方爸爸“李嘉尚”，居然是与自己失忆事件

密						相关的“青梅竹马”，随之而来双方上演了一出职场的套路与反杀，并在两人调查真相过程中，凭借着“势均力敌”的默契，重新解构现代年轻人的爱情观和另类职场人生。
贺先生的 恋恋 不忘	都市 甜宠	魏哲鸣、胡意旋	李玉磊	—	—	该剧围绕贺氏集团 CEO 贺乔宴和儿童心理咨询师秦以悦展开，讲述了温暖善良的秦以悦逐渐治愈了孤僻冷漠的贺家父子的故事。
亲爱的 吾兄	古装 仙侠	赵英博、代云帆	邱钰	玉洁、宋阳、高慧、文立刀	—	该剧改编自漫画《家兄又在作死》，讲述了聪慧软萌的天才少女时夏，为了寻找失踪哥哥意外来到陌生的仙侠世界，与妹控哥哥魔尊时冬和玉华派太上老祖后池之间发生的搞笑温情的相处日常，自此展开了一段两个哥哥共同“守护”妹妹的爆笑故事。
住在我 隔壁的 甲方	超现 实轻 喜	谢彬彬、王子璇	郝立宇、翁啸宇	—	—	这部剧讲述的是职场“萌新女主角”遇上高阶“社畜男主角”，开启一场甲乙方的新奇爱恋之旅的故事。
站住！ 花小姐	都市 爱情	戚砚笛、张赫	李青蓉	—	—	讲述了富家千金和前消防员因缘际会，误打误撞之下产生情愫的故事。
看见缘 分的少 女	古装 奇幻	戚砚笛、敖瑞鹏、易柏辰、杨欣颖、杨霖、潘玥同、权沛伦、许潇晗、张可艾	沈金飞	周淼	—	讲述傲娇盼娶的小侯爷卫起（敖瑞鹏饰）与女扮男装的异能少女周缘（戚砚笛饰）的命运被迫连在了一起，一步步相识相知，携手打败恶势力
侠客行 不通	古装 武侠	马思超	刘兴	—	—	故事讲述苟凌风在抽丝剥茧的案件调查之下，不知不觉走上了通往成为大侠的道路的故事。
暗格里 的秘密	当代 都市	李庚希、陈哲远	—	—	—	讲述了丁美和周斯越从高中到大学，从大学到毕业，他们的渠年少时的爱牵出一生的情缘，相互温暖相互成长的故事。
芥子时 光	励志 青春	凌冬、兰靖灰	徐驰	—	—	述了桀骜不驯的人性学渣，人称渣渣灰的兰靖灰与成绩优异的另类学神凌冬之间发生的有趣的故事。
如果声 音有记 忆	都市 甜宠	魏哲鸣、潘美烨、张舒沦、宋芳园、闪蓝桥、杨之楹、赵奕然	孙浩	—	—	该剧讲述了有着独特声音天赋的乐观元气少女俞鹿希与职场精英隐藏的声优大神林楠，一起携手并进奋斗逐梦，同时收获美好爱情的故事。
男朋友 典当行	青春 爱情	胡一天、陈钰琪	—	—	—	卖玩偶的周先生为了宣传店铺，给人们讲了三个跟玩偶有关的、两代情侣之间的奇幻爱情故事。
琴语笑 江湖	古装 武侠	—	—	—	—	一部古代穿传奇类电视剧。
我的两 个爸爸	都市 家庭	张嘉益、沙溢、刘敏涛、陈美伊、姜冠南、宋丹丹、	韩晓军	—	—	该剧围绕着两个风格迥异的爸爸，讲述了一段令人啼笑皆非的家庭生活。
少年派 2	当代 都市	张嘉益、闫妮、赵金麦、郭俊辰	刘惠宁、李少飞	九枚玉	—	《少年派 2》讲述大学毕业在即，是个昔日的同窗好友和他们的家庭虽然都各自有困扰，但是都在幸福的路上努力前行。林喵喵临近毕业，在留学与择业之间举棋不定，但是在父母和朋友的陪伴之下，她勇往直前，收获满满。
妻子的	当代	—	—	—	—	经历了各种变故，全职太太方糖选择走出舒适区，不再依赖婚姻，重

选择 都市

返职场迎接新生活；齐妙终于明白人生最重要的是家人之间的关爱，学会平衡自己的生活 and 事业；而大雨则放下执念，人生不该困于无可挽留的过去，而是应当好好珍惜当下。

资料来源：芒果 TV、艺恩数据、开源证券研究所

附表 2：芒果 TV2021 年综艺储备丰富

综艺	题材类型	综艺简介
披荆斩棘的哥哥	逆龄男团成长真人秀	节目将召集 30 位有“男团梦”的哥哥，邀请 5 位有成团经验的哥哥加盟支持，展开三个月的梦想逆袭之战，最终胜利团体将成团出道。
姐姐的爱乐之程 2	城市体验类音乐旅行节目	姐姐女团在路演经理人和音乐助理的助力下，开启一段精彩纷呈的音乐文化之旅。
妻子的浪漫旅行 5	夫妻情感治愈节目	妻子的浪漫旅行第五季将在二一年温暖来袭，室内的男士集结成的注视员看着的爱人们的愉快路途的模式，除了这个以外，丈夫团也将踏上旅程，接受女士们对他们旅游的表现的判断。全新的夫妻阵容、不一样的节目模式；一边在帮助夫妻互相了解的同时，也一直寻找着婚姻的真谛。
女儿们的恋爱 4	代际情感观察真人秀	节目将以“爸爸正大光明看女儿谈恋爱”为核心，捕捉当代年轻人最具代表性的恋爱态度，展现父亲与女儿及女儿男友间的微妙故事。
婆婆和妈妈 2	主打代际关系的真人秀节目	明星夫妻带着各自母亲一起旅行，引发观众对于婚姻、亲情以及代际沟通的思考。
听姐说	30+女性治愈脱口秀	围绕女性展开的，姐姐们和大家分享人生故事。
朋友请听好 2	声音互动陪伴真人秀节目	收集来自全国情绪、故事各异的信件，制作广播节目，在广播节目中通过 call in 和信件分享听众的故事。
说唱听我的 2	说唱音乐竞演	节目重塑行业标准、打造新生代“Rap star”，其旨在造就最具流行潜质的中文说唱音乐及说唱歌手。中国国内外说唱歌手作为制作人，通过竞演对决舞台和代表流行金曲的“鑫榜”，推举默默无闻的实力说唱歌手，助力他们站上梦想的舞台。
敲开老板的门	职场竞技	节目将聚焦新员工与老板关系的系列职场问题。
扑通扑通的心	新世代异性交往脱口秀	扑通扑通的心是芒果 TV 与小红书联合出品，双平台引爆综艺话题联动新玩法。每期节目通过情景短剧的方式，演绎 5-6 个真实的异性交往故事，棚内四位明星嘉宾根据短剧中的行为作出情感分析与建议，引导大家大胆追求自己的幸福，科学表达心意以及吸引他人了解自己。
热血少年	冰雪挑战类真人秀	—
帮帮我喜剧人	搞笑艺人短剧演出	—
明星大侦探 6	明星推理真人秀节目	每期参与节目的嘉宾，根据不同的案件主题，扮演不同的角色，在“案件现场”寻找证据，推理并找出真正的“凶手”。
密室大逃脱 3	实景解密体验秀	一档实景解密体验秀，全新的密逃团将进入不同主题故事的密室，全程全未知、无扮演、不限时，以最真实状态解谜逃脱，直到最终逃出密室。
游戏的法则	心理战游戏类节目	—
明星大侦探 7	明星推理真人秀节目	每期参与节目的嘉宾，根据不同的案件主题，扮演不同的角色，在“案件现场”寻找证据，推理并找出真正的“凶手”。
加油吧！打工人	职场关系破壁观察真人秀	节目介绍：《加油吧！打工人》是首档职场关系破壁观察真人秀，真实聚焦老板与员工的微妙关系，严谨探究职场大众的生存之道，3 位来自不同行业的顶尖大佬分别招募 3 位职场新人，老板们将在一个月通过真实职场课题进阶锤炼，最终各自选择一人发放入职 offer。
小巨人运动会 2	热血儿童运动真人秀	一档热血儿童运动真人秀，实境记录萌娃训练比赛日常，展现萌娃运动风采，旨在传达快乐运动的积极观念、推广全民运动。

综艺	题材类型	综艺简介
王林陶回来了	—	—
新生日记 3	孕期生活观察类真人秀	在记录艺人夫妻孕期生活的同时，聚焦当下的社会热点问题，以更加甜蜜温情的视角，输出孕期知识，提供详细的孕期指导，勾勒出中国家庭百态，展现对幸福的细腻诠释。
舞蹈风暴 3	舞蹈创编竞技	节目汇聚了在世界范围内不同舞种的顶尖舞者同台竞技，通过强强对决，层层比拼，最终诞生金牌舞蹈作品，选拔和塑造领衔中国舞蹈的新力量。
鲜厨 100 第二季	美食少年先锋成长试炼记	100 位高颜值厨房新手，在 4 位明星导师的带领下，经过海选摸底、与导师 1+1 成团、团战及实战经营等考验，通过 3+97 的星素吃货团评价，选出下一季《中餐厅》出战鲜厨的养成真人秀。明星吃货在线吃播，再掀大众美食热潮。
神奇的汉字 3	全民汉字挑战	通过对汉字追本溯源、研究汉字的字形、字义、字音、字源，让学生群体和年轻人更加了解凝聚着中国文化精髓的一笔一划，以汉字为桥，走进中华文化宝库，传递积极向上的正能量。
叮咚上线!老师好 2	互动知识分享	来自各个领域的优秀青年知识榜样们作为“知识分享官”，将要挑战趣味性的知识课堂。
天天大直播	直播带货类节目	—
大肚男	新概念减肥男团真人秀	这是一档集减肥、游戏、挑战为一体的爆笑男团真人秀，六位中年发福、拥有大肚腩的男明星们，为了健康立下誓言决心减肚。每期他们要验证观众发来的各种减肥方式，只有全员减重才算成功。节目以喜剧的形象、非正式的减肥方式，传递新潮、治愈、健康的乐活理念。
33 天限定恋人	明星限定恋爱观察真人秀	4 对明星荧幕情侣，从戏里走到戏外，33 天展开真实生活假想恋爱，最终 1 封留给对方的恋爱告白。他们将谱写怎样的恋曲?走向一个怎样的结局?这是一档如追剧般令人上头的明星限定恋爱观察真人秀。
试试看吧	职场新概念体验真人秀	—
披荆斩棘的哥哥团综	专属团综	—
岛上友人	交友实验类真人秀	6 位有着社交焦虑的嘉宾各自携带萌宠，前往风光绮丽的海岛进行 21 天的社交实验生活。观察棚内社会学专家将观察解读嘉宾的社交行为。
闪闪发光的少年	少年民族乐团养成类真人秀	—
希望写在田野	消费扶贫真人秀	希望写在田野上是芒果的第一个消费扶贫真人秀节目。将会邀请五位的年轻偶像，带上一台“滴滴助农直播车”，直播一姐薇娅的带领下，在四川阿坝州和凉山州地区，进行移动助农直播，为当地打造 1000 万粉丝的超级助农大号。
明星大侦探之名侦探学院 3	益智成长真人秀	节目每期邀请高能学霸少年进行高智商游戏的比拼，在学院共度意想不到的欢乐生活。
欣然假期	懒系生活方式真人秀	现实生活中的两位明星好友远离工作，在风景美丽、气候宜人的小镇度过 7 天的假期生活，脱离忙碌的市中心，度过治愈疲惫身心的悠然假期。通过两位好友的日常生活，为大家呈现出忙碌工作背后，当代年轻人最向往的「慢生活」方式和理念，为大家种草让假期更美好的“生活神器”、“生活理念”。
后浪之歌	青少年音乐创作真人秀	—
超级带货王	带货类节目	抖音大型直播选秀综艺节目，通过正能量素人直播达人 PK 赛，同时邀请明星网红超级大 V 导师带队，为有梦想、有才华的主播赋予明星的光环。
鲜师总动员	知识娱乐脱口秀	—
靓女出街	明星时尚对决情景微综艺	—
BOSS 为何那样	职场类节目	有着四位创业拥有自己公司的明星 BOSS,共同观察彼此在职场中经营公司以及与

综艺	题材类型	综艺简介
		下属相处的真实状态。
我忍不住了	解压互动真人秀	—
小芒女孩时尚秀	潮流时尚表演秀	T台秀盛典模式。
开封有个宝	户外游戏竞技真人秀	—
快乐连连看	明星生活解压治愈真人秀	—
隐身说客	明星身份隐藏类群聊脱口秀	—
速食男孩	美食种草微综艺	—
乘风破浪的姐姐第二季	逆龄女团励志成长真人秀	由芒果TV自制的一档关注30+女性成长、鼓励女性勇敢追梦的励志综艺。30位姐姐摆脱年龄束缚、打破标签定义，勇敢出发逐梦舞台，彰显30+成熟女性的坚韧与魅力。
声临其境4	声音魅力竞演秀	以台词和配音为切入点，每期邀请四组台词功底深厚或是声音动听的演员和配音演员同台竞声。
百变大咖秀6	明星模仿秀	该节目由何炅、王祖蓝、百变五侠等与明星嘉宾一起模仿名人，并在主打的模仿形态的基础上围绕主题带来的时下热门话题进行表演。
向往的生活5	生活服务纪实	节目中主人公一起守拙归田园，为观众带来一幅“自力更生、自给自足、温情待客、完美生态”的生活画面。
中餐厅5	青春合伙人经营体验	节目由5位青春合伙人从零开始经营一家中餐厅，互相协作并彼此关心和学习，在中餐厅内做出中国的味道。
元气满满的哥哥2	代际互动观察类游戏	节目通过集合前后辈偶像，在跨代际新老游戏的对决下，凸显两代偶像的个性反差与思想碰撞，实现代际价值观的输出和相互影响。
嗨唱转起来3	全民音乐综艺互动秀	节目由谢娜等嘉宾组成嗨唱大玩家，召集各领域的音乐达人演唱具有时代意义的经典歌曲。
你真的太棒了	国货创意推广挑战真人秀	——
我爱魔力歌	新复古潮流主义大型互动欢乐音综	汇集100位各行各业的魔力歌先生，孵化新时代极具传播力的魔力歌，为品牌量身定制爆款IP。
隐秘的宝藏、葫芦七兄妹	生活体验类真人秀	—
第二次幸福、姐姐们的恋爱	情感真人秀	—
哎呀好身材第三季	减肥生活观察真人秀	节目真实记录每位嘉宾的生活状态、饮食习惯、运动习惯等。明星本人也将和观察员们一起对其进行观察与讨论。
一路成年2	代际成长青春励志真人秀	是一档聚焦青春期与“更年期”的代际成长青春励志真人秀，旨在打破“中国式父子关系”的尴尬，促进和谐代际关系，父辈与子辈相亲相爱。
快乐大本营2021	嘉宾访谈游戏秀	节目以游戏为主，辅以歌舞及各种形式节目。每期节目为艺人设计个人专属主题。

资料来源：芒果TV、艺恩数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8665	11728	22931	29437	36158
现金	2526	5064	12188	15770	17353
应收票据及应收账款	1434	3092	3228	5787	6344
其他应收款	76	36	120	103	198
预付账款	2010	1128	3253	2995	5413
存货	2215	1916	3650	4291	6359
其他流动资产	404	491	491	491	491
非流动资产	3446	5350	5347	5351	5320
长期投资	216	210	200	190	180
固定资产	207	181	297	446	581
无形资产	2856	4889	4784	4661	4517
其他非流动资产	167	70	65	54	43
资产总计	12111	17078	28277	34788	41479
流动负债	6179	7936	10727	14897	18682
短期借款	196	350	350	350	350
应付票据及应付账款	3630	5374	6758	10550	12663
其他流动负债	2354	2211	3620	3997	5669
非流动负债	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
负债合计	6437	8258	11122	15361	19196
少数股东权益	35	36	38	41	44
股本	990	1780	1874	1874	1874
资本公积	3641	4839	11304	11304	11304
留存收益	1008	2165	3818	5740	8156
归属母公司股东权益	5639	8784	17118	19386	22239
负债和股东权益	12111	17078	28277	34788	41479

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-377	293	1690	4663	2924
净利润	928	1158	1955	2271	2855
折旧摊销	2260	3771	1123	1362	1651
财务费用	-24	-37	-106	-211	-223
投资损失	-31	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-509	940	-1276	1245	-1353
其他经营现金流	-3000	-5532	1	1	1
投资活动现金流	1074	109	-1114	-1361	-1615
资本支出	32	156	7	14	-20
长期投资	-200	64	10	10	10
其他投资现金流	906	329	-1098	-1337	-1625
筹资活动现金流	-121	2125	6548	281	273
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	94	0	0
资本公积增加	2963	1198	6465	0	0
其他筹资现金流	-3833	-17	-11	281	273
现金净增加额	577	2526	7124	3582	1582

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9661	12501	17453	24894	33499
营业成本	6083	8285	11163	15925	21359
营业税金及附加	98	96	134	199	268
营业费用	1801	2141	3023	4701	6382
管理费用	462	610	890	1444	2062
研发费用	221	239	367	531	754
财务费用	-24	-37	-106	-211	-223
资产减值损失	104	-1	-1	-1	-2
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
营业利润	977	1178	1989	2311	2905
营业外收入	15	26	26	26	26
营业外支出	45	26	26	26	26
利润总额	947	1178	1989	2310	2905
所得税	19	20	34	39	49
净利润	928	1158	1955	2271	2855
少数股东损益	62	1	2	2	3
归母净利润	866	1156	1953	2269	2852
EBITDA	3143	4817	2874	3275	4080
EPS(元)	0.49	0.65	1.10	1.27	1.60

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	223.8	29.4	39.6	42.6	34.6
营业利润(%)	1473.2	20.5	68.9	16.2	25.7
归属于母公司净利润(%)	1093.3	33.6	68.9	16.2	25.7
获利能力					
毛利率(%)	37.0	33.7	36.0	36.0	36.2
净利率(%)	9.0	9.2	11.2	9.1	8.5
ROE(%)	16.3	13.1	11.4	11.7	12.8
ROIC(%)	14.2	10.9	9.6	9.3	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.1	48.4	39.3	44.2	46.3
净负债比率(%)	-36.7	-49.8	-66.8	-77.1	-74.1
流动比率	1.4	1.5	2.1	2.0	1.9
速动比率	0.7	1.0	1.4	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.9
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	1.10	1.27	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.16	0.95	2.62	1.64
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	9.61	10.89	12.49
估值比率					
P/E	182.1	136.3	80.7	69.5	55.3
P/B	27.9	17.9	9.2	8.1	7.1
EV/EBITDA	52.1	33.5	53.8	46.1	36.6

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R4（中高风险），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