

特色“芒果模式”，新阶段新看点

——芒果超媒首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点:

● **特色国有新媒体运营平台，与湖南卫视形成“一体两翼、双核驱动”格局**
 芒果超媒是国有资本控股的新型主流媒体、是湖南广电旗下唯一的新媒体运营平台，与湖南卫视形成“一体两翼、双核驱动”格局。牌照方面，拥有IPTV、OTT全牌照，实现“一云多屏”多终端覆盖；内容上获得湖南广电大力支持，早期以“芒果独播”战略累计优质内容，后快速实现自制能力突破；兼具国有媒体的特色优势和市场化灵活性。

● **行业：在线视频进入用户存量阶段，头部平台开启提价策略，平台利润率持续改善**

在线视频行业 2019 销售收入 1023 亿，2015-2019 年 CAGR 为 26.13%。2020 行业 MAU 达到 8.70 亿人，用户进入存量市场。第一梯队爱奇艺、腾讯视频头部地位凸出，月活规模 5 亿上下，第二梯队芒果 TV 及哔哩哔哩差异化定位，处于快速成长期。趋势上看，头部平台发展从用户争夺转向提升商业变现能力，通过会员分层、提价、超前点播等模式，深挖用户付费潜力，叠加上游成本端下行，平台盈利能力持续改善。

● **“芒果模式”特色成长路径，用户增长新阶段，小芒电商贡献新看点**

用户侧：芒果 TV 聚焦年轻女性用户，2020 年付费用户数同比高增 97% 达到 3613 万，去年以来推动用户破圈，覆盖人群逐渐由年轻女性拓展至成熟女性及年轻男性群体，中短期看，我们预计芒果 TV 月活用户有望达到 3.47 亿，对应付费用户规模 8669 万。**内容侧：**芒果拥有行业领先的内容生产体系，综艺内容构建核心护城河并基本实现全自制；剧集方面，芒果 TV 自建工作室+外部战略工作室双管齐下，在上游成本下行趋势下基于用户增长策略加大对于剧集内容布局。**广告变现上：**与台端形成强协同，招商能力突出，爆款频出下招商数量持续创纪录，单用户广告收入行业领先。另外，大芒计划、小芒电商等新业态有望持续贡献看点。

● **投资建议与盈利预测**

我们看好芒果 TV 平台流量和价值的持续提升以及小芒电商的发展潜力，预计芒果超媒 2020-2022 年营业收入为 140.02/185.50/232.32 亿元，归母净利润为 19.63/23.65/29.59 亿元，EPS 1.10/1.33/1.66 元，对应 PE 57/47/38x，12 月目标价 77.63 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

头部内容表现不及预期、小芒电商业务发展不及预期、政策风险

当前价/目标价：62.86 元/77.63 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：91.98 / 42.29

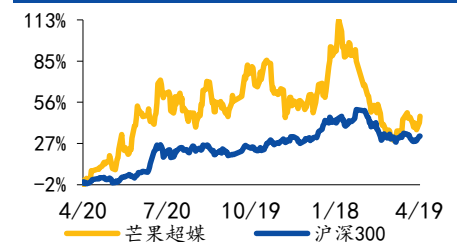
A 股流通股 (百万股)：931.36

A 股总股本 (百万股)：1780.38

流通市值 (百万元)：58545.15

总市值 (百万元)：111914.53

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2021 年传媒行业策略报告：文娱需求强劲，把握景气子版块》2020.12.03

《国元证券行业研究-传媒行业 2020 年策略报告：拨开云雾，蓄势待发》2019.12.11

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇

邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 9660.66 | 12500.66 | 14001.52 | 18550.01 | 23232.34 |
| 收入同比 (%) | 16.80 | 29.40 | 12.01 | 32.49 | 25.24 |
| 归母净利润(百万元) | 865.57 | 1156.29 | 1963.31 | 2365.04 | 2958.66 |
| 归母净利润同比 (%) | 21.03 | 33.59 | 69.79 | 20.46 | 25.10 |
| ROE (%) | 15.35 | 13.16 | 18.58 | 18.29 | 18.62 |
| 每股收益 (元) | 0.49 | 0.65 | 1.10 | 1.33 | 1.66 |
| 市盈率(P/E) | 129.30 | 96.79 | 57.00 | 47.32 | 37.83 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目 录

| | |
|--|----|
| 1.公司介绍：背靠湖南广电，实现全屏、全内容、全渠道覆盖 | 5 |
| 2.财务分析：新媒体运营业务高增长，盈利能力持续提升 | 10 |
| 3.行业分析：在线视频进入用户存量阶段，头部平台开启提价策略，平台利润率持续改善 | 15 |
| 4.芒果 TV：“芒果模式”特色成长路径，用户快速增长，小芒电商贡献新看点 | 20 |
| 4.1 用户增长：由题材扩充带动用户增长，从垂直平台向大平台转型 | 20 |
| 4.2 团队：内生造血+外部合作+人才激励，形成高效的内容生产体系 | 23 |
| 4.3 内容：综艺品类不断拓展，综 N 代稳定输出，剧集题材破圈 | 25 |
| 4.3.1 综艺：行业领先，综 N 代稳定输出，新题材不断突破 | 25 |
| 4.3.2 剧集：独播+精品化+题材破圈路线，试水台网联动的“季风剧场” | 30 |
| 4.4 广告收入：招商能力突出，台网形成联动，广告逆势增长 | 35 |
| 4.5 小芒电商：深度融合视频+内容+电商，流量新入口，增长新看点 | 37 |
| 5.投资建议与盈利预测 | 42 |
| 6.风险提示 | 43 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：湖南广电、芒果超媒、芒果 TV 发展历程 | 6 |
| 图 2：公司业务构成及 2020H1 收入占比情况 | 6 |
| 图 3：公司股权结构（截至 2020 年 12 月） | 7 |
| 图 4：2017-2020 年公司营业收入和增速 | 10 |
| 图 5：新媒体平台运营业务中广告、会员、运营商收入和增速拆分 | 10 |
| 图 6：公司分业务收入和增速 | 11 |
| 图 7：2017-2020H1 各业务营收占比 | 11 |
| 图 8：2020H1 各业务营收占比 | 11 |
| 图 9：2017 年快乐阳光营业成本比例（%） | 12 |
| 图 10：公司内容版权投入与摊销情况 | 12 |
| 图 11：2017-2020H1 主要业务毛利率和整体毛利率 | 13 |
| 图 12：2017-2020H1 新媒体平台运营及其细分业务毛利率 | 13 |
| 图 13：2017 年-2020 前三季度公司费用率变化情况 | 13 |
| 图 14：2017-2020 年归母净利润&增速 | 14 |
| 图 15：2017-2020 年归母净利润率变化 | 14 |
| 图 16：2017 年-2020 前三季度公司现金流情况（亿元） | 14 |
| 图 17：2017 年-2020 前三季度公司经营活动现金流净额及与净利润的比值情况 | 14 |
| 图 18：中国在线视频市场收入规模及增速 | 15 |
| 图 19：2018Q1-2020Q1 中国在线视频市场营收构成（%） | 15 |
| 图 20：在线视频行业月活跃用户规模及同比 | 16 |
| 图 21：在线视频行业月活跃用户渗透率 | 16 |

| | |
|--|----|
| 图 22: 2015~2020 年月活跃用户数(万人) | 16 |
| 图 23: 2015~2020 年日活跃用户数(万人) | 16 |
| 图 24: 2018Q1-2020Q4 爱奇艺订阅会员总数&增速 | 17 |
| 图 25: 2018Q1-2020Q4 腾讯视频订阅会员总数&增速 | 17 |
| 图 26: 2018Q1-2020Q4bilibili 月平均付费用户数&增速 | 17 |
| 图 27: 2018Q1-2020Q4 芒果 TV 付费会员总数&增速 | 17 |
| 图 28: 2019-2020 年超前点播模式剧集部数 | 18 |
| 图 29: 爱奇艺、快乐阳光净利率 | 19 |
| 图 30: 芒果 TV 月活跃用户数 (万人) | 20 |
| 图 31: 芒果 TV 有效会员数 (万人) | 20 |
| 图 32: 2020 年 12 月芒果 TV 男女用户分布情况 | 20 |
| 图 33: 2020 年芒果 TV 用户年龄分布情况 | 20 |
| 图 34: 2020 年 12 月芒果 TV 用户城市分布情况 | 21 |
| 图 35: 2016 年 48 周-2019 年 17 周爱奇艺各频道周设备覆盖数 (万台) | 21 |
| 图 36: 芒果 TV2020.1-2020.8 个频道月设备覆盖数 (万) | 21 |
| 图 37: 2020 年主流在线视频平台综艺与剧集有效播放量比 | 22 |
| 图 38: 芒果 TV 2019 及 2020 年有效播放量占比 | 22 |
| 图 39: 湖南卫视打包版权 VV 占比 | 25 |
| 图 40: 优爱腾芒 2019-2020 年上新自制季播综艺数量及 2020 年自制季播综艺占比 | 26 |
| 图 41: 优爱腾芒 2020 年全网综艺会员和正片内容有效播放量及同比 | 26 |
| 图 42: 2020Q1-2021Q1 优爱腾芒台网综入榜 TOP10 数量 | 26 |
| 图 43: 2020Q1-2021Q1 优爱腾芒纯网综入榜 TOP10 数量 | 27 |
| 图 44: 2017-2020 年优爱腾芒上新部数变化 | 30 |
| 图 45: 2019-2020 年优爱腾芒独播占比变化 | 30 |
| 图 46: 优爱腾芒 2020 年全网剧集会员和正片内容有效播放量及同比 | 31 |
| 图 47: 优爱腾芒 2019-2020 年剧集自制比例 | 31 |
| 图 48: 2020Q1-2021Q1 优爱腾芒电视剧入榜 TOP10 数量 | 31 |
| 图 49: 2020Q1-2021Q1 优爱腾芒网剧入榜 TOP10 数量 | 32 |
| 图 50: 互动剧《明星大侦探之头号嫌疑人》 | 35 |
| 图 51: 广告收入计算模式 | 35 |
| 图 52: 与湖南台关联广告发布、发行收入占快乐阳光广告收入比重 | 36 |
| 图 53: 芒果超媒、爱奇艺广告营收和同比 | 36 |
| 图 54: 芒果 TV、爱奇艺单用户广告价值 | 36 |
| 图 55: 小芒电商商业模式 | 38 |
| 图 56: 小芒 APP 发现页进行“种草”——艺人+KOL+内容 | 39 |
| 图 57: 小芒 APP 商城页“拔草” | 40 |
| 图 58: 小芒电商 APP 下载量变化情况 | 41 |
| | |
| 表 1: 主要子公司情况 (百万元) | 7 |
| 表 2: 公司 A 股定增募资项目及预计使用进度 | 8 |

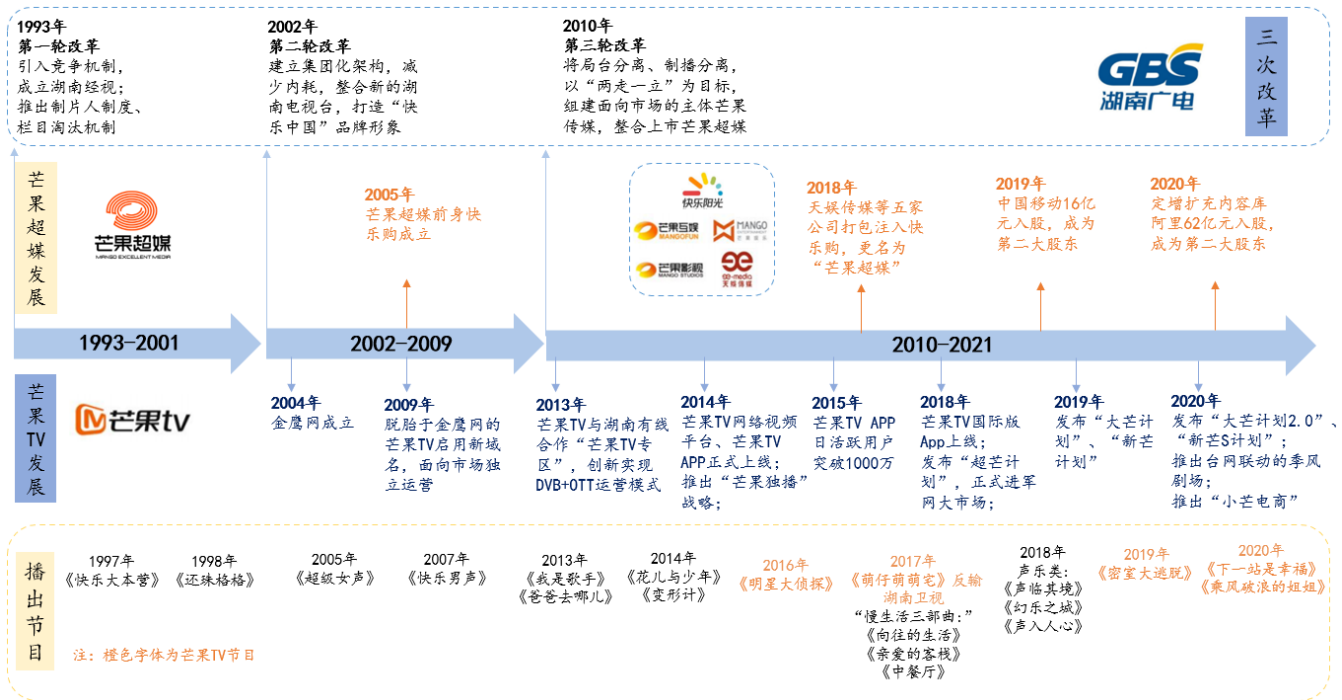
| | |
|--|----|
| 表 3: 公司管理层职位和履历 | 9 |
| 表 4: 爱奇艺会员分层、会员提价及腾讯视频提价 (截至 2021 年 4 月) | 18 |
| 表 5: 芒果 TV 潜在活跃用户测算 | 22 |
| 表 6: 芒果 TV 综艺节目制作团队 | 24 |
| 表 7: 芒果 TV 剧集合作方 | 25 |
| 表 8: 创意裂变综艺归纳 | 28 |
| 表 9: 芒果 TV2021 年部分待播综艺整理 | 29 |
| 表 10: 芒果 TV2021 年部分待播片单 | 33 |
| 表 11: 季风剧场剧集排布 | 34 |
| 表 12: 2020 年部分头部综艺赞助数量 | 37 |
| 表 13: 可比公司估值 | 43 |

1.公司介绍：背靠湖南广电，实现全屏、全内容、全渠道覆盖

“广电湘军”敢闯敢干，一路引领内容创新，经历规模化、集约化、市场化三轮变革。从湖南卫视到芒果TV，湖南广电在过去的20多年中国内容产业中一直保持着领先的地位，不论是“台”还是“网”时代，其独特的内容创新基因以及改革意识使得其不同媒介变革下均保持了较强优势。湖南广电经历了规模化、集约化、市场化的三轮变革，(1) 第一轮改革（1993-2002）引入竞争机制迸发内容创造活力：1993年，湖南广播电视厅厅长魏文彬开启第一轮改革。湖南广电引入竞争机制，作为改革“试验田”的湖南经济电视台成立；推出制片人制度、栏目淘汰制，进行内部机构调整和内容改革。1997年，湖南卫视上星播出，《快乐大本营》、《玫瑰之约》、《还珠格格》等内容造成轰动，湖南卫视品牌初步建立。(2) 第二轮改革（2002-2010）整合资源，集团化发展：2002年湖南广电再次进行改革，建立集团化架构，减少内耗，将原湖南电视台、湖南湖南经济电视台、湖南有限广播电视台合并整合成新的湖南电视台，收编广告和节目经营权，打造了“快乐中国”品牌形象，成功推出了《超级女声》、《快乐男声》等大型娱乐节目；(3) 第三轮改革媒体融合拥抱市场：2010年，湖南广电开启了第三轮改革，将局台分离、制播分离，建立了“两走一立”的目标，即“体制内走出去，从国内走出去，把市场立起来”。2014年芒果TV正式上线，成为湖南广播电视台探索传统媒体与新媒体融合的先行者。2018年，湖南广播电视台将旗下电视媒体的经营性资产以及芒果TV、天娱传媒等业务注入芒果超媒并实现上市，进一步实行完全的市场化运作。

芒果超媒背靠湖南广播电视台，国有属性带来牌照、资源、政策优势，其中芒果TV为芒果超媒的核心资产，与湖南卫视形成“一体两翼”全媒体平台布局。芒果超媒是湖南广播电视台唯一的新媒体运营平台，兼具国有媒体的优势和市场化灵活性。牌照方面，拥有IPTV、OTT全牌照，内容上获得湖南广电在内容资源上的大力支持；同时作为国有媒体，对内容把控及监管到位，能较好把握政策风向，把控排播节奏，降低了内容风险。目前芒果超媒以芒果TV为核心资产，芒果TV前身为湖南卫视新媒体金鹰网中视频直播和点播服务的“芒果网络电视”模块，于2009年启动独立域名并以“芒果TV”面向市场运营；2013年，芒果TV被列入湖南广电媒体融合发展的重要议事日程；2014年，金鹰网和芒果TV改版融合升级，芒果TV网络视频平台、芒果TV App正式上线，并确定了“芒果独播”战略，将湖南卫视节目打包交由芒果TV独播，《花儿与少年》为首部独播的自制台综，上线首日播放量破200万；2015年，芒果TV APP日活跃用户突破1000万；2016年，烧脑推理类自制综艺《明星大侦探》播出，成为垂直类网综第一品牌；2018年，芒果TV发布“超芒计划”正式进军网大市场；2019年，芒果TV开始大批量向湖南卫视输送《哈哈农夫》、《新生日记》等优质内容，并发布“大芒计划”、“新芒计划”，培养KOL，绑定优质影视剧资源；2020年，“大芒计划2.0”、“新芒S计划”陆续发布，进一步夯实内容自制体系，并与湖南卫视联合推出台网联动的季风剧场；2021年1月，视频内容电商平台“小芒App”正式上线，延展长视频内容变现价值。

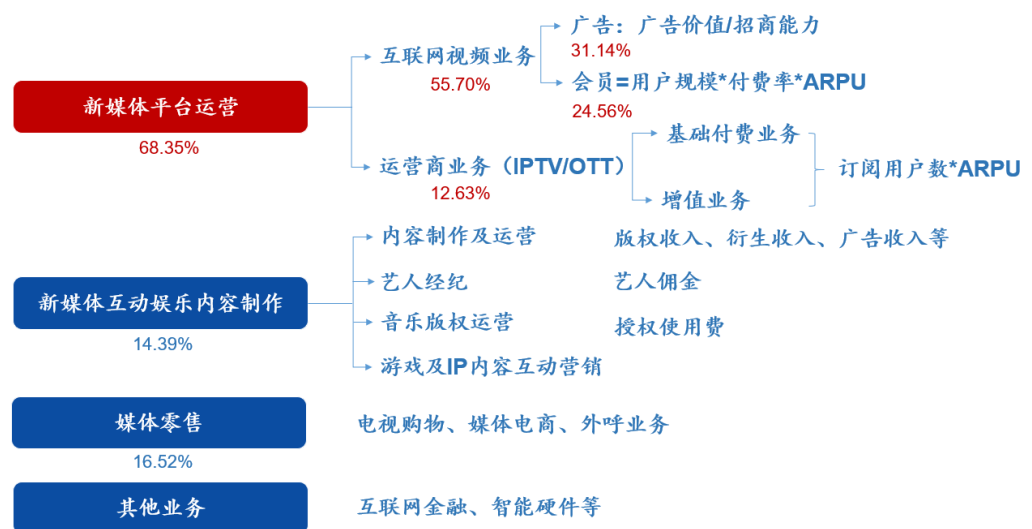
图 1：湖南广电、芒果超媒、芒果 TV 发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前芒果超媒主营业务板块包括：(1) 芒果TV 互联网视频业务，2020 年上半年贡献公司 68.35%的收入，涵盖互联网视频业务（会员、广告收入），和运营商业业务（IPTV+OTT）两部分；(2) 媒体零售，贡献公司 16.52%的收入，涵盖电视购物、媒体电商和外呼业务；(3) 新媒体互动娱乐内容制作，贡献公司 14.39%收入，主要包括影视剧、综艺节目制作及运营、艺人经纪、音乐版权运营、游戏及 IP 衍生开发等；(4) 其他业务，涵盖智能硬件及互联网金融和供应链金融业务。

图 2：公司业务构成及 2020H1 收入占比情况



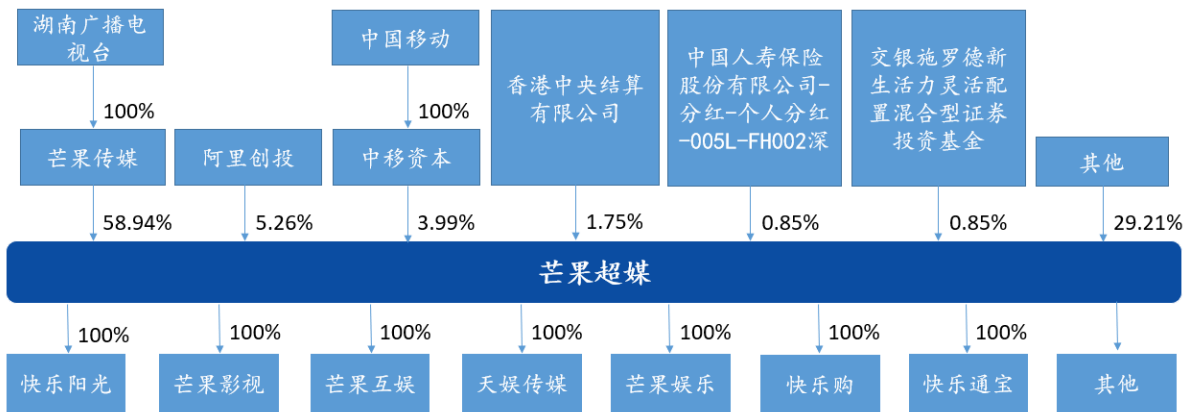
资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 1：主要子公司情况（百万元）

| 公司名称 | 主要业务 | 2019 年营收 | 2020H1 营收 | 2019 年净利润 | 2020H1 净利润 |
|------------------|------------------------|----------|-----------|-----------|------------|
| 湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司 | 互联网视频业务、运营商业业务、内容运营业务 | 8,108.82 | 4,282.85 | 968.76 | 1,000.54 |
| 快乐购有限责任公司 | 媒体零售 | 2,189.04 | 958.21 | 7.77 | -0.92 |
| 上海天娱传媒有限公司 | 艺人经纪业务、节目及影视剧制作业务、版权业务 | 823.47 | 167.33 | 36.70 | 26.35 |
| 芒果影视文化有限公司 | 影视剧制作业务 | 963.98 | 263.76 | 56.60 | 31.16 |
| 湖南芒果娱乐有限公司 | 节目及影视剧制作业务、艺人经纪业务 | 874.63 | 202.90 | 65.55 | 5.55 |
| 上海芒果互娱科技有限公司 | 游戏业务和互动营销业务 | 138.94 | 34.17 | 53.86 | 12.30 |
| 湖南快乐通宝小额贷款有限公司 | 金融服务 | 39.99 | 22.24 | -0.20 | 0.13 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

股权结构方面，湖南广播电视台为公司实控人，阿里为第二大股东。公司第一大股东为芒果传媒，持股比例达 58.94%，湖南广播电视台 100% 持股芒果传媒，为公司实际控制人。2020 年 12 月，阿里创投以 62 亿元战略入股，于 25 日完成股权登记过户，成为公司第二大股东，持股 5.26%。中移资本（中国移动 100% 持股）于 2019 年 5 月投资 16 亿入股芒果超媒，目前为公司第三大股东，持股 3.99%。

图 3：公司股权结构（截至 2020 年 12 月）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

定增助力优质内容制作+采购，阿里入股有望实现内容、电商协同发展。公司于 2020 年 9 月发布定增预案（定增尚未完成），拟向不超过 35 名特定投资者募资不超过 45 亿元，其中 40 亿元用于扩建内容资源库，预计在两年内完成 6 部 S 级影视剧采购、11 部 A 级影视剧自制或定制、18 部 S 级综艺制作，另 5 亿元用于搭建芒果 TV 智慧视听媒体服务平台，提升未来在超高清视频、互动视频等的整体平台级解决方案。此外，2020 年 12 月公司通过股份转让的方式（5.26% 股权），融资 62 亿，受让方为阿

里创投。通过此次转让，阿里与芒果形成资源互补：（1）对芒果而言，阿里背靠众多品牌商资源，有望助推芒果与多样化的广告主更好地对接，增加广告收入，同时阿里拥有完善的电商链路，有望帮助尚在摸索期的小芒电商更快补齐短板；（2）对阿里而言，芒果拥有粘性高、消费能力强的年轻女性观众，契合电商平台的目标用户群，是优质的流量入口，其强大的内容、IP 资源也能补足阿里电商的内容部分。

表 2：公司 A 股定增募资项目及预计使用进度

| 项目 | 募集资金拟投入金额 (亿元) | 资金用途 | 总投资估算 | | |
|------------------------|-------------------|----------------------|-------|-------|-------|
| | | | T+12 | T+24 | 总投资金额 |
| 内容资源库扩建项目 | 40.00 | 采购 S 级影视剧版权 | 5.46 | 5.46 | 10.92 |
| | | 自制（含定制）A 级影视剧版权 | 3.249 | 3.249 | 6.498 |
| | | 自制 S 级综艺版权 | 11.34 | 11.34 | 22.68 |
| 芒果 TV 智慧视听媒体服 务平台项目 | 5.00 | 建设投资（硬件设备、软件开发、软件采购） | 2.72 | 2.28 | 5.00 |
| | | 技术服务费 | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| | | 机房租赁 | 0.03 | 0.06 | 0.09 |
| | | 带宽费用 | 0.21 | 0.21 | 0.43 |
| | | 预备费用 | 0.15 | 0.13 | 0.28 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

管理层方面，公司管理团队大多源于广电湘军，拥有多年媒体从业经验，深刻理解内容产业。董事长张华立成长于记者、制片人等一线岗位，任湖南娱乐频道总监期间推出《超级女声》、《快乐男声》等经典节目，自 2017 年 11 月起担任公司董事长，同时兼任湖南电视台副台长、总编辑，湖南广电总经理，是湖南广电改革重要推动者。董事兼总经理蔡怀军财务背景出身，曾对芒果 TV 的组织架构进行大刀阔斧改革，并带领芒果超媒成功重组上市，同时担任快乐阳光总经理。此外，快乐阳光的副总经理，芒果影视、天娱传媒、快乐阳光等重要子公司的总经理多出身电视湘军，在内容制作、平台运营、广告营销等领域均有深入见解和丰富经验，台+网基因一脉相承，实现协同发展。

表 3：公司管理层职位和履历

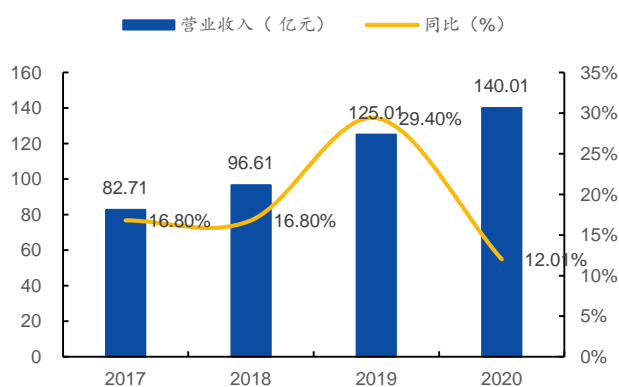
| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|---------------|--|
| 张华立 | 董事长 | 毕业于复旦大学，广电湘军领军者之一，1986 年加入湖南电视台新闻部。历任湖南电视台新闻中心副主任、湖南娱乐频道总监、湖南广播影视集团副总经理、湖南电视台（总台）总编辑、副台长，湖南广播电视台党委委员、副书记、副台长、总编辑，湖南广播影视集团有限公司党委委员、副书记、总经理（先后兼任湖南卫视总监，快乐购物股份有限公司董事长，芒果超媒股份有限公司党委书记、董事长）等职。 <u>现任湖南广播影视集团有限公司（湖南广播电视台）董事长、党委书记，芒果超媒股份有限公司董事长、党委书记。</u> |
| 蔡怀军 | 董事、总经理 | 历任湖南台计财部计划统计科副科长、科长，芒果传媒改制上市办公室副主任，湖南台财务部副主任，芒果传媒战略投资部部长。2017 年 4 月，担任芒果传媒副总经理；2017 年 7 月起担任快乐阳光董事、总经理。 |
| 张勇 | 董事 | 现任芒果传媒董事、总经理，芒果超媒董事，快乐阳光董事长、总编辑；历任湖南电视台娱乐频道副总监，湖南广播影视集团节目营销中心主任，湖南广播电视台台长助理兼生产调度中心主任。 |
| 罗伟雄 | 董事 | 历任湖南广播影视集团副总经理，湖南广播电视局、湖南广播影视集团编委会副总编辑、湖南电广传媒董事、副总经理、湖南广播电视台党委委员、副台长，并先后兼任湖南广播电视台经营与产业管理委员会主任、芒果传媒董事。 |
| 杨贇 | 监事会主席 | 自 1999 年加入湖南广电，历任湖南娱乐频道财务部主任、副总监，芒果传媒副总经理、资产财务部部长。现任湖南广播电视台财务部主任，兼任湖南大学硕士研究生校外指导教师。 |
| 郑华平 | 副总经理、快乐阳光副总经理 | 历任湖南广播电视台节目交易管理中心副主任、芒果互娱董事长、总经理，2014 年创办国内电视台第一家跨界运营的游戏公司芒果互娱。2019 年 9 月至今，任快乐阳光副总经理。 |
| 肖宁 | 副总经理、天娱传媒总经理 | 历任湖南经济电视台总编室主任、湖南广播电视台卫视频道总编室副主任、节目交易管理中心主任。2016 年 12 月至今任天娱传媒总经理 |
| 何瑾 | 副总经理、芒果影视总经理 | 历任湖南经济电视台财务部主任、湖南经济电视台经视文化传播有限公司总经理、湖南经视文化传播有限公司总经理。2015 年 6 月至今任芒果影视总经理。 |
| 王柯 | 副总经理、芒果娱乐总经理 | 历任湖南娱乐频道演艺事业部副主任，天娱传媒艺员发展部总监、天娱传媒副总经理、芒果娱乐副总经理，2017 年 8 月至今任芒果娱乐总经理 |
| 刘琛良 | 快乐阳光副总经理 | 历任天娱传媒副总经理，湖南卫视总编室副主任。对电视娱乐内容的品牌运营途径、模式及融合宣传方法及渠道均颇有建树，帮助湖南卫视提升媒体传播价值。2014 年加入芒果 TV 负责平台建设。 |
| 杨喜卿 | 快乐阳光副总经理 | 历任湖南广播电视台经视频道编辑，湖南广播电视台经视频道企划宣传组长，湖南广播电视台经视频道总编室副主任，快乐阳光编辑部高级总监兼执行总编辑，快乐阳光总裁助理。 |
| 周山 | 快乐阳光副总经理 | 历任《花儿朵朵》、《一生一世合家欢》、《经视跨年》等节目总导演，《幸福来敲门》制片人，湖南经视频道节目中心主任。 |
| 方菲 | 快乐阳光副总经理 | 历任广告经营管理中心经视广告部策划总监，快乐阳光广告营销中心高级总监。部分优秀策划案多次获得广告经营管理中心最具效益点子奖、湖南省十大广告实效案例奖等奖项。 |
| 张志红 | 快乐阳光副总经理、财务总监 | 曾多次组织和参与过大型上市公司的重大融资、资本运作和并购重组项目。历任湖南电广传媒（有线）网络分公司决策综合部副经理、湖南有线电视集团公司财务中心副主任、湖南电广传媒资金管理部总经理助理兼电广传媒投资有限公司副总经理、财务总监，快乐阳光资产财务部高级总监。 |

资料来源：公司公告，芒果 TV 官网，国元证券研究所

2. 财务分析：新媒体运营业务高增长，盈利能力持续提升

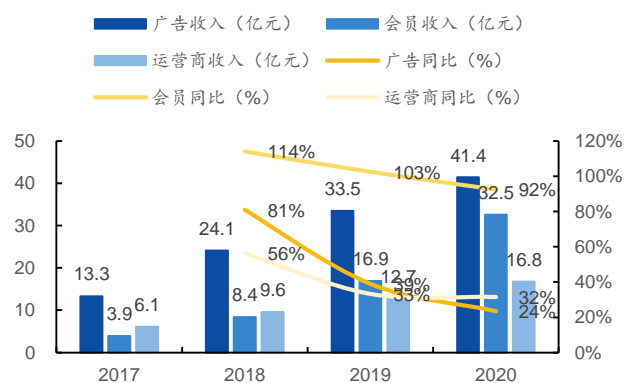
核心的新媒体运营业务高速增长，有效会员数接近翻倍。2020 年公司整体营收为 140.01 亿元，同比增速 12.01%，其中新媒体互动娱乐内容制作业务受疫情影响较重，2020H1 营收同比减少 47.21%至 8.31 亿元，核心的新媒体平台运营业务则保持了强劲增长，2020 年营收达 90.71 亿元，同比增长 43.56%，其中 2020 年会员收入同比增长 92%至 32.55 亿，芒果 TV 会员数同比增长 96.68%至 3613 万；广告收入逆势增长 24%至 41.39 亿元，同比增长 24%；运营商业务同比增长 32%至 16.77 亿。

图 4：2017-2020 年公司营业收入和增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

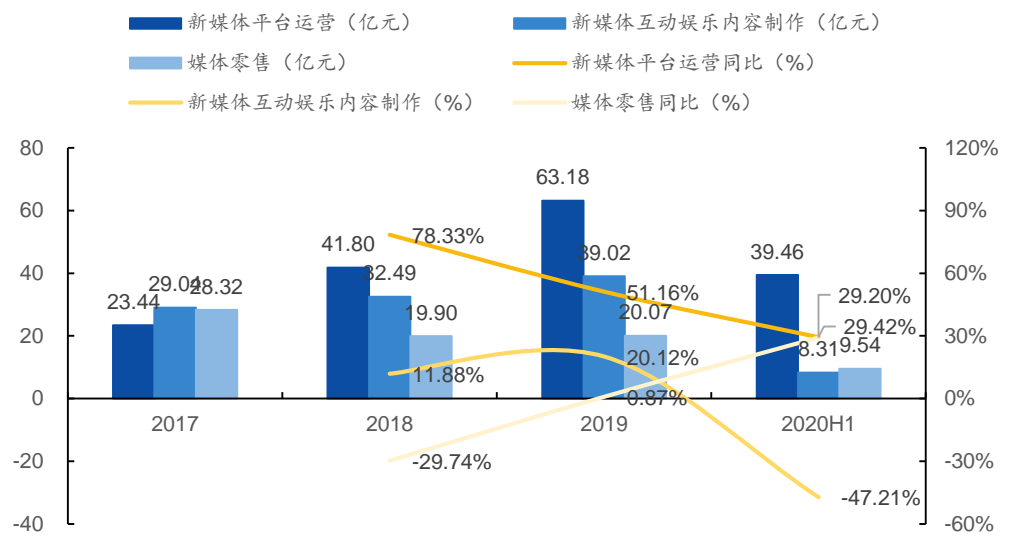
图 5：新媒体平台运营业务中广告、会员、运营商收入 and 增速拆分



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2018 年为根据公告信息推测的收入

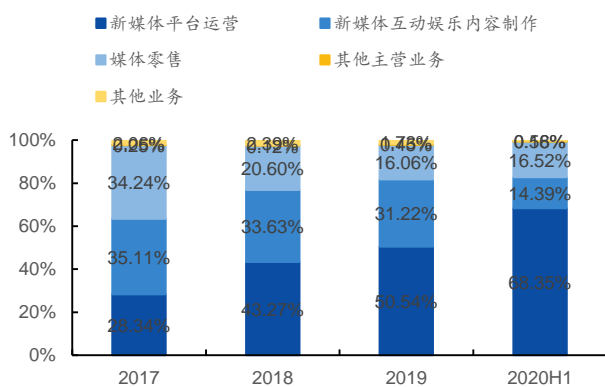
图 6：公司分业务收入和增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

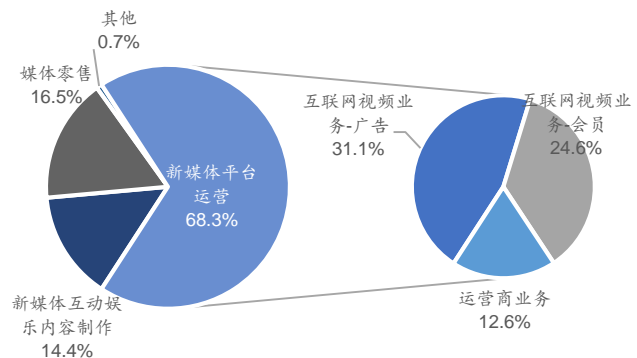
从收入结构上看，新媒体平台运营比重不断增长，2020H1 贡献近七成营收。新媒体平台运营的营收占比从 2017 年 28.34% 提高至 2020H1 的 68.35%，进一步拆分，其中广告、会员、运营商业占比分别为 24.6%、31.1%、12.6%。新媒体互动娱乐内容制作业务营收占比从 2017 年 35.11% 跌至 14.39%。媒体零售业务面对有线电视到 IPTV/OTT 端的用户渠道变化，尚处在调整转型阶段，占比从 2017 年的 34.24% 减少到 2020H1 的 16.52%。

图 7：2017-2020H1 各业务营收占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 8：2020H1 各业务营收占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

从成本端看，内容成本为互联网视频业务的主要成本项，内容摊销成本增速较快。根据快乐阳光 2017 年成本结构，互联网视频业务的内容成本为第一大成本项，占比为 43.51%，版权摊销上，公司对受益期大于等于 3 年的影视剧版权按 532 摊销法摊销，受益期 2-3 年的按五五分摊法，小于 2 年的则在受益期内按月直线摊销，此外，

技术成本为第二大成本项，占比达 19.66%；运营商业务则全来自运营商分成成本，占比为 10.20%。整体看，截至 2020H1，芒果超媒的新媒体运营业务、新媒体互动娱乐内容制作占比分别为 65.10%、14.53%。芒果超媒在内容版权的投入和摊销上快速增长，内容摊销成本占营业成本比例从 2017 年的 21.28%提高 2020 年前三季度 54.50%，同时，由于购买版权资源使得储备增加，无形资产占比从 2017 年的 19.52% 提高到 2020Q3 的 30.00%。

图 9：2017 年快乐阳光营业成本比例 (%)

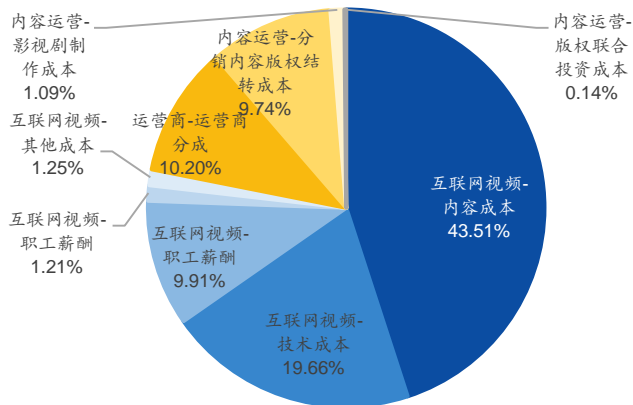
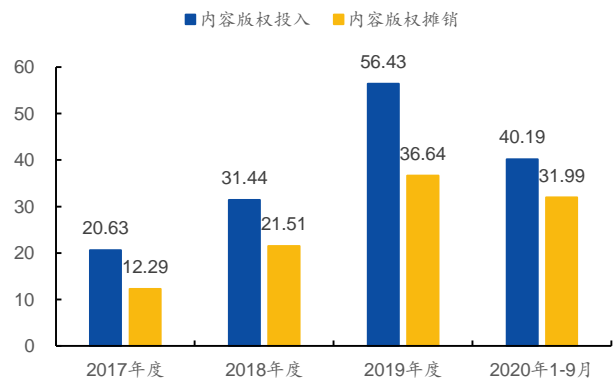


图 10：公司内容版权投入与摊销情况

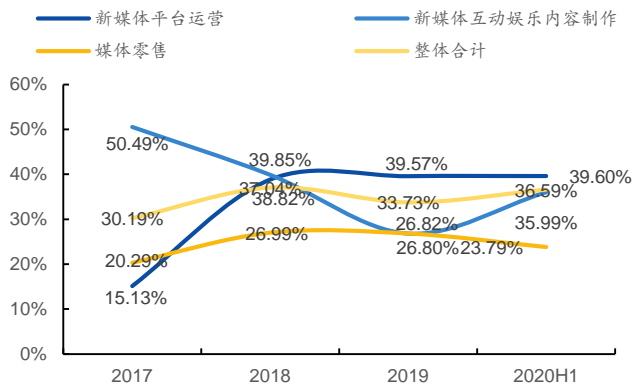


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

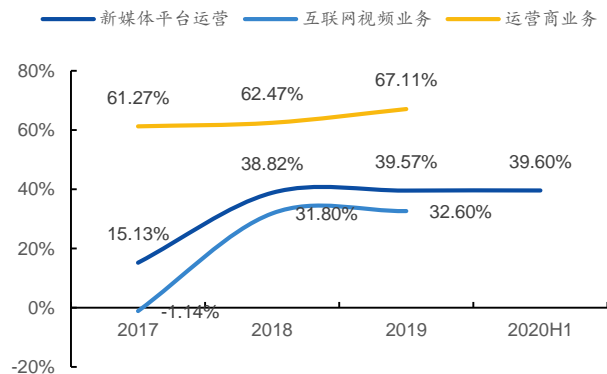
毛利率方面，新媒体平台运营业务毛利率提高带动整体毛利率提升。公司整体毛利率从 2017 年的 30.19%提升到 2020H1 的 36.59%，其中新媒体运营业务、新媒体互动娱乐内容制作和媒体零售业务毛利率分别为 39.60%、35.99%、23.79%，2020 年前三季度公司整体利率达到 38.01%，主要影响因素为：(1) 新媒体平台运营板块毛利率显著提高。互联网视频业务方面，随着广告收入逐步释放，叠加用户付费习惯逐步养成，收入逐渐覆盖内容、技术成本，毛利率于 2018 年转正，并带动新媒体平台运营商业务毛利率从 2017 年的 15.13%增长至 2018 年的 38.82%，运营商业务方面，受益“一云多屏”以及用户规模提升，成本进一步摊薄，毛利率逐步爬坡；(2) 新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率承压。由于版权及制作成本增长较快，新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率从 2017 年 50.49%降至 2019 年 26.80%，2020H1，毛利率向上恢复至 35.99%，随着内容制作整体景气度探底回升，毛利率有望持续向上修复。

图 11: 2017-2020H1 主要业务毛利率和整体毛利率



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

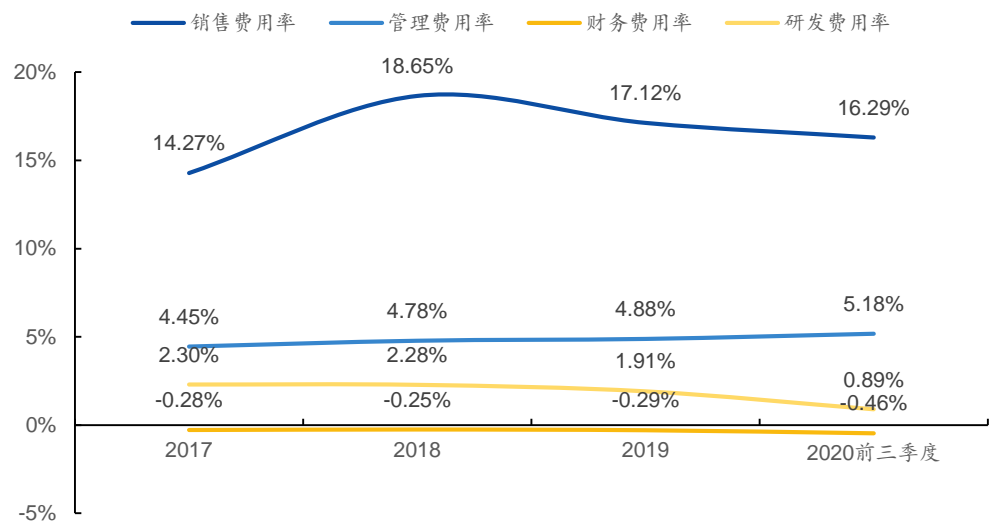
图 12: 2017-2020H1 新媒体平台运营及其细分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

公司费用把控得当, 期间费率稳中有降。销售费用率上, 2018 年由于公司在加大推广、广告费用和营销团队激励力度销售费用有所上升, 2019 年整体销售费用率稳中有降, 2020 年前三季度销售费用率为 16.29%。管理费用率 2020 年前三季度管理费用率略有提高至 5.18%。

图 13: 2017 年-2020 前三季度公司费用率变化情况



资料来源: wind, 国元证券研究所

随着业务扩张公司净利润率大幅提高, 盈利能力持续提升。公司归母净利润保持高速增长, 根据重组报告书, 2016 年公司重组后备考归母净利润为 -5.30 亿元, 2017 年扭亏为盈, 归母净利润达 7.15 亿元。2020 年, 由于公司毛利率提高以及期间费用管控得当, 归母净利润提高至 19.63 亿元, 同比增长 69.79%, 归母净利润率达到了 14.02%, 同比提高 4.77pct。

图 14: 2017-2020 年归母净利润&增速

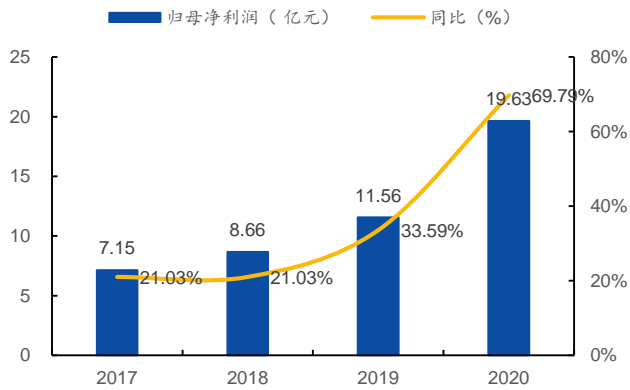
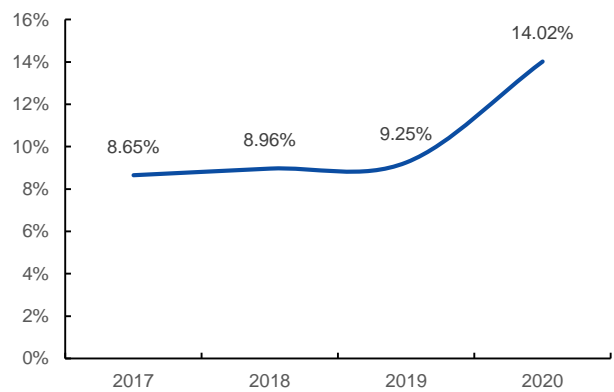


图 15: 2017-2020 年归母净利润率变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

现金流方面，公司版权支出对经营性现金流影响较大，融资活动补充货币资金。经营现金流方面，由于公司内容版权投入金额逐年上升，对经营现金流出影响较大，经营活动现金流净额与净利润的比值在 20%-25%之间，其中 2018 年由于通过定制、参投、外采等方式加大影视剧投入，导致经营活动现金流净额降至-3.77 亿元，随着上游版权价格下行，叠加前期采购及自制头部综艺及影视剧陆续上线，2019 年公司经营活动现金流净额转正至 2.93 亿元，2020 年前三季度达到 3.61 亿元。筹资现金流方面，2019 年取得配套募集资金，筹资活动产生净现金流达 21.25 亿元；2020 年，公司宣布拟通过定向增发募资 45 亿元，进一步补充现金流。截止 2020 年前三季度，公司货币资金达 48.98 亿元。

图 16: 2017 年-2020 前三季度公司现金流情况 (亿元)

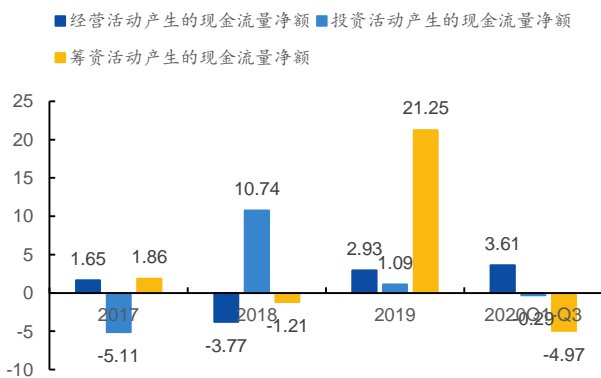
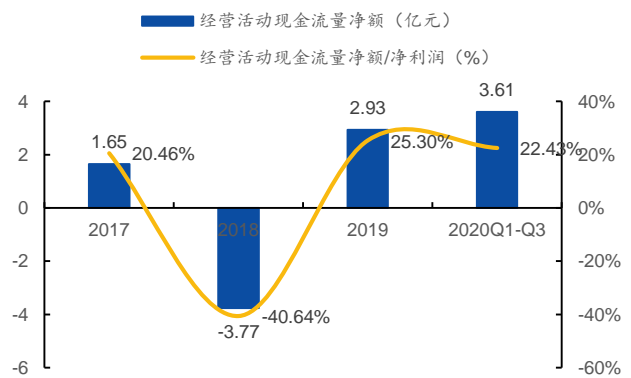


图 17: 2017 年-2020 前三季度公司经营活动现金流净额及与净利润的比值情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

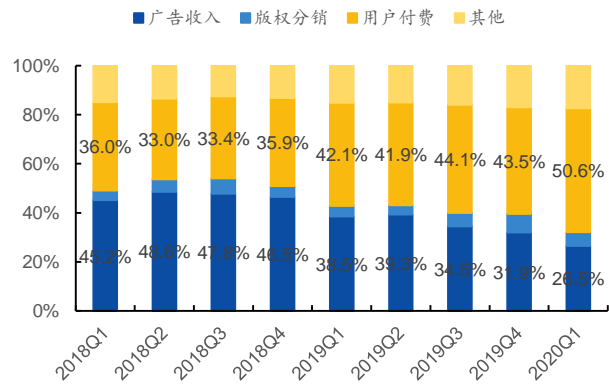
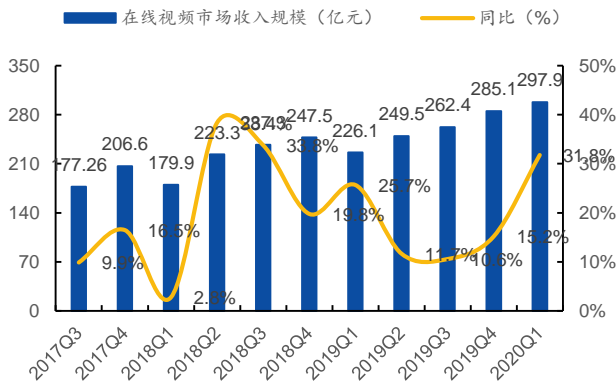
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.行业分析：在线视频进入用户存量阶段，头部平台开启提价策略，平台利润率持续改善

在线视频收入规模保持双位数稳步增长 2019 年达到 1023 亿，目前用户规模整体进入存量市场。在线视频 2019 年市场规模约 1023 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 26.13%，在 2020Q1 的疫情“宅经济”红利下，同比增速提高到 31.8%。收入结构上看，2018Q1-2020Q1，中国在线视频市场中用户付费的营收占比从 36.0%增长至 50.6%，从为目前在线视频变现的最主要方式，而广告收入占比从 45.2%下降至 26.5%。用户层面上，整体用户基数达到高位，2020 年 2 月受疫情影响在线视频 MAU 达到 9.98 亿的峰值，网民渗透率提升至 86.9%，随疫情缓解 MAU 和渗透率有所下滑，2020 年 12 月活跃渗透率为 75.1%，MAU 规模 8.70 亿人。

图 18：中国在线视频市场收入规模及增速

图 19：2018Q1-2020Q1 中国在线视频市场营收构成 (%)



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

注：其他收入包括游戏联运、电商等业务收入及互联网电视销售收入

图 20：在线视频行业月活跃用户规模及同比

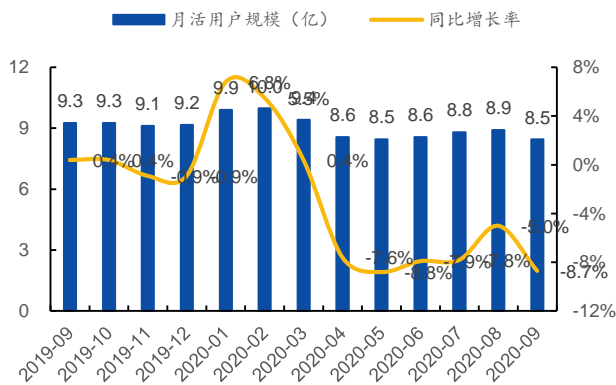
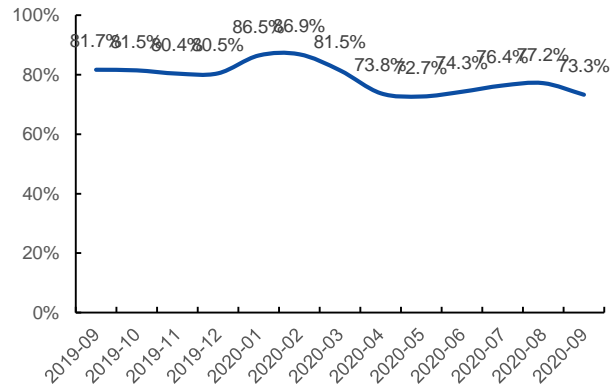


图 21：在线视频行业月活跃用户渗透率



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：活跃渗透率为在线视频月活用户规模/移动互联网月活用户规模

竞争格局方面，第一梯队爱奇艺、腾讯视频头部地位凸出，优酷略有掉队，第二梯队中芒果TV及哔哩哔哩用户增长显著。根据 Questmobile 数据，以 MAU 划分，长视频平台第一梯队为 MAU 达 2 亿人以上的优爱腾，第二梯队为 MAU 在 1-2 亿区间的芒果TV、哔哩哔哩，第三梯队为 MAU 未破亿平台包括搜狐视频、人人视频等。其中一梯队中爱奇艺和腾讯视频活跃用户数领先优势显著，MAU 保持在 5 亿上下，而一梯队的优酷表现略有掉队。第二梯队平台方面，受益于《明星大侦探 5》&《锦衣之下》(2019Q4-2020Q1)、《下一站是幸福》(2020Q1)、《乘风破浪的姐姐》&《密室大逃脱 2》(2020Q3)、《明星大侦探 6》&《阳光之下》(2020Q4-2021Q1) 等爆款内容的播出，芒果TV 的用户规模增长显著，于 2020 年 8 月 MAU 突破 2 亿。

图 22：2015~2020 年月活跃用户数(万人)

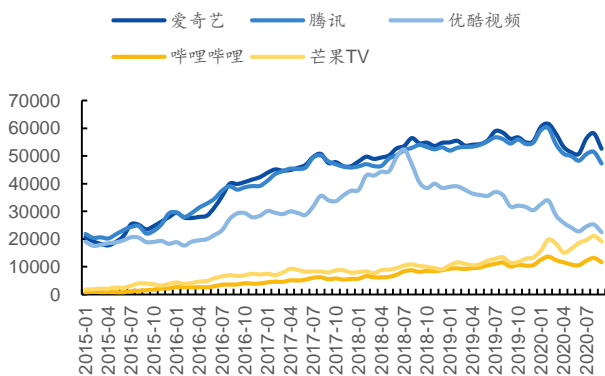
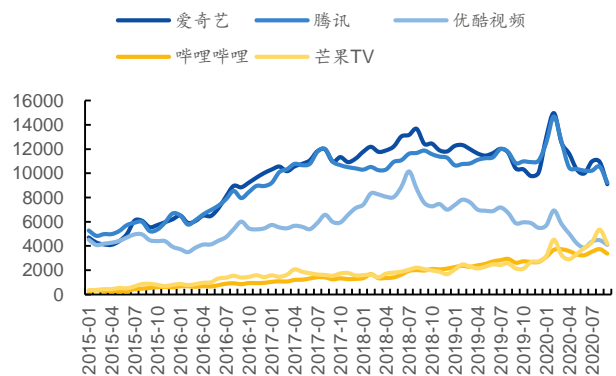


图 23：2015~2020 年日活跃用户数(万人)



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

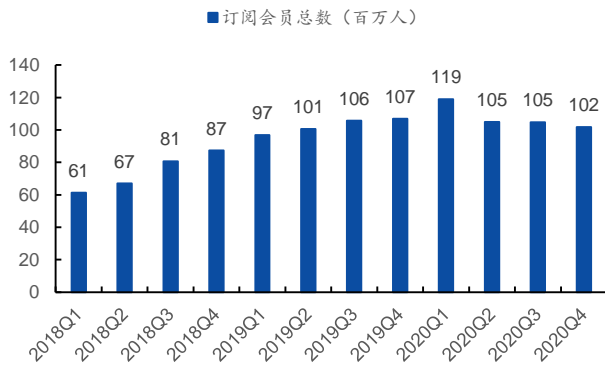
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

付费会员数上，头部平台增速放缓，二梯队平台仍处增量阶段。爱奇艺及腾讯视频付费会员数分别于 2019Q2、Q3 突破 1 亿，但随后爱奇艺付费会员数增速放缓，2020 Q4 为 1.02 亿，环比下滑 3%，同比下滑 5%；腾讯视频付费会员数于 2020Q2 超越爱奇艺，2020Q4 达到 1.23 亿，环比增长 2%，同比增长 16%。目前，第二梯队的

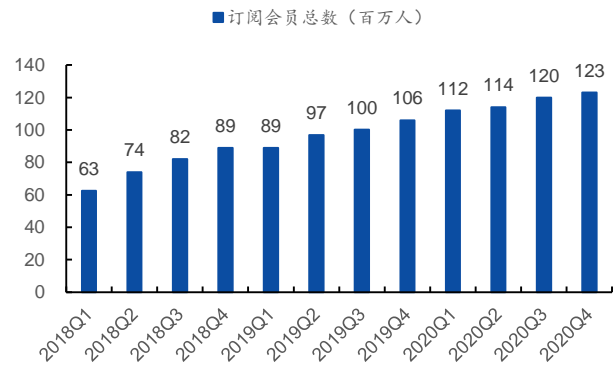
芒果 TV 和哔哩哔哩付费会员数仍处高速增长期，芒果 TV 会员数于 2019 年突破 1800 万人，同比+67%，2020 年末达 3613 万，同比增长高达 96.68%；哔哩哔哩付费会员数保持翻倍增长，二者在增量市场还有较大上行空间。

图 24：2018Q1-2020Q4 爱奇艺订阅会员总数&增速

图 25：2018Q1-2020Q4 腾讯视频订阅会员总数&增速



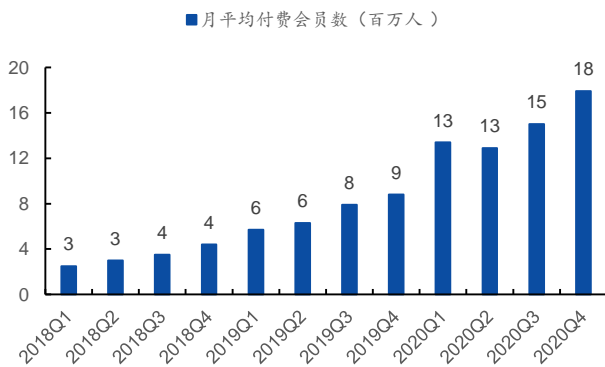
资料来源：爱奇艺公司公告，国元证券研究所



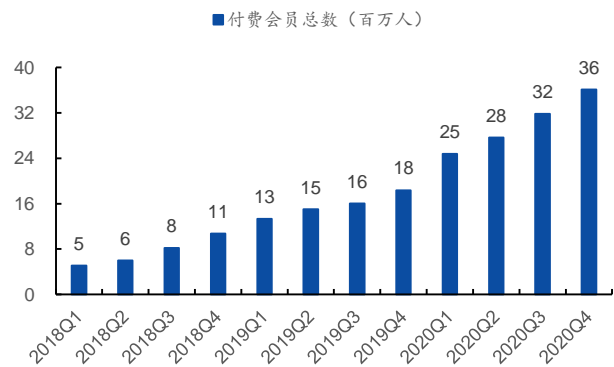
资料来源：腾讯公司公告，国元证券研究所

图 26：2018Q1-2020Q4bilibili 月平均付费用户数&增速

图 27：2018Q1-2020Q4 芒果 TV 付费会员总数&增速



资料来源：哔哩哔哩公司公告，国元证券研究所

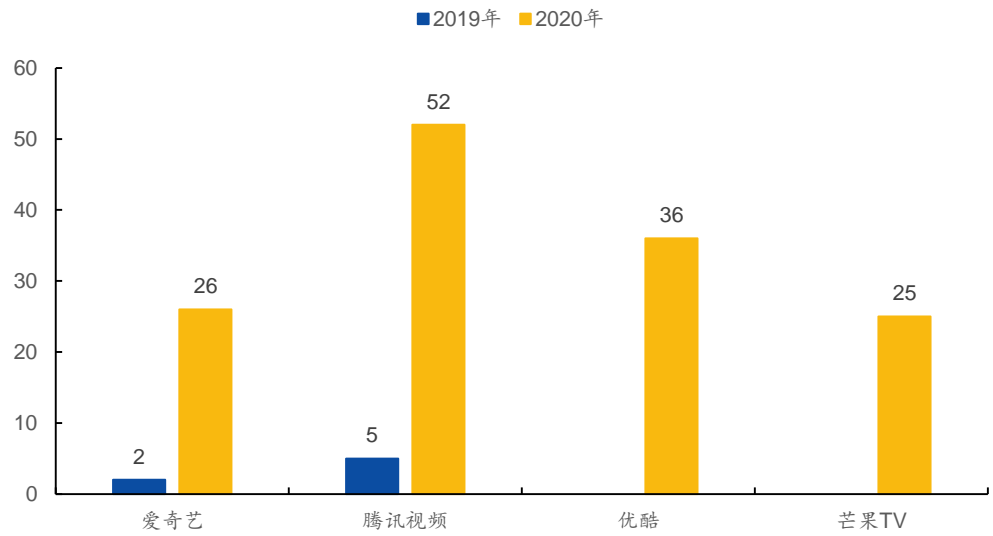


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：芒果 TV 的 2018Q1、2019Q3、2020Q1、2020Q3 会员数为预测数据

ARPU 值上，长视频平台通过会员分层、提价、超前点播等模式，深挖用户付费潜力。具体包括：(1) 构筑多层次会员价格体系。以爱奇艺为例，推出的星钻 VIP 较之前的黄金 VIP 提价 111%-203%，为会员提供超前点播、五端开通、多会员同享等权益，满足了不同付费能力的客户群需求；(2) 会员提价。2020 年 11 月，爱奇艺九年来首次提高会员价格，提价幅度在 17%-29%，2021 年 4 月，腾讯视频也宣布涨价，涨价幅度在 20%以上。(3) 开辟多元化的付费渠道：包括超前点播（2019 年仅 5 部剧试水超前点播，2020 年共有 123 部剧采用超前点播）、衍生内容单独付费、打榜加更等创新方式。例如，芒果 TV 的《姐姐》与《明侦》联动综艺、优酷的《街舞 3》队长大秀 plus 包分成会员价和非会员价单独售卖，优酷《山河令》尝试了打榜加更，将粉丝经济和内容付费融合。

图 28：2019-2020 年超前点播模式剧集部数



资料来源：云合数据，国元证券研究所

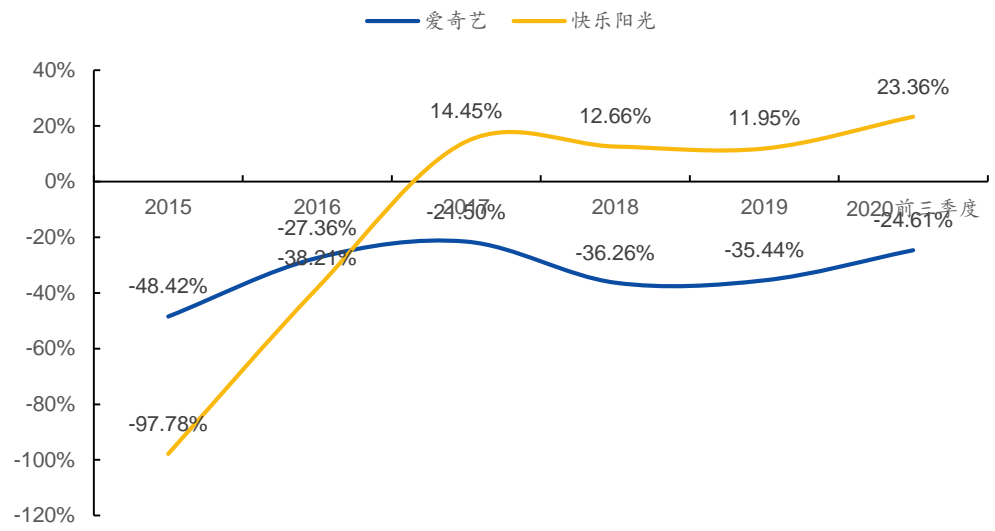
表 4：爱奇艺会员分层、会员提价及腾讯视频提价（截至 2021 年 4 月）

| 项目 | 爱奇艺 | | | 腾讯视频 | | | |
|-------|----------|----------|--------|-------|----------|----------|--------|
| | 原基础VIP定价 | 现基础VIP定价 | 提价幅度 | 星钻VIP | 原基础VIP定价 | 现基础VIP定价 | 提价涨幅 |
| 连续包月 | 15 元 | 19 元 | 26.67% | 40 元 | 15 元 | 20 元 | 33.33% |
| 连续包季 | 45 元 | 58 元 | 28.89% | 118 元 | 45 元 | 58 元 | 28.89% |
| 连续包年 | 178 元 | 218 元 | 22.47% | 398 元 | 178 元 | 218 元 | 22.47% |
| 1 个月 | 19.8 元 | 25 元 | 26.26% | 60 元 | 20 元 | 30 元 | 50.00% |
| 3 个月 | 58 元 | 68 元 | 17.24% | 138 元 | 45 元 | 68 元 | 51.11% |
| 12 个月 | 198 元 | 248 元 | 25.25% | 418 元 | 168 元 | 253 元 | 50.60% |

资料来源：爱奇艺网站，腾讯视频网站，国元证券研究所

上游成本端优化叠加自制能力提升，平台利润持续改善。过去十年，由于版权争夺白热化，剧集价格跨越式增长，价值聚集在产业链上游。头部影视剧价格在过去十年间水涨船高，同时下游视频网站等需求方追求以高价获得大剧的独播权，抢占流量，导致网络版权单集价格飙升。2018 年后，随着演员限薪等政策出台，内容采购成本出现大幅回调，使得下游平台利润得到改善，爱奇艺和快乐阳光的净利率也在 2018 年后开始企稳，并在 2020 年有明显提升。

图 29：爱奇艺、快乐阳光净利率



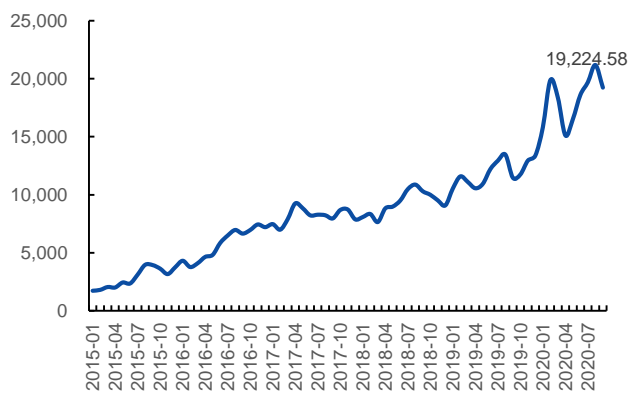
资料来源：wind，国元证券研究所

4.芒果 TV：“芒果模式”特色成长路径，用户快速增长，小芒电商贡献新看点

4.1 用户增长：由题材扩充带动用户增长，从垂直平台向大平台转型

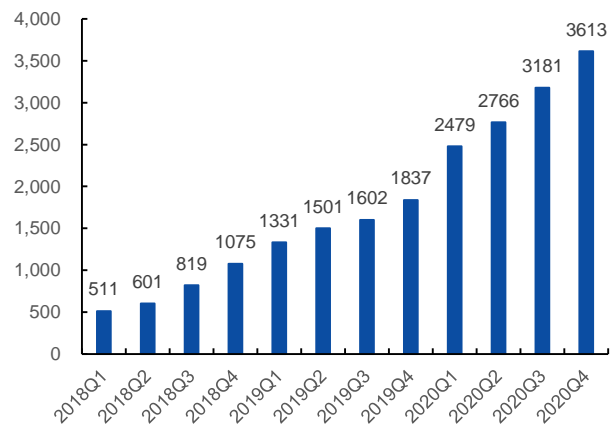
早期芒果 TV 主要面向年轻、女性用户布局垂直内容，形成差异化竞争。截止 2020 年底芒果 TV 月活跃用户规模约为 1.92 亿(第三方数据口径)，付费会员数达到 3613 万，同比增长 97%，整体付费率为 18.83%，用户规模保持高速增长，付费率持续提升。平台以“青春、都市、女性”为切入点，在女性、情感向的“亲综艺”上构筑了稳固护城河，并在剧集方面主打甜宠剧，对女性观众有较强的吸引力。根据 QM 数据，目前芒果 TV 女性用户占比达到 77.91%，显著高于其他在线视频平台，同时从年龄分布上，芒果 TV 24 岁以下用户的分布占比达到 53.08%。从用户城市分布情况上看，目前芒果 TV 用户占比最高的分别为三线、四线和二线城市，达到 24.38%、19.31%和 18.17%。

图 30：芒果 TV 月活跃用户数（万人）



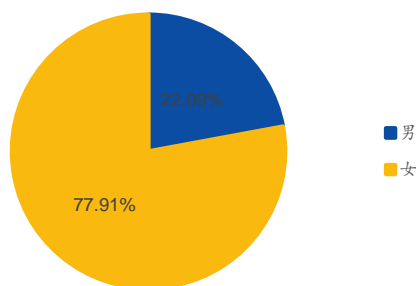
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 31：芒果 TV 有效会员数（万人）



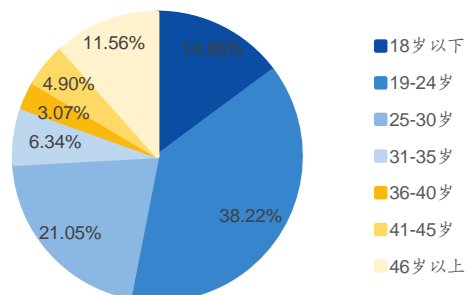
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 32：2020 年 12 月芒果 TV 男女用户分布情况



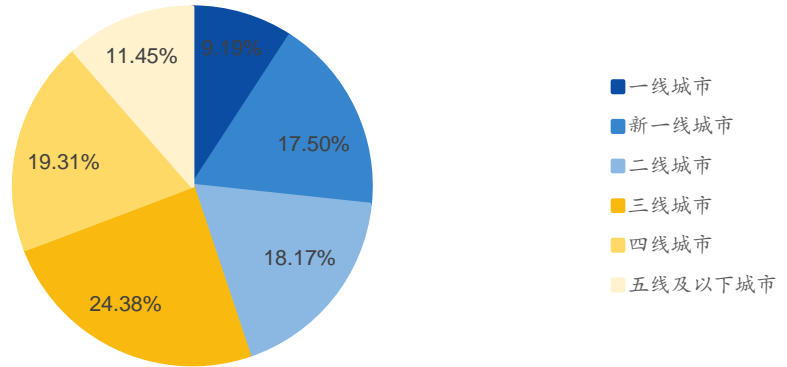
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 33：2020 年芒果 TV 用户年龄分布情况



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

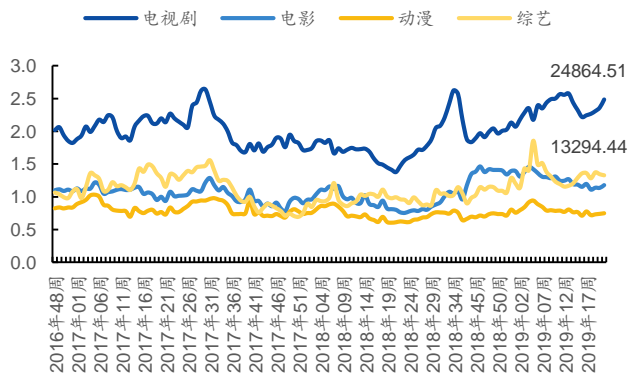
图 34：2020 年 12 月芒果 TV 用户城市分布情况



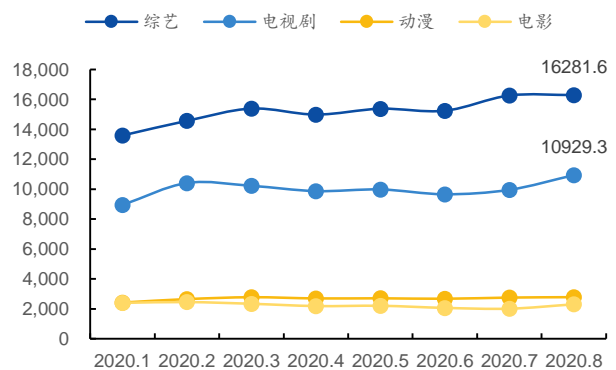
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

平台流量分布上，剧集是拉动产用户增长的最主要来源，各大头部平台剧集流量通常最高，而过往芒果 TV 主要通过综艺吸引流量同时结合软广和分销进行变现，2020 年以来上游成本下行推动平台开启更加积极的用户增长策略。从各平台设备覆盖数来看，电视剧是流量的核心来源，以爱奇艺为例，电视剧频道覆盖用户数在约为综艺的一倍，从平台有效播放量来看，腾讯、爱奇艺、优酷等头部平台综艺有效播放量与剧集有效播放量比约为 1:9，平台主要流量依靠剧集拉动，流量分布上剧集>电影/综艺>动漫。而从芒果 TV 来看，过往自制和台端输出内容以综艺为核心，对于大范围用户拉动有限，平台聚焦高商业价值的年轻女性这一垂类人群，同时在上游成本价格较高的情况下，结合内容分销以及软广招商变现模式实现内容经济效益最大化。随着行业上游成本下行，2020 年公司开启更加积极的用户增长策略，S 级剧集如《下一站幸福》、《以家人之名》带动用户规模迅速增长，2020 年 8 月公司电视剧频道月设备覆盖量破亿，预计随着 2021 年剧集侧投入加大，有望带动用户高增长。

图 35：2016 年 48 周-2019 年 17 周爱奇艺各频道周设备图 36：芒果 TV2020.1-2020.8 个频道月设备覆盖数（万台）

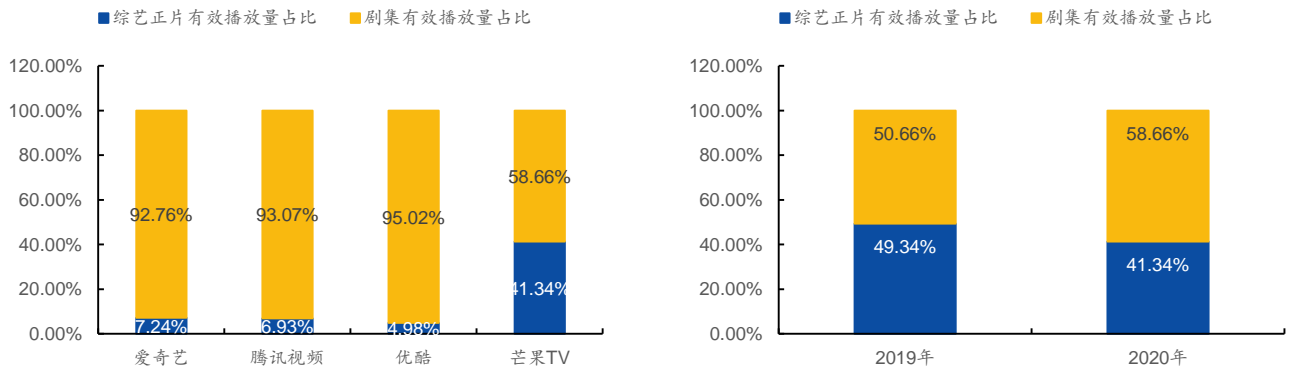


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 37: 2020 年主流在线视频平台综艺与剧集有效播放量比图 38: 芒果 TV 2019 及 2020 年有效播放量占比



资料来源：云合数据，国元证券研究所

资料来源：云合数据，国元证券研究所

通过内容加码+题材破圈，平台用户有较大增长潜力，年轻男性用户和 30+女性成为新突破口，根据我们测算中短期看，芒果 TV 月活用户数有望达到 3.47 亿，对应用户规模 8669 万。随着上游采购成本的回落，芒果从过去的窄人群定位不断拓展自己的用户圈层，通过剧集内容和题材扩展，逐步渗透年轻男性用户与 30 岁+成熟女性。我们测算了中短期（未来 2-3 年）芒果 TV 的潜在用户规模，参考爱奇艺渗透率情况，假设芒果 TV 19-35 岁女性渗透率达到爱奇艺当前水平，36-40 岁渗透率达到爱奇艺 1/2 水平，30 岁以下男性渗透率达到爱奇艺当前 1/2 水平，则中短期看芒果 TV 潜在月活跃用户数为 3.47 亿，假设付费率提升至 25%，则对应付费会员数 8669 万。

表 5: 芒果 TV 潜在活跃用户测算

| 性别 | 年龄 | 芒果 TV MAU 分布 (万) | 爱奇艺 MAU 分布 (万) | 网络视频用户 MAU 分布 | 芒果当前渗透率 (%) | 爱奇艺当前渗透率 (%) | 假设渗透率水平 (%) | 潜在月活规模 (万) |
|------|---------|------------------|----------------|---------------|-------------|--------------|-------------|------------|
| 女性用户 | 18 岁以下 | 2221.35 | 1709.14 | 3255.28 | 68.24% | 52.50% | 68.24% | 2221.35 |
| | 19-24 岁 | 5713.33 | 7250.88 | 9169.80 | 62.31% | 79.07% | 79.07% | 7250.88 |
| | 25-30 岁 | 3146.67 | 7017.82 | 10912.06 | 28.84% | 64.31% | 64.31% | 7017.82 |
| | 31-35 岁 | 947.74 | 5256.89 | 10912.06 | 8.69% | 48.18% | 48.18% | 5256.89 |
| | 36-40 岁 | 458.92 | 2641.39 | 5272.64 | 8.70% | 50.10% | 25.05% | 1320.70 |
| | 40 岁以上 | 2460.53 | 2019.89 | 6327.16 | 38.89% | 31.92% | 38.89% | 2460.53 |
| 男性用户 | 18 岁以下 | 629.82 | 1722.86 | 2921.72 | 21.56% | 58.97% | 29.48% | 861.43 |
| | 19-24 岁 | 1619.91 | 7309.12 | 8230.20 | 19.68% | 88.81% | 44.40% | 3654.56 |
| | 25-30 岁 | 892.18 | 7074.18 | 9793.94 | 9.11% | 72.23% | 36.12% | 3537.09 |
| | 31-35 岁 | 268.71 | 5299.11 | 9793.94 | 2.74% | 54.11% | 2.74% | 268.71 |
| | 36-40 岁 | 130.12 | 2662.61 | 4732.37 | 2.75% | 56.26% | 2.75% | 130.12 |
| | 40 岁以上 | 697.64 | 2036.11 | 5678.84 | 12.28% | 35.85% | 12.28% | 697.64 |

资料来源：Questmobile，国元证券研究所测算

4.2 团队：内生造血+外部合作+人才激励，形成高效的内容生产体系

芒果拥有行业领先的内容生产体系。综艺方面，大力推行工作室制度，加强创意孵化和节目研发，形成良性的激励与竞争机制；剧集方面，芒果TV坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的发展策略；同时，依托于湖南卫视，台端持续输入优质内容，保证平台内容竞争力。芒果TV内容能力稳步提升，S级综艺项目从2017年5个增长到2020年12个，自制剧成本优势显现，打造了多部B级成本投入+S级爆款效果的“以小博大”案例。

(1) 综艺方面，在工作室制度+广电人才输入下，制作团队扩充至20个，自制综艺数量与质量全面提升。芒果TV过去采用项目经理制，2015年9月开始推行工作室制度，随后湖南娱乐频道的田海带领节目骨干加入，成立芒果TV第一支自制团队——田海工作室；2016年，芒果TV节目部升级为节目中心，建立了工作室、大型自制团队、常态节目团队、定制项目组的四级管理制度雏形，逐步搭建了田海、何忱、袁白丽（来自湖南经视）在内的5支团队，其中何忱团队成功邀请何炅加盟《明侦》，打造了如今的垂类网综第一品牌；2017年，芒果TV采用树形管理结构，设立节目自制部、定制部等六大部门，加码投资自制综艺，产出《真心大冒险》等6档自制节目；2018年，吴梦知（《花儿与少年》撰稿人）、李晓丹（《快乐大本营》主创导演）、单丹霞（代表作《爸爸去哪儿》）等广电人才陆续加盟芒果TV，组成两大工作室+11支自制团队，产出15档自制节目，实行独立工作室、S级团队、A级团队、初创团队的四级管理制度；2019年，扩充至16个综艺制作团队，上线自制综艺33档；2020年，公司已有20个综艺制作团队，持续输出《姐姐》等超40档自制综艺，呈现良好的播放效果和经济效益。

表 6：芒果 TV 综艺节目制作团队

| 团队名称 | 代表作 |
|-----------|------------------------------------|
| 盒子工作室（何忱） | 《密室大逃脱》、《明星大侦探》、《名侦探学院》 |
| 单丹霞工作室 | 《爸爸去哪儿》、《我最爱的女人们》、《一路成年》、《婆婆和妈妈》 |
| 梁书源工作室 | 《变形计》、《真正男子汉》、《勇敢的世界》 |
| 严典雅工作室 | 《说唱听我的》、《奇妙的朋友》 |
| 蔡欢工作室 | 《妻子的浪漫旅行 2》 |
| 袁白丽团队 | 《妈妈是超人》、《哈哈农夫》、《婚前 21 天》 |
| 荆一嵘团队 | 《来自手机的你》、《功夫学徒》、《野生厨房》 |
| 胡蓉团队 | 《我们的乐队》、《变形计》 |
| 蔡熙团队 | 《疯狂的麦咭》、《中国新声代》 |
| 杨思远团队 | 《芒果捞星闹》、《甜蜜的任务》 |
| 果果团队 | 《朋友请听好》、2020《青春芒果夜》 |
| 明文晴团队 | 《少年可期》、《乘风破浪的姐姐》 |
| 林晟团队 | 《小小的追球》、《乘风破浪的姐姐》、《少年可期》、《淘宝双十二晚会》 |
| 李甜团队 | 《妻子的浪漫旅行》、《奇妙小森林》、《真心大冒险》 |
| 陈杳团队 | 《哎呀好身材》 |
| 李晓丹团队 | 《新生日记》 |
| 晏吉团队 | 《女儿们的恋爱》、《青春合唱团》 |
| 田海团队 | 《萌仔萌萌宅》、《我是歌手谁来踢馆》 |
| 刘蕾团队 | 《恋梦空间》 |
| 邱子钰团队 | 《我们的乐队》 |

资料来源：2020 芒果 TV 招商推介会，公开资料，国元证券研究所

（2）剧集方面，与外部工作室战略合作，锁定优质内容资源。2019 年，芒果 TV 启动“新芒计划”，与华策影视等 14 家影视公司战略签约，在通过平台评估基础上，各工作室保证每年至少合作两个项目，并确保一个项目开机拍摄，其优质项目优先向芒果 TV 开放，该年度自有+外部影视工作室达 15 个，共上线 30 余部自制剧。2020 年，推出面向导演/编剧工作室的“新芒 S 计划”，聘任著名导演陆川为导师，签约沈文帅导演工作室等 8 家工作室，截至 2020 年底，公司自有影视制作团队达 12 个，战略合作工作室达 30 个。2021 年，芒果 TV 自制、定制剧集产量预计达到 50 部以上。芒果 TV 内外发力逐步构建起优质、良性、可持续的影视剧自有内容生态：一方面，通过与新锐、有潜力的影视制作公司或工作室合作，芒果 TV 可以以较高的性价比保持创作活性，《韞色过浓》、《时光与你都很甜》等均为来自于年轻团队的“小而美”剧集；另一方面，芒果 TV 与华策影视、深蓝影业等成熟公司深度合作，共创现象级、题材破圈的大剧，2020 年的爆款剧《以家人之名》、《下一站是幸福》均出自合作紧密的华策影视，后续还将合作上线《八零九零》、《都是好时光》等剧，季风计划中也包含与深蓝影业合作的《礼物》、以及同旭传媒的《狂猎》。

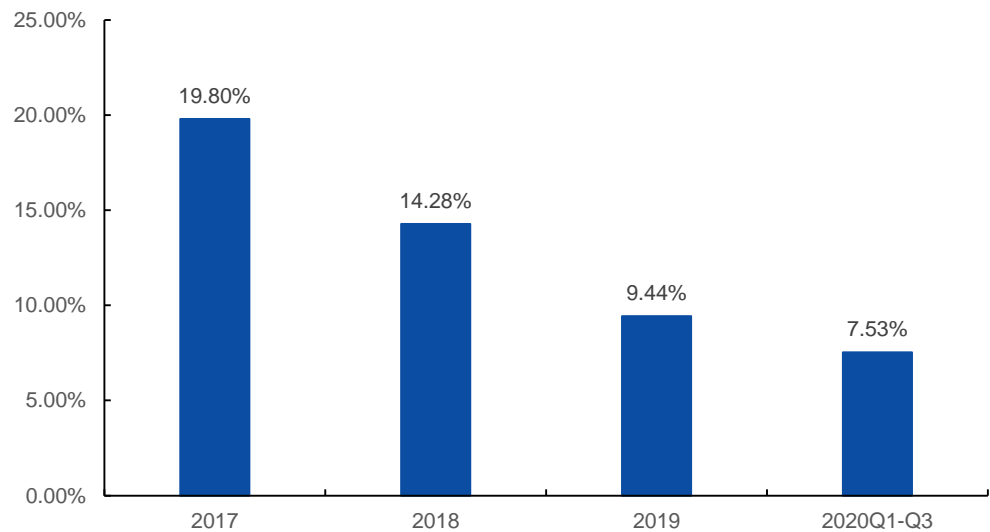
表 7：芒果 TV 剧集合作方

| 时间 | 计划 | 合作方 |
|--------|---------|---|
| 2019 年 | 新芒计划 | 签约观达影视、颖立传媒、星莲影视、晨星盛世、霄然影业、同旭传媒、华晨美创、华策影业、好酷影视、深蓝影业、美百馥影业、耐飞影视、星光国韵、博娱影视等 |
| 2020 年 | 新芒 S 计划 | 福得文化编剧室、花菜剧社导演工作室、沈文帅导演工作室、翊然编剧工作室、心怀编剧工作室、观山编剧工作室、蒋渝编剧工作室、闪光体创作组 |

资料来源：2019 芒果 TV 招商推介会，2020 芒果 TV 战略发布会，国元证券研究所

(3) 背靠湖南广电，台端持续输入优质内容。2014 年湖南广电推出“芒果独播战略”，开启湖南卫视自制节目对于芒果 TV 的独家输送，2018-2020 年快乐阳光通过与湖南广电签署《电视节目信息网络传播权采购协议》分别以 4.51 亿元、4.961 亿元、5.4571 亿元（每年增幅 10%）获得包括了《花儿与少年》、《快本》、《天天向上》在内的湖南电视台独家电视节目、周播栏目剧及其音频的信息网络传播权，2020 年底，快乐阳光与湖南广电续签该协议，以与 2020 年一致的价格 5.4571 亿元/年购买湖南卫视 2021-2025 年的节目信息网络传播权，仅在当年出现现象级爆款时采购价同比上涨 10%。台端内容侧的支持帮助芒果实现了早期内容端优势的累积。

图 39：湖南卫视打包版权 VV 占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

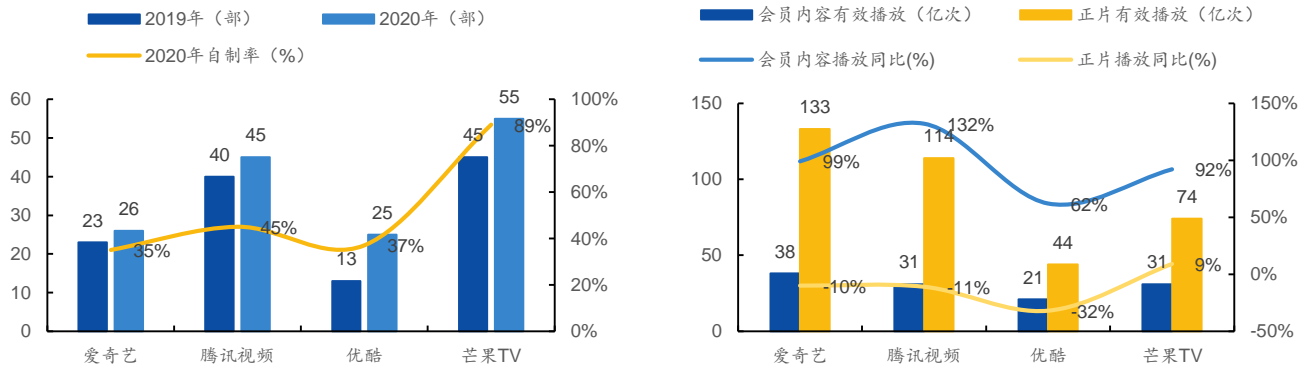
4.3 内容：综艺品类不断拓展，综 N 代稳定输出，剧集题材破圈

4.3.1 综艺：行业领先，综 N 代稳定输出，新题材不断突破

综艺内容上，芒果 TV 行业领先地位稳固，基本实现全自制。2020 年芒果 TV 自制综艺 55 部，自制率达到 89%，为各平台之首，同期爱奇艺、腾讯视频、优酷分别为 26、45、25 部，自制率分别为 35%、45%、37%。综艺播放量上，虽然爱奇艺和腾讯视频的综艺正片有效播放量依旧领先，但芒果 TV 凭借综 N 代的稳定输出与《姐

姐》等新综发力，成为 2020 年唯一综艺正片有效播放量正增长的平台，从综艺会员内容有效播放量看，芒果 TV 仅次于爱奇艺，与腾讯视频较为接近，而单个会员的会员综艺内容有效播放量高达 86 次/会员，远超其他平台。

图 40：优爱腾芒 2019-2020 年上新自制季播综艺数量及图 41：优爱腾芒 2020 年全网综艺会员和正片内容有效播放量及占比

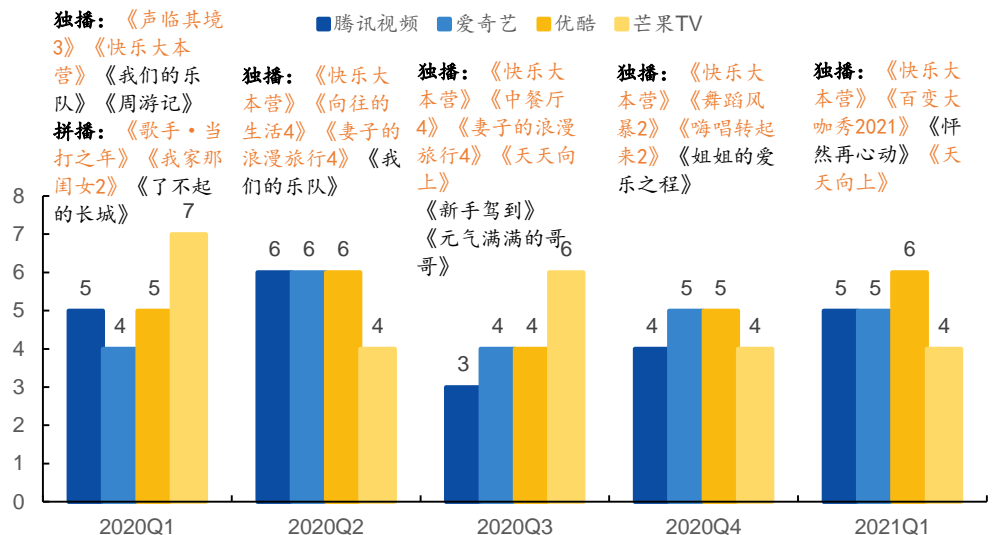


资料来源：云合数据，国元证券研究所

资料来源：云合数据，国元证券研究所

台网综保持强势表现，各季度均有优质独播内容支撑，处于领先地位。2020Q1-2021Q1 分别有 7、4、6、4、4 部台综进入 TOP10，除 2020Q1 外，上榜台网综几乎都是独播，而优爱腾的台网综艺大多为拼播。其中，王牌常规综艺《快乐大本营》、《天天向上》长期入榜，“综 N 代”《中餐厅 4》、《妻子的浪漫旅行 4》、《声临其境 3》，以及新综《元气满满的哥哥》、《新手驾到》、《姐姐的爱乐之旅》、《怦然再心动》等均有不错表现。

图 42：2020Q1-2021Q1 优爱腾芒台网综入榜 TOP10 数量

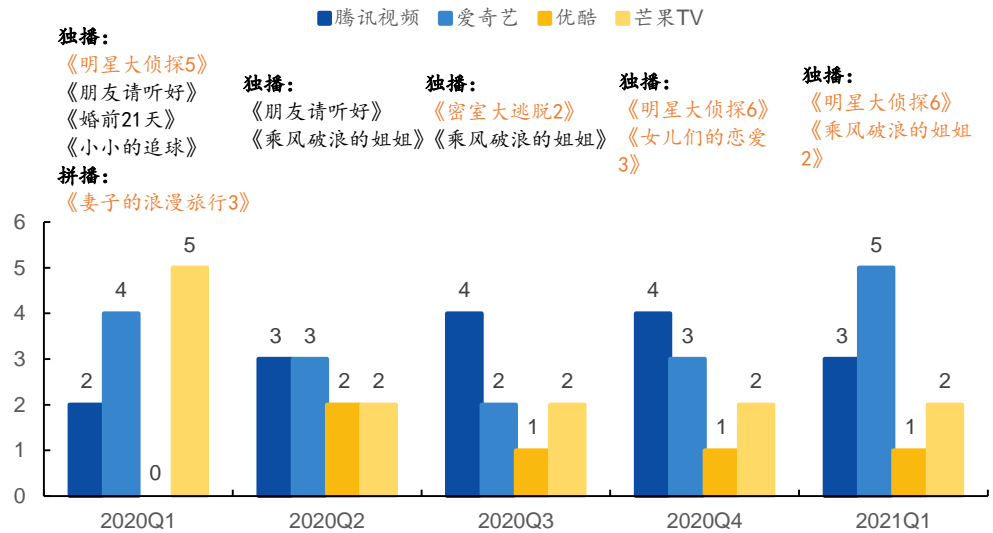


资料来源：艺恩数据 APP，国元证券研究所

注：橙色字体为“综 N 代”

纯网综制作持续发力，创新综艺高热度高口碑。纯网综内容上芒果 TV2020Q1-2021Q1 分别有 5、2、2、2、2 部网综进入 TOP10，王牌网综《明侦 5&6》、《密室大逃脱 2》延续良好表现；创新网综上，《朋友请听好》用声音温暖生活、关照社会现实，在 2020Q1-Q2 分别排名 2、6，逆龄女团《乘风破浪的姐姐 1&2》全程高热度，在 2020Q2-Q3、2021Q1 分别排名 1、2、4。

图 43：2020Q1-2021Q1 优爱腾芒纯网综入榜 TOP10 数量



资料来源：艺恩数据 APP，国元证券研究所

注：橙色字体为“综 N 代”

创新综艺方面，芒果擅长把握风口进行创意重构，通过裂变实现 IP 发散。芒果 TV 以“亲综艺”为核心聚焦，同步发力垂直综艺，自制综艺图鉴愈加丰富，在“亲综艺”IP 链上，沿着恋爱、结婚、婚后家庭关系出发，再到育儿，随着孩子成长又可以衍生出萌娃、青少年等系列综艺，最终实现垂类内容的全覆盖。烧脑推理类综艺《明星大侦探》衍生出《头号嫌疑人》、《名侦探学院》等，也是芒果裂变式创意法的成果。创新综艺《乘风破浪的姐姐们》始于芒果系综艺对女性向内容的深耕，基于传统女团选秀节目模式下创意重构，打破年龄限制，引发大众对 30+ 女性生存的关注，后续除推出的姐姐团综《姐姐们的爱乐之程》，创意裂变而成的男团养成综艺《披荆斩棘的哥哥》，姐姐脱口秀《听姐说》外，姐姐们的恋爱、生活等都是新的裂变方向。

表 8：创意裂变综艺归纳

| 类型 | 综艺名称 | 备注 | | | |
|----|--------|---|-------------------------------------|--|--------------|
| 成人 | 亲情 | 《我家那闺女》 《我家那小子》 | “我家”系列 “我家”系列 | | |
| | 恋爱 | 《女儿们的恋爱》 《婚前 21 天》 | | | |
| | | 结婚 | 《我家小两口》 《妻子的浪漫旅行》 | “我家”系列 | |
| | 家庭代际关系 | 《婆婆和妈妈》 《我最爱的女人们》 | | | |
| | | 出生 | 《新生儿日记》 | | |
| | 萌娃 | 《爸爸去哪儿》 《妈妈是超人》 《宝贝的新朋友》 《萌仔宅宅萌》 《童言有计》 《小巨人运动会》 | | | |
| | | 青少年 | 《一路成年》 《变形计》 | | |
| | | 成团系列 | 《乘风破浪的姐姐》 《姐姐的爱乐之程》 《披荆斩棘的哥哥》 | “姐”系综艺 衍生团综 “哥”系综艺裂变 | |
| | | | 烧脑推理 | 《明星大侦探》 《头号嫌疑人》 《名侦探学院》 《密室大逃脱》 | 明侦衍生 明侦衍生 |

资料来源：芒果 TV 亲综艺研究报告，芒果 TV2020 招商推介会，国元证券研究所

综 N 代方面，围绕生活、推理、情感题材展开，整体生命力较强。芒果 TV 的综 N 代主要聚焦在生活、烧脑推理、女性向内容上，其中，“亲综艺”通过创意裂变基本实现全覆盖，形成优爱腾难以超越的“护城河”。持续性上，芒果 TV 的综 N 代同样保持着旺盛生命力，截至 2020 年末，《明侦》、《女儿们的恋爱》分别在播第六、三季，热度口碑不减，《妻子的浪漫旅行》已播完第四季，累计播放量远超前几季。

展望 2021 年，芒果打造“3+X”综艺带，开发职场、脱口秀等新品类。根据 2021 年片单，芒果 TV 将打造“3+X”综艺带：哥系姐系综艺、Z 世代新潮文化综艺、女性向综艺的三大综艺带和创新综艺。除综 N 代外，心理博弈综艺《游戏的法则》将加入烧脑推理综艺带，《哥哥的滚烫人生》及其团综将完善哥系姐系综艺矩阵。此外，芒果 TV 将每季度打造 2 款创新综艺，拓宽至职场、脱口秀等品类：职场新综《Boss 为何那样》，垂类脱口秀《听姐说》、《隐身说客》等、时尚类《靓女出街》等，并继续开发直播带货类综艺《超级带货王》、《超新星主播》。

表 9：芒果 TV2021 年部分待播综艺整理

| 分类 | 综艺名称 | 播出周期 | 节目类型 | 主创团队 | 备注 |
|----------|-----------|-----------------------|---------------|-----------|-----------------------------------|
| 哥系姐系综艺 | 姐姐的爱乐之旅 2 | 2021Q2 | 音乐旅行路演类真人秀 | 严典雅工作室 | |
| | 披荆斩棘的哥哥 | 2021Q3 | 跨界组团挑战真人秀 | | 市场稀缺的“中年男性”组团真人秀 |
| | 披荆斩棘的哥哥团综 | 2021Q4 | 真人秀 | | 成团好友“冒险”之旅 |
| 脱口秀 | 鲜师总动员 | 2021Q2 | 多维知识娱乐脱口秀 | 盒子工作室 | 素人知识偶像组成鲜师团，接待明星访客分享知识 |
| | 扑通扑通的心 | 2021Q1 | 新时代异性交往脱口秀 | 芒果 TV、小红书 | 用情景短剧演绎真实异性交往故事，明星嘉宾作出分析和建议 |
| | 隐身说客 | 2021Q4 | 明星身份隐藏类群聊脱口秀 | 李晓丹团队 | 匿名下的观点碰撞、畅所欲言，最后猜出同台明星是谁 |
| 推理 | 明星大侦探 7 | 2021Q4 | 明星角色扮演推理真人秀 | 盒子工作室 | |
| | 密室大逃脱 3 | 2021Q2 | 大型益智类实景解密体验秀 | 盒子工作室 | |
| | 游戏的法则 | 2021Q3 | 心理战游戏综艺 | | 邀请 13 位各界精英进行烧脑博弈 |
| 说唱 | 说唱听我的 2 | 2021Q2 | 说唱音乐综艺 | 严典雅工作室 | |
| 亲综艺 | 33 天限定恋人 | 2021Q3 | 明星限定恋爱观察真人秀 | 袁白丽团队 | 4 对荧幕情侣 33 天开展真实生活假想恋爱 |
| | 婆婆和妈妈 2 | 2021Q1 | 家庭代际和谐促进真人秀 | | |
| | 妻子的浪漫旅行 5 | 2021Q2 | 情感观察治愈真人秀 | | |
| | 女儿们的恋爱 4 | 2021Q4 | 代际情感观察真人秀 | 晏吉团队 | |
| 生活、经营、治愈 | 岛上友人 | 2021Q1 | 交友实验纪实秀 | 李晓丹团队 | 十位性格迥异少年携各自爱宠，前往绝美海岛参加大型交友实验 |
| | 欣然假期 | 2021Q3 | 懒系生活方式真人秀 | | 两位明星好友共度 7 日假期生活 |
| | 希望的田野 | 2020Q4 | 明星直播经营真人秀 | 梁书源工作室 | 寻觅秀美村落美食美景没物，完成选品、策划、直播全流程 |
| | 向往的生活 5 | 2021Q2 | 大型生活服务纪实节目 | | |
| | 中餐厅 5 | 2021Q3 | 青春合伙人经营体验真人秀 | | |
| 职场 | BOSS 为何那样 | 2021Q3 | 职场观察类真人秀 | 李甜团队 | 四位明星 BOSS 共同观察彼此在经营公司和下属相处的真实职场状态 |
| 时尚 | 小芒女孩时尚秀 | 2021Q1（春夏大秀）；Q3（秋冬大秀） | 潮流时尚表演秀 | 盒子工作室 | 国内首档平价穿搭时尚盛典，顶级偶像平价潮流服饰穿搭走秀 |
| | 靓女出街 | 2021Q2 | 首档明星时尚对决情景微综艺 | | 真人版“奇迹暖暖” |
| 带货 | 超级带货王 | 2021Q1 | 多屏互动主播成长竞技真人秀 | 妙趣新媒体 | 打通全网各平台，多屏呈现直播带货领域。 |
| | 超新星主播 | 2021Q1 | 明星电商职业体验真人秀 | 妙趣新媒体 | 12 位主播新人体验陌生工种，在直播间完成目标销量 |

声音互动 朋友请听好 2

2021Q3

原创声音互动陪伴类真人秀
果果团队

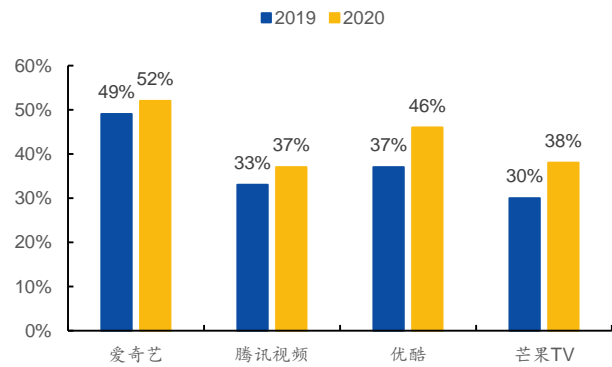
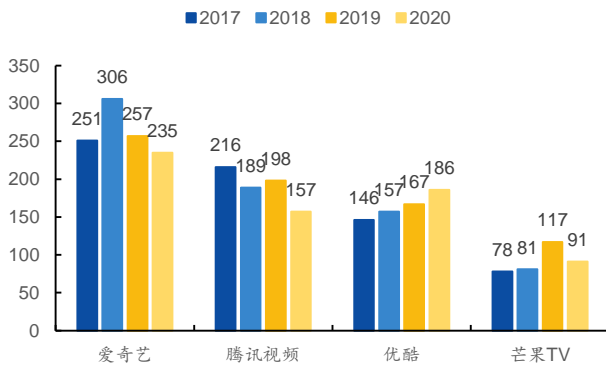
资料来源：芒果TV，国元证券研究所

4.3.2 剧集：独播+精品化+题材破圈路线，试水台网联动的“季风剧场”

独播+精品化战略下，剧集平台播放量有较大提升。芒果TV 上新剧集量从 2017 年 78 部逐步提升至 2019 年 117 部，与优爱腾差距在逐步缩小，2020 年除优酷外上新量均有所下降，芒果TV 也精简至 91 部，但精品化程度大幅提高，凭借《以家人之名》、《下一站幸福》等热播剧，2020 年芒果TV 的剧集有效播放量同比提高 34%。同时，优质独播内容是平台抢占流量、会员拉新的关键，各平台独播占比均有所提升，芒果TV 独播剧集从 2019 年 30% 提升至 2020 年 38%，2020 年在剧集会员内容有效播放量上同比提升 97%。自制比例上，2019 年，芒果TV 自制剧占比约 22%，同期优爱腾自制比例过半，2020 年在上游采购价格下行趋势下四家平台自制剧占比均有所降低，芒果TV 自制率 14%。此外，芒果TV 自制剧逐步打破“甜宠”标签，2021 年将尝试《起跑线》、《狂猎》等大众化题材。

图 44：2017-2020 年优爱腾芒上新部数变化

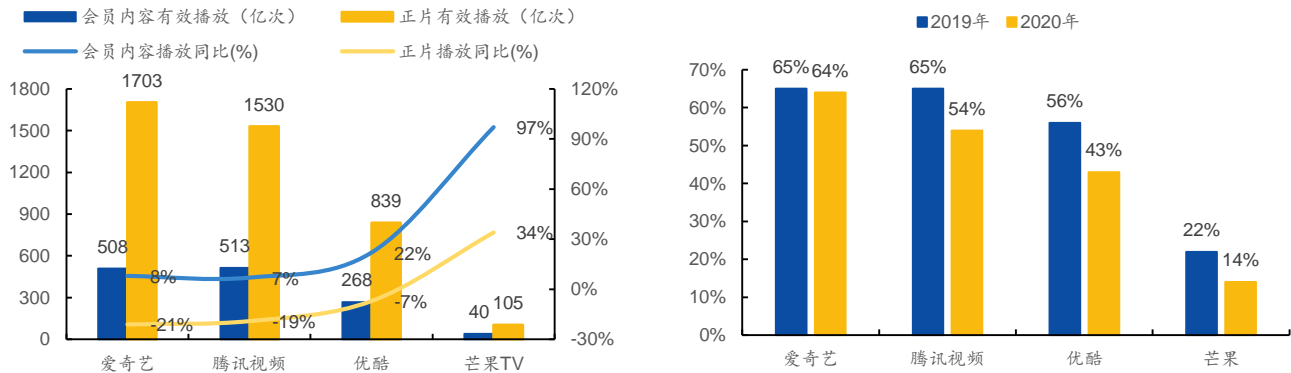
图 45：2019-2020 年优爱腾芒独播占比变化



资料来源：云合数据，国元证券研究所

资料来源：云合数据，国元证券研究所

图 46: 优爱腾芒 2020 年全网剧集会员和正片内容有效播放量及同比 图 47: 优爱腾芒 2019-2020 年剧集自制比例



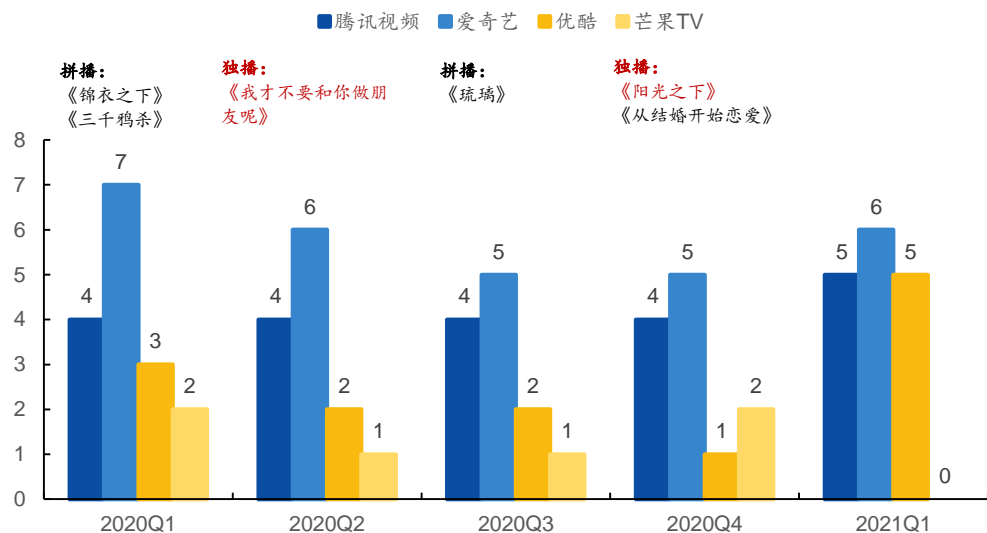
资料来源: 云合数据, 国元证券研究所

资料来源: 传媒内参, 国元证券研究所

注: 根据招商片单统计

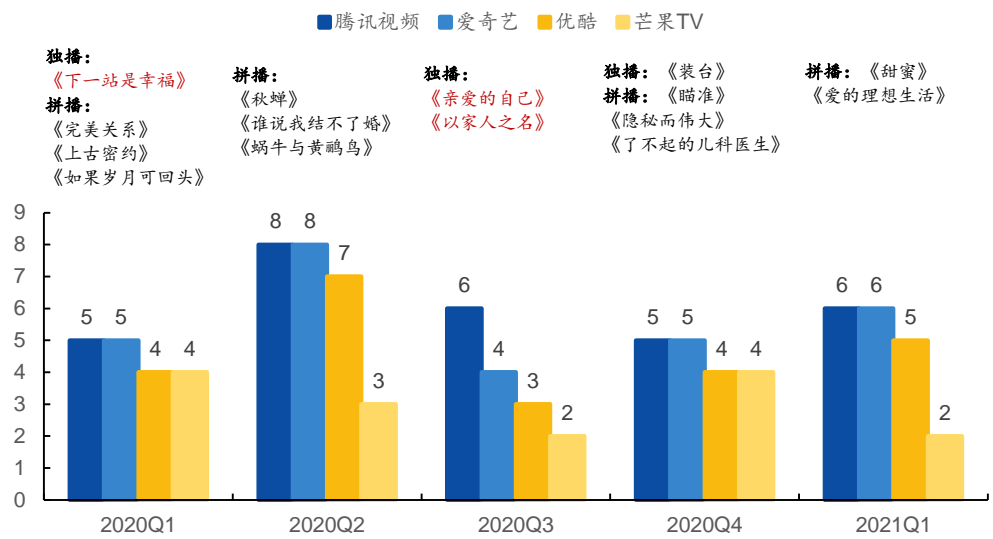
2020 年芒果 TV 剧集开始发力, 涌现出头部、独播大剧, 并在专注青春、女性核心受众的同时, 向悬疑、成长、治愈等剧集题材破圈, 与优爱腾实际差距在不断缩小。甜宠题材的《时光与你都很甜》、《楼下女友请签收》、《奈何 BOSS 又如何》累计播放量十亿以上,《下一站是幸福》在艺恩 2020Q1 播映指数位列第 7, 播出期间会员规模增速最快; 破圈内容上, 独播的成长治愈剧《以家人之名》以及现实题材《亲爱的自己》播映指数在 2020Q3 分别位列第 1、3 名, 独播网剧《阳光之下》在 2020Q4 排名第 2。

图 48: 2020Q1-2021Q1 优爱腾芒电视剧入榜 TOP10 数量



资料来源: 艺恩数据 APP, 国元证券研究所

图 49：2020Q1-2021Q1 优爱腾芒果网剧入榜 TOP10 数量



资料来源：艺恩数据 APP，国元证券研究所

2021 年大剧储备翻番，题材扩充至六大品类。芒果 TV2021 年片单变化较大，大剧储备数量翻倍，从都市情感、青春校园、古装玄幻三大品类扩充至六大品类，新增现实话题、悬疑烧脑、热血武侠题材大剧。现实话题剧直击时代特点，《好女好男》探讨“男强女弱”、“女弱男强”家庭关系；《八零九零》聚焦“老有所依”，《起跑线》直面“幼升小”焦虑。悬疑剧有经典悬疑 IP《法医秦明 3》、双男主缉毒力作《逆光者》和《双面神探》等。热血武侠剧包括剑网三 IP 改编的《剑侠情缘》、网文《蝙蝠》改编的《少年行》等。

表 10：芒果 TV2021 年部分待播片单

| 名称 | 播出时间 | 题材类型 | 上星平台 | 备注 | 主演 | 集数 |
|----------------|----------|-----------------|------|--------------------------|----------------|-------|
| 拜托了！工 程师 | 2021 | 青春、竞技、偶像 | 一线卫视 | 赛车手和工程师 CP 斗智逗趣的浪 漫爱情 | | 暂定 40 |
| 涩女郎 | 2021 | 都市、爱情、职场、 喜剧 | 一线卫视 | 都市爱情女性成长超级 IP | 殷桃、宋轶、魏大勋、孙艺洲 | 45 |
| 海上繁花 | | 都市、现代、爱情 | 一线卫视 | 匪我思存《佳期如梦》第二部改编 | 窦骁、李沁、张云龙 | 40 |
| 拼播 两不疑 | 2021Q3 | 喜剧、奇幻、宫廷 | 一线卫视 | 帝后互换，从两生厌到两不疑 | | 30 |
| 梦醒长安 | 2021 | 古装、悬疑、宫廷 | 一线卫视 | 《剑器行》小说改编 | 成毅、张予曦 | 暂定 55 |
| 六爻 | 2022 | 古装、仙侠 | | 最热门仙侠双男主 IP | | 40 |
| 凭栏一片风 云起 | 2021M7-8 | 年代、传奇 | 一线卫视 | 西南联大知识分子群像 | 拟邀宋威龙、胡一天、梁洁 | 40 |
| 起跑线 | 2021Q1 | 都市、话题、教育 | 湖南卫视 | 聚焦幼升小、全民幼儿教育 | 刘涛、李光洁、颖儿 | 42 |
| 八零九零 | 2021 | 都市、情感、轻喜剧 | 一线卫视 | 90 后与 80 岁的思想碰撞 | 白敬亭、吴倩、倪大红、李建义 | 40 |
| 我的两个爸 爸 | 2021 | 都市、轻喜剧 | 一线卫视 | 生育之恩&养育之恩 | 张嘉益、沙溢、宋丹丹 | 40 |
| 好女好男 | 2021 | 都市、情感、话题 | 一线卫视 | 探讨“男强女弱”、“女弱男强” 家庭关系 | 殷桃、孙艺洲、袁弘、姜妍 | 35 |
| 无法恋爱的 理智派 | 2021Q2 | 都市、职场、情感 | 一线卫视 | 大龄理智女性与暖心弟弟的职场故 事 | 秦岚、王鹤棣、李宗翰、包文婧 | 30 |
| 都是好时光 | | 都市、新女性、励志 | 一线卫视 | 大龄主妇伪装 24 岁开始人生与职 场逆袭 | | |
| 我和我们在 一起 | 2021Q1 | 都市、情感、职场 | 先网后台 | 四位奔三少女打怪升级 | 孙怡、张彬彬 | 36 |
| 独播 尚食 | 2021 | 宫廷、美食、古装 | | 于正宫廷剧作，厨女逆袭之路 | 许凯、吴谨言 | 50 |
| 落花时节又 逢君 | 2021M12 | 古装、仙侠 | | 晋江大神蜀客头部 IP | | 38 |
| 少年行 | 2021Q3 | 古装、偶像、新武侠 | | 风弄网文《蝙蝠》IP 改编 | 拟邀张耀 | 36 |
| 剑侠情缘之 催枪问谁 | 2021M12 | 古装、武侠、热血 | | 《剑网 3》IP，群像少年励志武侠 剧 | | 36 |
| 法医秦明之 无声的证词 | 2021Q2 | 悬疑、喜剧 | | | 张雨剑、周雨彤 | 30 |
| 逆光者 | 2021M7 | 悬疑、刑侦、推理 | | 《在黑暗中》小说改编 | 拟邀陈星旭、张雨剑 | 24 |
| 双面神探 | 2021Q2 | 悬疑、喜剧 | | 强情节+多反转+快节奏 | 林雨申、刘怡潼、罗予彤 | 32 |
| 芥子时光 | 2021 | 校园、励志、轻喜 | | 双男主纯洁友情的励志校园故事 | | 32 |
| 别想打扰我 学习 | 2021Q1 | 青春、热血、成长 | | 首部聚焦学习的青春成长爽剧 | 赖冠霖、李兰迪 | 24 |

| | | | | | |
|-----------|--------|----------|---------------------------------|------------|----|
| 我亲爱的“小洁癖” | 2021Q1 | 都市、爱情、轻喜 | 漫画改编，洁癖总裁遇上遭遇“清 洁大婶” | 沈月、刘以豪、代云帆 | 24 |
| 白玉思无瑕 | 2021Q1 | 爱情、古装 | 雁无痕《女帝师》IP 改编 | 张耀、万鹏、刘昱晗 | 32 |
| 不可思议的爱情 | 2021Q1 | 爱情、竞技 | 现象级校园剧《不可思议的晴朗》 的延续 | 范世錡、戚砚笛 | 24 |
| 一夜新娘 2 | 2021Q2 | 古装、爱情 | 由打造前作和《奈何 BOSS 要娶 我》的华晨美创班承制 | 袁昊、赵昭仪 | 24 |

资料来源：芒果 TV，国元证券研究所

季风剧场台网联动试水精品短剧，聚焦全社会话题。芒果 TV 与湖南卫视联手打造国内首个台网联动的季风剧场，打通电视和网络受众，实现联动营销、相互引流、扩大声量。尝试每周 2 集*单集 70 分钟*每部 12 集的短剧篇幅和新周播模式，选择能引发大众共鸣、探讨全社会向话题的剧目，包括国内首部反盗猎剧《狂猎》、讲述生死营救下动人母爱的《礼物》，讲述超现实悬疑案件下原生家庭之殇的《海葵》、用轻喜剧风格剖析现实家庭的《她们的镯子》等 10 部精选大剧。

表 11：季风剧场剧集排布

| 名称 | 进程 | 题材类型 | 制作班底 | 备注 |
|---------|------------|--------------|----------------|------------------------|
| 狂猎 | 2021M5 播出 | 反盗猎、剧情、动作、犯罪 | 曹盾监制导演 | 森林警察与盗猎分子对抗 |
| 礼物 | 2021 播出 | 亲情、奇幻、悬疑 | 深蓝影业联合出品 | 新型女性母爱视角下的“她悬疑” |
| 海葵 | 2021M11 播出 | 家庭、悬疑、现实主义 | 华谊兄弟联合出品，秦海燕导演 | 超现实悬疑案件背后隐藏原生家庭的爱与救赎 |
| 我在他乡挺好的 | 2020M2 开机 | 都市 | 黎志监制 | 80、90 后都市异乡人真实生活，一集一话题 |
| 婆婆的镯子 | 2021M3 开机 | 都市、家庭、现实主义 | 万年影业联合出品 | 探讨新时代年轻人的婚姻和家庭关系 |
| 沉睡花园 | 2021M4 开机 | 浪漫、悬疑 | 华策影视联合出品 | 情感博主与心理咨询师成就彼此的故事 |
| 妻子的选择 | 未开机 | 家庭、情感、都市 | 唐人影视联合出品 | 婚姻变故后的自我救赎 |

资料来源：芒果 TV，国元证券研究所

互动剧、微短剧是充满潜力的新赛道，芒果以《明侦》IP 切入互动剧，并将投入 1-3 亿制作微短剧。根据艾媒咨询，2018 年互动剧用户规模超过 4,000 万，预计 2020 年用户规模将超过 1.2 亿，年 CAGR 约 73.2%。互动剧对优质剧本的依赖度高，需要专业制作团队进行研发，芒果 TV 手握众多 IP 和优秀专业制作团队，较早入局互动剧平台，围绕核心 IP《明侦》推出衍生互动微剧《头号嫌疑人》和《目标人物》，长短视频融合嵌套的方式增强了节目的形式立体感和内容多元性。芒果 TV 拟开发互动视频编辑生产平台，用于生产包括多分支剧情、多视角、画面互动等方式的互动视频，提高制作效率。此外，随着《做梦吧！晶晶》等微短剧走红，专业团队开始入场，芒果 TV 也在 CEIS 微短剧峰会上表示将投入 1-3 亿制作微短剧。

图 50: 互动剧《明星大侦探之头号嫌疑人》

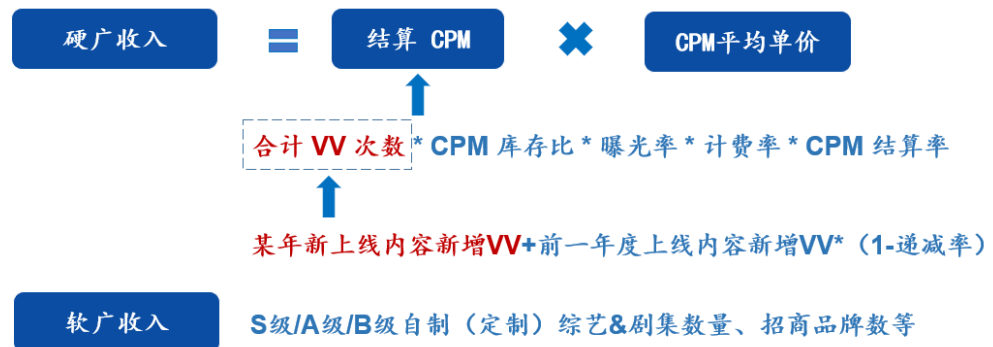


资料来源：芒果 TV，国元证券研究所

4.4 广告收入：招商能力突出，台网形成联动，广告逆势增长

按照展示方式不同芒果 TV 广告收入可分为硬广和软广两大类，目前芒果 TV 广告收入以软广为主，深度结合公司综艺内容的独特优势。具体来看：（1）硬广主要采用 CPM 方式计算收入，与平台流量牢牢绑定；（2）软广通过为客户在版权内容中提供冠名、植入等广告产品产生收入，仅限于自制综艺及自制（含定制）影视剧内容，收入规模与招商数量、播出节目级别、影响力等因素相关。公司 2020 年 1-8 月期间播出的 A 级剧集单集软广收入约 4.71 万元，S 级综艺单集软广收入约 852.83 万元。

图 51: 广告收入计算模式

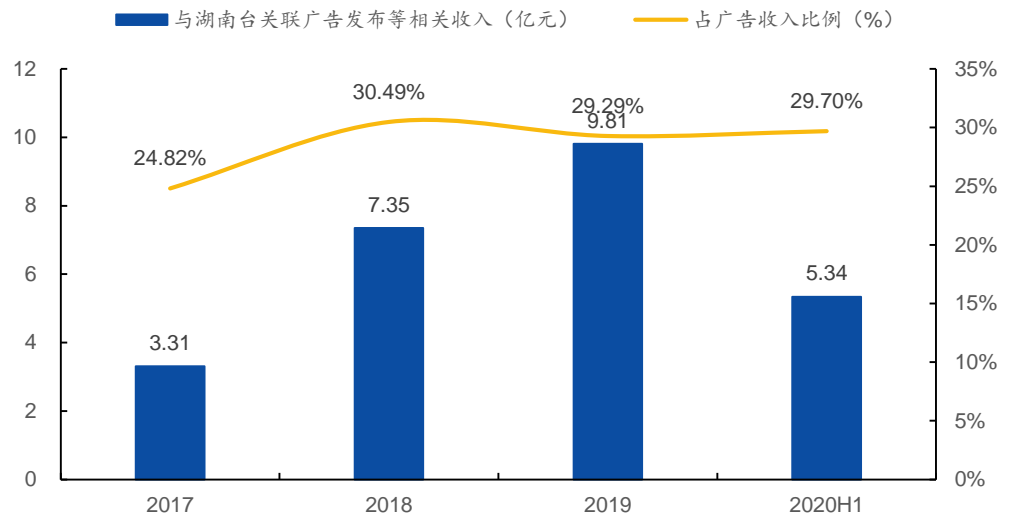


资料来源：公司公告，国元证券研究所

台网联合软广招商，扩大用户覆盖范围，形成强协同。湖南卫视在省级电视台中一直保持领先地位，同时多年来累计大了大量的品牌客户，2015 湖南卫视广告创收破百亿。台网除了互相输入优质版权外，通过联合招商形成协同，提升双平台对广告主的吸引，充分引入优质广告资源。在收入分配上，联合招商部分软广收入基于广告总公司与广告客户签订的合同金额，确定每档节目可分配的软广总金额 R，再根据每档节目快乐的平均每期点击量 V，和湖南卫视平均每期覆盖人数 A，确定快乐阳光的

分成比例 $V/(V+A)$ ，得出快乐阳光的税前收入 $D=R*V/(V+A)$ ，来自联合招商的广告分成约占公司广告收入的 30%。

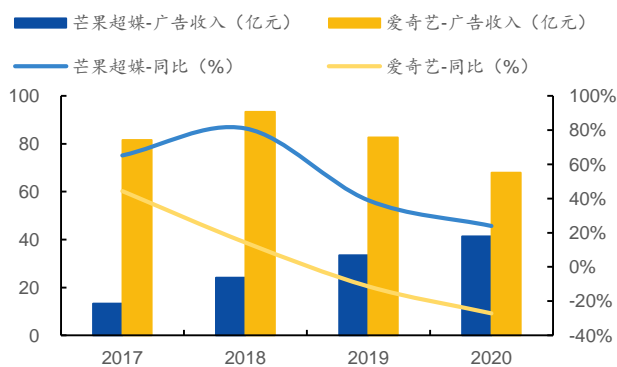
图 52：与湖南台关联广告发布、发行收入占快乐阳光广告收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究所

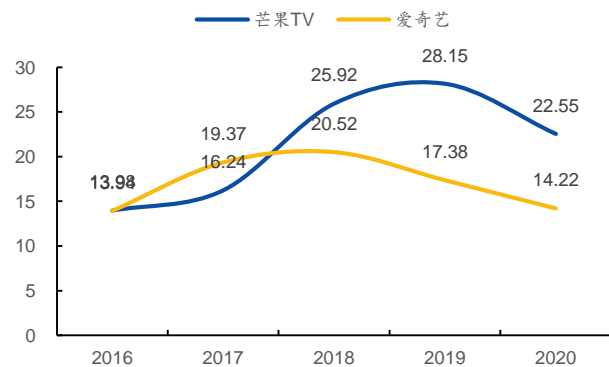
覆盖用户广告价值大，爆款内容推动广告收入逆势增长，单用户广告收入行业领先。2019 年芒果 TV 广告业务营收同比提升 39% 到 33.5 亿元，同期爱奇艺广告业务营收同比 -11%，腾讯媒体广告业务营收同比 -15%；2020H1，由于疫情导致广告主减少投放预算，广告营收同比增速放缓至 6%，同期爱奇艺广告业务和腾讯媒体广告业务均为负增长。从单 MAU 广告收入上看，芒果 TV 由于更加垂直地面向消费能力较高的年轻女性，单用户价值在 2018 年超过爱奇艺，2019 年约为爱奇艺的 1.6 倍。

图 53：芒果超媒、爱奇艺广告营收和同比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 54：芒果 TV、爱奇艺单用户广告价值



资料来源：公司公告，Questmobile，国元证券研究所

注：单用户广告价值=公司期末广告收入除以年度平均 MAU，芒果 TV 的 MAU 来自 Questmobile，爱奇艺 MAU 来自公司公告。

芒果 TV 品牌广告效果和平台价值备受品牌客户肯定。从投放品牌数量看，2018 年，

公司平台投放广告品牌数为 324 个，同比增长 155%；2019 年，投放品牌数达 489 个，同比增长 50.93%，2020H1，公司综艺类项目广告签单量上涨近 50%，其中《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录，赞助数量达到 21 家，超过同期其他平台节目；影视剧项目广告总签约量同比增长 300%，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高。此外，《妻子的浪漫旅行》、《密室大逃脱》等综 N 代广告招商体量稳步增长。湖南广电多年来与品牌客户良好的合作关系，累计下强大的招商能力和客户资源，奠定了芒果极强的广告变现能力。

表 12：2020 年部分头部综艺赞助数量

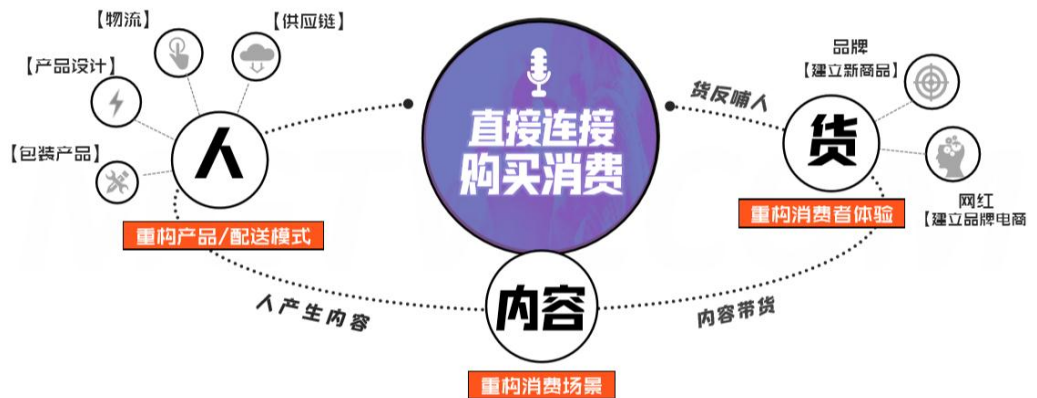
| 芒果 TV | | 腾讯视频 | | 爱奇艺 | | 优酷 | |
|-----------|------|----------|------|----------|------|---------|------|
| 节目名称 | 赞助数量 | 节目名称 | 赞助数量 | 节目名称 | 赞助数量 | 节目名称 | 赞助数量 |
| 乘风破浪的姐姐 | 21 | 创造营 2020 | 12 | 青春有你 2 | 19 | 少年之名 | 12 |
| 明星大侦探 6 | 13 | 明日之子 4 | 7 | 乐队的夏天 2 | 11 | 这就是街舞 3 | 12 |
| 向往的生活 4 | 14 | 脱口秀大会 3 | 6 | 做家务的男人 2 | 10 | | |
| 中餐厅 4 | 12 | 幸福三重奏 | 2 | 奇葩说 7 | 7 | | |
| 妻子的浪漫旅行 4 | 10 | | | | | | |
| 密室大逃脱 2 | 7 | | | | | | |
| 元气满满的哥哥 | 5 | | | | | | |

资料来源：CBNdata，星数，国元证券研究所

4.5 小芒电商：深度融合视频+内容+电商，流量新入口，增长新看点

小芒电商以内容营销撬动市场，定位于独特的 PGC 内容电商平台，为芒果系内容+流量拓展变现价值，构建“人·内容·货”闭环。小芒电商定位独特的 PGC 内容电商平台，是全芒果生态&湖南广电当下重要战略，由自有制作团队提供 PGC 内容支持，构建“人·内容·货”闭环，未来有望继续完善与协同商品和内容供应链体系。小芒电商 APP 于 2020 年 12 月 15 日公测，2021 年 1 月 1 日正式上线。小芒电商利用芒果自身年轻、女性群体占比多，消费意愿强的流量优势，在小芒 APP 电商上线潮玩、美妆等产品，为货量身定制内容、匹配带货人设，通过自有制作团队提供 PGC 内容支持、联动明星+KOL 分享等产出优质内容的方式进行“种草”推荐，形成以人生产内容-内容种草带动销售-货反哺人的闭环。

图 55：小芒电商商业模式



资料来源：小芒电商产品介绍，国元证券研究所

人：凭借湖南广电的艺人资源优势，小芒已吸引超 500 名艺人、1000 名达人入驻，分享生活日常和专业内容。与艺人合作方式包括：（1）艺人自带品牌+内容入驻，平台收取服务费；（2）艺人自带品牌或供应链入驻，芒果专业内容制作团队为其创作内容；（3）共创艺人联名品牌或电商化内容。与 KOL 合作模式包括：（1）帮助 KOL 进行内容升级；（2）将一定粉丝规模的 KOL 引入 PGC 节目；（3）将 KOL 的供应链接入平台。

内容：截至 2021 年 1 月，小芒 APP 已和 20 多个节目和电视剧合作打造官方 IP 同款，并引入、制作了 4 万条短视频内容。“发现”页采用双列信息流的方式，短视频内容包含艺人和 KOL 的生活分享和好物推荐等，实现“种草”，此外间插缩略图导流到购物会场；“关注”页面为图文+视频分享。此外，芒果 TV 的自有内容制作团队奖励帮助内容创作，协助品牌在综艺、电视剧 IP 中深度植入，甚至量身打造 PGC 节目实现带货。

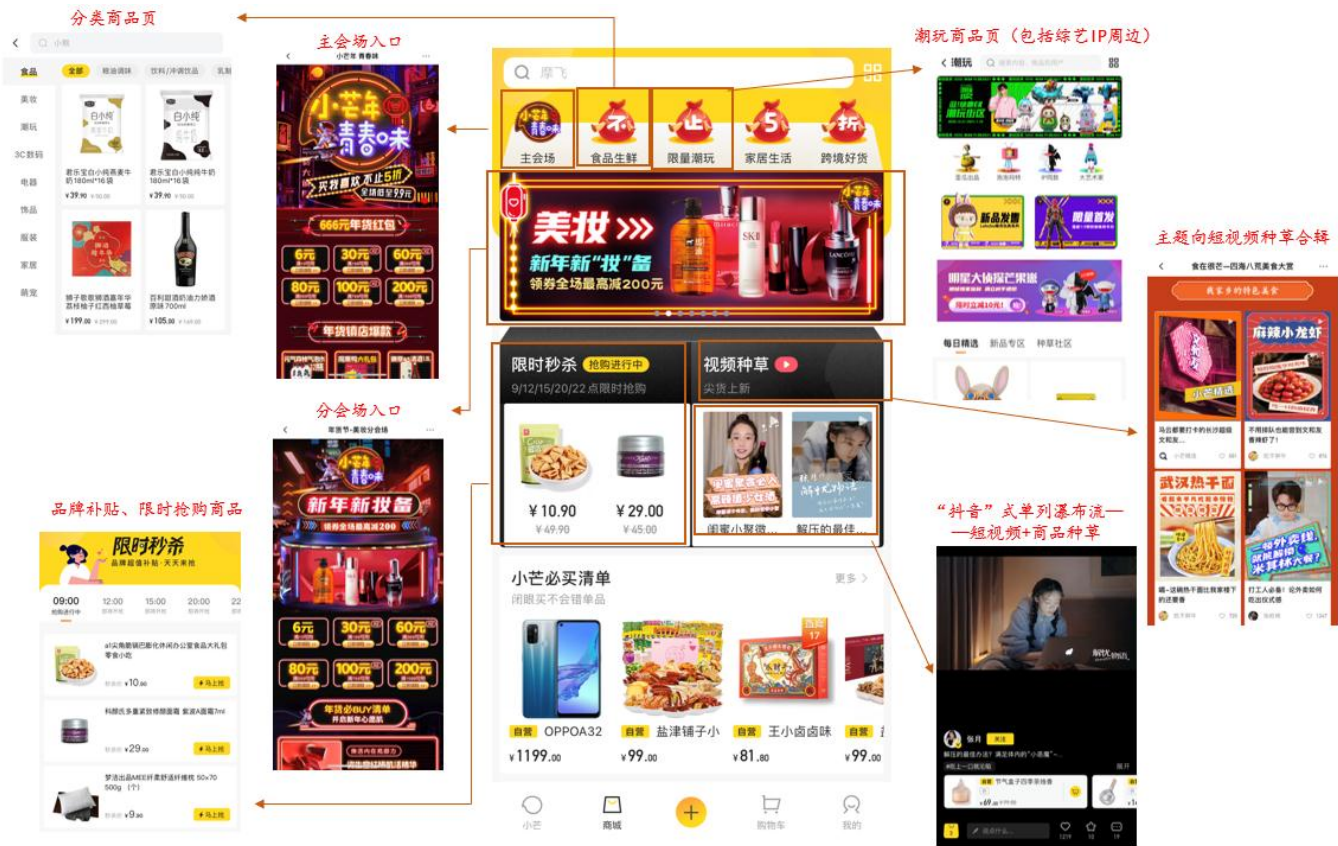
图 56：小芒 APP 发现页进行“种草”——艺人+KOL+内容



资料来源：小芒 APP，国元证券研究所

货：小芒 APP 上线商品覆盖潮流服饰、美妆个护、休闲食品、家居生活、潮玩潮物、宠物用品等多个品类，SKU 超 1 万。合作方式包括：(1) 供货合作：商品上架小芒电商，品牌方一件代发；(2) 入驻平台：品牌入驻小芒开设自营店/品牌专属 KOL 账号，平台支持内容企划和流量；(3) 独占性合作：在芒果 TV 综艺、影视剧植入商品，为品牌定制艺人&PGC 优质内容。同时，也上线明星同款、IP 周边等产品作为“粉丝经济”的延伸。

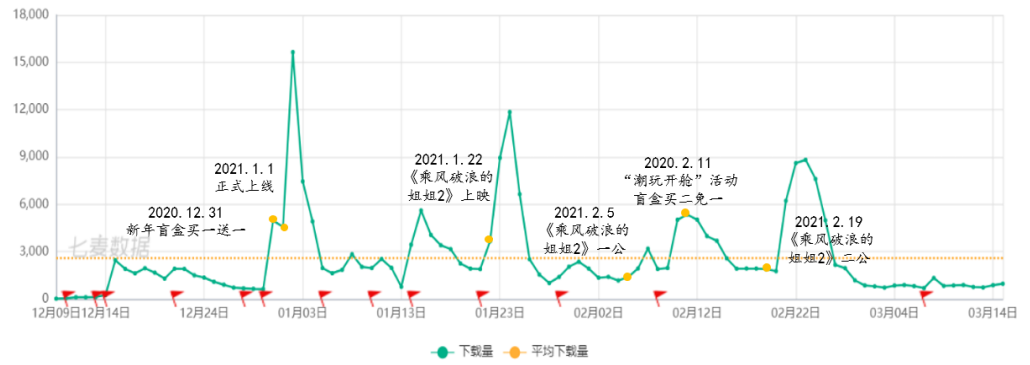
图 57：小芒 APP 商城页“拔草”



资料来源：小芒 APP，国元证券研究所

当前小芒 APP 活跃度与内容供应高度关联，未来需完善与协同商品和内容供应链体系。小芒 APP 在上线初期通过跨年演唱会宣传、瓜分红包、赠送芒果 TV 会员、商品折扣等方式引流，推出跨年活动“1 亿跨年礼，点燃 2021”、“小芒年，青春味”购物主会场，同时精心打造美妆、食品、服饰等分会场，带动商品销量。从下载量上看，小芒下载量峰值紧随《姐姐 2》重要节点出现，表明部分内容消费者在消化内容后被“种草”，转化为小芒用户，潮玩、美妆盲盒买一送一等重大平台活动的推出也刺激了短期下载量增长。整体看，当前小芒电商受内容端重点 IP 或新的节目播出拉动比较明显，未来小芒电商的稳定发展依赖于商品端（选品、物流、品控等）和内容端（制作、运营）供应链的建设与协同。

图 58：小芒电商 APP 下载量变化情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

5. 投资建议与盈利预测

芒果超媒是湖南广电旗下唯一的上市新媒体运营平台，和湖南卫视形成“一体两翼、双核驱动”的格局，兼具国有媒体带来牌照、资源、政策把握的优势以及市场化运作的灵活性，形成了独特的媒体融合“芒果模式”。

用户侧：在上游成本下行背景下，公司开启了更为积极的用户增长策略，2020年付费用户数同比高增97%达到3613万，覆盖人群逐渐由年轻女性拓展至成熟女性及年轻男性，中短期看，我们的测算芒果TV潜在月活用户3.47亿，对应付费用户规模8669万，具备较大成长空间。

内容侧：芒果拥有行业领先的内容生产体系，综艺内容行业领先，自制率89%，基本实现全自制，团队上推行工作室制度，强化创意孵化和节目研发，形成良性的激励与竞争机制；剧集方面，芒果TV坚持自建工作室+外部战略合作工作室双管齐下的发展策略，2020年剧集发力，涌现出头部、独播大剧，题材上从甜宠向悬疑、成长、治愈等多题材突破。

广告变现方面：芒果TV广告方面主要通过软广进行变现，有效结合公司强大综艺自制能力。同时招商方面，湖南广电多年累积大量客户资源，平台与台端形成强协同，招商能力突出，爆款频出下招商数量持续创纪录，单用户广告收入行业领先。未来，大芒计划、小芒电商等新业态有望持续贡献看点。

基本假设：

(1) 会员收入：芒果TV2020年末有效会员数达3613万，同比增长96.68%。在优质内容的持续供给和题材破圈下，预计平台用户将继续保持高增长、付费率持续提升，ARPU值有望跟随行业小幅提价，我们预测2020-2022年会员收入增速分别为29%/56%/41%。

(2) 广告收入：软广收入受益爆款综艺数量上行，硬广长期受益平台用户数增长，预计公司广告业务2020-2022年收入增速分别为24%/35%/25%。

(3) 运营商业务：预计公司2020-2022年运营商业务增速分别为32%/32%/19%。

(4) 新媒体互动娱乐内容制作：随着疫情影响逐渐消除，内容制作板块、艺人经纪等业务将逐步恢复，预计公司2020-2022年互动娱乐内容制作业务增速分别为-22%/21%/16%。

(5) 媒体零售业务：预计公司2020-2022年媒体零售业务分别增长-15%/5%/10%。

(6) 小芒电商：预计2020-2022年实现GMV 0/30/100亿。

我们对芒果超媒采取分部估值法。(1) 互联网视频业务：参照哔哩哔哩、Netflix的平均PS值，考虑到芒果TV成长性，给予2021年9倍PS值，对应市值958.91亿元；(2) 运营商业务：参照新媒股份PS值，给予公司7.14倍PS，考虑到和公司内容端协同性，给予1.5倍系数，对应市值237.50亿元；(3) 新媒体互娱内容制作业务：参考华策影视PS估值，给予公司2021年2.45倍PS，对应市值90.10亿元；(4) 媒体零售业务：给予2021年4倍PS，对应市值71.66亿元；(5) 电商业务：参考拼多多的P/GMV水平并考虑到公司小芒电商业务处于快速成长期，给予2021年电商业务0.8倍P/GMV，对应估值为24亿元。整体目标市值1382.18亿。

表 13: 可比公司估值

| 业务种类 | 股票代码 | 可比公司名称 | 当前市值 (亿元) | 营业收入预测 (亿元) | | P/S 2021E |
|------|-----------|---------|--------------|-------------|--|--------------|
| | | | | 2021E | | |
| 视频 | BILI.0 | 哔哩哔哩 | 2624.87 | 271.26 | | 9.68 |
| | NFLX.0 | Netflix | 16018.54 | 2,228.93 | | 7.19 |
| | 平均值 | | | | | 8.43 |
| 内容制作 | 300133.SZ | 华策影视 | 115.70 | 47.28 | | 2.45 |
| | 300251.SZ | 光线传媒 | 358.19 | 27.02 | | 13.25 |
| | 平均值 | | | | | 7.85 |
| 运营商 | 300770.SZ | 新媒股份 | 118.49 | 16.60 | | 7.14 |

资料来源: wind, 国元证券研究所

综上,我们认为芒果TV目前由垂直内容平台向综合内容平台拓展,会员收入将保持快速增长,平台流量和价值有望持续提升。此外,我们看好小芒电商在芒果系优质资源投入下的发展潜力,公司内容+流量变现价值有望进一步拓展。预计芒果超媒2020-2022年营业收入分别为140.02/185.50/232.32亿元,同比增速12.01%/32.49%/25.24%,归母净利润分别为19.63/23.65/29.59亿元,EPS分别为1.10/1.33/1.66元,对应PE 57/47/38x,目标市值1382.18亿,目标价77.63元,首次覆盖给予“买入”评级。

6.风险提示

头部内容表现不及预期、小芒电商业务发展不及预期、政策风险

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 8665.36 | 11728.03 | 12457.10 | 16981.80 | 21279.16 |
| 现金 | 2526.41 | 5064.22 | 4666.13 | 6606.24 | 8380.79 |
| 应收账款 | 1340.88 | 2997.01 | 2667.50 | 3726.09 | 4763.21 |
| 其他应收款 | 76.06 | 35.95 | 78.77 | 94.65 | 113.64 |
| 预付账款 | 2010.09 | 1127.73 | 1807.86 | 2371.03 | 2813.93 |
| 存货 | 2214.81 | 1916.38 | 1718.58 | 2715.12 | 3683.74 |
| 其他流动资产 | 497.11 | 586.74 | 1518.25 | 1468.68 | 1523.85 |
| 非流动资产 | 3446.01 | 5350.18 | 6393.21 | 7497.51 | 8452.08 |
| 长期投资 | 215.54 | 210.44 | 180.98 | 196.56 | 193.68 |
| 固定资产 | 207.01 | 180.61 | 144.27 | 107.83 | 71.43 |
| 无形资产 | 2856.32 | 4851.08 | 5851.08 | 7051.08 | 8051.08 |
| 其他非流动资产 | 167.14 | 108.06 | 216.88 | 142.04 | 135.89 |
| 资产总计 | 12111.38 | 17078.21 | 18850.31 | 24479.31 | 29731.24 |
| 流动负债 | 6179.46 | 7935.59 | 8167.12 | 11443.26 | 13743.25 |
| 短期借款 | 196.10 | 349.82 | 78.84 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 3363.28 | 5048.44 | 4936.04 | 6719.90 | 8418.31 |
| 其他流动负债 | 2620.08 | 2537.33 | 3152.24 | 4723.37 | 5324.93 |
| 非流动负债 | 257.67 | 322.66 | 75.90 | 61.23 | 51.39 |
| 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 | 75.90 | 61.23 | 51.39 |
| 负债合计 | 6437.12 | 8258.25 | 8243.02 | 11504.49 | 13794.64 |
| 少数股东权益 | 34.88 | 36.10 | 38.16 | 40.65 | 43.77 |
| 股本 | 990.02 | 1780.38 | 1780.38 | 1780.38 | 1780.38 |
| 资本公积 | 3641.09 | 4838.94 | 4838.94 | 4838.94 | 4838.94 |
| 留存收益 | 1008.26 | 2164.54 | 3949.82 | 6314.86 | 9273.52 |
| 归属母公司股东权益 | 5639.37 | 8783.86 | 10569.13 | 12934.17 | 15892.83 |
| 负债和股东权益 | 12111.38 | 17078.21 | 18850.31 | 24479.31 | 29731.24 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | -376.92 | 292.87 | -104.99 | 1843.47 | 1531.15 |
| 净利润 | 927.57 | 1157.50 | 1965.37 | 2367.53 | 2961.78 |
| 折旧摊销 | 2260.40 | 3770.62 | 3743.04 | 3927.91 | 4121.53 |
| 财务费用 | -24.20 | -36.58 | -100.16 | -137.15 | -186.52 |
| 投资损失 | -31.40 | -6.47 | -79.15 | -46.96 | -50.94 |
| 营运资金变动 | -509.13 | 940.15 | -1215.11 | 321.46 | -635.17 |
| 其他经营现金流 | -3000.16 | -5532.36 | -4418.99 | -4589.32 | -4679.52 |
| 投资活动现金流 | 1073.83 | 109.34 | 66.07 | 38.33 | 56.89 |
| 资本支出 | 31.97 | 155.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 200.00 | -63.80 | 12.85 | 9.02 | -6.01 |
| 其他投资现金流 | 1305.80 | 201.50 | 78.92 | 47.35 | 50.88 |
| 筹资活动现金流 | -120.56 | 2124.68 | -359.17 | 58.30 | 186.51 |
| 短期借款 | 160.14 | 153.72 | -270.98 | -78.84 | 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 | -99.15 | 1197.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -770.58 | -17.24 | -88.20 | 137.15 | 186.51 |
| 现金净增加额 | 576.79 | 2526.49 | -398.09 | 1940.10 | 1774.55 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 9660.66 | 12500.66 | 14001.52 | 18550.01 | 23232.34 |
| 营业成本 | 6082.77 | 8284.74 | 8869.87 | 11716.88 | 14670.63 |
| 营业税金及附加 | 97.90 | 96.43 | 121.81 | 185.50 | 232.32 |
| 营业费用 | 1801.46 | 2140.68 | 2240.24 | 3153.50 | 3949.50 |
| 管理费用 | 461.22 | 610.14 | 700.08 | 927.50 | 1161.62 |
| 研发费用 | 220.88 | 239.30 | 280.03 | 371.00 | 464.65 |
| 财务费用 | -24.20 | -36.58 | -100.16 | -137.15 | -186.52 |
| 资产减值损失 | -104.44 | -0.62 | 0.50 | 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 | 79.15 | 46.96 | 50.94 |
| 营业利润 | 977.18 | 1177.73 | 2011.05 | 2417.91 | 3022.83 |
| 营业外收入 | 14.85 | 25.84 | 22.18 | 23.40 | 22.99 |
| 营业外支出 | 45.03 | 26.04 | 35.93 | 32.64 | 33.74 |
| 利润总额 | 947.00 | 1177.53 | 1997.30 | 2408.67 | 3012.09 |
| 所得税 | 19.43 | 20.03 | 31.92 | 41.14 | 50.31 |
| 净利润 | 927.57 | 1157.50 | 1965.37 | 2367.53 | 2961.78 |
| 少数股东损益 | 62.01 | 1.22 | 2.06 | 2.49 | 3.11 |
| 归属母公司净利润 | 865.57 | 1156.29 | 1963.31 | 2365.04 | 2958.66 |
| EBITDA | 3213.38 | 4911.77 | 5653.93 | 6208.67 | 6957.83 |
| EPS (元) | 0.87 | 0.65 | 1.10 | 1.33 | 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 (%) | 16.80 | 29.40 | 12.01 | 32.49 | 25.24 |
| 营业利润 (%) | 22.30 | 20.52 | 70.76 | 20.23 | 25.02 |
| 归属母公司净利润 (%) | 21.03 | 33.59 | 69.79 | 20.46 | 25.10 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 37.04 | 33.73 | 36.65 | 36.84 | 36.85 |
| 净利率 (%) | 8.96 | 9.25 | 14.02 | 12.75 | 12.74 |
| ROE (%) | 15.35 | 13.16 | 18.58 | 18.29 | 18.62 |
| ROIC (%) | 27.96 | 26.29 | 28.70 | 30.80 | 31.66 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 53.15 | 48.36 | 43.73 | 47.00 | 46.40 |
| 净负债比率 (%) | 3.05 | 4.36 | 0.96 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比率 | 1.40 | 1.48 | 1.53 | 1.48 | 1.55 |
| 速动比率 | 1.03 | 1.23 | 1.31 | 1.24 | 1.27 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.89 | 0.86 | 0.78 | 0.86 | 0.86 |
| 应收账款周转率 | 7.34 | 5.50 | 4.74 | 5.60 | 5.31 |
| 应付账款周转率 | 2.13 | 1.97 | 1.78 | 2.01 | 1.94 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.49 | 0.65 | 1.10 | 1.33 | 1.66 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | -0.21 | 0.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 3.17 | 4.93 | 5.94 | 7.26 | 8.93 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 129.30 | 96.79 | 57.00 | 47.32 | 37.83 |
| P/B | 19.85 | 12.74 | 10.59 | 8.65 | 7.04 |
| EV/EBITDA | 33.31 | 21.79 | 18.93 | 17.24 | 15.38 |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |