

芒果超媒 (300413)

证券研究报告

2021年04月26日

优质内容驱动用户规模，运营效率提升盈利能力

芒果超媒 2020 年实现营收 140.06 亿元，同比增长 12.04%；归母净利润 19.82 亿元，同比增长 71.42%，扣非后净利润 18.46 亿元，同比增长 68.9%。21Q1 实现营收 40.09 亿元，同比增长 47.00%，归母净利润 7.73 亿元，同比增长 61.18%，Q1 净利润高于市场预期，再次证明优质成长性。

公司运营效率持续提升。20 年毛利率 34.10%，同比提升 0.37pct，净利率 14.13%，同比提升 4.87pct；21Q1 毛利率 38.31%，同比提升 2.93pct，净利率 19.29%，同比提升 1.74pct。20 年经营活动现金流净流入 5.81 亿元，同比增长 98.37%；21Q1 净流入 4.27 亿，去年同期净流出 3.53 亿元。

新媒体平台运营：芒果 TV20 年实现净利润 17.75 亿元，付费会员及广告收入快速增长。2020 年芒果 TV 实现营收 100.03 亿元，同比 23.4%，净利润 17.75 亿元，同比 83.2%。其中广告收入 41.39 亿元，同比 24%；会员收入 32.55 亿元，同比增长 92%；运营商收入 16.67 亿元，同比增长 31%。截至 20 年末，芒果 TV 付费会员数 3613 万，同比增长 96.68%。考虑用户基数以及头部综艺，预计 21Q1 芒果 TV 广告收入和会员收入同比大幅提升。

内容制作及储备：芒果 TV 共有 20 个综艺节目团队，12 个影视剧制作团队和 30 家战略合作工作室，芒果 TV 全年上线自制综艺节目超过 40 档，《姐姐》为代表的创新节目成为标杆级产品，共上线 57 部重点影视。根据云合数据，芒果 TV20 年综艺有效播放同比增长 9%，剧集有效播放同比增长 34%。21Q1 由于去年疫情效应以及项目编排，芒果 TV 剧综有效播放同比有所下降，着眼 21 年全年储备丰富，新综艺包括《正经歌手》《中国制作人》《哥哥的滚烫人生》等，大剧储备数量将比 20 年提升一倍。

围绕大芒果生态创新不断：在互动娱乐、媒体零售外，上线小芒开启全新内容电商模式。公司 20 年新媒体互动娱乐内容制作实现营收 27.65 亿元，同比下降 29.14%，媒体零售营收 21.05 亿元，同比增长 4.84%。21 年面向 Z 时代的电商平台“小芒”上线，形成“视频+内容+电商”为核心的全新模式，同时在垂类社区、VR 互动、全息光场系统等不断拓展。

投资建议：芒果在长视频平台领域竞争力不断提升，并在用户规模、财报上充分验证，后续剧集新业态、电商、线下娱乐等积极推进，有助用户破圈及多元变现模式探索。我们认为公司在 21 年将处于发展快车道，关注后续剧集陆续上线对会员拉动效果。同时提示芒果作为国有背景平台，受益国有媒体融合发展政策及互联网反垄断，同时近期对于影视版权保护倡议，芒果作为版权拥有方有望受益。根据公司 20 及 21Q1 财报及后续储备，同时也考虑小芒电商费用增量，我们上调 21-22 年归母净利润（前值 23.8 亿/29.0 亿），预计公司 21-23 年归母净利润 25.79 亿/32.65 亿/39.27 亿，同比 30.1%/26.6%/20.3%，21-23 年 PE45.5x/35.9x/29.9x，维持买入评级。

风险提示：会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,500.66	14,005.53	18,847.44	23,491.95	27,603.05
增长率(%)	29.40	12.04	34.57	24.64	17.50
EBITDA(百万元)	5,119.88	6,487.44	5,388.86	7,186.21	8,734.84
净利润(百万元)	1,156.29	1,982.16	2,578.90	3,265.44	3,927.31
增长率(%)	33.59	71.42	30.11	26.62	20.27
EPS(元/股)	0.65	1.11	1.45	1.83	2.21
市盈率(P/E)	101.47	59.19	45.50	35.93	29.87
市净率(P/B)	13.36	11.08	7.87	6.57	5.49
市销率(P/S)	9.39	8.38	6.23	4.99	4.25
EV/EBITDA	11.23	19.07	20.80	15.01	12.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	65.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,780.38
流通 A 股股本(百万股)	931.36
A 股总市值(百万元)	111,950.14
流通 A 股市值(百万元)	58,563.78
每股净资产(元)	6.38
资产负债率(%)	45.22
一年内最高/最低(元)	93.01/41.60

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《芒果超媒-公司点评:20 年快报点评:芒果 TV 乘风创佳绩，21 年内容加持下期期待破浪再前行》2021-02-28
- 《芒果超媒-公司点评:20 年业绩及会员强劲增长，芒果发展仍处快车道》2021-01-11
- 《芒果超媒-公司点评:莫为浮云遮望眼，芒果仍处于优质发展期》2020-12-27

内容目录

1. 财报数据解读	3
2. 分业务板块分析	6
2.1. 新媒体平台运营：芒果 TV 高速增长，会员及广告 21Q1 继续大幅提升	6
2.2. 内容制作及媒体电商业务：持续打造新媒体生态闭环，小芒上线开启全新内容电商模式	8
2.3. 21 年内容储备：新老综艺齐头并进，大剧数量提升一倍	9
3. 投资建议	10

图表目录

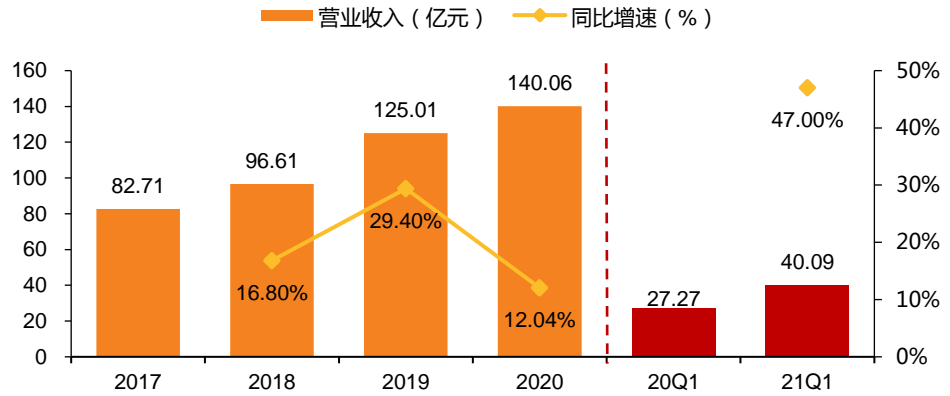
图 1：芒果超媒 2017-2020 年，2020Q1、2021Q1 营业收入及增速（单位：亿元）	3
图 2：芒果超媒 2017-2020 年，2020Q1、2021Q1 归母净利润及增速（单位：亿元）	3
图 3：芒果超媒 2019Q1-2021Q1 单季度营业收入	4
图 4：芒果超媒 2019Q1-2021Q1 单季度归母净利润	4
图 5：芒果超媒 2017-2020 年，2020Q1、2021Q1 整体业务毛利率、净利率变化情况	4
图 6：芒果超媒 2017-2020 年、2020Q1、2021Q1 费用率变化情况	5
图 7：2018-2020 年芒果 TV 付费会员数变动（万人）	6
图 8：2020 年四大视频平台综艺有效播放同比变化	7
图 9：2021Q1 四大视频平台综艺有效播放同比变化	7
图 10：2020 年四大视频平台剧集有效播放同比变化	8
图 11：2021Q1 年四大视频平台剧集有效播放环比变化	8
表 1：芒果超媒 2020 年分产品营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况	5
表 2：2021 年春季新芒品鉴会芒果 TV 综艺片单	9
表 3：2021 年春季新芒品鉴会芒果 TV 电视剧片单	9

1. 财报数据解读

芒果超媒 2020 年实现营收 140.06 亿元，同比增长 12.04%；归母净利润 19.82 亿元，同比增长 71.42%；扣非后归母净利润为 18.46 亿元，同比增长 68.91%。

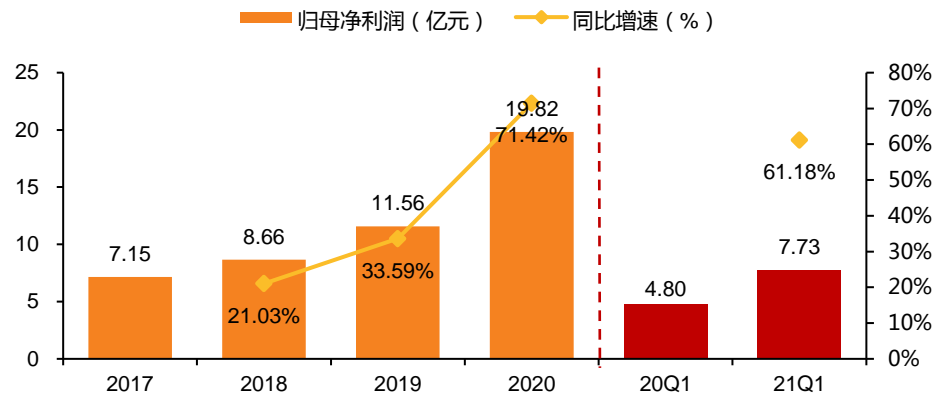
2021Q1 实现营收 40.09 亿元，同比增长 47.00%，归母净利润 7.73 亿元，同比增长 61.18%，归母扣非后净利润 7.71 亿元，同比增长 74.68%。

图 1：芒果超媒 2017-2020 年，2020Q1、2021Q1 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

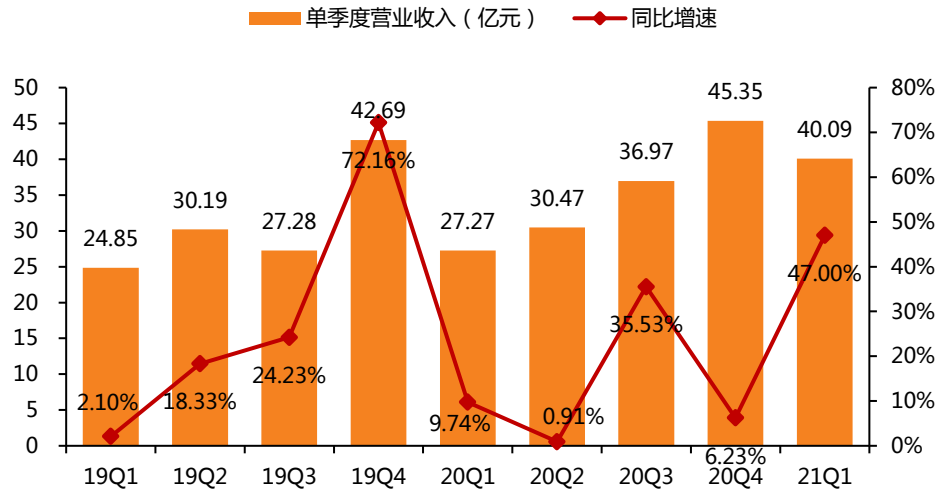
图 2：芒果超媒 2017-2020 年，2020Q1、2021Q1 归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

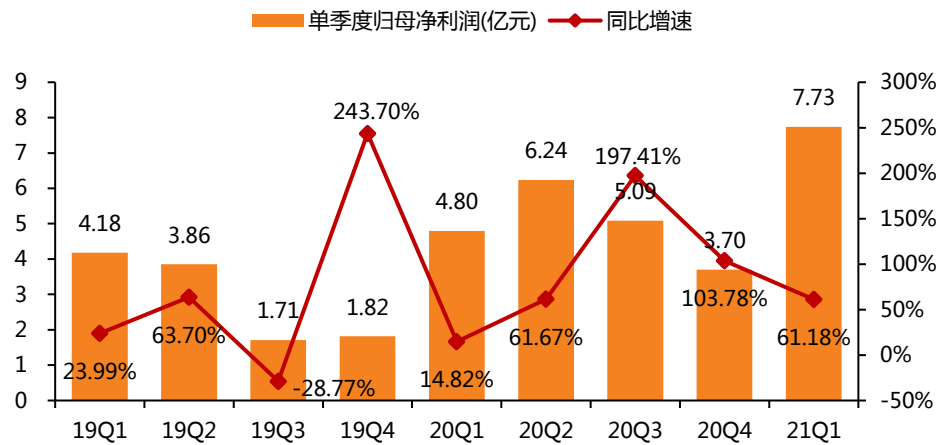
分季度看，2020 年各季度和 2021Q1 分别实现营收 27.27 亿元、30.47 亿元、36.97 亿元、45.35 亿元和 40.09 亿元，分别实现归母净利润 4.80 亿元、6.24 亿元、5.09 亿元、3.70 亿元和 7.73 亿元。

图 3：芒果超媒 2019Q1-2021Q1 单季度营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

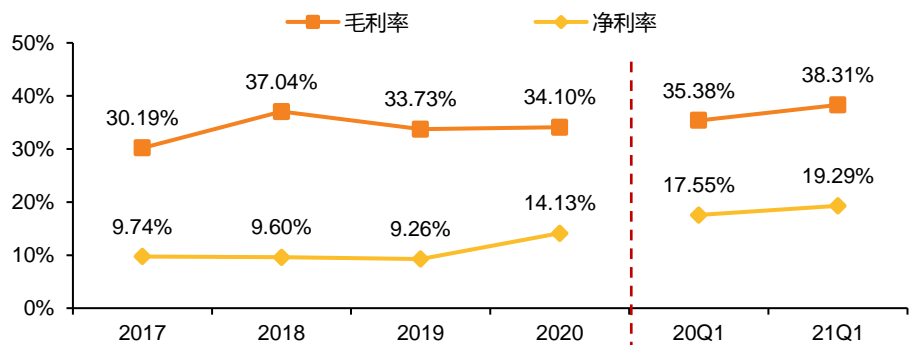
图 4：芒果超媒 2019Q1-2021Q1 单季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年公司整体毛利率 34.10%，同比上升 0.37pct；2021Q1 整体毛利率 38.31%，同比上升 2.93pct。

图 5：芒果超媒 2017-2020 年，2020Q1、2021Q1 整体业务毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，

芒果 TV 互联网视频业务实现营收 90.61 亿元，比去年同期增长 43.40%，营收占比 64.69%，同比增长 14.15pct，毛利率 40.69%，比去年同期增加 1.12pct。

其中互联网视频业务实现营收 73.94 亿元，比去年同期增长 46.59%，毛利率 34.54%，比去年同期增加 1.93pct；运营商业实现营收 16.67 亿元，比去年同期增长 30.75%，毛利率 68.03%，比去年同期增加 0.97pct。

新媒体互动娱乐内容制作实现营收 27.65 亿元，比去年同期下降 29.14%，营收占比 19.74%，同比减少 11.47pct，毛利率 22.35%，比去年同期减少 4.45pct；

媒体零售实现营收 21.05 亿元，比去年同期增加 4.84%，营收占比 15.03%，同比下降 1.03pct，毛利率 20.34%，比去年同期减少 6.48pct。

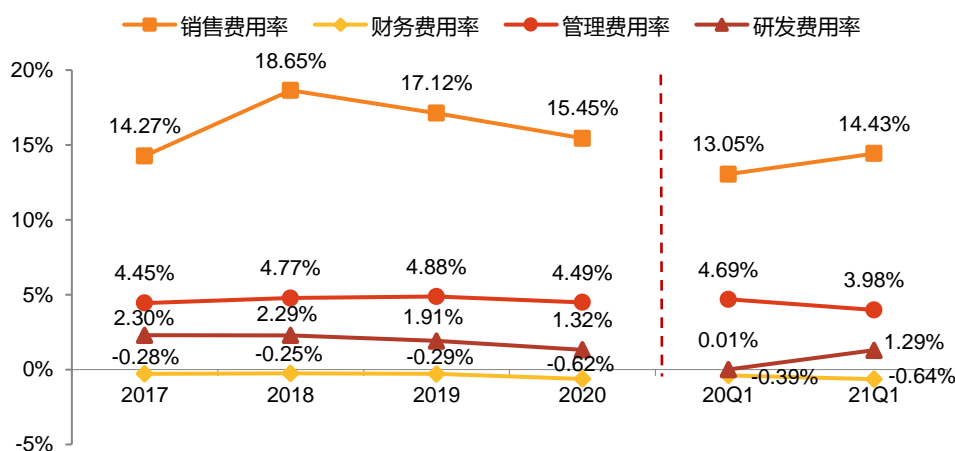
表 1：芒果超媒 2020 年分产品营业收入、营业成本、毛利率构成及变动情况

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上 年同期增减	毛利率比上 年同期增减
芒果 TV 互联网视频业务	90.61	53.74	40.69%	43.40%	40.74%	1.12%
新媒体互动娱乐内容制作	27.65	21.47	22.35%	-29.14%	-24.84%	-4.45%
媒体零售	21.05	16.76	20.34%	4.84%	14.12%	-6.48%
其他	0.75	0.33	56.11%	-72.35%	-76.49%	7.73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年公司销售费用 21.64 亿元，同比增加 1.11%，销售费用率 15.45%，同比下降 1.67pct，主要系随节目投放量和广告收入上升宣传推广费和广告代理费相应增加，以及加大市场推广和营销团队激励力度；管理费用 6.29 亿元，同比增加 3.12%，管理费用率 4.49%，同比下降 0.39pct，主要系人力资源投入增加；财务费用 -8,661.99 万元，财务费用率 -0.62%，同比下降 0.33pct，主要系利息收入增加；研发费用 1.84 亿元，同比下降 22.95%，研发费用率 1.32%，同比下降 0.59pct，主要系研发资源投向云存储平台项目增加，费用化的研发支出相应减少所致。

图 6：芒果超媒 2017-2020 年、2020Q1、2021Q1 费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年经营活动现金流净流入 5.81 亿元，同比增长 98.37%，主要销售商品收到的现金

增加所致。21Q1 经营活动现金流净流入 4.27 亿，去年同期净流出 3.53 亿元，主要系互联网视频平台芒果 TV 销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

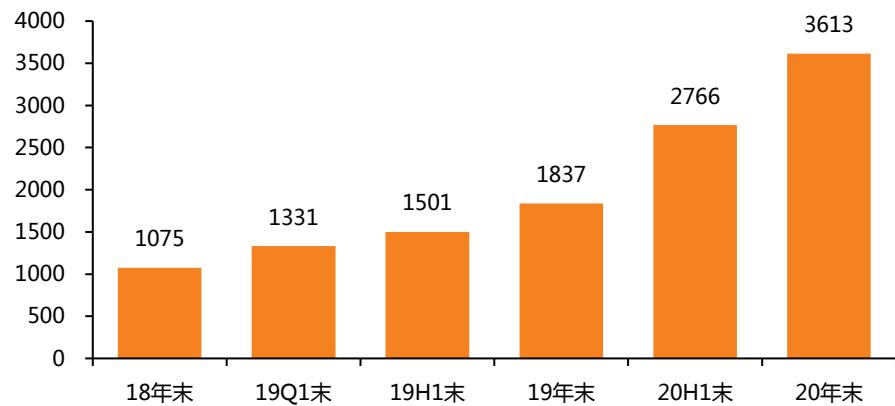
2. 分业务板块分析

2.1. 新媒体平台运营：芒果 TV 高速增长，会员及广告 21Q1 继续大幅提升

2020 年快乐阳光实现营业收入 100.03 亿元，同比增长 23.4%，净利润 17.75 亿元，同比增长 83.2%。其中互联网视频业务中广告收入 41.39 亿元，同比增长 24%；会员收入 32.55 亿元，同比增长 92%。

会员数方面，按照公司披露口径，截至 2020 年末，芒果 TV 付费会员数已经达 3613 万，同比增长 96.68%。

图 7：2018-2020 年芒果 TV 付费会员数变动（万人）

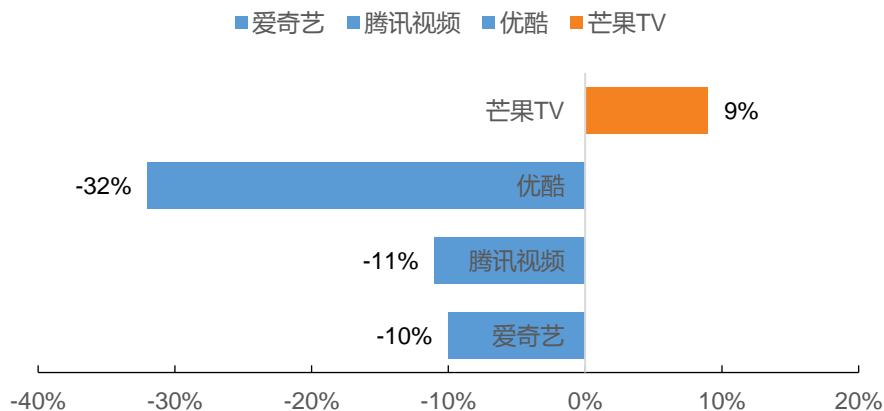


资料来源：公司公告，天风证券研究所

内容制作方面，芒果 TV 拥有 20 个综艺制作团队，全年自制上线综艺节目超过 40 档，创新节目表现优异，综 N 代不断升级：《乘风破浪的姐姐》成为引领潮流的现象级创新节目，创新综艺《朋友请听好》《姐姐的爱乐之程》《说唱听我的》等和综 N 代《密室大逃脱（第二季）》《女儿们的恋爱（第三季）》《妻子的浪漫旅行（第四季）》等热度好评双收。

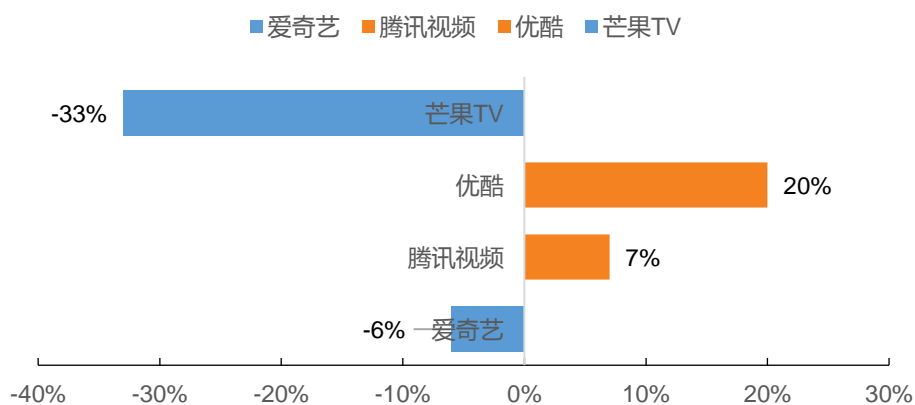
根据云合数据，芒果 TV2020 年综艺有效播放实现逆势增长，其他三大平台有效播放均同比下降，芒果有效播放同比增长 9%；21Q1 芒果 TV 综艺有效播放同比有所下降，主要由于疫情效应及项目上线节奏影响下，21Q1 芒果 TV 仅《明侦 6》《浪姐 2》2 部有效播放破亿，20Q1 有效播放破亿综艺为 5 部。

图 8：2020 年四大视频平台综艺有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

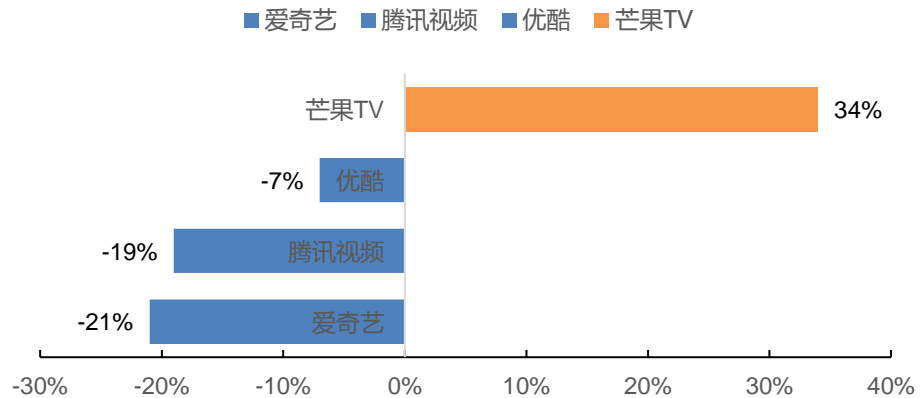
图 9：2021Q1 四大视频平台综艺有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

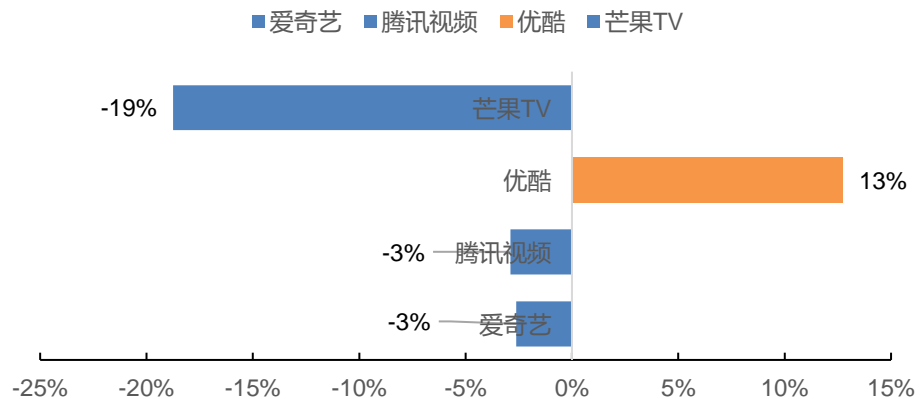
电视剧制作与投资方面，快乐阳光坚持自建工作室和外部战略工作室双管齐下，以 12 个影视制作团队和 30 家“新芒计划”战略工作室为核心生产力，全力打造自主自控的影视制作体系，逐步构建起优质、良性、可持续的剧集自有内容生态。芒果 TV20 年共上线 57 部重点影视剧，如《下一站是幸福》《以家人之名》《隐秘而伟大》等。根据云合数据，2020 年芒果 TV 剧集有效播放同比增长 34%；21Q1 由于疫情效应以及《下一站是幸福》爆款拉动带来高基数，剧集有效播放同比下降 19%。

图 10：2020 年四大视频平台剧集有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 11：2021Q1 年四大视频平台剧集有效播放环比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

运营业务方面：公司 20 年运营业务实现营业收入 16.67 亿元，同比增长 31%。公司突破现有合作模式，扩充渠道收入规模，着力提升单省收入体量，通过“内容+会员+活动+品牌”多维互动，探索本地内容和垂直领域创新。

2.2. 内容制作及媒体电商业务：持续打造新媒体生态闭环，小芒上线开启全新内容电商模式

公司 20 年新媒体互动娱乐内容制作实现营收 27.65 亿元，同比下降 29.14%。公司依托内容制作优势，围绕传媒互联网上下游全产业链，持续打造新媒体生态闭环。

剧集方面，芒果影视出品的现实主义年代剧《隐秘而伟大》在央视八套播、芒果 TV 等平台播出，连续 25 天居收视率榜首；芒果娱乐出品的《向阳而生》在湖南卫视首播，在芒果 TV 独播，首播收视率省级卫视全网第一。

同时，公司持续打造艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发等产业链路，全产业链生态协同效应初显。公司旗下旗下天娱传媒、快乐阳光、芒果娱乐、芒果影视签约艺人共 163 位，新签约杨烁、黄圣依、袁咏琳等知名艺人；天娱传媒唱片音乐和影视音乐库歌曲近 1500 首，华晨宇《新世界》专辑销量累计超 173 万张，系网易云音乐 2020 年榜销量冠军。

公司 20 年媒体零售实现营收 21.05 亿元，同比增长 4.84%，电视购物业务主动压缩产出效益较低的市场，聚焦盈利市场，持续拓展 IPTV+OTT 渠道，升级外呼业务，深耕核心会员

经营。搭建“芒果扶贫云超市”，覆盖湖南 41 个地区县市，获评中国记协新媒体专业委员会“2020 年中国新媒体扶贫十大优秀案例”。

公司基于长视频内容优势，推向面向 Z 时代的垂直内容电商平台“小芒”，通过以短视频为主的内容创作分享和以推荐种草为特色的电商购物平台功能，形成以“视频+内容+电商”为核心的全新视频内容电商模式。

2.3. 21 年内容储备：新老综艺齐头并进，大剧数量提升一倍

2021 年，芒果 TV 储备丰富，综艺及剧集均看点十足。

综艺方面，《歌手》原班人马洪啸团队推出首档喜剧人音乐挑战类节目《正经歌手》；中国首档先锋制作人创制真人秀《中国制作人》，将揭秘最真实的电影圈制作生态；情感纪实类旅行真人秀《再见爱人》聚焦“离婚冷静期”话题。此外《闪耀的侦探家族》、《热血少年行》、《拳拳相对》等创新综艺也将上线。综 N 代方面，《明星大侦探》《密室大逃脱》《妻子的浪漫旅行》等 IP 将上线新一季节目。

剧集方面，2021 年，芒果大剧储备数量将比 2020 年提升一倍。接下来，季风剧场将在芒果 TV 和湖南卫视联动播出，加快推进广电媒体深度融合，探索首个台网联动周播剧新样态，包括《狂猎》《我在他乡挺好的》《逆光者》等作品。此外，2021 年还将上线《理想照耀中国》等献礼剧，《尚食》《我才不要和你做兄弟》等数十部剧集。

表 2：2021 年春季新芒果品鉴会芒果 TV 综艺片单

序号	名称
1	哥哥的滚烫人生
2	闪耀的侦探家族
3	中国制作人
4	正经歌手
5	再见爱人
6	热血少年
7	拳拳相对
8	明星大侦探 7
9	密室大逃脱 3
10	妻子的浪漫旅行 5
11	女儿们的恋爱 4
12	朋友请听好 2
13	说唱听我的 2

资料来源：芒 TIME 官方微博，天风证券研究所

表 3：2021 年春季新芒果品鉴会芒果 TV 电视剧片单

序号	名称
1	理想照耀中国
2	凭栏一片风云起
3	百炼成钢
4	狂猎
5	我在他乡挺好的
6	婆婆的镯子
7	妻子的选择

8	沉睡的花园
9	火星孤儿
10	尚食
11	百灵潭
12	好男好女
13	两不疑
14	我才不要和你做兄弟
15	一座城在等你
16	亲爱的天狐大人
17	朝歌少年行
18	暗格里的秘密
19	我亲爱的小洁癖
20	落花时节又逢君
21	逆光者
22	芥子时光
23	夜色暗涌时
24	八零九零
25	梦醒长安
26	我和我们在一起
27	对你的爱很美
28	都是好时光
29	千秋令
30	千秋令
31	销魂殿
32	我的皇后
33	少年白马醉春风

资料来源：芒 TIME 官方微博，天风证券研究所

3. 投资建议

芒果在长视频平台领域竞争力不断提升，并在用户规模、财报上充分验证，后续剧集新业态、电商、线下娱乐等积极推进，有助用户破圈及多元变现模式探索。我们认为公司在 21 年将继续处于发展快车道，关注后续剧集陆续上线对会员拉动效果。同时提示芒果作为国有背景平台，受益国有媒体融合发展政策以及互联网反垄断，同时近期对于影视版权保护倡议，芒果作为版权拥有方有望受益。根据公司 20 及 21Q1 财报及后续储备，但同时也考虑小芒电商费用增量，我们上调 21-22 年归母净利润（前值 23.81 亿/29.00 亿），预计公司 21-23 年归母净利润为 25.79 亿/32.65 亿/39.27 亿，同比 30.1%/26.6%/20.3%，21-23 年 PE 为 45.5x/35.9x/29.9x，

风险提示：会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com