

高速增长的业绩，不断破圈的芒果

——芒果超媒动态点评

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

2021年4月26日

风险提示：广告招商不及预期；剧集综艺内容上线节奏不及预期

守 民
正 生
出 在
新 勤



- 公司公布2020年年报，报告期内营收140.06亿元，同比+12.04%；全年归母净利润19.82亿元，同比+71.42%。公司同时公布2021年一季报，Q1营收40.09亿元，同比+47.00%；归母净利润7.73亿元，同比+61.18%；归母扣非净利润7.71亿元，同比+74.68%。
- **2020年高增长，成长性持续**
- 拆分来看：2020年会员收入32.55亿，同比增长93%，占比由2019年13.5%提升至2020年23.2%。其中全年会员数同比增长97%至3613万，平均ARPU值由2019年9.7元微增0.3元至10.0元。公司2020全年广告收入41.4亿，同比增长24%，营收占比由2019年26.8%提升至2020年29.6%。公司广告收入分为硬广和软广，从软广收入的综艺排期看：由于上半年疫情影响综艺拍摄及上线进度，2020上半年广告业务同比仅增长6%，下半年综艺数量及质量全年提速，带动下半年广告收入实现42%的同比增长。运营商收入16.7亿同比+31%，预计主要由省外业务拓展拉动。
- **一季度依旧出色，《姐姐2》为最大功臣**
- 2021年一季度营收40亿同比+47%，具体拆分来看：预计会员收入约12亿同比增长80%以上；《姐姐2》带动一季度广告收入高增长，增速预计超过60%；运营商业务预计稳健增长；内容制作和媒体零售业务预计表现平稳。

- **盈利预测。** 预计2021~2023年营收分别为184.67亿、239.48亿、302.20亿；归母净利润分别为24.3亿、29.5亿、38.1亿，同比分别+22.5%、21.3%、29.1%，对应未来三年PE分别为46X、38X、29X。采用分部估值法估值，看好芒果TV全年平台的高成长性和会员广告的高增速，维持“推荐”评级。
- **风险提示。** 广告招商不及预期；剧集综艺内容上线节奏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,006	18,467	23,948	30,220
增长率（%）	12.0%	31.9%	29.7%	26.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,982	2,429	2,947	3,805
增长率（%）	71.4%	22.5%	21.3%	29.1%
每股收益（元）	1.11	1.36	1.66	2.14
PE（现价）	56	46	38	29
PB	11	9	7	6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司公布2020年年报，报告期内营收140.06亿元，同比+12.04%；全年归母净利润19.82亿元，同比+71.42%。公司同时公布2021年一季报，Q1营收40.09亿元，同比+47.00%；归母净利润7.73亿元，同比+61.18%；归母扣非净利润7.71亿元，同比+74.68%。

表：芒果超媒2017~2020年财报拆分

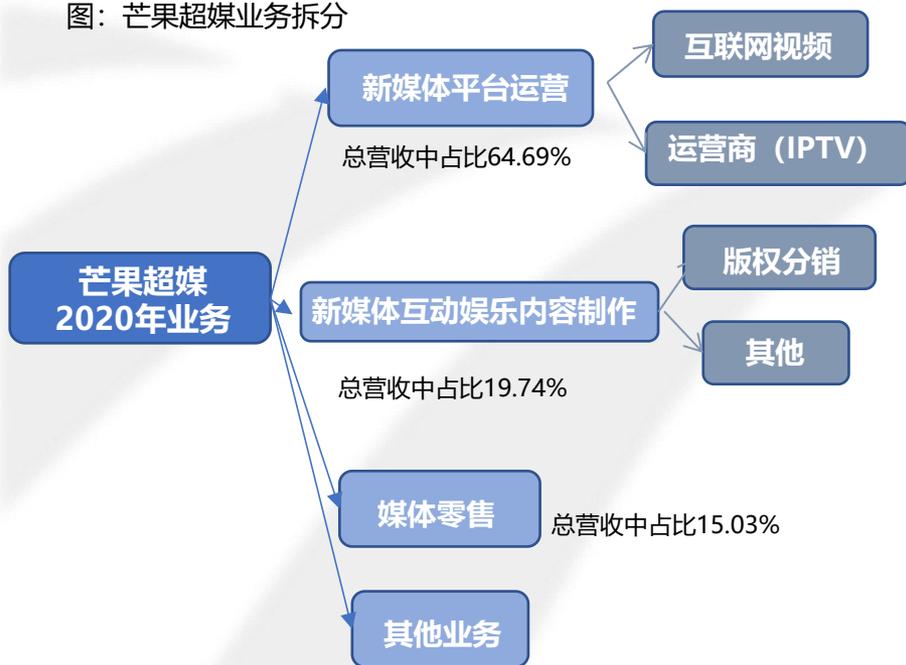
时间(亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	
营业总收入	82.6	97	125	140	
	YOY	17.00%	29.00%	12.00%	
营业成本	57.7	61	83	92	
	毛利率	0.301	37.00%	33.70%	34.10%
一、新媒体平台运营-收入	23.3	42	63	91	
	YOY	79.00%	51.00%	43.00%	
一、新媒体平台运营-成本	19.9	26	38	54	
	新媒体平台运营-毛利率	0.147	38.80%	39.50%	40.70%
①互联网视频-收入	17.22	32	50	74	
	YOY	88.00%	55.00%	47.00%	
会员收入(A)	3.9	8	17	33	
	YOY	114.00%	102.00%	93.00%	
年末付费会员(万人)	451	1,075	1,837	3,613	
	YOY	138.00%	71.00%	97.00%	
平均付费会员		763	1,456	2,725	
平均月ARRPU		9.1	9.7	10.0	
广告收入(B)	13.32	24	34	41	
	YOY	81.00%	39.00%	24.00%	
	互联网视频-毛利率	-0.018	0	0	
②运营商-收入	6.11	9.56	12.8	16.67	
	YOY	56%	33%	30%	
②运营商业-毛利率	0.61	62.00%	67.00%	68.00%	
二、新媒体互动娱乐内容制作-收入	29	33	39	28	
二、新媒体互动娱乐内容制作-成本	14.4	20	29	21	
	新媒体互娱内容制作-毛利率	0.5	40.00%	27.00%	22.00%
三、媒体零售-收入	28.32	19.9	20.07	21.05	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 芒果业务结构拆分——概览

- 芒果超媒的业务可拆分为新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作、媒体零售及其他业务共四部分。2020年实现总营收140.06亿元，同比增加12%。
- 新媒体平台运营为其主要业务收入来源，占总收入60%以上。其中会员收入32.55亿元，同比增长92%；广告收入41.39亿元，同比增长24%；运营商收入16.67亿元，同比增长30%。新媒体互动娱乐内容制作包含版权分销和四家子公司（芒果娱乐+天娱传媒+芒果互娱+芒果影视）内容制作收入，总收入9.42亿，同比-47%；媒体零售业务指电视购物频道快乐购，收入21.05亿，同比增长5%。

图：芒果超媒业务拆分



表：2020年7家主要子公司经营状况及业务类型

	快乐阳光	芒果娱乐	天娱传媒	芒果影视	芒果互娱	快乐购	快乐通宝
营业收入 (亿元)	100.03	6.65	7.20	9.11	1.46	21.19	0.41
营业利润 (亿元)	17.75	0.80	0.54	0.69	0.61	0.14	0.03
	业务类型						
芒果TV互联网视频	✓						
内容制作		✓	✓	✓			
艺人经纪业务		✓	✓				
游戏电竞业务					✓		
媒体零售						✓	
版权业务	✓		✓				
金融服务							✓

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

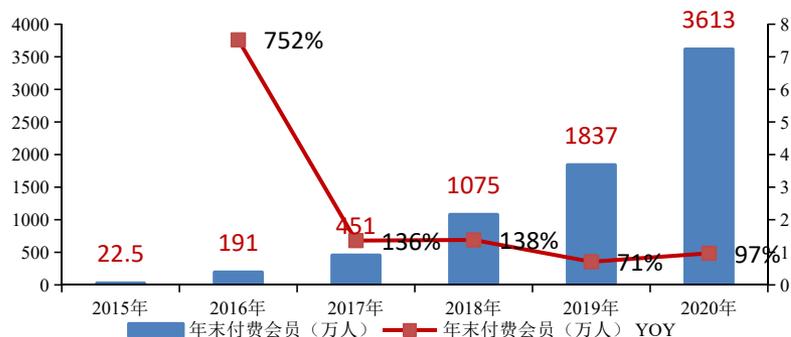
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

- 2020年实现会员收入32.55亿元，2020年末会员人数3613万人，同比增长97%，平均月ARRPU小幅提升达10.0元，付费转化率提升，在2020年底达18.83%。
- 为实现2021年末会员人数达5000万的目标，预计需通过电视剧拉新900万会员，综艺拉新500万。
 - 芒果将于2021年在电视剧领域发力，创立季风剧场、每季度至少两部S级独播大剧的方式。
 - 综艺的主要收入依靠广告，预计拉新占比30%左右。

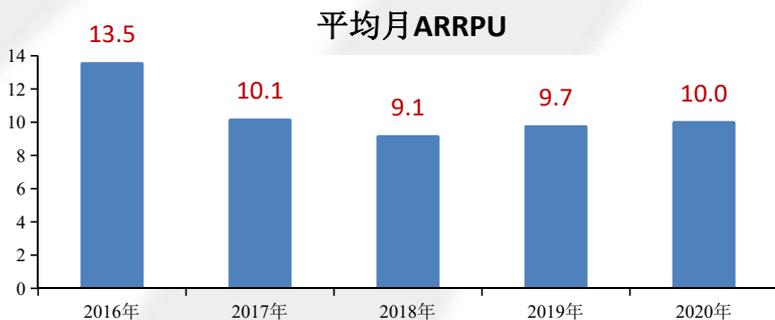
图：芒果TV会员收入（亿元）及同比（%）变动



图：芒果TV年末付费人数变动



图：芒果TV平均月ARRPU（元）变动



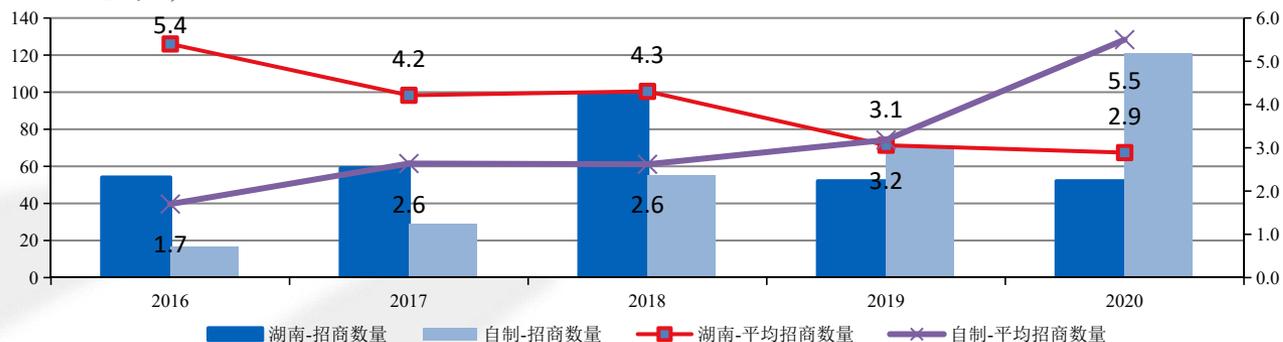
图：芒果TV付费转化率（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

- 通过湖南卫视引进的综艺招商数量呈先增加后减少的趋势，每个综艺的平均招商数量降低，于2020年降低至2.9个；自制综艺认可度越来越高，招商总数量于2020年达121个，平均每个综艺招商5.5个品牌。

图：芒果TV综艺招商情况（个）



表：2021年Q1芒果TV综艺招商情况

综艺名称	标签	独家冠名	首席合作伙伴	合作伙伴	行业指定产品
快乐大本营2021	湖南	vivo S7		作业帮、六个核桃	
天天向上2021	湖南	猿辅导		温碧泉	
乘风破浪的姐姐第二季	自制	金典		美团优选、vivo s7、唯品会、有道精品课、Swisse、力士、豌豆思维、德芙、护舒宝、小刀、美的、金龙鱼、纽西之谜、蓝臻	
怦然再心动	湖南	百岁山	新氧APP	拼多多	
百变大咖秀2021	湖南	安慕希	京东	瓜瓜龙启蒙、奥妙	
婆婆和妈妈第二季	自制	唯品会	斑马AI课	美素佳儿	龙牧壮骨颗粒
向上吧少年	湖南	瓜瓜龙启蒙			
听姐说	自制	简醇	TATA木门	帮宝适	

资料来源：芒果TV，民生证券研究院整理

- 对比2016至2020年度综艺招商数量前3名，以蓝色底代表芒果自制综艺，可见芒果自制综艺招商占比愈发增大。招商较多的综艺多为湖南卫视及芒果自制综艺中的系列综艺，知名度及商业化能力高。

表：2016-2020年芒果综艺招商数量前3名

年度	综艺名称	招商数量	招商内容
2020年	来自手机的你	19	卡婷彩妆/欧琳/Ulike/柏芬特/珍视明/HOLIKE/VIDIVICI/鹤禧觉色/珀莱雅/童年时光/科技防晒/吉橙/STARTER/aOJO/维他奶/SCZUE MAKEUP/联想/梦洁家纺/四季日记
	乘风破浪的姐姐	14	梵蜜琳/唯品会/佳贝艾特/VIVO/护舒宝/瓜瓜龙英语/奥利奥/益达/新氧/安居客/和平精英/唱吧/腾讯微视
	明星大侦探第六季	13	OPPO/Soul/百事可乐/雀巢咖啡/神武4/博世/百变大侦探/舒适达/999感冒灵/三金西瓜霜/夸克/瘦吧/SKG
2019年	妻子的浪漫旅行第二季	8	金领冠/小红书/贝壳/铂爵旅拍/三星/999感冒灵/奢悦/博朗
	妻子的浪漫旅行第三季	8	唯品会/金领冠/抖音/学而思轻课/铂爵旅拍/优乐美/爱乐维/奥妙
	向往的生活第三季	7	特仑苏/小度/道道全/考拉家族/唱吧APP/万和/好爸爸
2018年	中餐厅3	7	纯甄小蛮腰/拼多多/奥妙/道道全/VIPKID在线少儿英语/东风座驾/ROBAM老板
	中餐厅第二季	13	美拍/拼多多/ROBAM老板/奥妙/知乎/莫斯利安/VIPKID/S-yue奢悦/西王食品/海天/DS前卫巴黎/三禾锅具/欧乐B
	向往的生活第二季	12	江中猴姑米稀/OPPO/植选/网易考拉/快手/ROBAN老板/小猪/长安马自达/三草两木/Rinnai/冷酸灵/龙虎风油精
2017年	妈妈是超人第三季	9	Friso美素佳儿/舒肤佳/VIPKID/凯叔讲故事/多力/贝贝健/dodie/网易考拉/OLAY
	爸爸去哪儿5	10	妙卡巧克力/可口可乐/尼康/理肤泉/火山小视频/JEEP/网易考拉海购/VIPKID少儿英语/舒肤佳/诺优能
	亲爱的客栈	9	OPPO/碧浪/方太/金典/先锋/999感冒灵/韩束黑面膜/奥乐齐/海滨消消乐
2016年	歌手	7	金典/VIVO/夏普/广汽三菱/百岁山/美颜秘笈/道道全
	旋风孝子	10	蓝月亮/君乐宝开啡尔//TCL/京东/金龙鱼/香飘飘/盖中盖/平安人寿/康夫/ROBAM老板
	爸爸去哪儿4	9	迪巧/沃尔沃/京东金融/绘儿乐/中国东方航空/湖南海贝文化/FOREO/诺优能/达利园
	我们来了(偶像来了2)	8	OPPO/水密码/月如意/莎蔓莉莎/东鹏/国美在线/Rinnai/蓝月亮

资料来源：芒果TV，民生证券研究院整理

- 知名系列综艺保持延续，保证用户粘性，维护与粉丝间的良好互动联系。
- 推出全新综艺，建立新IP概念，丰富自制内容，提升用户吸引力。

新综艺亮点

正经歌手：《歌手》原班团队，喜剧×音乐元素首次融合

哥哥的滚烫人生：对标“姐姐”，打造去油腻男性艺人团体

中国制作人：揭秘最真实的电影圈制作生态

再见爱人：国内首档探讨婚恋危机的综艺作品，聚焦“离婚冷静期”话题

表：2021年芒果综艺计划

全新综艺	《哥哥的滚烫人生》	32位华语歌坛黄金男艺人，展现当代男性集体浪漫主义的激情奔赴
	《闪耀的侦探家族》	以季播剧的概念来打造综艺节目，邀请6位侦探加盟，明星大侦探团队。
	《再见爱人》	全国首档离婚综艺，四对情感出现危机的夫妻一起参与一次18天的旅行。旅行结束后再决定要不要离婚。
	《正经歌手》	导演表示将邀请龚俊参加《正经歌手》。初次之外，其他嘉宾有来自德云社成员、脱口秀演员等。
	《中国制作人》	舒淇、王中磊将作为此节目的发起人，拟邀肖战、杨超越等
	《拳拳相对》	邹市明和冉莹颖一起宣布将和芒果TV联合打造拳击偶像，节目将由16位艺人经过两个月的集中训练和比赛逐出演艺界最能打的拳击天团。
	《热血少年行》	由《真正男子汉》原班幕后团队打造，12位热血少年投身军营，经历20天沉浸式军事生存。
系列综艺	《朋友请听好2》 《密室大逃脱3》 《说唱听我的2》 《妻子的浪漫旅行5》 《明星大侦探7》 《女儿们的恋爱4》	

资料来源：微博，快乐阳光公众号，民生证券研究院整理

- 芒果TV2021年着重加强电视剧领域的建设，以台网大剧、芒果季风剧场、头部网剧三个维度进行发力。其中台网大剧与卫视联动，吸引用户覆盖范围大；季风剧场为芒果TV在湖南卫视全权运营的剧场，代替原青春进行时；头部网剧继续维持原有的青春甜宠风格，保持低年龄段用户数。

表：2021年芒果电视剧内容储备

	第二季度	第三季度	第四季度
台网大剧	《无法恋爱的理智派》《八零九零》《好女好男》《对你的爱很美》 《理想照耀中国》《尚食》		
芒果季风剧场	《狂猎》《谎言真探》《我在他乡挺好的》《婆婆的镯子》 《江照黎明》《沉睡花园》《妻子的选择》		
头部网剧	《我亲爱的小洁癖》 《指尖少年》 《白玉思无暇》 《法医秦明之无声的证明》 《百灵潭》 《不能恋爱的秘密》 《青春须早为》 《住在我隔壁的甲方》 《站住！花小姐》 《贺少的恋恋不忘》	《梦醒长安》 《逆光者》 《双面神探》 《海上繁花》 《夜燕白》 《两不疑》 《芥子时光》 《看见缘分的少女》 《亲爱的吾兄》 《夜色暗涌时》 《一夜新娘2》 《如果声音有记忆》	《屠户家的小娘子》 《少年行》 《侠客行不通》 《暗格里的秘密》 《奇妙正在书入中》 《危险的恋人》 《抱住锦鲤相公》
其他	《我和我们在一起》《那时的我们》《燃情大地》《光芒》		

资料来源：微博，民生证券研究院整理

- **芒果季风剧场，是国内首个打造台网联动周播的高质量剧场。**剧集内容主打悬疑、推理，吸引更多用户群体；剧集类型为超级短剧，避免长剧注水及流量依赖；内容制作特色以电影质感，单集60~70分钟，高密度推进剧情。
- **播出时间为每周一到周三22：00-24:00**

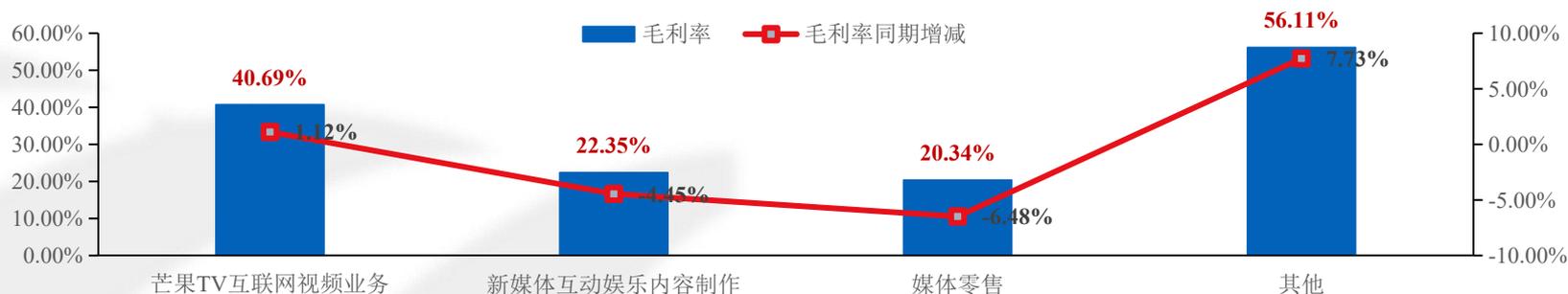
表：季风剧场计划

项目名称	演员	题材	时间周期	集数	单集时长（分钟）
狂猎	秦昊/尹昉	剧情/犯罪	预计5月24日播出	12	70
我在他乡挺好的	周雨彤/任素汐/金靖	女性情感	预计7月播出	12	70
婆婆的镯子	蓝盈莹/牛骏峰/邬君梅	都市家庭	4月初开机	12	70
沉睡花园	龚俊/乔欣	剧情/爱情/悬疑	4月12日开机	24	70
谎言真探	余男/邢佳栋	剧情/犯罪	暂定Q2播出	16	70
江照黎明	马思纯/白客	女性/反杀/悬疑	暂定5月初开机	12	70

资料来源：豆瓣，微博，民生证券研究院整理

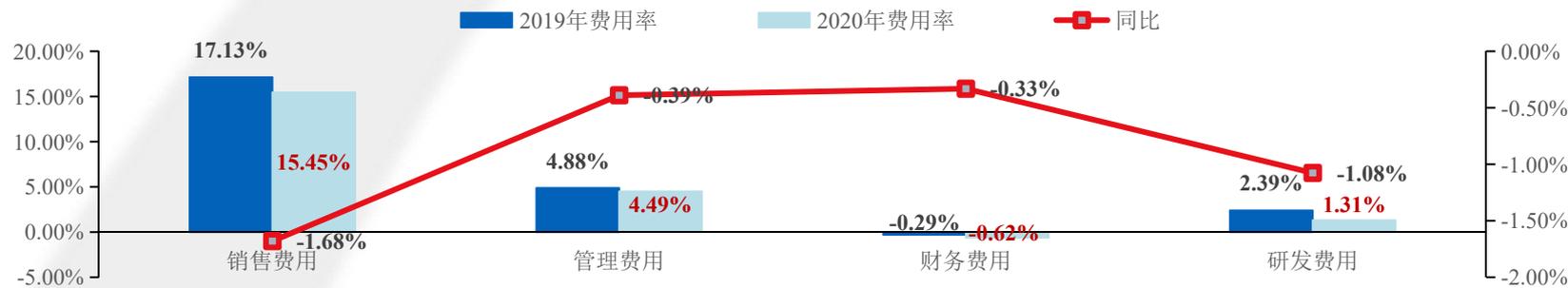
- **芒果超媒营收的主要部分——互联网视频业务的毛利率提升，达40.69%，较去年同期增长1.12%。**但内容制作的收入降低、媒体零售的成本提升，导致二者较2019年相比毛利率均有所降低。
- **各项费用率降低，提升盈利能力。**2020年销售费用率为15.45%，较去年同比降低1.68%；研发费用率1.31%，较去年同比降低1.08%。

图：芒果超媒各项业务毛利率变动



资料来源：公司财报，民生证券研究院整理

图：芒果超媒费用率变化



资料来源：公司财报，民生证券研究院整理

- 预计2021~2023年营收分别为184.67亿、239.48亿、302.20亿；归母净利润分别为24.3亿、29.5亿、38.1亿，同比分别+22.5%、21.3%、29.1%，对应未来三年PE分别为46X、38X、29X。采用分部估值法估值，看好芒果TV全年平台的高成长性和会员广告的高增速，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**广告招商不及预期；剧集综艺内容上线节奏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,006	18,467	23,948	30,220
增长率（%）	12.0%	31.9%	29.7%	26.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,982	2,429	2,947	3,805
增长率（%）	71.4%	22.5%	21.3%	29.1%
每股收益（元）	1.11	1.36	1.66	2.14
PE（现价）	56	46	38	29
PB	11	9	7	6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

- 分析师简介

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺：

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。