

证券研究报告—动态报告

传媒

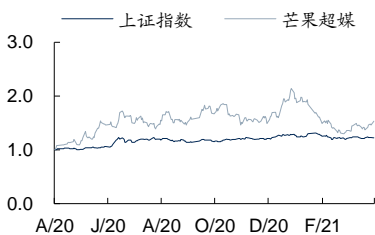
影视娱乐

芒果超媒(300413)
买入

20 年年报和 21 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,780/931
总市值/流通(百万元)	117,327/61,376
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12 个月最高/最低(元)	93.01/41.60

相关研究报告:

《芒果超媒-300413-重大事件快评: 阿里有望入股成公司第二大股东, 长视频将迎全新市场格局》——2020-11-17
 《芒果超媒-300413-2020 年三季报点评: 业务逻辑不断兑现, 新成长空间全面打开》——2020-11-04
 《芒果超媒-300413-2020Q3 业绩预告点评: Q3 业绩超预期, 成长逻辑不断验证》——2020-10-15
 《芒果超媒-300413-重大事件快评: “破圈”进行时, 布局内容电商打造第二增长曲线》——2020-09-10
 《芒果超媒-300413-2020 年中报点评: “破圈”进行时, “多元”变现打开新成长空间》——2020-09-01

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

证券分析师: 高博文

电话:
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
更强的执行力和更迅猛的增长势头, 打开全新成长空间
● 21Q1 公司业绩高增超预期, 维持高频爆款项目推出

1)2020 年公司实现营收 140.05 亿, 同增 12.04%, 实现归母净利润 19.82 亿, 同增 71.42%, 实现扣非归母净利润 18.46 亿, 同增 68.91%, 其中 20Q4 公司实现营收 45.35 亿, 同增 6.23%, 环比增长 22.67%, 实现归母净利润 3.70 亿, 同增 103.78%, 环比减少 27.19%。2020 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.3 元, 总计派发现金股利 2.31 亿, 股利支付率约 12%。2)21Q1 公司业绩超预期, 实现营收 40.09 亿, 同增 47%, 实现归母净利润 7.73 亿, 同增 61.18%, 广告、会员持续高增。

● 主业增长符合预期, 内容端打造“季风”新品牌, “小芒”小步快跑

1)各项业务增长情况: a)芒果 TV 互联网视频营收 90.61 亿, 同增 43.4%, 毛利率 40.69%, 同增 1.13pct, 其中会员业务 32.55 亿, 同增 92%, 会员数实现超预期增长, 同增 96.68%至 3613 万, 根据估算, 公司 2020 年底付费率约 19%, 同增 5pct, 单付费用户收入约 90 元, 基本与去年持平, 广告业务营收 41.39 亿, 同增 25%; b) 新媒体互动娱乐内容制作营收 27.65 亿, 同减 29.14%, 毛利率 22.35%, 同减 4.45pct; c) 媒体零售营收 21.05 亿, 同增 4.84%, 毛利率 20.34%, 同减 6.48pct。2) 内容端看, 2020 年芒果 TV 上线超 40 档自制综艺和 57 部影视剧, 2021 年剧集方面台网联动的“芒果季风”值得期待, 季风剧场将在 5 月推出, 综艺方面将延续综 N 代的优势; 3) 创新业态方面, “小芒”小步快跑, 基于长视频内容优势, 探索“小芒”站内子赛道, 跑出成熟的商业模式。

● 投资建议: 看好更强的执行力和更迅猛的增长势头, 维持买入评级

公司 21Q1 业绩超预期, 不断验证公司的执行力和独特的芒果模式, 我们认为随着公司内容生态不断巩固深化, 剧集优势逐渐建立以及小芒电商的落地, 公司下一阶段的成长空间有望不断被打开。公司经历此轮调整, 拥有更具性价比的配置价值, 考虑 21 年疫情影响变弱, 各项业务依然发展迅猛, 21Q1 业绩超预期, 我们上调 21-22 年业绩+11%/15%, 预计公司 21-23 年归母净利润 24.17/29.77/35.83 亿, EPS 为 1.36/1.67/2.01 元, 最新股价对应 PE 为 52/42/35X, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新业态不及预期; 人才流失风险; 行业政策风险。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12500.66	14005.53	18346.64	23323.02	28915.27
(+/-%)	29.40%	12.04%	31.00%	27.12%	23.98%
净利润(百万元)	1156.29	1982.16	2417.11	2977.08	3582.72
(+/-%)	33.59%	71.42%	21.94%	23.17%	20.34%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.11	1.36	1.67	2.01
EBIT Margin	9.71%	14.80%	12.41%	12.13%	11.78%
净资产收益率(ROE)	13.16%	18.72%	18.90%	19.21%	19.10%
市盈率(PE)	108.09	63.05	51.70	41.97	34.88
EV/EBITDA	26.73	20.53	36.15	35.18	33.44
市净率(PB)	14.23	11.80	9.77	8.06	6.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

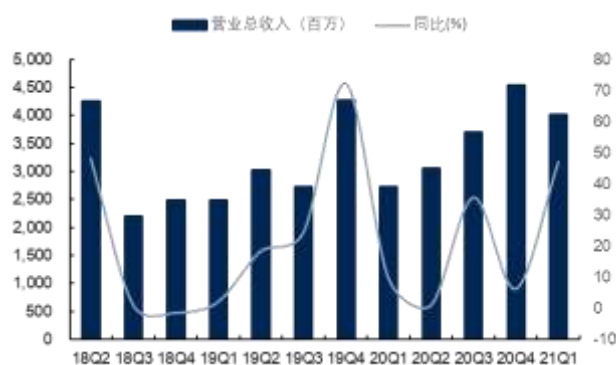
2020 年年报业绩：2020 年公司实现营收 140.05 亿，同增 12.04%，实现归母净利润 19.82 亿，同增 71.42%，实现扣非归母净利润 18.46 亿，同比增加 68.91%，其中 20Q4 公司实现营收 45.35 亿，同增 6.23%，环比增长 22.67%。实现归母净利润 3.70 亿，同增 103.78%，环比减少 27.19%。2020 年公司业绩基本符合预期，芒果 TV 会员、广告、运营商等各项业务继续保持稳健、快速增长，其运营主体快乐阳光实现营业收入 100.03 亿元，同比增长 23.36%，净利润 17.75 亿元，同比增长 83.17%。

2020 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.3 元（含税），总计派发现金股利 2.31 亿，股利支付率约 12%。

2021 年一季报业绩：21Q1 公司业绩超预期，实现营收 40.09 亿，同增 47%，实现归母净利润 7.73 亿，同增 61.18%，21Q1 公司新媒体平台芒果 TV《明星大侦探 6》《乘风破浪的姐姐 2》《婆婆和妈妈 2》《阳光之下》《别想打扰我学习》《陪你一起长大》等综艺和剧集热播，广告收入和会员收入较上年同期大幅提升，推动公司整体业绩持续增长。

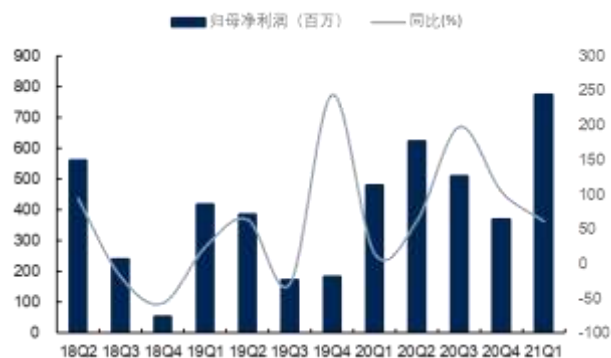
20Q4-21Q1 公司毛利率分别为 25.92%和 38.31%，净利率分别为 8.15%和 19.29%，期间费用率分别为 18.04%和 19.05%，整体盈利能力提升，费用率下降，财务表现健康向上。

图 1：芒果超媒单季度营收变化



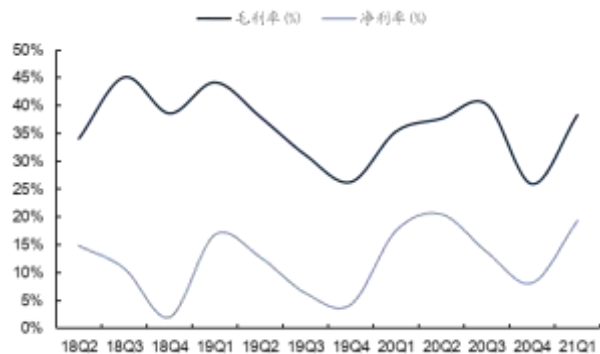
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：芒果超媒单季度归母净利润变化



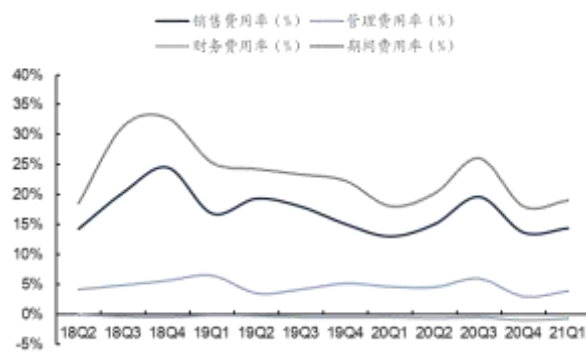
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：芒果超媒单季度毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：芒果超媒单季度费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1)芒果TV互联网视频业务实现营收90.61亿,同增43.4%,毛利率40.69%,同增1.13pct,其中a)会员业务实现营收32.55亿,同增92%,会员数实现超预期增长,同比增长96.68%至3613万,根据我们的估算,公司2020年底付费率约19%,同增5pct,单付费用户收入约90元,基本与去年持平;b)广告业务实现营收41.39亿,同增25%,《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录,总客户数超40家,《下一站是幸福》创剧类广告招商新高;c)运营业务实现营收16.67亿,同增31%。

2)新媒体互动娱乐内容制作业务实现营收27.65亿,同减29.14%,毛利率22.35%,同减4.45pct。受疫情影响该业务收入增速下滑明显,此外我们判断加大影视剧投入导致毛利率同步下降。截至2020年底,a)内容制作: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,并成立了音乐、导播、视觉等多维工作室;b)艺人经纪:公司旗下天娱传媒、快乐阳光、芒果娱乐、芒果影视签约艺人共163位;c)音乐版权:天娱传媒唱片音乐和影视音乐曲库歌曲近1500首;d)游戏及IP衍生开发:芒果TV上线超百款各类单机、网游和H5游戏;电竞频道初具规模,自有独家版权电竞视频内容时长达5000小时,湖南省内IPTV电竞频道用户规模保持较快增速,省外电竞频道产品已落户14个省份。

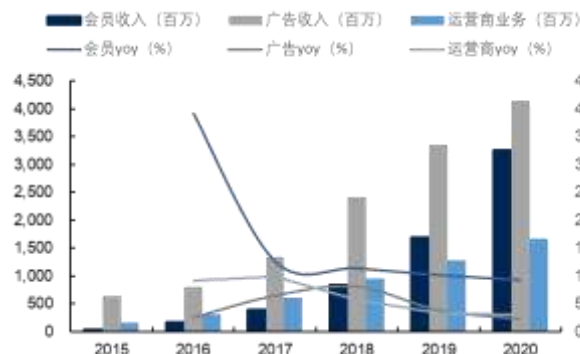
3)媒体零售业务实现营收21.05亿,同增4.84%,毛利率20.34%,同减6.48pct,除了传统零售板块,小芒电商作为内容电商板块的补充,形成以“视频+内容+电商”为核心的全新模式。

图5:芒果TV付费会员及付费率变化



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图6:芒果TV互联网视频业务分业务增长情况



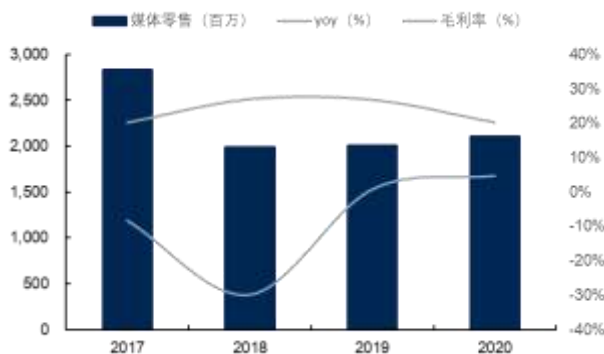
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图7:新媒体互动娱乐内容制作业务收入及增长情况



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图8:媒体零售业务收入及增长情况



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

公司后续新成长驱动力一看全面铺开影视剧后的“破圈”，二看“小芒电商”发力内容电商赛道，公司未来将从内容和多元变现角度进一步完善芒果生态。内容端看，2020年内芒果TV上线了超过40档自制综艺，《乘风破浪的姐姐》成为引领潮流的现象级创新节目，《朋友请听好》《姐姐的爱乐之程》《说唱听我的》等创新综艺和《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）》等综N代热度好评双收；2020年芒果TV共上线57部重点影视剧，年内《下一站是幸福》、《以家人之名》、《隐秘而伟大》及《向阳而生》均取得靓眼成绩。

2021年剧集方面台网联动的“季风计划”值得期待，季风剧场将在5月推出，综艺方面将延续综N代的优势。4月17日，芒果TV举办2021春季新芒果品鉴会，现场发布《妻子的选择》《沉睡花园》《落花时节又逢君》《婆婆的镯子》等剧集片单，以及《哥哥的滚烫人生》《正经歌手》《中国制作人》《再见爱人》《拳拳相对》《热血少年行》《闪耀的侦探家族》等综艺片单。

表 1: 芒果 TV 2021 年春季品鉴会片单

芒果 TV 2021 年春季品鉴会综艺片单			芒果 TV 2021 年春季品鉴会剧集片单		
序号	剧名	题材	序号	名称	类型
1	我在他乡挺好的	女性情感	1	哥哥的滚烫人生	混龄男团音乐竞演真人秀
2	沉睡花园	当代都市	2	正经歌手	音乐喜剧
3	妻子的选择	女性情感	3	中国制作人	电影制作
4	八零九零	都市生活	4	明星大侦探 7	明星推理真人秀
5	对你的爱很美	都市家庭	5	密室大逃脱 3	实景解密体验秀
6	我和我们在一起	新女性	6	说唱听我的 2	说唱音乐竞演
7	逆光者	耽改	7	再见爱人	婚姻纪实旅行真人秀
8	落花时节又逢君	古装仙侠	8	婆婆和妈妈 3	家庭代际和谐促进真人秀
9	梦醒长安	古装宫廷	9	妻子的浪漫旅行 5	夫妻情感治愈节目
10	狂猎	当代涉案	10	女儿们的恋爱 4	代际情感观察真人秀
11	婆婆的镯子	都市家庭	11	乘风破浪的姐姐 3	混龄女团音乐竞演真人秀
12	夜色暗涌时	当代都市	12	朋友请听好 2	声音互动陪伴真人秀
13	芥子时光	励志青春	13	热血少年行	沉浸式军事生存
14	我亲爱的小洁癖	都市情感	14	闪耀的侦探家族	明星角色扮演实景推理真人秀
15	好女好男	都市情感	15	拳拳相对	明星拳击竞技
16	暗格里的秘密	青春爱情			
17	亲爱的天狐大人	古装传奇			
18	朝歌少年行	古装热血			

资料来源：芒果 TV 2021 年春季新芒果品鉴会，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司更强的执行力和更迅猛的增长势头，维持“买入”评级

公司 21Q1 业绩超预期，不断验证公司的执行力和独特的芒果模式，我们认为随着公司内容生态不断巩固深化，剧集优势逐渐建立以及小芒电商的落地，公司下一阶段的成长空间有望不断被打开。公司经历此轮调整，拥有更具性价比的配置价值，考虑 21 年疫情影响变弱，各项业务依然发展迅猛，21Q1 业绩超预期，我们上调 21-22 年业绩预期+11%/15%，预计公司 21-23 年归母净利润 24.17/29.77/35.83 亿，EPS 为 1.36/1.67/2.01 元，最新股价对应 PE 为 52/42/35X，维持“买入”评级。

风险提示：业绩不达预期风险；内容制作风险；行业政策风险；人才流失风险；技术革新风险；新业务不达预期风险。

表 2: 芒果超媒盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12500.66	14005.53	18346.64	23323.02	28915.27
(+/-%)	29.40%	12.04%	31.00%	27.12%	23.98%
净利润(百万元)	1156.29	1982.16	2417.11	2977.08	3582.72
(+/-%)	33.59%	71.42%	21.94%	23.17%	20.34%
每股收益(元)	0.65	1.11	1.36	1.67	2.01
EBIT Margin	9.71%	14.80%	12.41%	12.13%	11.78%
净资产收益率 (ROE)	13.16%	18.72%	18.90%	19.21%	19.10%
市盈率 (PE)	108.09	63.05	51.70	41.97	34.88
EV/EBITDA	26.73	20.53	36.15	35.18	33.44
市净率 (PB)	14.23	11.80	9.77	8.06	6.66

资料来源: 公司资料和国信证券预测

表 3: 可比公司 PS 估值 (海外)

公司代码	公司名称	总市值 (亿美元)	收入 (亿美元)				PS (倍)				投资评级
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
IQ.O	爱奇艺	122.26	45.76	51.13	57.32	62.49	2.67	2.39	2.13	1.96	暂未评级
BILI.O	哔哩哔哩	421.77	18.49	29.24	42.16	60.49	22.81	14.42	10.00	6.97	买入
NFLX.O	奈飞	2,241.53	249.96	297.84	344.56	397.01	8.97	7.53	6.51	5.65	暂未评级

资料来源: wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

表 4: 可比公司 PE 估值 (A 股)

公司代码	公司名称	前收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300770.SH	新媒股份	49.99	112.85	2.49	3.19	3.97	20.08	15.67	12.59	买入
300133.SZ	华策影视	6.62	118.33	0.23	0.32	0.37	28.78	20.69	17.89	买入
002343.SZ	慈文传媒	5.89	28.54	-0.74	0.43	0.45	-7.96	13.70	13.09	增持
002291.SZ	星期六	16.32	119.93	0.03	0.96	1.58	544.00	17.00	10.33	增持

资料来源: wind 一致预测, 国信证券预测, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5336	9692	13782	18160	营业收入	14006	18347	23323	28915
应收款项	3028	4021	5112	6338	营业成本	9230	12216	15456	19091
存货净额	1660	2690	3404	4205	营业税金及附加	22	92	117	145
其他流动资产	2900	3302	4198	5205	销售费用	2164	2935	3848	4916
流动资产合计	12925	19706	26496	33907	管理费用	4995	2299	2178	2188
固定资产	187	282	356	424	财务费用	(87)	(60)	(69)	(99)
无形资产及其他	5894	4421	3316	2487	投资收益	81	50	50	50
投资性房地产	237	237	237	237	资产减值及公允价值变动	37	30	30	30
长期股权投资	23	28	33	38	其他收入	4208	1474	1105	829
资产总计	19266	24673	30437	37092	营业利润	2006	2418	2978	3584
短期借款及交易性金融负债	40	500	600	700	营业外净收支	(20)	0	0	0
应付款项	5929	8071	10127	12404	利润总额	1987	2418	2978	3584
其他流动负债	2618	3207	4090	5092	所得税费用	7	4	5	6
流动负债合计	8587	11779	14817	18196	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1982	2417	2977	3583
其他长期负债	57	77	97	117					
长期负债合计	57	77	97	117					
负债合计	8644	11856	14915	18314					
少数股东权益	33	30	26	22					
股东权益	10588	12788	15497	18757					
负债和股东权益总计	19266	24673	30437	37092					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1982	2417	2977	3583
资产减值准备	38	52	33	32
折旧摊销	4410	1507	1148	879
公允价值变动损失	(37)	(30)	(30)	(30)
财务费用	(87)	(60)	(69)	(99)
营运资本变动	(309)	377	292	298
其它	(40)	(55)	(37)	(37)
经营活动现金流	6044	4268	4383	4725
资本开支	(125)	(150)	(120)	(120)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	62	(155)	(125)	(125)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(192)	(218)	(268)	(322)
其它融资现金流	(5449)	460	100	100
融资活动现金流	(5834)	243	(168)	(222)
现金净变动	272	4356	4090	4378
货币资金的期初余额	5064	5336	9692	13782
货币资金的期末余额	5336	9692	13782	18160
企业自由现金流	6048	4008	4143	4457
权益自由现金流	598	4528	4312	4655

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.11	1.36	1.67	2.01
每股红利	0.11	0.12	0.15	0.18
每股净资产	5.95	7.18	8.71	10.54
ROIC	20%	23%	32%	43%
ROE	19%	19%	19%	19%
毛利率	34%	33%	34%	34%
EBIT Margin	15%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	46%	21%	17%	15%
收入增长	12%	31%	27%	24%
净利润增长率	71%	22%	23%	20%
资产负债率	45%	48%	49%	49%
息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	63.1	51.7	42.0	34.9
P/B	11.8	9.8	8.1	6.7
EV/EBITDA	20.5	36.2	35.2	33.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032