

芒果超媒 VS 哔哩哔哩 VS 爱奇艺

2021 年 5 月跟踪，在线视频产业链深度梳理

2019 年，在线视频市场规模约 1023 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 26.13%。2020Q1，受卫生事件影响，其增速提高至 31.8%；整体用户基数达到高位，峰值 MAU 达 9.98 亿人，活跃渗透率至 86.9%。

不过，随着卫生事件的缓解，情况有所下滑。2020 年 12 月活跃渗透率为 75.1%，MAU 规模 8.7 亿人。

今天，我们从芒果超媒 VS 爱奇艺 VS B 站的跟踪中，来看看这三家视频平台，近期的经营数据情况究竟如何。

从 wind 机构一致预期来看：

1、芒果超媒——2021 年至 2023 年，机构一致预期收入大约分别为 184.15 亿元、224.26 亿元、268.25 亿元，同比增长 31.49%、21.78%、19.62%。

根据其历史中报收入占全年收入平均比例 47.03% 计算（一季报已出，故算中报），中报收入需达到 86.61 亿元，才能符合市场预期。

2、B 站——2021 年至 2023 年，机构一致预期收入规模大约分别为 189.2 亿元、270.86 亿元、389.56 亿元，同比增长 57.68%、43.16%、43.82%。

根据其历史一季度收入占全年收入平均比例（20.2%）计算，一季度收入需达到 38.22 亿元左右，才能符合市场预期。

3、爱奇艺——2021 年至 2023 年，机构一致预期收入规模大约分别为 331.87 亿元、372.1 亿元、405.6 亿元，同比增长 11.72%、12.12%、9.01%。

根据其历史一季度收入占全年收入平均比例（22.06%）计算，一季度收入需达到 73.21 亿元左右，才能符合市场预期。

看到这里，随之而来的几个问题值得思考：

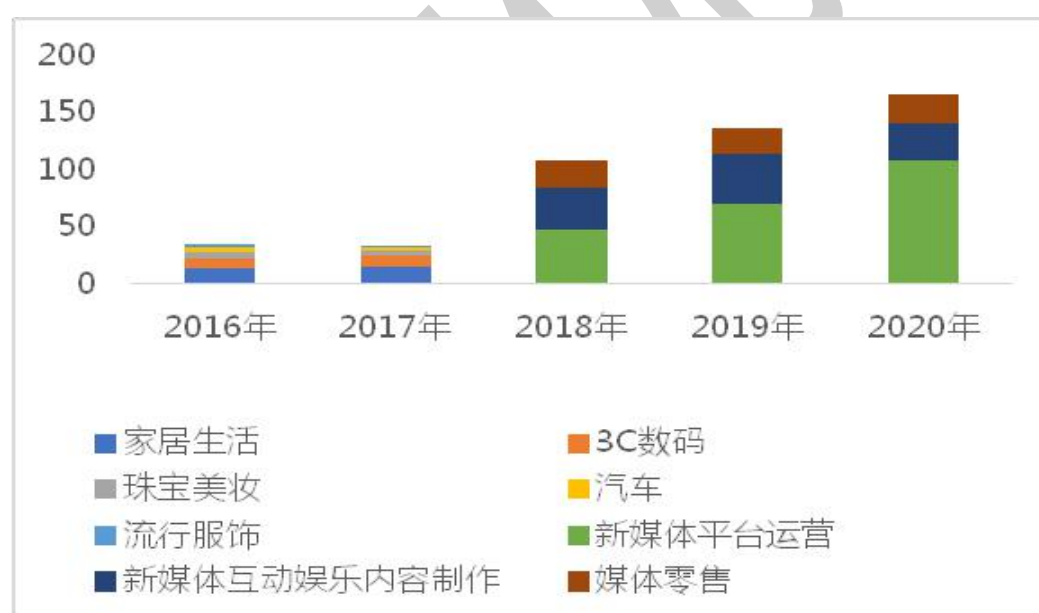
1) 各家视频平台，经营数据变动背后的原因是什么？

2) 从关键经营数据看，三家之间有何差异？

(壹)

从视频网站的角度来看，各家近几年的收入结构维度分析，分别如下：

芒果超媒——起初以媒体零售（涵盖家居、珠宝美妆、流行服饰、汽车等）为主营业务平台，自 2018 年后，发展成新媒体平台运营+内容制作为主的企业。2020 年，其新媒体平台运营业务占比 65%，内容制作占比 19.74%。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

B 站——目前，移动游戏、直播和增值业务两大块为主要收入来源。从历年来看，B 站是以手游收入贡献为主，2020 年手游收入 48 亿

元，占比 40.03%。近两年，直播及增值业务上升迅速，从 2016 年占比 15.22% 升至 32.05%，占比直逼手游业务，其中**增值服务**贡献较大。业务从单一转向多元发展。

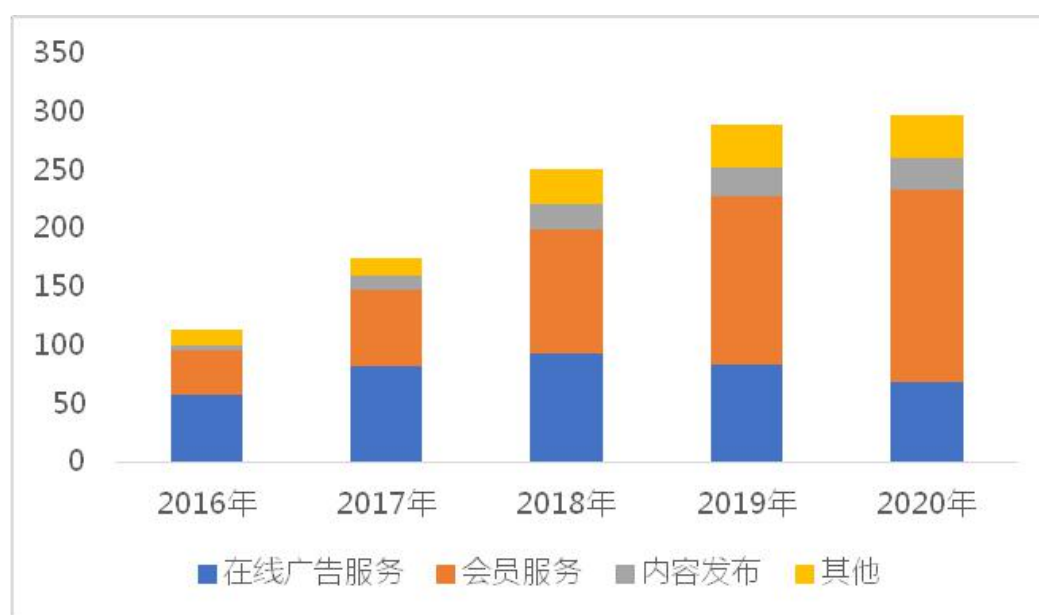
同时，UP 主及大会员数快速增长，UP 主（2017Q2-2020Q4）从 18 万增长至 190 万，大会员（2018Q4-2020Q4）从 360 万到 1450 万。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

爱奇艺——前期以在线广告服务收入贡献为主，2018 年会员服务超过广告服务成为主力。2020 年会员服务贡献 165 亿元，占比 55.51%；广告服务收入 68 亿元，占比 22.96%。



图：收入结构（单位：亿元）

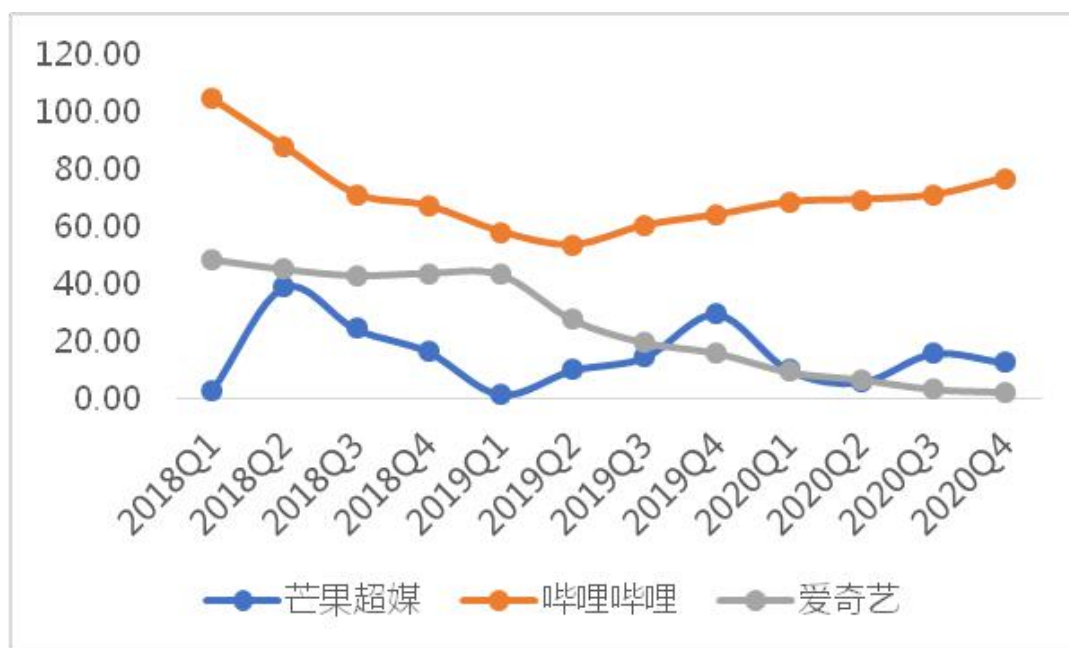
来源：塔坚研究

综上，芒果以“平台运营+内容制作”为主；B站多面开花，摆脱游戏依赖主线，直播及增值业务大幅提升；爱奇艺则由广告服务转为会员服务。

看完三家业务结构变化，我们接下来看他们的业绩情况。

（贰）

首先，通过历史季度的收入和归母净利润增长情况，对各家整体的历史增长趋势有个全貌：



图：历史季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究



图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

季度收入增长方面——

B 站收入增速远高于其他两家，爱奇艺自 2019Q1 之后增速不断下滑，芒果超媒则是增长波动较大。

其中，B 站收入增速高主要是由于业务结构的不同，前期 B 站靠代理游戏推动收入，后期随着其提供的内容及平台，推动了用户及 UP 主的增长，带动了大会员、手游、其他增值服务的业务增长。

爱奇艺收入增速下滑，一方面源于广告收入的下滑，由于宏观环境抑制广告主支出、短视频兴起抢夺这方面蛋糕，导致效果类广告基数较小，竞争压力较大；另一方面是内容上线延迟，变相提价会员业务，会员数承压。

芒果超媒收入波动增速，是受内容剧集及综艺上线的情况而波动。

季度归母净利润增长方面——

除芒果超媒外，B 站和爱奇艺的归母净利润增速大部分时间均呈现负增长，爱奇艺在 2020Q2 之后首次回正。

B 站归母净利润增速为负，且明显低于其收入增速，主要是销售费用不断走高所致；爱奇艺归母净利润增速为负，主要是采购内容版权、内容成本较高所致，之后随着会员业务的增长，内容成本占比下降，归母净利润增速回升。

(叁)

基本了解增长趋势之后，我们将两家公司的收入和利润拆开，看看 2020 年年报数据。

2020年	收入	收入增速	归母净利润	归母净利润增速	毛利率	净利率
芒果超媒	139.84	12.73	19.82	71.42	33.99	14.15
哔哩哔哩	119.99	77.03	-30.12	-133.65	23.67	-25.45
爱奇艺	297.07	2.46	-70.45	31.82	6.14	-23.59

图：2020 年报数据

来源：塔坚研究



图：收入及归母净利润（单位：亿元）

来源：塔坚研究

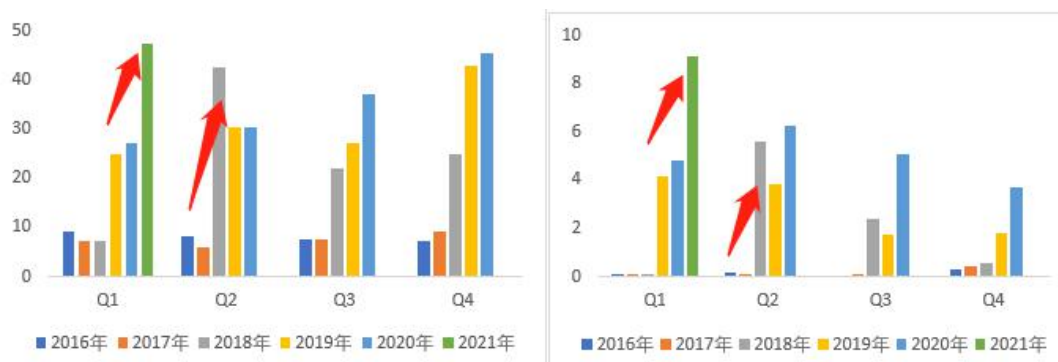
从收入规模来看，爱奇艺 > 芒果超媒 > B 站，按收入增速来看，B 站 > 芒果超媒 > 爱奇艺；从归母净利润角度看，则是芒果超媒 > 爱奇艺 > B 站。

具体来看：

**1) 芒果超媒——2020 年收入 139.84 亿元，同比增长 12.73%；
归母净利润 19.82 亿元，同比增长 71.42%。**

从单季度表现看，2021Q1 收入 47.43 亿元，同比上升 47%；归母净利润 9.15 亿元，同比上升 61.18%。其业绩提升超预期，主要是芒果 TV 王牌综艺《明星大侦探》回归（目前已到第六季），以及《乘风破浪的姐姐》推出第二季，驱动业绩上涨。

另外注意，2018Q2，其收入和归母净利润也均有大幅提升。这主要是当期通过收购 5 家公司，由媒体零售业务拓展至新媒体平台运营、内容制作。通过视频平台+内容，收入利润大幅提升。



图：单季度收入（左）归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2) B 站——2020 年收入 119.99 亿元，同比增长 77.03%；归母净利润 -30.12 亿元，同比增长-133.65%。

单季度表现上，2020Q4 收入 38.4 亿元，同比增长 91.24%，归母净利润 -8.28 亿元，同比-116%。

注意，收入大幅增长的同时，归母净利润的亏损也在增大。其中，归母净利润的亏损增加主要是**营销成本上升**导致。B 站对品牌知名度、内容生态及用户社区的持续投入，开展了一系列特定的品牌活动，在现有用户及潜在 Z+世代用户中，推广“哔哩哔哩”品牌。



图：单季度收入（左）归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

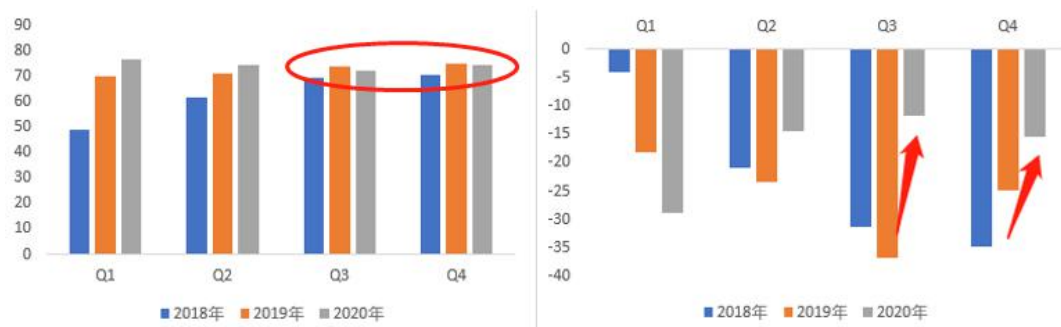
3) 爱奇艺——2020 年收入 297.07 亿元，同比增长 2.46%；归母净利润 -70.45 亿元，同比增长 31.82%。

从单季度来看，2020Q4 收入 74.58 亿元，同比增长 -0.6%；归母净利润 -15.48 亿元，同比增长 37.93%。

单季度方面，2019Q3 起，收入增长乏力，主要是广告服务竞争激烈，广告主预算及订单减少。

2020Q2-Q4 收入略微下滑，一方面是广告业务仍然持续下滑，另一方面，会员费收入增速下降，订阅会员同比减少 520 万人，环比减少 310 万人，主要系后续内容延期上线，内容推动不足使得会员数下降。

而归母净利润方面，2020Q3-Q4 亏损收窄，主要是因为相关版权内容和自制内容的内容成本降低，导致整体成本下降。



图：单季度收入（左）归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(肆)

对比完增长数据后，接着来看利润率、费用率的变动情况：



图：季度毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

从图中来看，毛利率依次是芒果超媒>B站>爱奇艺。其中，芒果超媒毛利率区间大致在24%至44%之间，B站毛利率区间大致在13%至25%之间，爱奇艺毛利率区间大致在-8%至6%之间。

相比之下，芒果超媒的毛利率远高于其他两家，主要在于其内容自制能力强，可以不断丰富平台的优质内容，比如《乘风破浪的姐姐》、《明星大侦探》、《密室大逃脱》等都是爆款内容，无需大量购买内容版权。因此，内容成本相比其他两家偏低。



图：季度净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

净利率方面，则依旧是芒果超媒>B站>爱奇艺，其中爱奇艺、B站的净利率均一直为负。

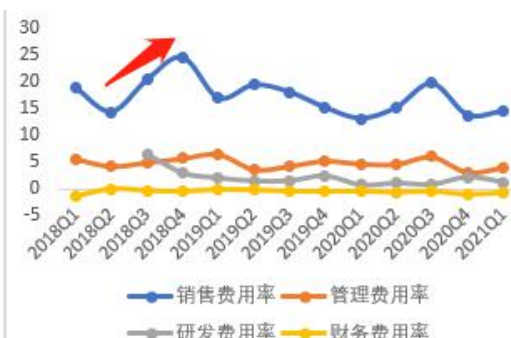
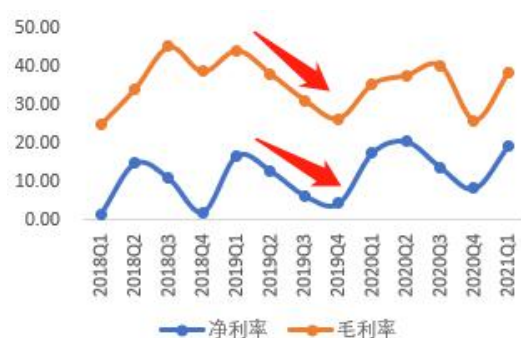
B站净利率一直为负，是源于在用户持续扩张破圈的几年中，营销投放持续增长所致。爱奇艺的净利率为负，一是源于内容成本高，毛利率低；二是为增强渠道方面的营销支出所致。

(伍)

在对利润率变动有了感知后，我们具体看三家公司的费用率变动情况：

芒果超媒——毛利率和净利率的波动几乎一致。其中：毛利率在2019Q2-Q4季度的连续下滑，主要是新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率承压，版权及制作成本增长较快。

2020Q1，推出“综N代”计划（一档综艺节目持续推出N季），依靠前期优良口碑积攒的大量观众基础，推动招商品牌数及会员数上升，带动利润率回升。



图：利润率和费用率（单位：%）

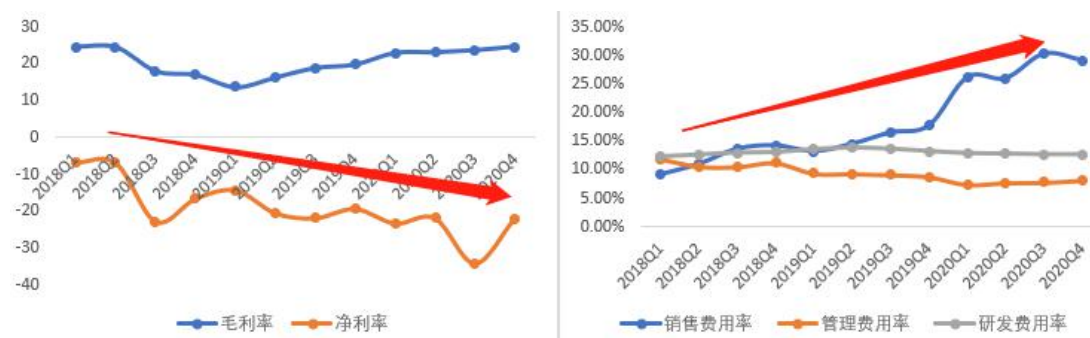
来源：塔坚研究

费用率方面，主要是销售费用率波动较大，其他费用率相对维稳。2018年由于其加大推广、广告费用和营销团队激励力度，导致费用率有所上升。

B 站——毛利率方面，自 2019Q1 起略微提升，近四个季度几乎持平，在 22%至 24%之间。其中，主播收入分成仍为成本大头(2020 年占比 48%)。

未来毛利率能否提升，一方面看用户规模逐渐扩大，以规模效应分摊成本；另一方面则是各业务毛利率的优化，如游戏业务由代理转向自研，直播业务主播分成比例调整，电商业务缩减中间环节、提高买卖差价等。

净利率的下滑态势，恰好对应销售费用率的不断增长。管理、研发费用率维稳，主要是销售费用率大幅升高（峰值至 36.8%），在品牌知名度、内容生态及用户社区的投入持续增加。



图：利润率和费用率（单位：%）

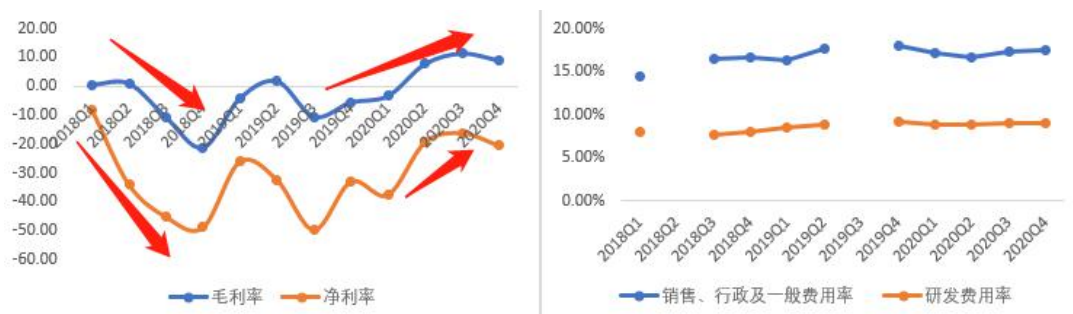
来源：塔坚研究

在建立品牌及营销方面的努力下，其成为年轻一代的核心视频社区。根据艾瑞咨询报告，2020 年，在 Z+世代用户关于国内视频平台的评分中，B 站净推荐值排名位居龙头，品牌知名度位居前五。

预计未来 B 站在用户破圈扩张的投入仍将持续，短期内销售费用率或保持相对高位，但随着公司长期收入规模的提升，品牌和用户粘性增强，销售费用率也会逐渐下降。

爱奇艺——毛利率方面，前期由于不断扩充购买内容版权，促进业绩增长，导致内容成本极高，入不敷出。后期内容成本相对下行（但仍然较高），毛利率略有提升。

费用率方面，爱奇艺基本稳定，主要看内容端后续达到规模，成本边际效应递减，从而实现盈亏平衡。



图：利润率和费用率（单位：%；注：部分单季度未披露费用率数据）

来源：塔坚研究

（陆）

对于视频平台行业的逻辑，得内容及成本优势者得天下。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾