

证券研究报告—深度报告

传媒

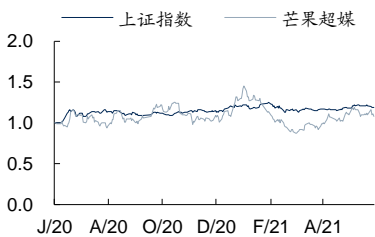
影视娱乐

芒果超媒(300413)
买入

合理估值: 85~94 元 昨收盘: 68.33 元

(维持评级)

2021年06月21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)	121,653/63,640
上证综指/深圳成指	3,525/14,584
12个月最高/最低(元)	93.01/54.55

相关研究报告:

《芒果超媒-300413-深度报告: 多元变现篇: “小芒”、“剧本杀”打开长期成长空间》——2021-06-16

《芒果超媒-300413-20 年年报和 21 年一季报点评: 更强的执行力和更迅猛的增长势头, 打开全新成长空间》——2021-04-27

《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

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。

深度报告
平台内容篇:
从海内外视频格局看芒果模式, 内容端行稳致远
●引言: 平台内容篇

公司依托芒果 TV 的长视频变现优势保持行业领先地位, 奠定公司 1000 亿的市值基础。本篇更侧重公司主业, 从长视频竞争格局角度看 2021 年海内外流媒体逻辑变化下的芒果模式, 及公司 2021 年在内容端的布局。

●平台端: 长视频或迎结构性变化

国内市场竞争格局相对稳固, 已形成“BAT 三大视频平台+特色路径平台芒果 TV 及 B 站”的“3+2”格局, 其中西瓜视频借中视频有望异军突起。爱奇艺、腾讯视频均已发布提价方案, 其会员 ARPPU 平均涨价空间分别为 24%和 30%, 行业带动之下, 芒果 TV 有涨价预期; 海外流媒体市场出现了明显的市值分化: 迪士尼在 2020Q4 以 3000 亿美元市值反超奈飞, 核心在于迪士尼突出流媒体战略, 奉行“以内容库为中心建立用户群”, 相似的媒体运营策略进一步验证芒果模式的有效性; 中视频赛道将成各家巨头必争之地, 芒果 TV 借“大芒计划”已入局。

●内容端: 平台之本, 稳扎稳打

2021 年已接近过半, 通过梳理全网台综艺和影视剧 Top20 榜单, 我们观察到芒果 TV 综艺播放量占比 95%, 维持龙头碾压的绝对优势, 剧集方面进步显著, 公司在影视剧行业底部期“All in”, 以季风剧场打造行业标杆, 为“破圈”也为巩固内容生态长期壁垒。区别于美国四大, 视频平台对上游的话语权越来越重且兼顾多元化变现赛道, 芒果有望构建中国式的综合性娱乐集团。展望 2021 全年, 芒果 TV 发布剧集数 70 部+和综艺数 50 部+, 为全平台之最, 看好公司长期建立的自制内容壁垒优势。

●投资建议: 看好公司主业稳健向上的确定性, 维持“买入”评级

2021 年国内长视频竞争格局有结构性变化, 国外 Disney+验证芒果模式的优越性; 平台之外内容是立身之本, 公司继续保持稳扎稳打的内容布局态势并不断谋求创新。基于公司主业的稳健向上, 看好芒果超媒的长期价值。我们预计公司 21-23 年 EPS 为 1.36/1.67/2.01 元, 对应 PE 50/41/34 倍; 我们进一步采用分部估值法预计 21 年目标市值在 1384~1803 亿, 中性预期下目标市值 1594 亿, 维持“买入”评级。

●风险提示: 内容风险; 监管风险、用户不及预期; 人才流失等风险。
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)	105.21	61.37	50.32	40.85	33.95
EV/EBITDA	26.06	20.02	35.27	34.34	32.66
市净率(PB)	13.85	11.49	9.51	7.85	6.48

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

投资摘要

估值与投资建议

芒果超媒依托芒果 TV 的长视频变现优势保持行业领先地位，奠定公司 1000 亿的市值基础。2021 年国内长视频竞争格局有结构性变化，国外 Disney+ 验证芒果模式的优越性。平台之外内容是立身之本，公司继续保持稳扎稳打的态势并不断谋求创新。基于公司主业的稳健向上，看好芒果超媒的长期价值，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，对应 PE 50/41/34 倍；我们进一步采用分部估值法对公司 2021 年目标市值做测算，预计 21 年公司目标市值在 1384~1803 亿，中性预期下公司目标市值 1594 亿，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，长视频行会员随行业涨价，单用户广告价值维持行业第一水平

第二，Disney+ 的媒体运营策略与芒果 TV 有一定相似性，可验证芒果模式在国内走通的必然性

第三，未来公司综艺仍然维持行业老大的位置，并不断争夺影视剧市场份额

与市场的差异之处

第一，长视频会员有涨价预期是行业共识，芒果 TV 有望受益。更关键的是海外迪士尼市值超奈飞，相似的媒体运营策略验证芒果模式的有效性。值得关注的是，各家巨头均意识到中视频的重要性，用真金白银投票，芒果 TV 依托“大芒计划”布局短剧、微综，中视频可能是下一个新成长赛道；

第二，市场或认为公司布局影视剧“吃力不讨好”，或拉低公司当期业绩的毛利率，我们认为公司在行业底部期大力投入基于更长期的芒果生态的构建，内容始终是平台立身之本，尤其是芒果 TV 想要建立自制内容壁垒，“季风剧场”有望打造国内标杆。

股价变化的催化因素

第一，芒果 TV 用户数及付费会员数增长超预期

第二，“芒果系”内容质量及数量表现超同行，季风剧场打造市场口碑

第三，公司爆款内容项目数据表现超预期

第四，小芒电商经营数据超预期

核心假设或逻辑的主要风险

内容项目波动的风险；人才流失的风险；多元化变现不及预期风险；用户规模及营收不及预期的风险等

内容目录

引言：平台内容篇	6
平台端：长视频或迎结构性变化.....	6
国内：“3+2”格局已形成，长视频会员有望迎新一轮涨价周期.....	6
海外：迪士尼市值超奈飞，Disney+战略将验证芒果模式的有效性	9
中视频：兵家必争之地，芒果TV借“大芒计划”短剧微综已入局	11
内容端：平台之本，稳扎稳打	13
芒果TV综艺维持龙头碾压优势，努力提升剧集市场份额.....	13
行业底部期抄底影视剧，季风剧场有望打造行业标杆.....	14
盈利预测和估值	19
公司主业经营情况.....	19
业绩预测.....	20
如何估值.....	21
风险提示	23
附表：财务预测与估值.....	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 芒果超媒业务逻辑示意图.....	6
图 2: 长视频行业整体月活用户规模趋势	7
图 3: 长视频行业用户渗透率变化.....	7
图 4: 长视频领域各平台 MAU (百万)	7
图 5: 长视频领域各平台月均使用时长 (分钟)	7
图 6: 爱奇艺内容成本占比及变化趋势	7
图 7: 爱奇艺付费会员及付费率变化.....	7
图 8: 芒果 TV 付费会员及付费率变化.....	8
图 9: 芒果 TV 的 ARPPU (单付费用户平均收入) 变化.....	8
图 10: 芒果 TV、爱奇艺和 B 站的广告收入对比.....	9
图 11: 芒果 TV、爱奇艺和 B 站的平均单用户广告价值对比.....	9
图 12: 2020 年-2021 年 5 月迪士尼、奈飞市值变化对比.....	9
图 13: 迪士尼收入结构变化 (百万美元)	10
图 14: Disney+ 订阅会员数变化	10
图 15: 奈飞付费会员数变化.....	11
图 16: 奈飞内容库摊销和自由现金流变化.....	11
图 17: 芒果“大芒计划”中视频微综《她有情绪又怎样》	12
图 18: 芒果“大芒计划”中视频短剧《我的哈士奇男友》	12
图 19: 2011-2020 年电视剧发行许可情况 (部)	14
图 20: 2013-2020 电视剧备案数情况 (部)	14
图 21: 2019H1-2020H1 不同平台剧集渗透比例.....	15
图 22: 2020H1 各大视频平台独播剧/自制剧分布情况	15
图 23: 芒果超媒营业收入变化	19
图 24: 芒果 TV 互联网视频业务分业务增长情况.....	19
图 25: 新媒体互动娱乐内容制作业务收入及增长情况.....	20
图 26: 媒体零售业务收入及增长情况	20
表 1: 芒果 TV 单用户会员和广告相关数据指标.....	错误!未定义书签。
表 2: 爱奇艺单用户会员和广告相关数据指标.....	错误!未定义书签。
表 3: 2020 年 Q1 网络剧、电视剧播放量排行榜 (截至 2020 年 3 月 21 日)	错误!未定义书签。
表 4: 2020 年 Q1 网综、电视综艺播放量排行榜 (截至 2020 年 3 月 21 日)	错误!未定义书签。
表 5: 2020 年芒果 TV 自制综艺和版权综艺预计上线时间表.....	错误!未定义书签。
表 6: 2020 年芒果 TV 预计播出的网剧和台网剧整理	错误!未定义书签。
表 7: “十人千万”上榜创作者基本情况梳理	错误!未定义书签。
表 8: 快乐阳光互联网视频业务拆分及预测.....	错误!未定义书签。
表 9: 互联网视频业务可比公司 PS 估值表.....	错误!未定义书签。
表 10: 快乐阳光运营商业务拆分及预测	错误!未定义书签。
表 11: 可比公司新媒股份估值表.....	错误!未定义书签。
表 12: 快乐阳光内容运营业务拆分及预测.....	错误!未定义书签。

表 13: 四家内容公司合计收入和净利润预测.....	错误!未定义书签。
表 14: 内容制作公司可比估值表.....	错误!未定义书签。
表 15: 芒果超媒媒体零售业务收入及利润估算（按照悲观预期）	错误!未定义书签。
表 16: 媒体零售业务可比公司净利率水平.....	错误!未定义书签。
表 17: 媒体零售业务盈利预测情景分析	错误!未定义书签。
表 18: 媒体零售业务 A 股可比公司（直播带货/媒介营销）估值表..	错误!未定义书签。
表 19: 芒果超媒估值情景分析及目标市值估算.....	错误!未定义书签。
表 20: 芒果超媒业务拆分（按照公司划分的业务口径）	错误!未定义书签。
表 21: 芒果超媒 19-21 年盈利预测	错误!未定义书签。

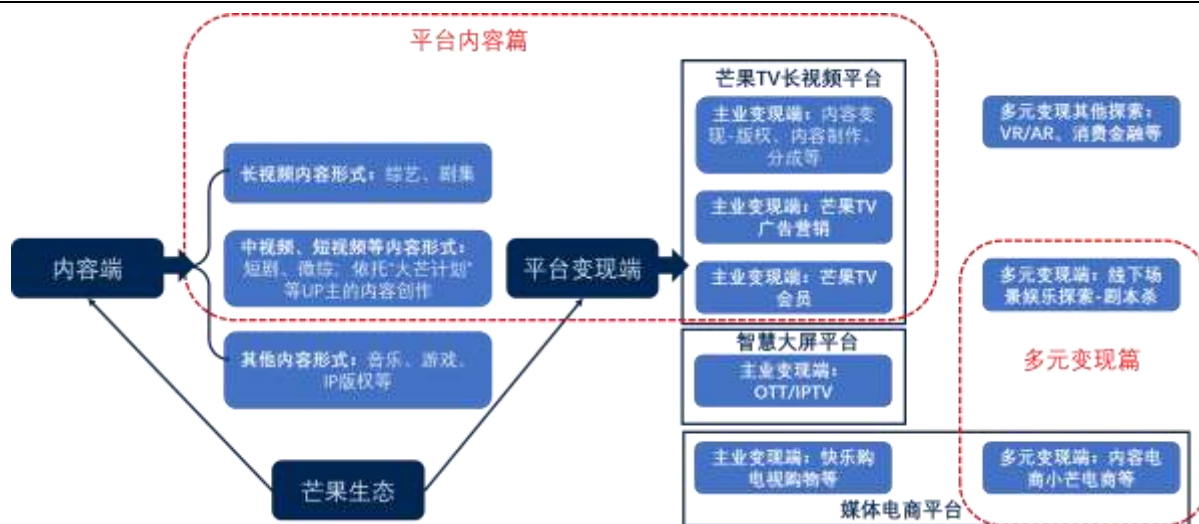
引言：平台内容篇

2020 年我们在三大视频平台的对比报告中分析了芒果 TV、爱奇艺和 B 站三家平台的路径差异：芒果 TV 是媒体思维运营平台，追求内容和变现的匹配度；爱奇艺是互联网思维运营平台，在投入达到一定阈值时未来有望迎拐点；B 站是用户思维运营平台，虽然早期倚靠游戏现金牛养平台，但始终围绕 Z 时代用户属性。在初期的资本驱动下的粗放增长之后，具备内容优势的芒果 TV 和强社区属性的哔哩哔哩有望走出不同的成长路径。本篇“平台内容篇”更侧重从行业竞争格局角度看海内外流媒体逻辑变化下的芒果模式，以及公司在内容端 2021 年的布局情况。“多元变现篇”将侧重内容电商和剧本杀赛道的分析。

2021 年芒果 TV 面临的行业环境有结构性变化：1) 爱奇艺内容成本居高不下，长视频行业提价趋势显著；2) Disney+ 入局引发海外流媒体视频市场变局；3) 短视频之外，中视频将成为兵家必争之地。

平台变现之外，内容仍是平台之本，我们梳理了 2021 年行业内容播放量排名情况，并对 2021 年公司的剧集和综艺做了梳理，公司在行业底部期“all in”影视剧，通过季风剧场打造行业标杆，彰显公司较前瞻的战略眼光。

图 1：芒果超媒业务逻辑示意图



资料来源:国信证券经济研究所整理

平台端：长视频或迎结构性变化

国内：“3+2”格局已形成，长视频会员有望迎新一轮涨价周期

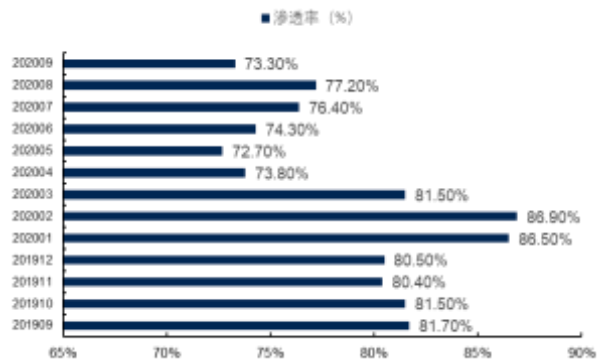
从当前长视频竞争格局来看：长视频行业月活用户增速放缓，行业渗透率已稳定在 80%以上，行业格局稳固，目前市场已形成“BAT 三大视频平台+特色路径平台芒果 TV 及 B 站”的“3+2”格局，其中西瓜视频借中视频有望异军突起，从中长期投资逻辑角度看，芒果 TV 是唯一实现盈亏平衡的视频平台，单用户广告价值最大，付费用户增速最快，是近些年最具备稳健成长属性的视频平台。

图 2：长视频行业整体月活跃用户规模趋势



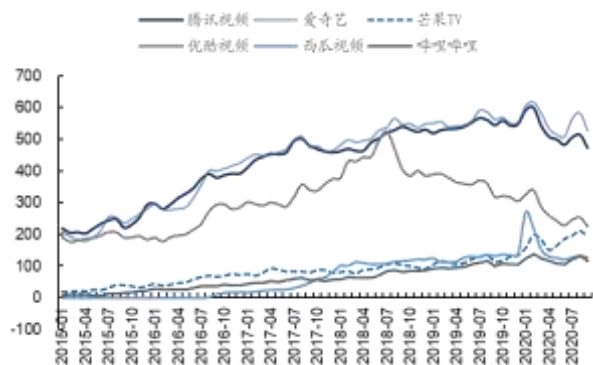
资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图 3：长视频行业用户渗透率变化



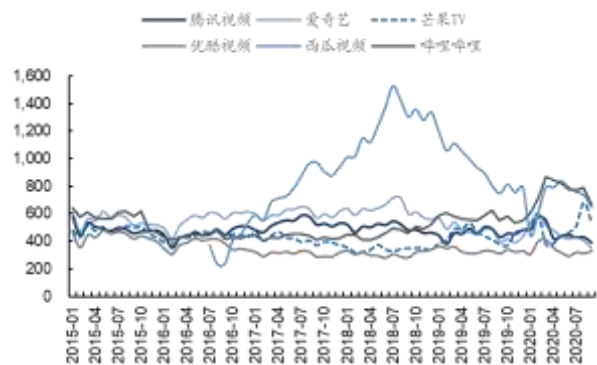
资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图 4：长视频领域各平台 MAU (百万)



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

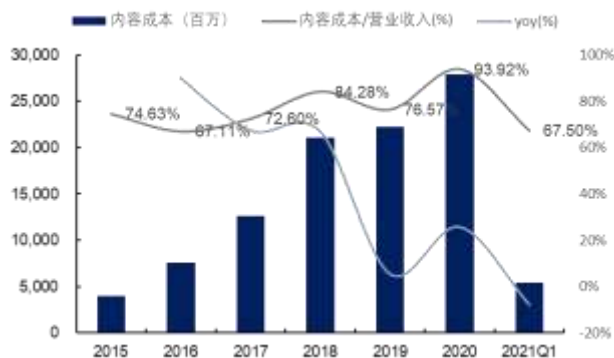
图 5：长视频领域各平台月均使用时长 (分钟)



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

2020 年视频平台内容成本居高不下，三大视频平台中爱奇艺和腾讯视频均已会员提价，行业整体有望迎来提价周期。2020 年爱奇艺内容成本/营业收入已提升至 94%，创历史新高，2020 年 11 月爱奇艺涨价后的新会员收费体系全面上线，当季度 20Q4 付费会员数降至 1.02 亿，2020 年底付费会员数同比减少 4.86%，是爱奇艺上市以来付费会员的首次下滑。

图 6：爱奇艺内容成本占比及变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7：爱奇艺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

爱奇艺和腾讯视频的会员 ARPPU 平均涨价空间分别为 24%和 30%，具体看两家的提价方案：

2020 年 11 月 13 日起爱奇艺会员价格正式上调。黄金 VIP 会员订阅服务费用调整后共分六档。其中，连续包月、连续包季、连续包年对应的定价分别为 19 元、58 元、218 元，不连续包月、不连续包季、不连续包年的对应定价分别为 25 元、68 元、248 元。

表 1：2020 年爱奇艺黄金 VIP 价格调整变化

黄金 VIP	原价	现价	上涨价格	涨幅
连续包月	15	19	4	27%
连续包季	45	58	13	29%
连续包年	178	218	40	22%
包月	19.8	25	5.2	26%
包季	58	68	10	17%
包年	198	248	50	25%

资料来源:爱奇艺, 国信证券经济研究所整理

2021 年 4 月 10 日零点起对会员价格进行调整，实行新的 VIP 价格。调整后，腾讯视频会员新价格为连续包月 20 元、连续包季 58 元、连续包年 218 元，非连续 VIP 月卡 30 元、非连续 VIP 季卡 68 元、非连续 VIP 年卡 253 元。

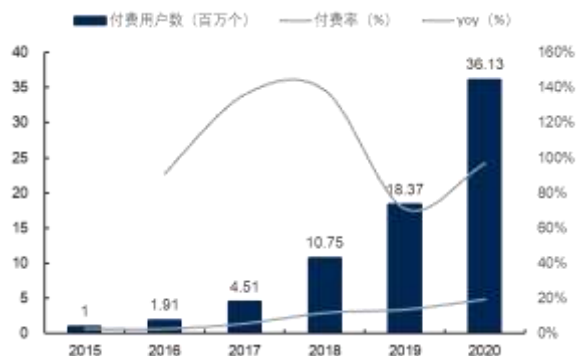
表 2：2021 年腾讯视频会员提价变化

	原价	现价	上涨价格	涨幅
连续包月	15	20	5	33%
连续包季	45	58	13	29%
连续包年	178	218	40	22%
包月	20	30	10	50%
包季	58	68	10	17%
包年	198	253	55	28%

资料来源:腾讯视频, 国信证券经济研究所整理

我们预计爱奇艺、腾讯视频涨价带动全行业，芒果 TV 有望迎来量价齐升。一方面，芒果 TV 付费会员和 B 站大会员仍然保持异常强劲的增长，会员付费率稳步提升，涨价周期下芒果 TV 有望实现量价齐升。另一方面，短期来看，视频平台可能面临短暂的会员流失，但视频平台整体 ARPU 值的提升有望明显改善视频平台的盈利能力，头部优质的自制内容仍然是决定平台经营数据改善的关键。随着芒果 TV 的优质自制内容投入的累加效应，芒果有望持续受益于行业提价。

图 8：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 9：芒果 TV 的 ARPPU (单付费用户平均收入) 变化



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

会员业务涨价预期之外，长视频之间的广告业务出现分化：爱奇艺广告收入自2018年起已经出现下滑趋势，爱奇艺和芒果TV因品牌广告为核心收入来源，因而受疫情影响较大，出现单用户广告价值下滑的现象，B站广告业务体量较小，仍处于内容价值的放大期，保持强劲增长。截至目前，芒果TV的单用户广告价值仍位列国内长视频行业最高。

图 10：芒果TV、爱奇艺和B站的广告收入对比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11：芒果TV、爱奇艺和B站的平均单用户广告价值对比



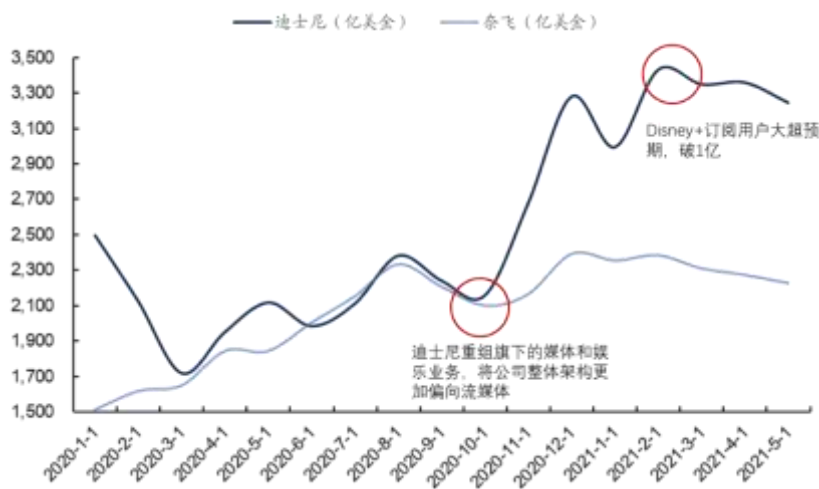
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

海外：迪士尼市值超奈飞，Disney+战略将验证芒果模式的有效性

国内格局相对稳定，迎涨价潮，而海外流媒体出现了明显的市值分化：迪士尼在2020Q4以3000亿美金市值反超奈飞，核心就在于公司2020年10月起业务重组中进一步突出流媒体业务战略。2020年11月12日上线满一周年的流媒体“新贵”Disney+用一年时间在全球收获6000万付费订阅用户，完成公司预定的5年后的目标，而Netflix达到这个用户量级，用了十年以上。

Disney+取得巨大成功就在于奉行“以内容库为中心建立用户群”。迪士尼将优质经典的影片不再对外分发，为推广Disney+将早年积累的片库独家分发到自己的平台上，短期内获得用户的暴增，这种围绕自有、自制内容的媒体平台策略和芒果模式有异曲同工之妙，可以逐步验证芒果模式的有效性。

图 12：2020年-2021年5月迪士尼、奈飞市值变化对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

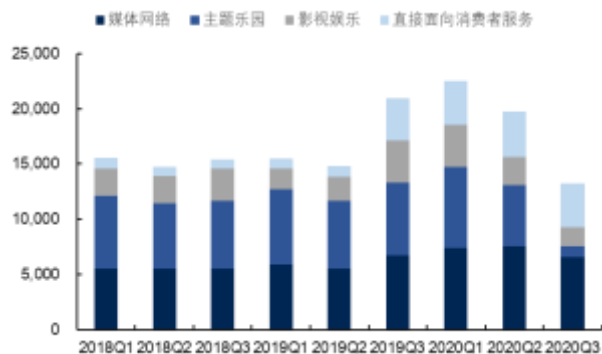
迪士尼于 2018 年对业务板块进行调整，组建了直接面向消费者服务部门，尽管公司整体收入体量出现下滑，但直接面向消费者服务收入占比提升显著。新部门主要包括部分影视娱乐业务和 Hulu 等流媒体业务，2019 年 11 月 Disney+ 上线，成为迪士尼三大流媒体中用户成长最快的平台，截至 21Q2 迪士尼三大流媒体中，Disney+ 订阅用户 1.04 亿，同增 309%，Hulu 订阅用户 4160 万，同增 30%，ESPN+ 订阅用户 1380 万，同增 75%。

最新数据显示：Disney+21Q2 超 1 亿的订阅用户数提前完成公司原先 2024 年的目标，目前公司内部将 2024 年目标订阅用户数更改为 2.3-2.6 亿。反观奈飞，Disney+ 模式的有效性并非说明依靠渠道起家的奈飞面临十足困境，2020 年在疫情之下，奈飞订阅用户达到历史新高，全球付费用户突破 2 亿大关。

一方面，奈飞商业模式已经走通，“早期砸钱烧内容→获取用户高增→内容规模效应下盈亏平衡→现金流转正”，并形成持续向上的良性循环，奈飞流媒体内容摊销/流媒体收入占比持续下降，2020 年公司自由现金流 19.21 亿，自由现金流首次转正。相比之下，无论是内容制作环境、内容成本投入，还是用户增长，中国的爱奇艺还有很长的路要走，进一步凸显芒果模式的优越性。

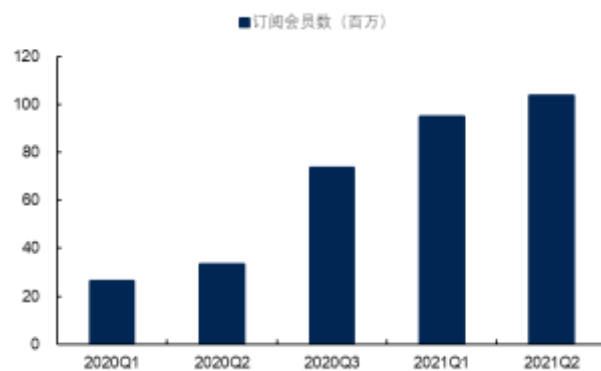
另一方面，2020 年奈飞在内容成本投入上达到 173 亿美元，迪士尼在 2020 年仅投入 10 亿美元，未来 5 年，Disney+ 在内容投入每年投入 24 亿美元，Disney+ 未来每年将推出 100 部独家内容，包括 10 部星战剧集、10 部漫威剧集、15 部迪士尼/皮克斯动画以及 15 部迪士尼或皮克斯长篇。到 2024 年迪士尼旗下的 Disney+、Hulu、ESPN+ 三大流媒体将烧掉 140~160 亿美元，迪士尼流媒体业务可能会面临亏损。因媒体运营策略的相似性，未来迪士尼流媒体业务的亏损程度也将成为验证芒果模式的重要观察指标。

图 13：迪士尼收入结构变化（百万美元）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14：Disney+ 订阅会员数变化



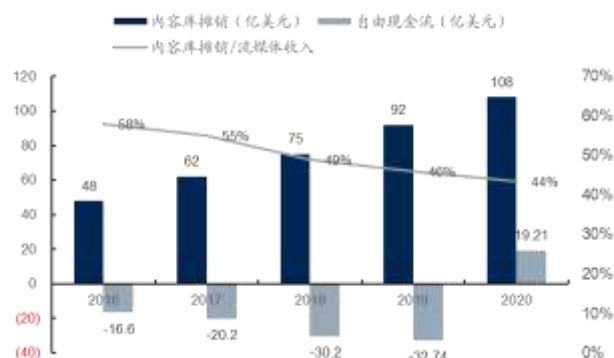
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 奈飞付费会员数变化



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 奈飞内容库摊销和自由现金流变化



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

值得关注的是, 迪士尼财报季 Netflix 首席执行官 Reed Hastings 曾在公开发言中表示: Disney+ 让他第一次感受到了压力, 并且决定用 5-10 年时间在“家庭娱乐”领域展开布局。我们认为中长期来看, Disney+ 的流媒体业务有望成为迪士尼全新增长一极, 迪士尼或将成为奈飞在全球流媒体市场上的强劲对手。

中视频: 兵家必争之地, 芒果 TV 借“大芒计划”短剧微综已入局

短视频“快抖”双寡头格局已定, 长视频“爱优腾+芒果 B 站”已基本确立“3+2”格局, 中长期来看视频行业的最大变局是中视频。字节系重要玩家西瓜视频 2020 年 10 月宣布将通过 20 亿元补贴计划全力扶持中视频创作者, 标志着行业对中视频赛道的探索进一步明确。西瓜视频总裁任利锋首次提出“中视频”含义, 满足如下条件: 1) 时长上, 中视频主要是 1 分钟到 30 分钟的视频内容; 2) 形式上, 不同于短视频以竖屏为主, 中视频绝大部分是横屏; 3) 生产上, 中视频创作人里, PGC 占比更高。

相比短视频的碎片化, 中视频可以相对满足内容深度, 但对内容创作者的要求更高, 相比长视频的冗长, 中视频可满足效率并兼顾专业性。

表 3: 国内视频的主要分类

类别	短视频	中视频	长视频
时长	1 分钟以内	1-30 分钟	30 分钟以上
生产模式	UGC	PUGC	OGC
展现形式	竖屏	横屏	横屏
国内产品代表	抖音、快手	西瓜视频、哔哩哔哩	爱优腾、芒果 TV
海外产品代表	TikTok	YouTube	Netflix、Disney+
主要视频类型	创意类	生活、知识类	影视、综艺
平台盈利模式	信息流广告、直播电商	广告、直播等	会员、广告

资料来源:国信证券经济研究所整理

目前短视频不断延长时长上限, 而长视频试水中短内容, 国内主打中视频路线的平台是西瓜视频, B 站在内容形式上更像中视频, 2020 年 7 月 B 站数据显示: B 站热门视频(总排行榜中的视频)中, 5 分钟以下的短视频占 51%, 5-20 分钟的视频占 47%, 20 分钟以上的视频仅占 2%, 相比西瓜的高效分发机制, B 站的核心本质目前还是社区, 目前 B 站还面临破圈和变现多元化的问题, 我们判断西瓜视频可能是更像中国版的 YouTube。

巨头已用脚投票, 中视频是真金白银的赛道, 而非仅仅是概念。除了时长问题, 中视频最核心的还是内容生态问题, 除了西瓜视频明确平台定位为中视频平台, 长短视频玩家均不遗余力通过收揽优质创作者或减少视频创作的时长限制, 以试水中视频。

表 4: 各巨头对中视频领域的试水或布局

平台	中视频布局或内容创作者投入
快手	2019 年 7 月份向一部分用户开放了 5-10 分钟的视频录制时长内测；快手“光合计划”：一年 100 亿扶持 10 万优质内容创作者
抖音	2019 年 8 月 24 日抖音逐步开放 15 分钟的视频发布时长。上线以来，视频时长限制经历了 15 秒、1 分钟、到 15 分钟的变化；抖音创作者大会上发布了 800 亿元的创作者激励计划，包含对中视频创作者的支持
微信	2019 年微信后台视频上传规则改动可上传 30 分钟内视频；
爱奇艺	2020 年 4 月 2 日爱奇艺随刻版 App 在全渠道上线，定位为综合型视频社区，对标 YouTube 中视频
芒果 TV	通过大芒计划孵化创作者，试水分账模式的精品短剧和短综艺
B 站	2020 年 6 月 B 站关于泛知识学习类内容的扶持已经持续了 5 个月，并从 6 月开始加大扶持力度
微博	微博启动了视频号计划，开放时长
知乎	知乎推出了视频专区，主打 3 到 5 分钟的中视频
小红书	小红书上线视频号，支持最长 15 分钟视频的发布
百度	百度推出了百度看看 APP，视频的时长大多在 1 分钟到 5 分钟内
西瓜视频	首家明确定位为中视频视频平台，20 亿元补贴计划全力支持中视频创作者

资料来源：国信证券经济研究所整理

芒果对中视频的探索，逐渐通过“大芒计划”显现出来。“大芒计划”在 2019 年 8 月发布，旨在挖掘优质内容创作者，截至目前，芒果已经探索出介于长视频和短视频之间的原创短剧微综的中视频形式，并为中视频行业的内容创作者提供了剧集定制分账范式。2020 年大芒计划推出 38 档短剧微综，贡献了超 10 亿的平台新增流量。2021 年，大芒短剧将推出 100+ 档，在覆盖不同内容类型的同时，开设独立的短内容频道，打造内容厂牌概念，欢娱、华策、五元文化等头部剧集公司也将依托大芒计划与公司合作中视频短剧。2021 年大芒计划的 KPI 目标达到 1000 万 DAU，比 2020 年翻一番，预算则增长至 2020 年的十倍之多。

目前芒果的中视频短剧微综采取分账和定制模式，定制内容的 20%-30% 份额给予基层 UP 主的内容原创，依托湖南广电的平台优势和芒果 TV 的自制优势，芒果中视频的底层逻辑：优质内容版权/IP → 平台创作人输出 UGC → 流量与消费 → 收益 → (新) 优质内容版权/IP，一方面，确保中视频内容拥有和长视频一样的高质量沉淀内容版权，另一方面不断积累优质 UP 主，目前大芒短剧的分账系数 1 元/有效 UV。

2020-2021 芒果的中视频短剧、微综已有不俗表现。2020 年底，大芒计划推出的女性微综《她有情绪又怎样》与新世相联合出品，微博热搜上榜 4 次，话题阅读量破 8 亿。2021 年初，大芒计划推出的短剧《我的哈士奇男友》由映美影业联合制作，人均播放 16.8 分钟的时长。

图 17: 芒果“大芒计划”中视频微综《她有情绪又怎样》


资料来源：芒果 TV，国信证券经济研究所整理

图 18: 芒果“大芒计划”中视频短剧《我的哈士奇男友》


资料来源：芒果 TV，国信证券经济研究所整理

从芒果各业务布局版图看，芒果 TV 为中流砥柱，依托大芒计划的中视频、依托小芒电商的内容电商都将成为公司内容品牌逐渐破圈的重要战略布局。

内容端：平台之本，稳扎稳打

芒果 TV 综艺维持龙头碾压优势，努力提升剧集市场份额

综艺方面，芒果 TV 上线了超过 40 档自制综艺，2020 年《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，根据骨朵数据，2020 年播放量在前 20 榜单中，芒果主控的全台网综艺占据 16 席位，剔除《爱情保卫战》芒果 TV 播放量占比 75%，截至 2021 年 6 月 4 日，芒果主控的全台网综艺占据 18 席位，芒果 TV 播放量占比 95%。芒果 TV 在综艺领域持续维持绝对优势。

表 5：2021 年长视频全台网综艺播放量 Top20（截至 6 月 4 日）

排名	名称	播放平台	上线天数	年初至今播放量 (亿)
1	乘风破浪的姐姐	芒果 TV	133	46
2	明星大侦探第六季	芒果 TV	162	37.1
3	妻子的浪漫旅行第五季	芒果 TV	58	19.9
4	婆婆和妈妈第二季	芒果 TV	106	19.3
5	快乐大本营 2021	芒果 TV	93	18.1
6	百变大咖秀	芒果 TV	126	13.6
7	姐姐的爱乐之程	芒果 TV	224	12.8
8	听姐说	芒果 TV	68	12.2
9	向往的生活 第五季	芒果 TV	42	11.4
10	怦然再心动	芒果 TV	132	10.4
11	风味人间第二季	腾讯视频	404	8.1
12	女儿们的恋爱 第三季	芒果 TV	219	7.7
13	密室大逃脱 第三季	芒果 TV	29	7
14	初入职场的女性	芒果 TV	59	6.3
15	希望的田野	芒果 TV	180	5.6
16	明星大侦探之名侦探学院 第四季	芒果 TV	50	4
17	谁是宝藏歌手	芒果 TV	42	4
18	创造营 2021	腾讯视频	107	4
19	明星大侦探之名侦探学院 第三季	芒果 TV	211	3.7
20	鲜厨 100 第二季	芒果 TV	50	3.7

资料来源:骨朵数据, 国信证券经济研究所整理

剧集方面，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》均取得靚眼成绩。根据骨朵数据，2020 年播放量在前 20 榜单中，芒果主控或参与的全台网综艺占据 8 席位，播放量占比 29%，截至 2021 年 6 月 4 日，芒果参与的全台网综艺占据 8 席位，芒果 TV 的播放量占比 27%。后续季风剧场剧集的播出，有望提升芒果 TV 剧集方面的市场份额。

表 6: 2021 年长视频全网影视剧播放量 Top20 (截至 6 月 4 日)

排名	名称	播放平台	上映天数	年初至今播放量 (亿)
1	斗罗大陆	腾讯视频	119	54.7
2	锦心似玉	腾讯视频	98	48.2
3	有翡	腾讯视频	170	38.4
4	长歌行	腾讯视频	65	31.2
5	理智派生活	芒果 TV	65	24.5
6	八零九零	芒果 TV	44	23.7
7	陪你一起长大	芒果 TV	68	22.5
8	爱的理想生活	腾讯视频、芒果 TV	76	18.5
9	阳光之下	芒果 TV	160	16.7
10	你是我的城池营垒	腾讯视频、爱奇艺、优酷	99	16.5
11	司藤	腾讯视频、爱奇艺、优酷	88	16.2
12	乌鸦小姐与蜥蜴先生	腾讯视频	-	15.7
13	暗恋橘生淮南 2021	腾讯视频、芒果 TV	-	15.3
14	我就是这般女子	腾讯视频	137	14.2
15	我的小确幸	腾讯视频	142	13.7
16	骊歌行	腾讯视频、爱奇艺	50	12.9
17	玲珑	腾讯视频、芒果 TV	126	10.3
18	你好，对方辩友	芒果 TV	-	10.3
19	别想打扰我学习	芒果 TV	-	9.8
20	良辰美景好时光	腾讯视频、爱奇艺	57	8.6

资料来源: 骨朵数据, 国信证券经济研究所整理

行业底部期抄底影视剧, 季风剧场有望打造行业标杆

从影视剧行业发展变现来看: 近几年产能持续缩减, 根据过去几年电视剧发行许可证数及备案数变化, 我们认为: 1) 近些年备案数远高于发行数, 显示行业供给较多, 消化不足, 但核心仍然是符合政策环节的精品剧仍然匮乏; 2) 19 年的政策冲击和 20 年的疫情重创影响影视剧的行业产能, 21 年行业有望持续复苏, 终究回归市场均衡; 3) 行业逐步由供给驱动型转向需求驱动型, 上游内容端, 尤其是纯内容的影视制作公司议价能力变弱, 平台端因接近 C 端将更加掌握产业链话语权。

视频平台参投剧集比例提升明显, 对内容的参与度变强。2020H1 视频平台参投剧集占比达到 49%, 同比增加 13pct, 平台越来越倾斜于自制内容和独播内容, 平台未来将不仅仅承担发行功能, 区别于美国四大, 中国的视频平台将会形成一个综合娱乐影视综艺集团型公司。芒果 TV 在当前阶段“all in”影视剧也是大势所趋。

图 19: 2011-2020 年电视剧发行许可情况 (部)



资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2013-2020 电视剧备案数情况 (部)



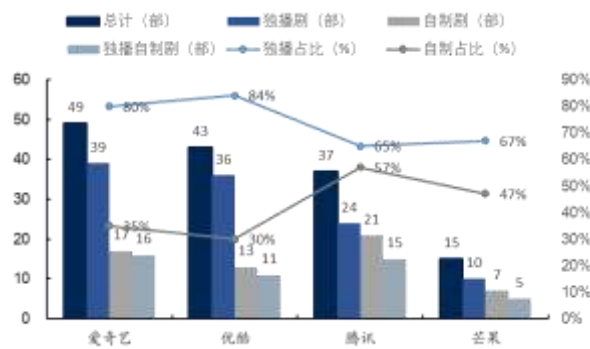
资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2019H1-2020H1 不同平台剧集参透比例



资料来源: 艺恩网, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2020H1 各大视频平台独播剧/自制剧分布情况



资料来源: 各大视频平台, 国信证券经济研究所整理

芒果 TV 从 2020 年起战略性的加大影视剧投入, 在行业发展低迷之际招兵买马, 打造团队, 并建立自己的厂牌。

2021 年芒果 TV 在内容端的最大亮点即是剧集台网联动的“季风计划”。季风计划十部短剧将贯通 2021 年, 其中每季 12 集, 每周 2 集, 每集 70 分钟。季风计划将扩大用户圈层、丰富内容题材、变更观看时长。季风计划第一部作品《猎狼者》已于 2021 年 5 月 24 日上线。

表 7: 芒果超媒季风剧场剧集整理

剧集名称	演员	导演	类型
猎狼者	秦昊、尹昉、黄子星	曹盾	当代、涉案
逆光者	彭冠英、张雨剑	余庆	悬疑、罪案
谎言真探	余男、邢佳栋	张思庆	涉案
江照黎明	马思纯、白客	牛超、王涛涛	悬疑、罪案
礼物	陈数、王真儿、王智	-	家庭、悬疑
我在他乡挺好的	周雨彤、白宇帆、孙千	李漠	都市、话题
婆婆的镯子	蓝盈莹、牛骏峰、郭君梅	李昂	家庭、话题
沉睡花园	龚俊、乔欣	臧溪川	爱情、悬疑
火星孤儿	费启鸣、赵弈钦	赵一龙	科幻

资料来源: 芒果 2021 年春季品鉴会, 国信证券经济研究所整理

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, 重点综艺片单包括《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, 据公开报道, 《乘风破浪的姐姐》姊妹篇《哥哥的滚烫人生》已经处于录制期, 有望打造 2021 年现象级综艺。

表 8: 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

芒果 TV 发布剧集数和综艺数为全平台之最，21 年将发布 70 多部剧集片单和 50 多部综艺片单。在综艺领域芒果 TV 已形成碾压性优势，其中影视剧市场竞争更加激烈，对比 2021 年其他几家平台的剧集内容特色及剧集数量：

爱奇艺：垂直细分全覆盖，“迷雾剧场”精品频出。爱奇艺推出三大品牌剧场（恋恋剧场、小逗剧场、迷雾剧场）、四个致敬系列（致信仰、致生活、致青春和致传统），垂直类型细分、“厂牌化”特征明显的同时，60 部作品的体量也对受众进行全面覆盖。其中迷雾剧场延续 2020 年《隐秘的角落》《沉默的真相》等高口碑作品的成功，延续了“精简”策略，推出 5 部精品悬疑剧集。

腾讯视频：依托阅文优势，押宝 IP 古偶剧。依托于阅文大 IP 储备，计划发行 13 部古偶，强势锁定固有受众群体；加强现代剧的布局，27 部现代都市剧集形成集群效应；主旋律的年代剧在重大节点营造氛围；科幻、探险、动漫题材作品进行有益补充。过去三年间，腾讯视频约投入 500 亿内容开发成本，未来三年腾讯视频拟投入 1000 亿内容开发成本，抢占长视频领域 10% 的市场份额。

优酷：延续头部精品剧战略，特色稍显不足。优酷共计发布 53 部剧集，相比其他平台数量最少，优酷在独播大剧领航之下，继续延续“硬汉风”，深耕悬疑题材剧，五大特色剧场（宠爱剧场、悬疑剧场、港剧场、合家欢剧场）稍显特色不足，但头部大剧均是行业顶级导演制作人郑晓龙、于正等参与制作。

表 9: 芒果 TV 2021 年全年剧集片单

序号	剧名	题材	序号	剧名	题材
1	我待生活如初恋	都市生活	36	少年白马醉春风	古装武侠
2	暗恋橘生淮南	青春校园	37	少年行	耽改
3	起跑线	当代都市	38	夜色暗涌时	当代都市
4	八零九零	都市生活	39	机智的恋爱生活	都市爱情
5	对你的爱很美	都市家庭	40	住在我隔壁的甲方	超现实轻喜剧
6	尚实	古装宫廷	41	不可思议的爱情	竞技爱情
7	涩女郎	新女性	42	贺少的恋恋不忘	都市甜宠
8	完美证据	律政检察	43	站住！花小姐	都市爱情
9	少年派 2	家庭教育	44	双面神探	喜剧悬疑
10	海洋之城	职场生活	45	不能恋爱的秘密	悬疑爱情

11	了不起的儿科医生	医疗情感	46	原来是你	励志青春
12	隐秘而伟大	年代谍战	47	芥子时光	励志青春
13	无法恋爱的理智派	都市情感	48	看见缘分的少女	古装奇幻
14	我和我们在一起	新女性	49	亲爱的吾兄	古装仙侠
15	逆光者	耽改	50	琴语笑江湖	古装武侠
16	天下长河	重大历史	51	如果声音有记忆	都市甜宠
17	六爻	古装仙侠	52	心之向往	-
18	落花时节又逢君	古装仙侠	53	侠客行不通	古装武侠
19	百灵潭	古装仙侠	54	屠户家的小娘子	古装甜宠
20	我才不要和你做兄弟	青春喜剧	55	云中谁寄锦书来	-
21	我才不要和你谈恋爱呢	都市情感	56	我的不惑青春	都市情感
22	掌中之物	都市情感	67	白玉思无暇	古装偶像
23	梦醒长安	古装宫廷	58	我亲爱的小洁癖	都市情感
24	海上繁花	都市情感	59	玉兰花开君再来	年代情感
25	黑色灯塔	都市律政	60	别想打扰我学习	青春成长
26	与晨同光	都市情感	61	他和他的恋爱剧本	都市甜宠
27	凭栏一片风云起	年代传奇	62	都是好时光	当代都市
28	狂猎	当代涉案	63	好女好男	都市情感
29	礼物	她悬疑	64	拜托了！工程师	青春竞技
30	她们的镯子	都市家庭	65	暗格里的秘密	青春爱情
31	小菜一碟	她悬疑	66	两不疑	古装奇幻
32	海葵	家庭悬疑	67	放羊的星星（泰国版）	偶像爱情
33	男朋友典当行	青春爱情	68	下一站是幸福（泰国版）	都市情感
34	少年白马醉春风	古装武侠	69	爱与罚	现代爱情
35	法医秦明 3	悬疑刑侦	70	情链	现代爱情
			71	蜜吻奇缘	现代爱情

资料来源:2021年青春新芒果品鉴会,新剧观察,国信证券经济研究所整理

表 10: 芒果 TV 2021 年全年综艺片单

序号	综艺	题材	序号	综艺	题材
1	乘风破浪的姐姐 2	逆龄女团励志成长真人秀	28	说唱听我的 2	说唱音乐竞演
2	披荆斩棘的哥哥	逆龄男团励志真人秀	29	热血少年	冰雪挑战
3	明星大侦探 6	明星推理真人秀	30	试试看吧	职场新概念体验真人秀
4	明星大侦探 7	明星推理真人秀	31	披荆斩棘的哥哥团综	-
5	密室大逃脱 3	实景解密体验秀	32	女儿们的恋爱 4	代际情感观察真人秀
6	声临其境 4	声音魅力竞演秀	33	敲开老板的门	职场竞技
7	百变大咖秀 6	明星模仿秀	34	帮帮我喜剧人	搞笑艺人短剧演出
8	向往的生活 5	生活服务纪实	35	岛上友人	交友实验纪实秀
9	中餐厅 5	青春合伙人经营体验	36	新生日记 3	运气生活观察类真人秀
10	元气满满的哥哥 2	代际互动观察类游戏	37	小巨人运动会 2	热血儿童运动真人秀
11	嗨唱转起来 3	全民音乐综艺互动秀	38	闪闪发光的少年	少年民族乐团养成
12	舞蹈风暴 3	舞蹈创编竞技	39	希望写在田野上	消费扶贫真人秀
13	女儿们的恋爱 3	代际情感观察真人秀	40	理想家	合租生活方式探索真人秀
14	朋友请听好 2	声音互动陪伴真人秀	41	明星大侦探之名侦探学院 3	益智成长真人秀
15	鲜厨 100 第二季	美食少年先锋成长试炼记	42	超级星主播	主播活动挑战赛
16	神奇的汉字 3	全民汉字挑战	43	欣然假期	懒人生活方式真人秀
17	叮咚上线！老师好 2	互动知识分享	44	后浪之歌	青少年音乐创作养成
18	游戏的法则	心理战游戏	45	超级带货王	直播选秀
19	快乐大本营	嘉宾访谈游戏秀	46	鲜师总动员	-
20	天天向上	娱乐脱口秀	47	靓女出街	-
21	天天大直播	直播带货	48		Boss 为何那样-
22	大肚男	新概念减肥男团真人秀	49	我忍不住了	-
23	33 天限定恋人	明星限定恋爱观察真人秀	50	小芒女孩时尚秀	-
24	姐姐的爱乐之城	环中国打歌旅行	51	开封有个宝	-
25	婆婆和妈妈 2	家庭代际和谐促进真人秀	52	听姐说	-
26	妻子的浪漫旅行 5	夫妻情感治愈节目	53	扑通扑通的心	-
27	姐姐的爱乐之城 2	环中国打歌旅游	54	快乐连连看	-

资料来源:2021年青春新芒果品鉴会,新剧观察,国信证券经济研究所整理

总结来说，内容始终是平台之本，平台的成长都建立在芒果 TV 在内容端的稳扎稳打，我们将在“多元变现篇”重点分析在芒果 TV 主业变现之外，内容电商和剧本杀赛道的布局。

盈利预测和估值

公司主业经营情况

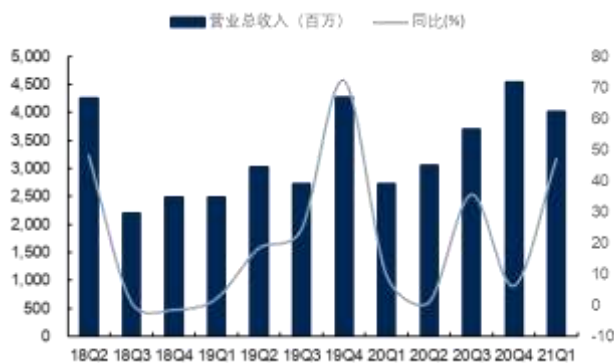
公司主要包括三部分，2020 年公司主业情况如下：

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、导摄、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。

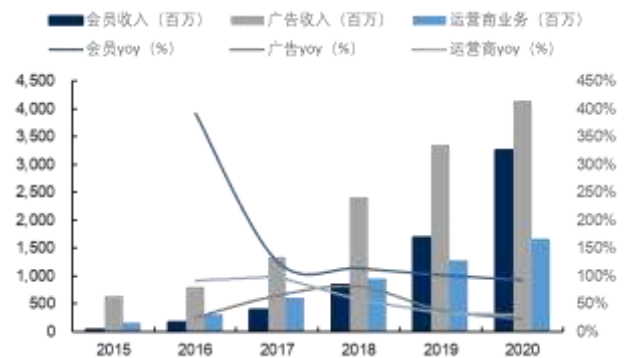
3) 媒体零售业务包括传统的媒体销售和小芒电商为核心的内容电商业务，2020 年实现营收 21.05 亿，同增 4.84%，毛利率 20.34%，同减 6.48pct，除了传统零售板块，小芒电商作为内容电商板块的补充，形成以“视频+内容+电商”为核心的全新模式。

图 23: 芒果超媒营业收入变化



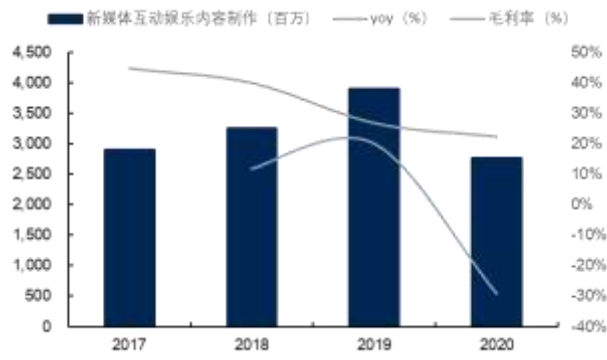
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24: 芒果 TV 互联网视频业务分业务增长情况



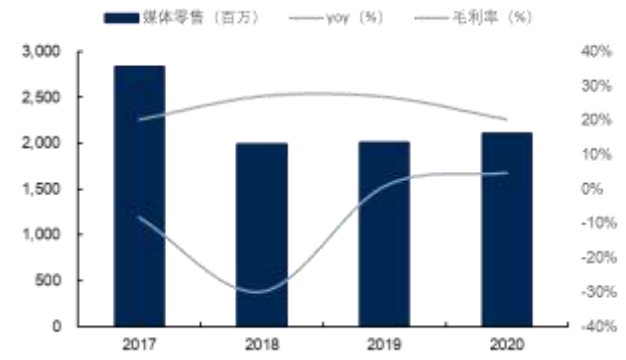
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25: 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 26: 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

业绩预测

公司各业务部分预测如下: 1) 芒果 TV 的互联网视频业务: 互联网视频收入包括会员、广告和运营商业务, 其中预计公司付费会员 21~23 年增速为 80%/50%/35%, MAU 增速为 28%/24%/20%, 暂不考虑付费会员提价预期, ARPPU 增速为 1%/1%/1%, 单用户广告价值增长为-5%/-3%/1%, 预计运营商业务收入增速 27%/26%/25%; 2) 新媒体互动娱乐内容制作业务收入增速为 8%/8%/8%; 3) 媒体零售业务收入增速为 5%/5%/5%。

表 11: 芒果超媒分业务收入预测情况

	2020	2021E	2022E	2023E
新媒体互动娱乐内容制作				
收入 (百万)	2764.98	2986.18	3225.07	3483.08
yoy (%)	-29.14%	8.00%	8.00%	8.00%
芒果 TV 互联网视频业务				
收入 (百万)	9060.57	13067.70	17686.40	22895.51
yoy (%)	43.40%	44.23%	35.34%	29.45%
—会员业务	3255.00	5917.59	8965.15	12223.98
yoy (%)	93.15%	81.80%	51.50%	36.35%
—广告业务	4139.00	5033.02	6053.72	7337.11
yoy	23.47%	21.60%	20.28%	21.20%
—运营商业务	1667.00	2117.09	2667.53	3334.42
yoy	30.78%	27.00%	26.00%	25.00%
媒体零售业务				
收入 (百万)	2104.53	2209.76	2320.24	2436.26
yoy (%)	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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, 对应 PE 50/41/34 倍。

表 12: 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)	105.21	61.37	50.32	40.85	33.95
EV/EBITDA	26.06	20.02	35.27	34.34	32.66
市净率 (PB)	13.85	11.49	9.51	7.85	6.48

资料来源: 国信证券经济研究所整理

如何估值

我们进一步采用分部估值法对公司 2021 年目标市值做测算:

- 1) 芒果 TV 互联网视频业务采取 PS 估值法, 预计 21 年该业务营收 130.68 亿, 考虑公司的互联网视频平台已实现盈亏平衡给予 21 年 10~13 倍 PS;
- 2) 新媒体互动娱乐内容制作业务采取 PE 法, 21 年预计该业务营收 29.86 亿, 该业务平均净利率约为 10%, 预计净利润约 3 亿, 考虑行业可比公司多为影视制作, 公司综艺优势远超同行, 给予 21 年 18~20 倍;
- 3) 媒体零售业务包括传统业务和小芒电商, 其中传统业务采用 PE 法, 2020 年快乐购刚刚扭亏为盈, 实现净利润约 1400 万, 预计 21 年保持 50% 增长, 有望实现 2000 万净利润, 给予该部分 18~20 倍 PE, 小芒电商部分的预测与比较在下篇多元变现篇有详细分析, 预计 21 年小芒目标 GMV 10 亿, 按照 P/GMV 法, 对比抖音、快手和小红书, 给予 2~3 倍。

综合以上预计 21 年公司目标市值在 1384~1803 亿, 中性预期下公司目标市值 1594 亿, 维持买入评级。

表 13: 芒果 TV 2021 年目标市值测算

估值方法	估值	悲观	中性	乐观
PS 法	芒果 TV 互联网视频业务	10	11.5	13
	目标市值 (亿)	1306.7	1502.71	1698.71
PE 法	新媒体互动娱乐内容制作	18	19	20
	目标市值 (亿)	54	57	60
PE 法	媒体零售-传统业务	18	19	20
	目标市值 (亿)	3.78	3.99	4.2
P/GMV	媒体零售-小芒电商	2	3	4
	目标市值 (亿)	20	30	40
	合计目标市值 (亿)	1384.48	1593.70	1802.91

资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 14: 可比公司估值 (互联网视频平台)

证券代码	证券简称	评级	收盘价(港元/美元)	市值	营业收入(亿元, 奈飞单位/亿美元)			PS(倍)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9626.HK	哔哩哔哩-SW	增持	852.00	3169.07 亿港元	194.53	284.90	395.45	16.29	11.12	8.01
1024.HK	快手-W	买入	206.20	8584.04 亿港元	868.32	1223.24	1606.01	9.89	7.02	5.34
IQ.O	爱奇艺	暂无评级	13.75	725.81 亿元	324.14	362.04	401.85	2.24	2.00	1.81
NFLX.O	奈飞公司	暂无评级	489.43	2193.60 亿美元	297.84	344.56	397.01	7.37	6.37	5.53

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

表 15: 可比公司估值 (A股相关公司)

证券代码	证券简称	评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300133.SZ	华策影视	买入	6.09	113.87	0.27	0.32	0.35	22.75	19.18	17.57
002343.SZ	慈文传媒	增持	5.69	26.93	0.36	0.39	-	15.81	14.59	-
002291.SZ	星期六	买入	21.28	155.45	0.95	1.61	1.82	22.40	13.22	11.69
600637.SH	东方明珠	暂无评级	8.82	300.82	0.54	0.57	-	16.33	15.47	-
300770.SZ	新媒股份	买入	52.02	122.14	2.94	3.56	4.15	17.71	14.63	12.54
600556.SH	天下秀	买入	10.50	188.01	0.30	0.43	0.60	35.00	24.42	17.50

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

政策监管的风险

公司所在行业属于文化传媒行业，具有意识形态特殊属性，政策监管贯穿于行业的整个业务流程。行业监管政策存在变化的可能性，给公司业务经营带来不确定性。公司将严格按照行业监管和政策要求开展内容生产工作，建立内部完善的质量管理和控制机制，避免政策监管带来的风险。

行业竞争风险

公司所处的长视频赛道竞争激烈，各长视频平台加强内容自制能力，内容同质化日趋严重。短视频平台发展迅速，进军长视频领域，长、短视频相互渗透加剧，行业格局发生变化，对公司的经营模式和管理水平提出较大挑战，并可能对公司的市场份额及盈利能力带来不利影响。公司将加强长视频运营能力，巩固自身竞争优势，同时探索布局新业务。

内容项目波动的风险

芒果超媒的核心竞争力为“芒果系”优秀的自制能力，随着优酷、腾讯及爱奇艺自制力量的崛起，以及浙江卫视等省级电视台对自制综艺内容重视程度的逐渐提升，公司内容影响力存在下降的风险。

人才流失的风险

优质内容的背后为优秀的制作团队，随着优酷、腾讯、爱奇艺对于内容制作注意力的增强，“芒果系”人才出走情况偶有发生。若后续核心人才持续流失，公司内容制作力量存在被削弱的风险。

用户规模增长不及预期的风险

与三大视频网站相比，芒果 TV 的用户规模尚小，存在较大的提升空间。虽然芒果 TV 用户数增速快，但付费用户数保持相对慢的增长，MAU 体量上与爱奇艺相差 2 倍以上，长期来看，公司走相对稳健的扩张路径，符合公司媒体平台的定位。

估值和盈利预测的风险

我们将公司各业务拆分分部估值，公司各业务有基于平台的衍生价值，估值时可能会重复考虑相关业务板块；因小芒电商刚过内测期，GMV 数据相对不透明，我们的测算更多基于同行给予大概估算，可能对小芒电商的预期相对较低。

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	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8644	11856	14915	18314	净利润	1982	2417	2977	3583
少数股东权益	33	30	26	22	资产减值准备	38	52	33	32
股东权益	10588	12788	15497	18757	折旧摊销	4410	1507	1148	879
负债和股东权益总计	19266	24673	30437	37092	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