

一体化国有新媒体，业绩确定性与弹性兼备

——芒果超媒 (300413.SZ) 首次覆盖报告

增持 (首次)

日期: 2020年06月01日

报告关键要素:

公司是湖南广播电视台旗下新媒体产业及资本运营平台，其前身为快乐购，于2015年1月上市，2018年注入芒果系5家公司，成为从艺人经纪、内容制作与运营，到分发环节的互联网视频与运营商业业务的全产业链布局的新媒体集团。注资后，公司盈利能力大幅提升，19年继续高速增长，实现营收125.01亿元 (yoy+29.4%)，归母净利润11.56亿元 (YoY+33.6%)。一体化模式稀缺价值+多元变现途径+5G机遇+媒体电商新布局，预计将对公司未来增长形成有力支撑。

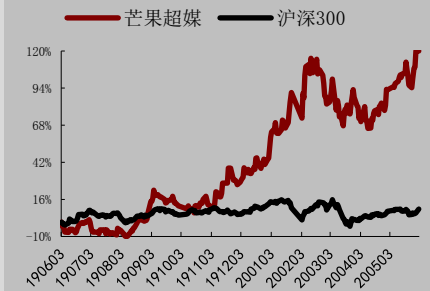
投资要点:

- **国有属性+湖南广电DNA+一体化模式，独具稀缺性优势：**文化媒体企业面临风险之一是监管政策不确定性，芒果为唯一国有控股视频平台，对内容把控具有天然政策敏感性；沿承湖南广电媒体基因，拥有工业化内容制作能力，并通过工作室制度实现对创新的充分激励，实现不断创新；商业模式上，从源头到制作、分发一体化，在A股中独一无二。
- **多元变现途径，业绩增长确定性、弹性兼备：**1) 会员收入：2019年付费会员达1837万 (yoy+70.9%)，但付费渗透率仍低于优爱腾，用户基数、付费率、ARPPU都有提升空间。内容是拉新的关键，芒果立足于“青春、都市、女性”的同时丰富题材实现用户扩圈，当前储备40部以上，从播放量看Q1已初步验证；年内有多款爆款综艺上线，《乘风破浪的姐姐》未播先火，有望成现象级综艺。2) 广告收入：芒果广告招商始终坚挺，保持逆势增长，受疫情影响项目延期，Q1增长不达预期，但随着多款王牌综艺上线，广告业务增长依然乐观。3) 5G机遇：5G提升大屏价值，超高清、以大屏为入口的在线教育等应用迎来发展机遇，IPTV/OTT业务有较大拓展空间。芒果为视频网站中唯一拥有IPTV/OTT全牌照公司；中移动战略入股，与咪咕深度绑定开展5G端合作；在5G/AR/VR等新技术领域抢先研究布局；广电首个5G基站落户长沙，芒果在5G发展中具有多重优势。4) MCN新趋势：“大芒计划”形成“IP-KOL-品牌”一站式营销，目前已签约超3000名网红，多款带货综艺上线播出，部分品牌已实现良好转化，预计未来有较大增长弹性。

基础数据

行业	传媒
公司网址	www.mgtv.com
大股东/持股	芒果传媒有限公司 /64.20%
实际控制人/持股	湖南广播电视台 /64.20%
总股本(百万股)	1,780.38
流通A股(百万股)	834.02
收盘价(元)	53.00
总市值(亿元)	943.60
流通A股市值(亿元)	442.03

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2020年06月01日

相关研究

分析师: 王思敏

执业证书编号: S0270518060001

号:

电话: 01056508508

邮箱: wangsm@wlzq.com.cn

研究助理: 徐益彬

电话: 075583220315

邮箱: xuyb@wlzq.com.cn

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	125.01	159.09	198.80	244.19
增长比率	29.4%	27.3%	25.0%	22.8%
净利润(亿元)	11.56	16.23	20.35	25.17
增长比率	33.6%	40.4%	25.4%	23.7%
每股收益(元)	0.65	0.91	1.14	1.41
市盈率(倍)	77.4	55.1	44.0	35.6

资料来源: WIND、万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年公司实现营收 159.09/198.80/244.19 亿元，归母净利润 16.23/20.35/25.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.91/1.14/1.41 元，对应 5 月 28 日收盘价 PE 为 55.13X/43.97X/35.55X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**行业竞争加剧风险、用户增长不及预期、新业务拓展不及预期。

万联证券

目录

1、湖南台优势延续，已成为全产业链布局综合娱乐传媒集团	5
1.1 曾为家庭电视购物上市第一股，注入湖南广电核心资产	5
1.1.1 以快乐购为主体上市，重组后实现核心资产整体上市	5
1.1.2 湖南台为实控人，中移动为第二大股东	5
1.2 以内容平台为依托，打造内容-平台-生态闭环	6
1.2.1 以芒果TV为核心，芒果媒体生态初成	6
1.2.2 互联网视频为核心业务，运营商业毛利率最高	8
2、详解芒果模式：聚焦垂直市场，独特成功路径难以复刻	10
2.1 独特内容生态打造，综艺独树一帜	10
2.2 工业化内容制作能力：继承湖南台基因，人才激励+纯熟方法论	11
2.3 内容把控：国有属性，坚守主流价值，倡导青春正能量	14
2.4 行业长期向好，芒果独具竞争优势	15
2.4.1 视频仍为第一大在线娱乐方式，长期需求不改	15
2.4.2 对标优爱腾：芒果小而美，首家盈利在线视频平台，多元变现盈利能力强	16
3、多元变现途径，确定性、弹性兼具	18
3.1 会员收入：内容端多元化探索，剧集发力，会员增长空间较大	18
3.1.1 内容拉新：当前内容储备丰富，综艺优势稳固，剧集发力	18
3.1.2 运营：精细化、粉丝化，提升LTV	20
3.1.3 从目标用户角度看，用户扩张空间较大	21
3.2 广告收入：围绕垂类客户，广告主投放意愿强	22
3.3 成本控制：版权采买价格下行，自制能力突出拉高毛利	25
3.4 5G机遇：大屏价值回归，IPTV/OTT全牌照&中移动入股，优势凸显	25
3.5 新营销：“大芒计划”拓宽平台边界，提升广告收入	27
4、前期投入已进入回收，步入可持续增长轨道	27
5、盈利预测与估值	29
6、风险提示	31
图表 1：标的资产业绩承诺及完成情况（单位：万元）	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：核心标的资产情况	6
图表 4：全产业链生态闭环	7
图表 5：2019年8月芒果TV全景流量渠道分布	7
图表 6：2017-2019年各业务营收情况	8
图表 7：2017-2019年各业务营收占比	8
图表 8：2017-2019年各业务毛利率变动情况	8
图表 9：2015-2019年芒果TV付费会员增长情况	9
图表 10：IPTV/OTT盈利模式	9
图表 11：艺恩播映指数前50中湖南卫视制作占比	10
图表 12：独播网综平台分布	11
图表 13：2019年观看度Top10独播网综	11
图表 14：20Q1季播综艺平台分布	11
图表 15：20Q1播映指数Top10季播综艺	11
图表 16：芒果TV已形成亲综艺节目制作方法论	12
图表 17：芒果TV主要工作室	13

图表 18: 芒果 TV 节目立项示意图	13
图表 19: 芒果 TV 全端上线全国两会特别报道专题	14
图表 20: 芒果自制主旋律作品 (部分)	14
图表 21: 各类应用使用时长占比	15
图表 22: 18H1-20Q1 网络视频用户规模及渗透率	15
图表 23: 各类型女性用户线上兴趣偏好 Top10	15
图表 24: 各娱乐方式付费渗透率对比	16
图表 25: “大芒计划”短视频创作者扶持活动	16
图表 26: “大芒计划-十人千万”竞选榜单	16
图表 27: 芒果实现以内容为基础的盈利闭环	17
图表 28: 各视频平台用户性别结构 (截至 2020.1)	17
图表 29: 各视频平台用户年龄结构 (截至 2019.5)	17
图表 30: 2020 年芒果 TV 剧集一览 (不完全统计)	18
图表 31: 2020 年芒果 TV 综艺一览	19
图表 32: 20Q1 各平台剧集有效播放及同比变化	19
图表 33: 2020 年电视剧、网络剧单年播放量 Top20	20
图表 34: 用户扩张、扩圈空间	21
图表 35: 芒果 TV 不同渠道用户性别占比	22
图表 36: 芒果 TV 不同渠道用户年龄占比	22
图表 37: 2019 年视频媒介行业活跃用户同比增速	22
图表 38: 2019 年视频媒介行业广告收入同比增速	22
图表 39: 爱奇艺广告收入及增速	23
图表 40: 芒果 TV 广告收入及增速	23
图表 41: 2018-2019H1 视频网站综艺品牌平均植入花费	23
图表 42: 芒果 TV 用户线上消费能力	24
图表 43: “带货”模式对年轻用户转化效率最高	24
图表 44: 芒果 TV “亲综艺”节目属性与广告贴合度高	24
图表 45: 国内互动剧用户规模	26
图表 46: 《头号嫌疑人》、《记忆重现》海报	26
图表 47: 《来自手机的你》宣传海报	27
图表 48: 17-19 年营收、归母净利润	28
图表 49: 17-19 年毛利率、净利率	28
图表 50: 17-19 年费率变动情况	28
图表 51: 17-19 年上下游支付变动情况	28
图表 52: 17-19 年现金流变动情况 (单位: 亿元)	29
图表 53: 业务拆分预测 (单位: 亿元)	29
图表 54: 可比公司估值一览	30

1、湖南台优势延续，已成为全产业链布局综合娱乐传媒集团

1.1 曾为家庭电视购物上市第一股，注入湖南广电核心资产

1.1.1 以快乐购为主体上市，重组后实现核心资产整体上市

芒果超媒股份有限公司是湖南广播电视台旗下新媒体产业及资本运营平台，其前身为快乐购，后注入芒果系资产，成为全产业链布局的新媒体集团。公司在“2019年中国互联网企业100强榜单”中排名跃升至第20位，是前20强中唯一的国有控股企业，同时连续5年排名湖南省互联网企业第一。公司以芒果TV为核心建立起全方位媒体产业生态，依托内容制作、发行及牌照、政策优势，借资本助力，实现了国有媒体的媒体融合和全媒体升级，成为国有控股新型媒体集团的典范公司。

发展历程：

1) 快乐购时期：快乐购为湖南广电集团与湖南卫视于2005年12月联合出资设立，2008年5月湖南电视台将所持快乐购85%股份无偿划转湖南广电，随后快乐购全部股权被注入湖南广播影视集团子公司金鹰控股（金鹰控股后更名为“芒果传媒”）。2011年4月，公司改制为股份制公司，2015年1月于深交所上市，成为国内首个家庭电视购物A股上市公司。公司主要从事媒体零售，包括家庭消费业务、内容电商业务、O2O电商业务及消费金融业务。

2) 芒果超媒时期：2018年4月，快乐购向阳光快乐等5家芒果系控股公司定增事项获得证监会审核通过，同年8月公司工商登记变更为“芒果超媒”。5家公司业绩承诺期为2017-2020年，2017-2019年均超额完成承诺指标。

图表1：标的资产业绩承诺及完成情况（单位：万元）

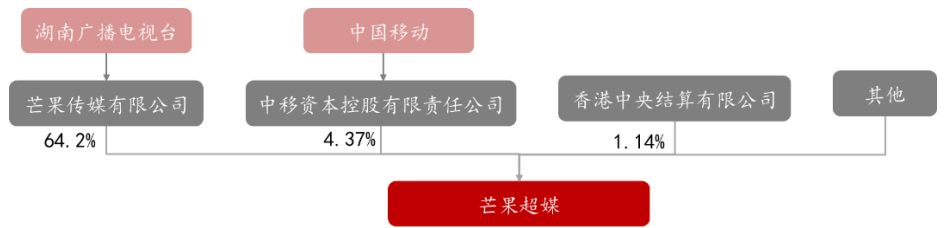
标的公司	2017年承诺值	2017年实际值	2018年承诺值	2018年实际值	2019年承诺值	2019年实际值	2020年承诺值
快乐阳光	31,549.47	35,855.25	67,945.78	70,995.87	91,021.50	92,704.00	129,369.60
芒果互娱	4,132.91	4,374.55	5,070.81	5,157.45	4,876.54	5,009.87	5,091.56
天娱传媒	9,548.62	10,675.89	2,087.46	12,575.60	2,538.96	2,587.62	2,844.41
芒果影视	4,150.39	4,153.19	4,944.67	5,313.95	4,531.96	4,846.76	4,688.07
芒果娱乐	2,773.74	3,002.93	7,451.30	8,028.85	6,432.91	6,532.12	7,495.76

资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.1.2 湖南台为实控人，中移动为第二大股东

股权结构稳定，实力股东助力业务发展。截至20Q1季度，控股股东为芒果传媒（持股比例64.2%），湖南广播电视台通过芒果传媒有限公司控股，为公司实控人。2019年5月，中国移动子公司中移资本通过定增获得公司4.37%股份，并成为公司第二大股东。湖南广电持股比例较高，占据绝对主导地位，公司发展及战略执行具有稳定性，且湖南广电在资本、内容和人才上资源优势明显；中移动入股后有利于进一步促进双方在IPTV/OTT业务上的协同效应，并在5G应用领域开展更深层次合作。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 以内容平台为依托，打造内容-平台-生态闭环

1.2.1 以芒果TV为核心，芒果媒体生态初成

以芒果TV为依托，各业务板块协同，全产业链生态协同效应初显。公司立足于“芒果TV”一云多屏广电新媒体平台，协同影视综艺、音乐、游戏等众多内容创作的市场化主体，收入来源多（广告、会员付费、电信及有线电视运营商增值服务收入分成、媒体电商等），抗风险性强，整合丰富的视频及电商产业链资源，打造集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务一体共生的独具特色的芒果媒体生态。

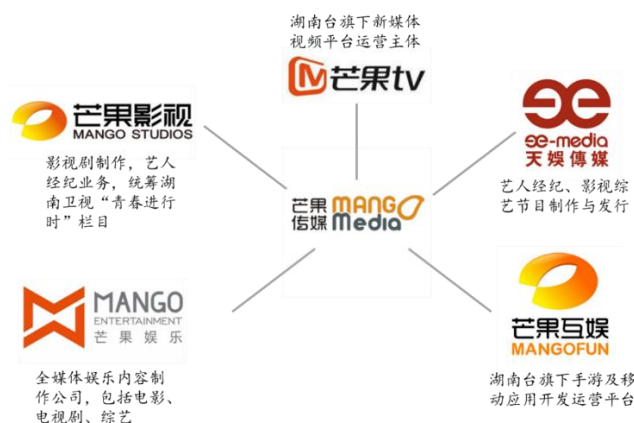
天娱传媒：成立于2004年，主营艺人经纪业务、节目及影视剧制作业务、其他无线增值授权业务等，是中国最大的青年偶像娱乐公司之一。目前，公司各梯队艺人储备丰富，形成了头部艺人+中部艺人+新人层次丰富的艺人梯队。截至2019年末，公司共有签约艺人96人。

芒果影视：成立于2001年，主营业务为影视中的电视剧业务，能够自主制作完成各类题材的电视剧，统筹制作出品的湖南卫视“青春进行时”剧场；艺人经纪方面以培养早期艺人为主。2019年，《我在北京等你》《空降利刃》列入“庆祝新中国成立70周年推荐播出参考剧目名单”。

芒果娱乐：主营的电视剧、综艺节目、艺人经纪业务自2014年起步，2019年度出品的《激荡》《初恋那件小事》《你是我的答案》《极速救援》《出线了，初恋》等多部剧目口碑及收视俱佳。

芒果互娱：主营业务为游戏业务和互动营销业务，游戏业务主要包括游戏IP合作和游戏代理发行，产品包括移动单机游戏、移动网络游戏、网页游戏等。

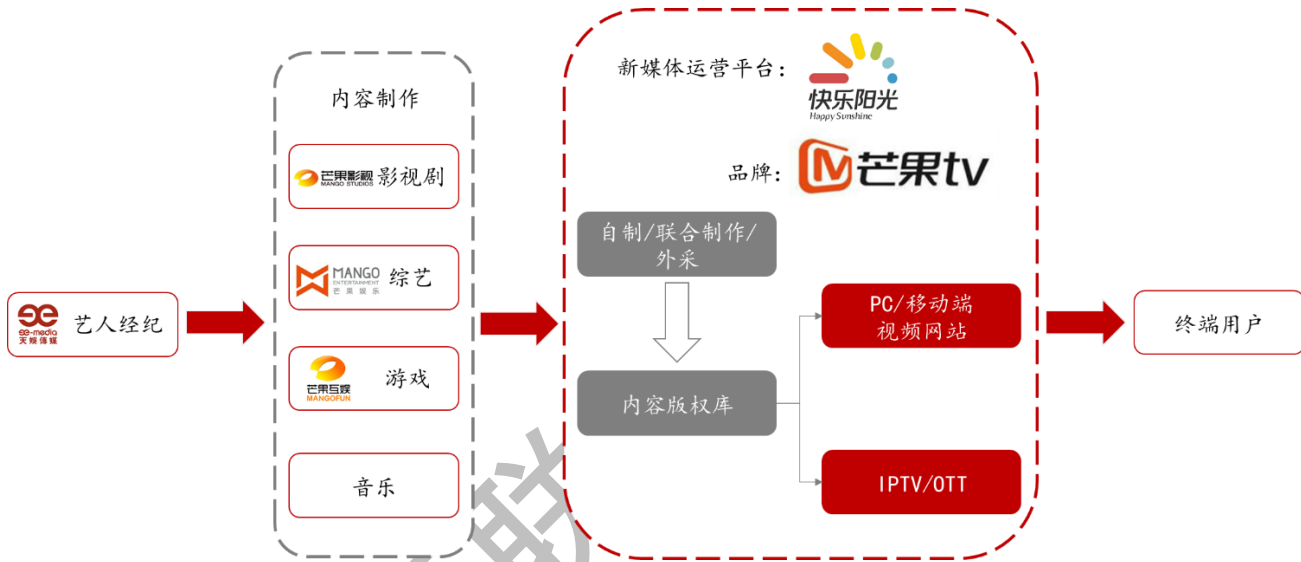
图表3：核心标的资产情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

目前，各板块之间形成独具特色的全产业链生态闭环。上游艺人经纪业务保证“关键生产要素”艺人来源以及可控性；中游依托强大的内容自制能力和优质内容产品矩阵，通过互联网视频平台多渠道进行内容运营分发；下游围绕芒果系的内容IP分类改编开发，实现线上线下多渠道衍生变现。产业链各环节之间具有较强的协同互补性，形成了媒体融合下一体共生、独具特色的芒果全产业链生态体系优势。

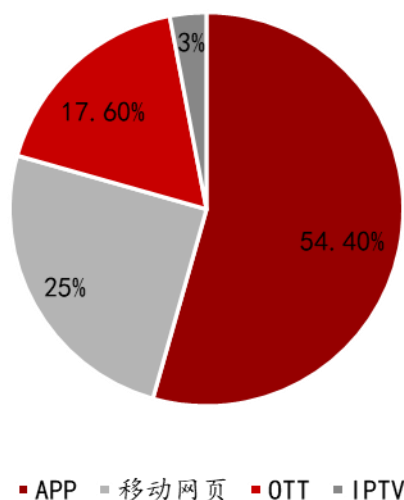
图表4：全产业链生态闭环



资料来源：公司公告、万联证券研究所

凭借牌照优势，实现“一云多屏”全渠道覆盖。在客厅大屏卡位战中，芒果优势独一无二。视频作为内容平台，分发渠道愈多，流量版图越大。芒果超媒除了PC和移动端覆盖，持有IPTV、OTT全牌照（OTT内容牌照共16张，集成牌照共7张），是互联网视频网站中唯一一家全牌照持有方，实现“一云多屏”终端全覆盖。对比优爱腾主要靠终端合作推广，芒果TV在内容推广上一枝独秀，根据勾正数据2019H1的数据，APP下载覆盖占比达85%（优酷为68%，爱奇艺为40%，腾讯视频为31%）。

图表5：2019年8月芒果TV全景流量渠道分布

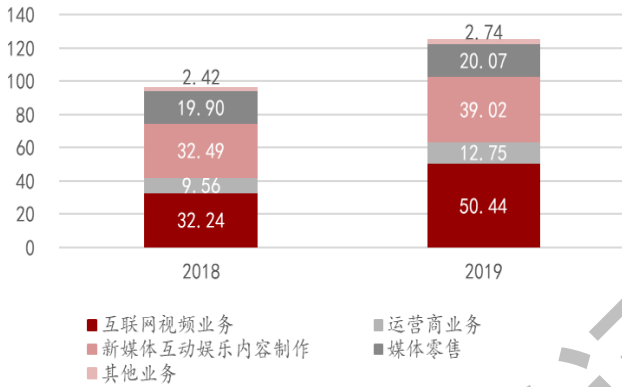


资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

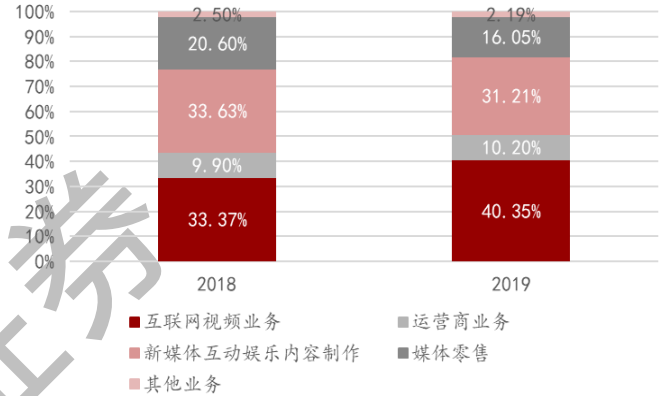
1.2.2 互联网视频为核心业务，运营商业务毛利率最高

从营收贡献上看，互联网视频业务占比最大，2019年该业务同比增长56.44%，营收占比达40.35%；其次是新媒体互动娱乐内容制作业务，2019年同增20.12%，占比31.21%；媒体零售业务同增0.87%，占比16.05%，较上年有所下降；运营商业务同增33.33%，占比10.20%。

图表6：2017-2019年各业务营收情况



图表7：2017-2019年各业务营收占比

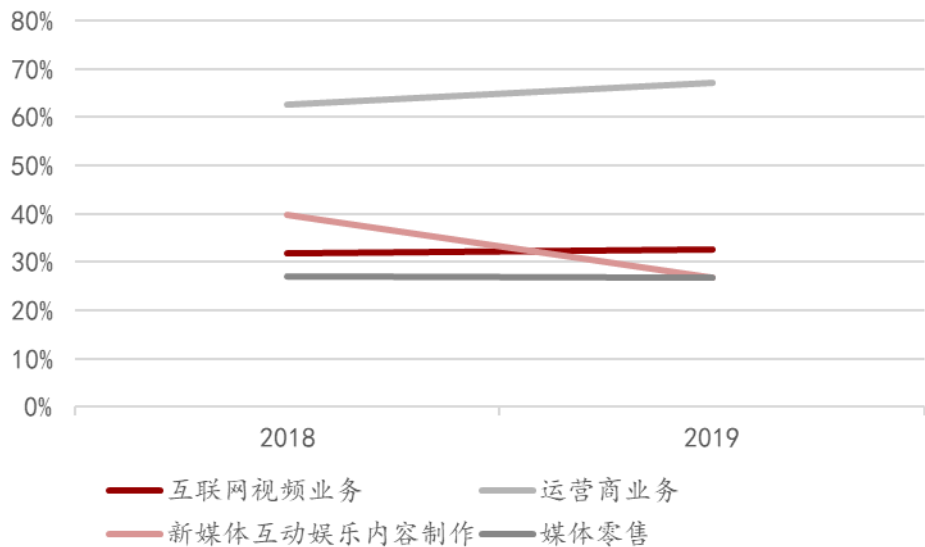


资料来源：公司财报、万联证券研究所

资料来源：公司财报、万联证券研究所

从毛利率来看，运营商业务毛利率始终处于高位，并保持稳中有升；其他业务毛利率较为接近。2019年新媒体互娱内容制作毛利率下降13.05%，主要系因平台对部分毛利贡献比较高的优质版权采取了独播策略。

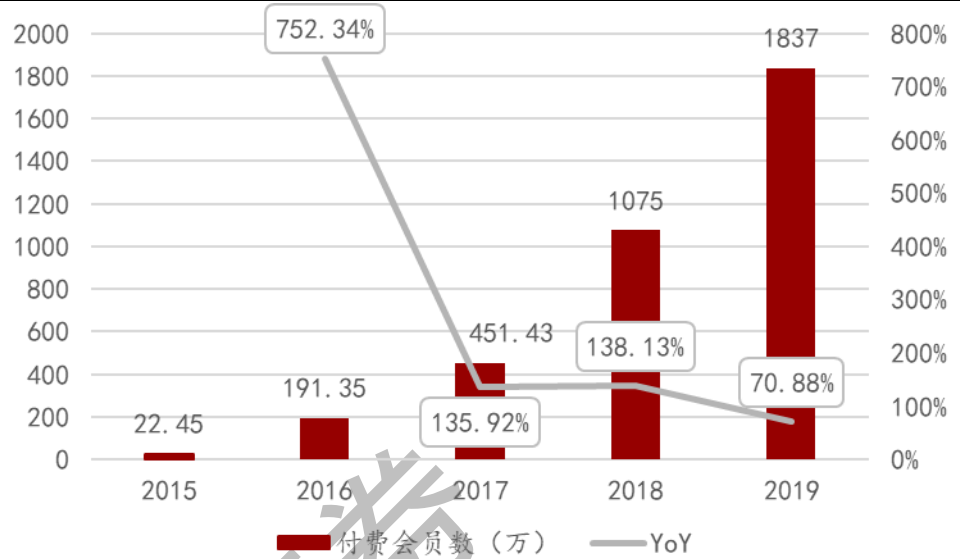
图表8：2017-2019各业务毛利率变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

互联网视频业务快速增长。2019年，互联网视频业务实现营业收入50.44亿元，同比增长56.46%；其中广告收入33.5亿元，同比增长39%；会员收入16.9亿元，同比增长102%。会员收入增速尤快，贡献度提升，截至2019年底，芒果TV付费会员数已经达1837万；用户粘性也显著提升，Questmobile数据显示，芒果TV用户日均使用时长为87.16分钟，高于优爱腾。2019年，公司广告品牌投放数达489个，同比增长50.93%。

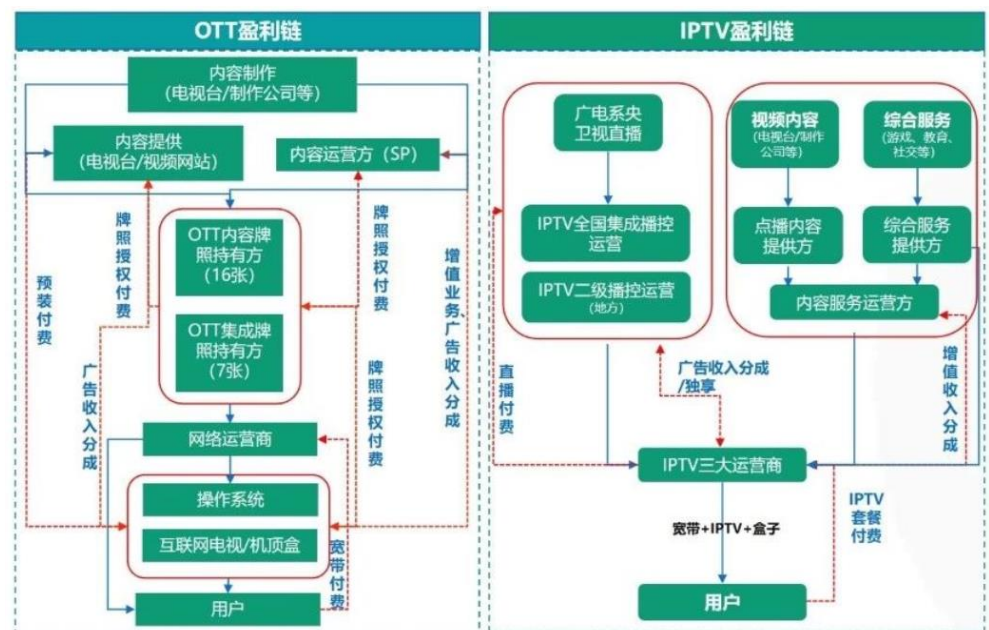
图表9：2015-2019年芒果TV付费会员增长情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

运营商业务：增速较快，整合业务，拓展市场和场景应用领域。2019年，公司运营商业务实现营业收入12.75亿元，同比增长33.31%，截至年底IPTV业务已覆盖广东、福建、浙江等31个省级行政区域，覆盖用户达1.48亿。公司从多角度增强运营商业务发展空间：**1) 整合：**芒果TV自2010年组建湖南IPTV团队和全国OTT团队，历经近10年发展，于2019年实现IPTV与OTT业务融合，新设成立智慧大屏中心，增强两业务的协同性；**2) 场景延伸：**推动互联网视频业务向家庭多场景内容消费领域延展，在线教育、体育等多元化内容会成为新的增量；**3) 市场推广：**加大市场开发力度，将湖南IPTV移动、电信、联通三大平台在体验、内容、技术等方面积累的经验推广到全国市场，中移动入股后也将对省外IPTV业务形成助推。

图表10：IPTV/OTT盈利模式



资料来源：勾正数据、万联证券研究所

媒体电商业务：公司零售板块业务积极向媒体电商转型，19年实现扭亏为盈。通过

开拓IPTV+OTT多渠道营销，探索智慧大屏商业变现，截至19年底业务已覆盖湖南等17个省（含直辖市），覆盖用户数达1.09亿户。通过创新业务模式和明星电商直播，已成为淘宝头部明星电商机构。“芒果好物”是公司未来重要的新业务板块，公司将重点实现芒果好物和快乐购的供应链、产业链体系之间的协同。目前公司的S级IP，如《明星大侦探》《密室大逃脱》《妻子的浪漫旅行》等，都在按照不同的运营等级进行衍生品开发，IP开发的思路，一是优质标品由预售模式转换为备货模式，缩短发货周期，确保用户体验；二是拓展线下实景娱乐业务，如明侦线下主题店；三是打造现象级商品，如结合青春芒果节，推出自有IP芒果仔星座款芒盒等。

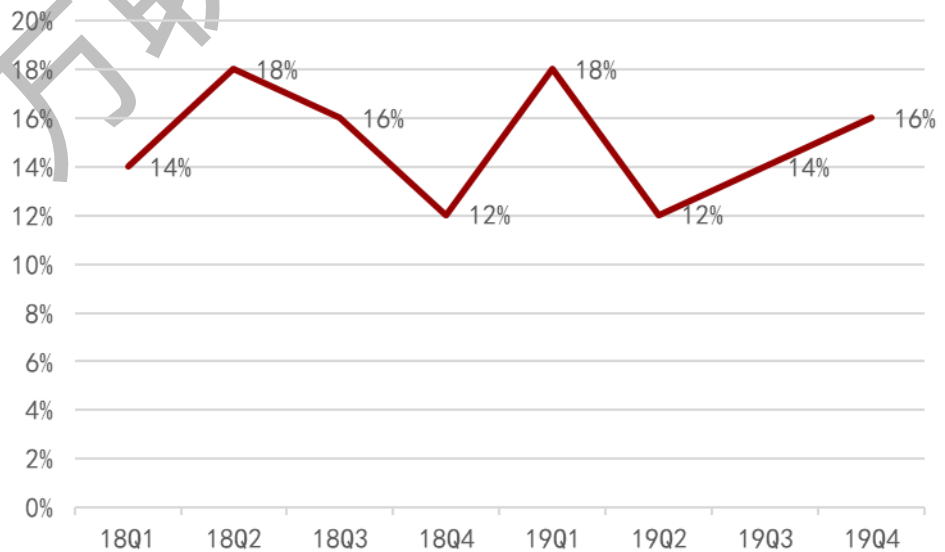
2、详解芒果模式：聚焦垂直市场，独特成功路径难以复刻

2.1 独特内容生态打造，综艺独树一帜

多维度看芒果综艺：

1) 制作数量：2019年芒果TV自制综艺居各平台之首；头部内容中湖南系、腾讯系综艺霸屏。自制综艺中，芒果45部居首，腾讯40部，爱奇艺23部，优酷13部；累计正片有效播放Top50中，湖南系（芒果TV、湖南卫视）出品综艺共14部，占比28%，高于腾讯系（11部）、爱奇艺（9部）、浙江卫视（6部）。

图表11：艺恩播映指数前50中湖南卫视制作占比

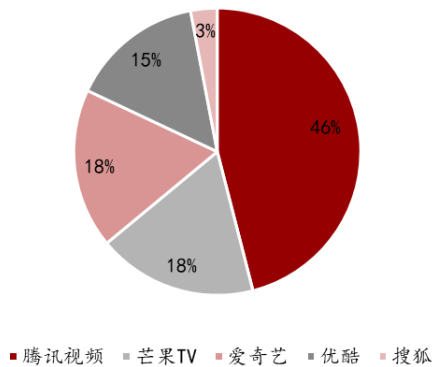


资料来源：艺恩数据、万联证券研究所

2) 质量&竞争力：

独播将成平台竞争的关键，芒果、腾讯占位领先。综艺领域，艺恩数据显示，2019年独播网综共播出112部，占比达96.6%。视频平台网综独播的集中度进一步提升，112部独播网综中腾讯视频以52部几近分割独播市场半壁江山，芒果TV独播力度加大，占比18%。播映指数TOP10独播网综中，芒果TV与腾讯视频各以3部领先。

图表12：独播网综平台分布



资料来源：艺恩数据、万联证券研究所

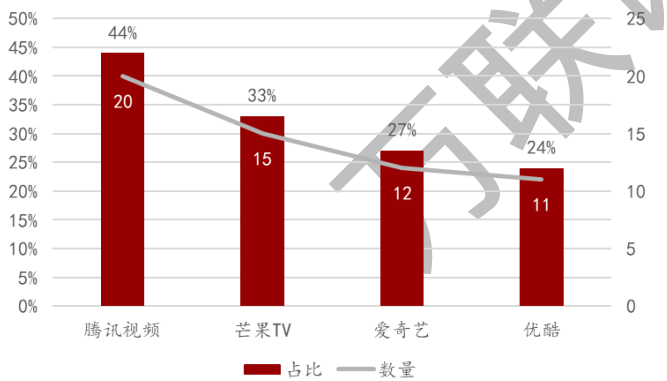
图表13：2019年观看度Top10独播网综



资料来源：艺恩数据、万联证券研究所

芒果网综不断发力，热播占有率持续攀升。20Q1季度Top10季播综艺中，芒果占据5席，其中《朋友请听好》、《婚前21天》为芒果独播。

图表14：20Q1季播综艺平台分布



资料来源：艺恩数据、万联证券研究所

图表15：20Q1播映指数Top10季播综艺



资料来源：艺恩数据、万联证券研究所

2.2 工业化内容制作能力：继承湖南台基因，人才激励+纯熟方法论

公司自有内容制作人员逾1500人，占总员工比例1/3。1) **综艺领域**：超90%综艺为公司自制，目前拥有16个综艺自制团队，领先打造了整个行业内极具竞争力与市场价值的自制综艺体系，是最大的头部综艺制作机构。2) **剧集领域**：截至2019年底，快乐阳光共拥有15个自有+外部工作室；快乐阳光、芒果影视、芒果娱乐、湖南广电均持有电视剧制作许可证（甲种），是市场上重量级的影视剧出品方。

内容能力不断提升，从独播走向独创。芒果TV于2004年成立（时称“金鹰网”），09年湖南广电将金鹰网内提供视频直播和点播服务的“芒果网络电视”模块独立出来，定名为“芒果TV”面向市场运营。芒果TV的发展可分为如下几阶段：1) “独播”战略阶段：14年4月，湖南广电推出“芒果独播战略”，宣布湖南卫视的自制节目将由芒果TV独家播出，湖南卫视多款热门综艺节目吸引一批湖南卫视忠实观众下载；2) “独特”战略阶段：15年6月，湖南台副台长、快乐阳光董事长聂玫宣布芒果TV“独特”战略实施，即借助湖南广电在创意、人才、制作、内容方面的独特性生态，坚持内容驱动、独特驱动、独特策略驱动，意味着芒果TV逐步脱离湖南卫视“给养”开始独立发展，并打造独特内容调性，通过早期爆款节目逐步打造出“综N

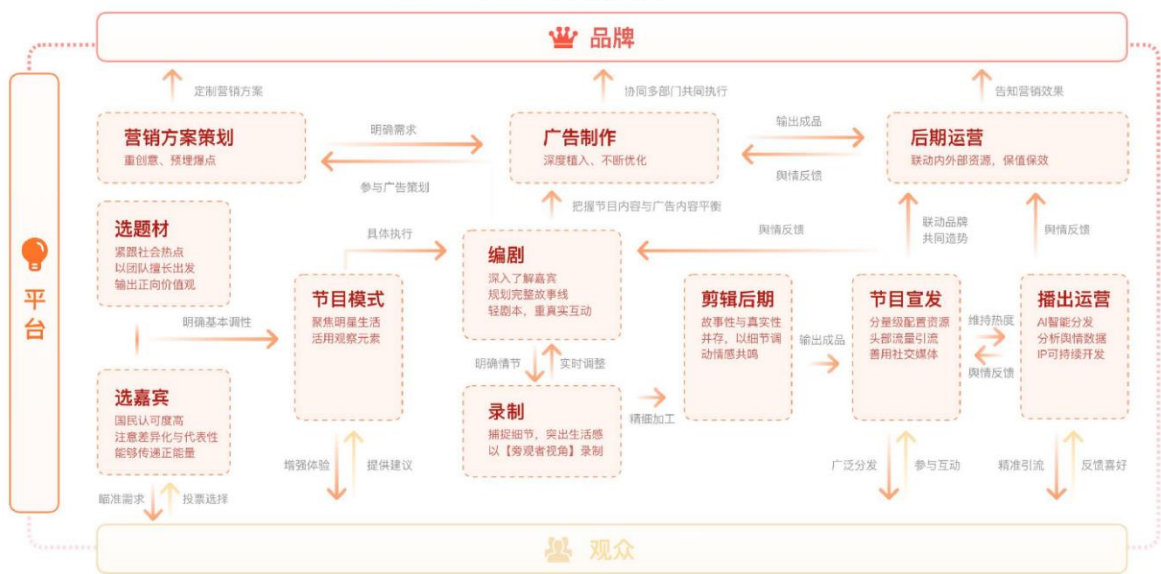
代”；3)“独创”战略阶段：19年5月28日该战略被正式提出，为打造持续输出能力，芒果进行制度改革，建立工作室制度，并成功开创芒果独有的“亲综艺”系列明星真人秀，话题度颇高，人气与平台影响力再度扩大。

湖南广电以“综艺立台”，芒果继承衣钵并发扬壮大。湖南卫视是国内最具影响力的传统媒体之一，打造国内综艺常青藤节目《快乐大本营》，后又借《爸爸去哪儿》开启亲综艺新赛道；开创了国内选秀的鼻祖《超级女声》，成为国内最有造星能力的平台，始终为电视时代的弄潮者。芒果超媒是湖南广电的新媒改革产物，充分继承了湖南广电的良好基础和创新基因。2019年芒果全年自制上线综艺节目33档，形成了以“亲综艺”为核心聚焦、特色垂直综艺同步发力的芒果特色自制综艺图鉴。「亲综艺」指嘉宾以家庭或类家庭进行录制，还原生活角色及生活场景，涉及恋爱、婚姻、育儿及家庭代际关系等题材的情感观察类综艺。作为情感类综艺的一个分支，亲综艺已经具备稳定的话题热度及收视群体，创建自己的模式特色，芒果TV开创这一领域先河并发展壮大，已形成打造亲综艺节目的纯熟方法论。

图表16：芒果TV已形成亲综艺节目制作方法论

深耕细作，打造爆款亲综艺IP的“万能公式”

芒果TV“亲综艺”节目制作路径



资料来源：芒果青春营销研究院、优亿研究院、万联证券研究所

芒果对湖南卫视的继承可分为如下方面：

- 1) 延续广电湘军的创新精神。湖南卫视的成功与湖南广电体系多年不断自我改革分不开，湖南广电共进行4次较大改革，前后跨度25年，从引入竞争机制到整合建立集团化架构，再到局台分离、制播分离、资本运作，始终走在广电系前列，是广电媒体市场化、融合化发展的范例，芒果创新精神与湖南广电一脉相承，始终坚持“不创新、毋宁死”的创新理念。
- 2) 共享湖南广电体系制作人才，电视人才向全媒体芒果人才迭代。湖南卫视与芒果TV完全打通，从新闻采编、节目策划、文艺创作、影视剧采购、定制，到生产方式与流程、播出，湖南卫视与芒果TV实现了双平台打通，湖南广电体系制作人才的共享保证了自制内容的质量，也降低了人工成本。芒果TV的发展也为传统媒体湖南

广电注入了互联网创新思维，以优化创作题材、更新业务体系、重构商业模式等途径来完成广电的转型和升级，从传统电视人才成为懂媒体、懂用户、懂互联网的复合型芒果人。

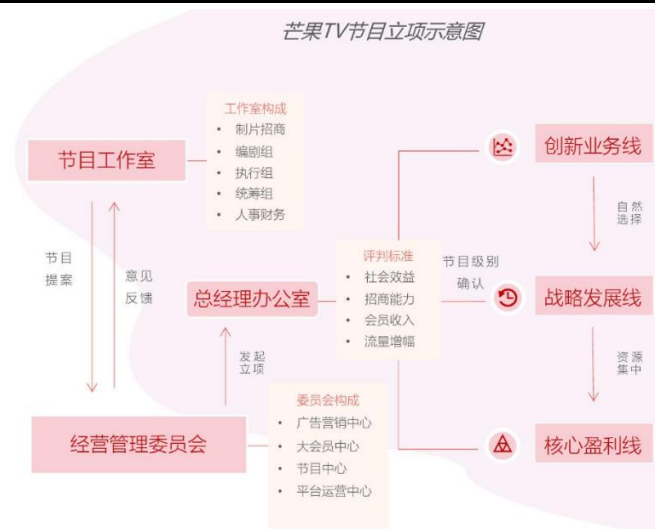
3) 独特造血机制，延承湖南卫视优良培养体系和开放、创新激励机制。湖南卫视成为国内卫视领头羊，并以综艺立台，强大的综艺制作能力得益于其创立的良好人才培养制度。2001年，湖南卫视即确立了制片人中心制，同时采取项目责任制，以良好激励培养出一批杰出的制作人团队；为吸引和留住人才，2018年1月推出工作室制，工作室资源配置、节目创意、流程把控、人事财务完全独立，由平台兜底风险，并由支撑团队对内容团队的制作生产提供服务，每个工作室配置相对独立，全面参与综艺项目的策划、把关和成本预算等。对于已立项的节目，设定不同级别发展线进行资源投入，充分给予年轻团队包容和试错空间。在对工作室人才的激励上，芒果采用“创新机制+奖励机制+竞争机制”模式，设立专项创新奖金（激励奖金=（X*会员收入+Y*CPM库存+Z*分销收入）*激励系数），鼓励团队不断创新，将节目广告收入、日活点击、会员收入等纳入考核和奖励体系，刺激生产优质内容。

图表17：芒果TV主要工作室

芒果TV制作中心(节目自制部)架构、团队及履历	
吴梦知	快乐阳光节目中心总监，原天娱传媒宣传总监，《我是歌手》和《花儿与少年》总撰稿人
何忱工作室	目前制作中心最大团队，打造了爆款综艺《明星大侦探》，以及芒果TV一个自制综艺带，包括《偶像万万碎》、《芒果捞新闻》等
袁白丽团队	制作中心第二大团队，袁白丽曾任职湖南经视，2016年作为项目经理全程把控《爸爸去哪儿4》策划制作，目前与团队独立出品综艺《妈妈是超人》
田海工作室	芒果TV第一个工作室，田海拥有芒果电视圈十七年工作经验，过去多制作直播类综艺，目前打造的慢综艺《萌仔萌萌宅》已于2017年底上线
李甜工作室	《真心大冒险》和《妻子的浪漫旅行》制片人
蔡欢工作室	担任《妻子的浪漫旅行第二季》导演
晏吉工作室	担任《女儿们的恋爱》导演，曾与李甜合作《真心大冒险》

资料来源：公开信息、万联证券研究所

图表18：芒果TV节目立项示意图



资料来源：芒果青春营销研究院、万联证券研究所

年轻化基因，以青春对话青春。“天生青春”作为平台定位，要把握时代脉搏，产出使年轻人有情感共鸣的内容产品，需创作者对年轻一代心理与文化充分了解。公司制作团队年轻化，制作人平均年龄28岁，为全行业中最年轻；中层及以上干部也以85后为主。同时，注重对年轻制作团队激励，设立“青年CEO俱乐部”、“青芒计划”等年轻人培养计划，设立创新基金，每年向年轻人投入5000万元预算，并设立针对年轻人的年终大奖，充分给予年轻人创新激励。

2.3 内容把控：国有属性，坚守主流价值，倡导青春正能量

政策推动媒体融合，主流媒体牢牢掌控舆论主导权。2014年，中央出台《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》将媒体融合正式上升为国家战略；2016年习近平总书记强调党和政府主办的媒体是党和政府的宣传阵地。2018年以来网络视听政策和监管持续收紧，强化大宣传思维、大舆论管理导向。芒果TV作为国内唯一的国有控股视频平台，在政策研判、内容把控、价值观导向上具备与生俱来且难以复制的优势。

作为国有新型主流媒体，芒果TV在抢占主流舆论阵地优势突出。作为党媒国企，芒果超媒有着与其他视频平台和影视制作公司完全不同的基因，即在新媒体时代做大做强主流宣传的重大使命，打造好主流舆论的宣传主阵地。在渠道上，芒果已打造了全国独一无二的“一体两翼、双核驱动”的双平台媒体格局，扩张了主流舆论阵地版图。在内容创作上，芒果曾获得23个中国新闻奖，其中一等奖5个；推出《绝对忠诚》《为了人民》《我的青春在丝路》等一系列作品；电影《十八洞村》、电视剧《那座城这家人》双双获得2019年“五个一工程”奖，形成了主流宣传的“芒果大片现象”。

凭借党媒性质、内容制作优势及渠道全方位覆盖的优势，2020年全国两会期间，芒果表现亮眼。内容端，优爱腾缺乏采编资质，仅能停留在新闻搬运层面，芒果上线全国两会特别报道专题《奋斗吧！2020》，形式上创新多样，推出了专题、专栏、主旋律大片等主流内容，以及竖版微视频、动画小视频、创意H5等互动产品，充分发挥融合传播、视频传播、矩阵传播优势；渠道端，芒果TV在PC、移动APP、OTT、IPTV端口均开设了全国两会专题或全国两会专属频道，并充分重视海外融合传播的外宣功能，在芒果TV国际APP (MangoTV) 推出全国两会专区，实现全端口覆盖传播。

图表19：芒果TV全端上线全国两会特别报道专题

图表20：芒果自制主旋律作品（部分）



资料来源：公开资料、万联证券研究所

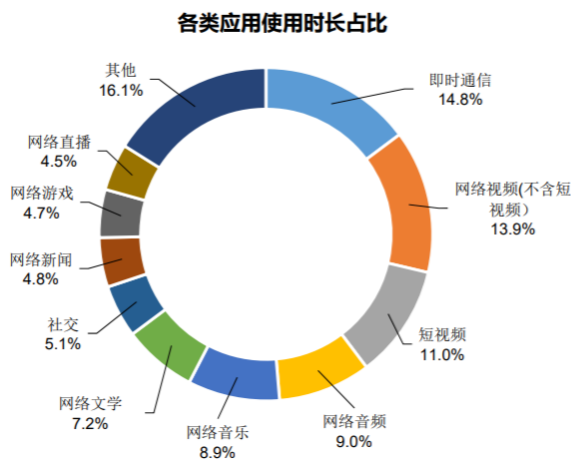
资料来源：公开资料、万联证券研究所

2.4 行业长期向好，芒果独具竞争优势

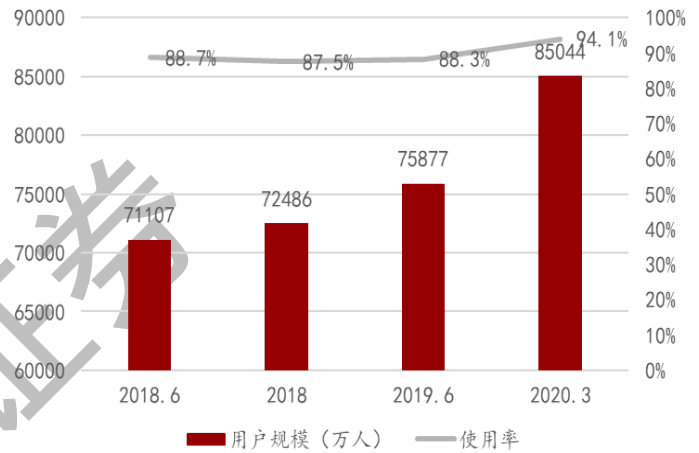
2.4.1 视频仍为第一大在线娱乐方式，长期需求不改

视频位居在线娱乐时长排名第一应用。根据CNNIC的用户使用时长数据，19年12月移动端App中，网络视频（不含短视频）在用户使用时长中排名第二，占比13.9%，仅次于即时通信；位居娱乐方式中时长排名第一应用。

图表21：各类应用使用时长占比



图表22：18H1-20Q1网络视频用户规模及渗透率

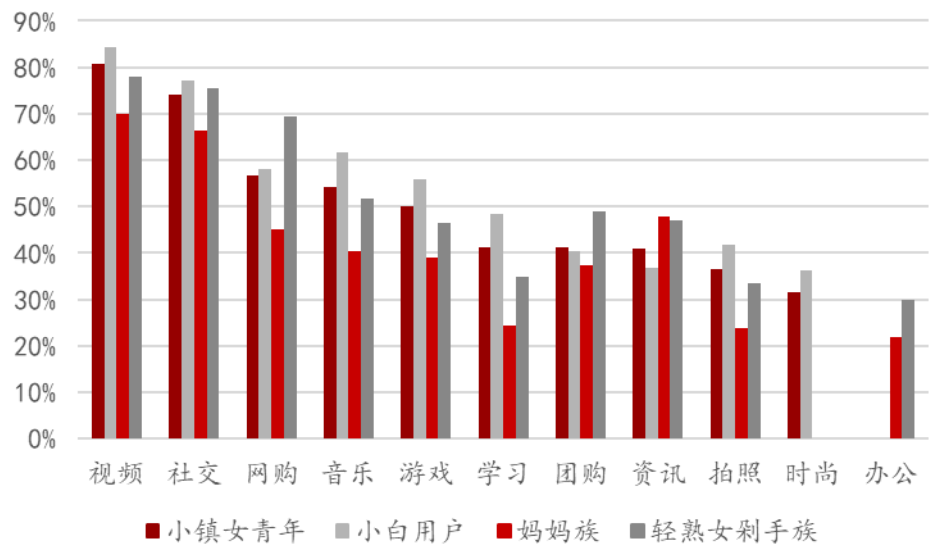


资料来源：CNNIC、万联证券研究所

资料来源：CNNIC、万联证券研究所

对女性用户而言，视频更是首选。线上兴趣选择上，视频成为各类用户画像的用户之首选，芒果主打女性用户的特点满足刚需，实现精准打击。

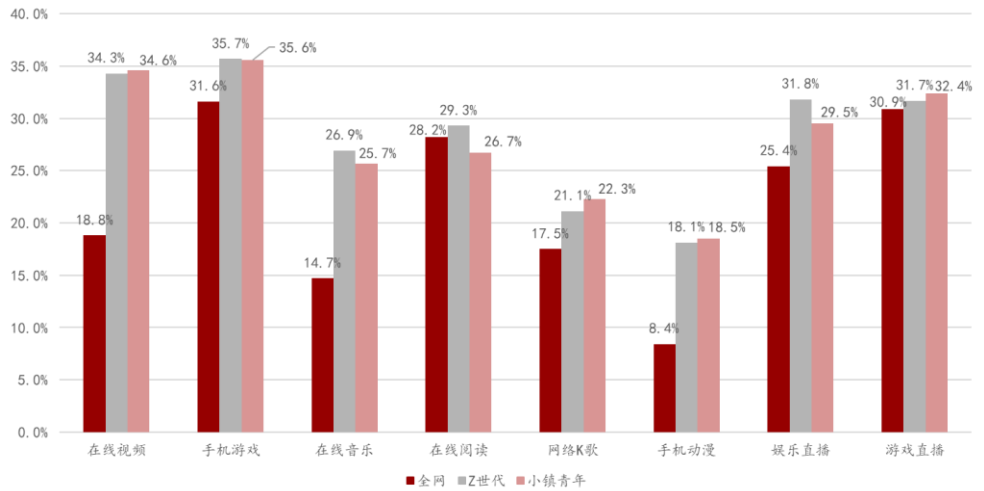
图表23：各类型女性用户线上兴趣偏好Top10



资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

娱乐活动选择中，视频付费渗透率较高。根据QuestMobile2019年6月的数据，在线视频付费率位列各娱乐细分版块前5名，其在Z世代和小镇青年群体中的付费率甚至分列第1和2名。

图表24：各娱乐方式付费渗透率对比



资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

长视频 VS 短视频：长期需求高 vs 正处风口。从数据上看，长视频正受到短视频在时长上的“侵蚀”。根据QuestMobile的数据，2020年3月短视频用户月人均使用时长达34.1小时，同比增长54.3%，但是，1) 长视频为专业内容制作领域，创作门槛较高，短视频多为UGC/PUGC模式，长视频平台切入短视频制作相对较为容易，短视频平台需高价采买长视频版权，渗透难度大小各异。2) 从受众需求来说，人类对“故事”的需求是长期的，短视频娱乐因内容“短平快”调性不断刺激并满足用户对新鲜感的要求，随着使用时长的增加将逐渐逼近用户娱乐效率的极限。各类视频平台都在自身基础上向相反方向进军，成为长/短视频混合发展模式。如抖音母公司字节跳动以西瓜视频为抓手，布局长视频；快手注册了影视公司，并收购了A站。对于短视频的分流，**芒果超媒也在短视频领域做出布局**，“大芒计划”对短视频创作者孵化扶持，设立了“美食、娱乐、搞笑、音乐、时尚、宠物、旅行”等多个板块，推出“十人千万”活动竞选出榜单前10名UP主瓜分1000万创作基金，并获得参与芒果TV热门IP综艺录制的机会。

图表25：“大芒计划”短视频创作者扶持活动



资料来源：公开资料、万联证券研究所

图表26：“大芒计划-十人千万”竞选榜单



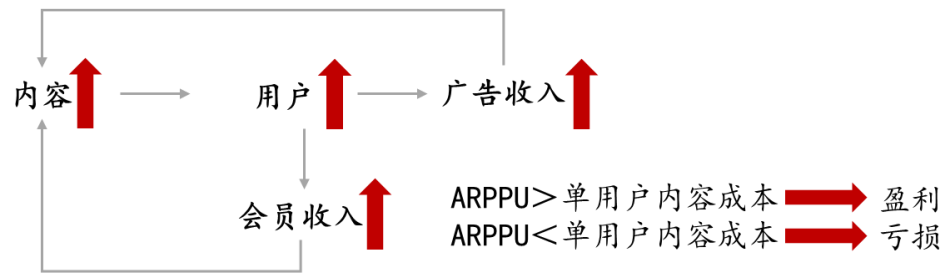
资料来源：公开资料、万联证券研究所

2.4.2 对标优爱腾：芒果小而美，首家盈利在线视频平台，多元变现盈利能力强

当前国内互联网视频行业格局较为稳定，形成第一梯队“优爱腾”三足鼎立，芒果、B站垂直平台第二梯队的竞争格局。头部平台皆背靠BAT互联网巨头，相对头部

梯队而言，芒果以“芒果TV”的“独播+自制”突围，成功跻身第四大平台。

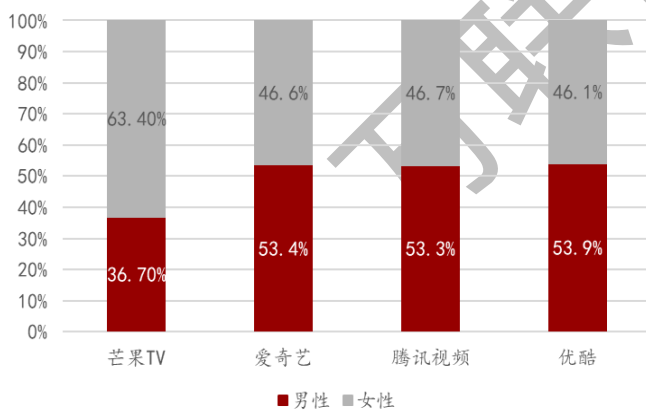
图表27：芒果实现以内容为基础的盈利闭环



资料来源：万联证券研究所

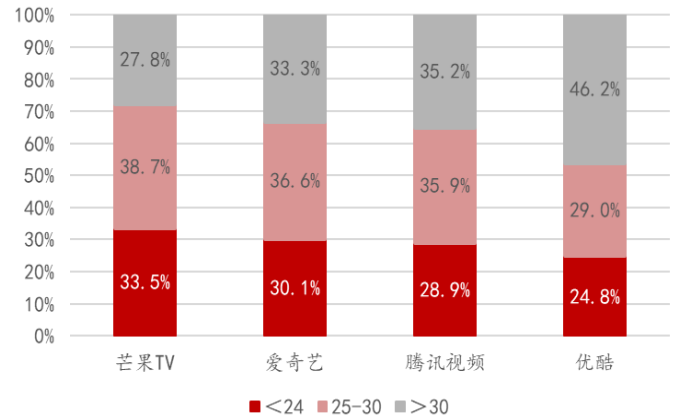
不同于三大视频网站“大而全”，芒果TV聚焦“青春、女性”市场，依托强大制作能力形成独特内容调性。根据艾瑞咨询2020年1月的数据，芒果TV女性用户占比高达63.4%，远高于爱奇艺、腾讯视频、优酷（46.6%/46.7%/46.1%）；年龄结构上，芒果TV用户中30岁以下比例为72.2%，亦显著高于爱奇艺、腾讯视频、优酷（66.7%/65.5%/53.8%）。

图表28：各视频平台用户性别结构（截至2020.1）



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

图表29：各视频平台用户年龄结构（截至2019.5）



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

针对垂类用户+强大自制能力，内容成本支出可控，形成高ROI模式。芒果TV为目前唯一一家实现盈利的在线视频平台，发展可持续性较强。内容为吸引用户的关键，但头部内容的内容成本支出高，特别是“限薪令”出台前，三大平台受制于一线明星班底，议价能力较弱。相对而言，芒果超媒有工业级内容制作能力，并形成了一体化产业链，打造出独特内容调性，于2017年首次扭亏为盈，率先实现盈利。由于腾讯视频、优酷视频在腾讯、阿里年报中未单独列示，此处仅以爱奇艺作为对照。爱奇艺2017-2019年内容成本分别为126亿、211亿元、222亿元，同比增速分别为67%、6%，占营收比重分别为72.51%、84.44%、76.57%；芒果TV2017年内容成本为10.1亿，占营收比重为33.83%，远低于爱奇艺。由于并表后未详细披露内容成本，以内容成本所处的「互联网视频业务成本」项目核算，该业务2017-2019年占营收比重分别为58.73%、22.76%、27.19%，远低于同业水平。

3、多元变现途径，确定性、弹性兼具

3.1 会员收入：内容端多元化探索，剧集发力，会员增长空间较大

3.1.1 内容拉新：当前内容储备丰富，综艺优势稳固，剧集发力

20年剧综储备丰富，会员渗透率有望提升。19年投入制作30多部剧，总储备达40部以上，包括头部剧4-6部（台网剧），S级网剧4-6部，A级12-15部。题材覆盖面上，除青春爱情题材外，覆盖了都市、悬疑、古装、仙侠等；形式上，深耕互动剧内容创新，初次试水口碑良好。20年受COVID-19疫情影响，拍摄影视剧工期有所延后，但公司通过停拍期间做好扎实打磨剧本等前期工作，后续通过并行拍摄、加紧制作审批等缓解疫情带来的不利影响。

图表30：2020年芒果TV剧集一览（不完全统计）

已播出	下一站是幸福	拍摄、制作中	亲爱的戎装
	韞色过浓		刀上糖心上霜
	如果岁月可回头		拾光的秘密
	三千鸦杀		喜欢的少年是你
	秋蝉		我有特殊沟通技巧
	还没爱够		谢谢让我遇见你
	我不是购物狂		彗星来的那一夜 2
待播出	隐秘而伟大	筹备中	尚食
	初晨		掌中之物
	海上繁花		少年巴比伦
	蜗牛与黄鹌鸟		六爻
	奈何 BOSS 又如何		我的妄想症男友
	以家人之名		都是好时光
	这就是生活		那小子来自冰箱
	我和我们在一起		头号嫌疑人 2
	心动的瞬间		

资料来源：公司信息、万联证券研究所

综艺上，2020年芒果TV继续以青春为主旋律，将推出治愈解压系列、烧脑益智系列、女性成长系列、居家生活系列、年少有为系列以及青春热血系列六大系列综艺节目，在稳住以青春女性为核心的用户群体的同时，持续挖掘市场潜能，将普通用户转变为付费用户，进一步提升付费渗透率和市场竞争力。展望2020年全年，六大系列综艺中，有口碑积累的综N代《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》等，全新定位的有望成为现象级综艺《乘风破浪的姐姐》已未播先火，热度出圈（截至20年5月27日，豆瓣同名小组已有23万+成员，微博超话阅读量20.5亿，讨论49.5万次），上线后表现值得期待。

图表31：2020年芒果TV综艺一览

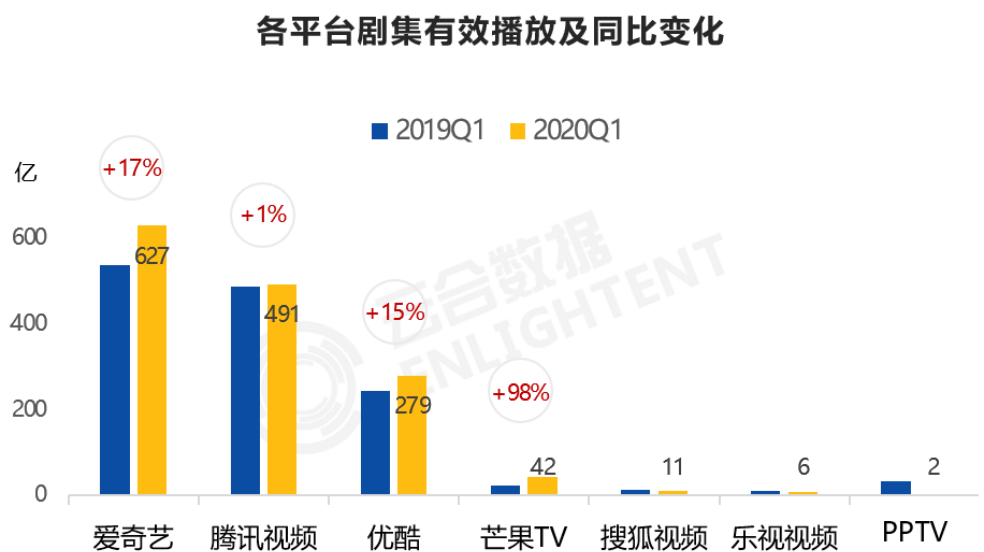
		2020年芒果TV自制综艺			
品类		Q1	Q2	Q3	Q4
疗愈综	疗愈解压系列	朋友请听好	你怎么这么好看 2、 奇妙小森林	一路成年 2	/
发烧综	烧脑益智系列	小葱秀、头号 玩家	新生日记 2、密室大 逃脱 2	小小的追求 2	谁来帮帮我、 明 星大侦探 6
她综	女性成长系列	我最爱的女人 们 2	妻子的浪漫旅行 4、 乘风破浪的姐姐		/
乐活综	居家生活系列	婚前 21 天	在当地吃得开	女儿们的恋爱 3、哎呀好身 材 2	跟着老板去团建
燃综	年少有为系列	我们的乐队	初次见面、 全职高考	唱给世界听、 少年 的法则、 变形记 20	野生厨房 3、青春 合唱团
Z 世代综	青春热血系列	八英里	/	欢迎来到我的 世界	/
	青春狂欢盛典	红人节	/	青春芒果节	/
全年常规综艺		芒果捞星闻、甜蜜的任务			

资料来源：公开资料、万联证券研究所

注：标红的为 S 级综艺

剧集发力明显，2020年Q1较2019年播放量提升显著。据云合数据的统计，2020Q1季度各平台剧集有效播放中芒果TV同比增幅最高，达98%；具体来看，在2020年播放量统计上（截至2020年5月22日），电视剧播放量TOP20中，芒果TV占据8位，其中3部为独播；网络剧播放量TOP20中，芒果TV占据9部，其中独播剧5部。2019年Top20排名中，芒果TV在电视剧中占据7部（独播仅1部，排名20位），网络剧占据6部（独播3部）。从播放数据看，2020年开局即较2019年有较大提升。

图表32：20Q1各平台剧集有效播放及同比变化



资料来源：云合数据、万联证券研究所

图表33：2020年电视剧、网络剧单年播放量Top20

电视剧排名	名称	平台	播放量(亿次)	网络剧排名	名称	平台	播放量(亿次)
1	安家	腾讯视频	74.9	1	三生三世枕上书	腾讯视频	79.7
2	清平乐	腾讯视频	45.3	2	庆余年	腾讯、爱奇艺	32.5
3	下一站是幸福	芒果TV	42	3	锦衣之上	爱奇艺、芒果	芒果 27.1
4	完美关系	腾讯、爱奇艺、芒果	35.4	4	龙岭迷窟	腾讯视频	22.1
5	新世界	腾讯、爱奇艺	31.3	5	将夜2	腾讯视频	21.4
6	精英律师	腾讯、爱奇艺	23.8	6	时光与你都甜甜	芒果TV	19
7	上古密约	爱奇艺、芒果	23.7	7	楼下女友请签收	芒果TV	18.6
8	如果岁月可回头	腾讯、爱奇艺、优酷、芒果	20.7	8	三千鸦杀	优酷、芒果	芒果 14.7
9	我不是购物狂	芒果TV	10.7	9	奈何BOSS要娶我2	腾讯、搜狐	12.3
10	猎狐	腾讯、爱奇艺、优酷	10.3	10	忘记你记得爱情	腾讯、芒果	腾讯 5.7/芒果 6.4
11	我在北京等你	腾讯、优酷	9.5	11	刘老根3	腾讯、爱奇艺	10.9
12	决胜法庭	腾讯、爱奇艺、优酷	6.9	12	无心法师3	腾讯、爱奇艺、优酷	10.3
13	秋蝉	腾讯、爱奇艺、优酷、芒果	5.5	13	蓬莱间	腾讯视频	9.4
14	还没爱够	芒果TV	4.7	14	九州天空城2	腾讯视频	9.2
15	忍冬艳蔷薇	腾讯、爱奇艺、优酷、芒果	4.6	15	天醒之路	爱奇艺、芒果	8.6
16	绿水青山带笑颜	腾讯、爱奇艺、优酷、乐视、搜狐	2.3	16	拜托，请你爱我	芒果TV	8.5
17	爱情的开关	腾讯、爱奇艺、优酷	2.2	17	梦回	腾讯视频	8.3
18	云飞丝路天	多平台	芒果 1429 万	18	手可摘星辰	芒果TV	8.2
19	第二次也很美	腾讯、爱奇艺、优酷	1.9	19	不完美的她	腾讯、爱奇艺	7.3
20	破局1950	腾讯、爱奇艺	1.8	20	身为一个胖子	芒果TV	7.3

资料来源：骨朵影视、万联证券研究所

注：统计截至2020年5月22日

开放合作，广织芒果TV影视剧生态“大朋友圈”。芒果通过战略工作室的合作模式，不断锁定市场上有潜力的新锐影视剧公司核心团队。2019年5月的招商资源推介会上，芒果TV发布了“新芒计划”，与观达影视、颖立传媒、星莲影视、晨星盛世、霄然影业、同旭传媒、华晨美创等7家公司签约成立新的战略工作室。未来芒果TV影视剧自制团队及战略工作室总数或超20个。

3.1.2 运营：精细化、粉丝化，提升LTV

重视会员的粉丝化运营，培养粉丝忠诚度。芒果TV打造包括青春芒果节、青春代言人、青春体验馆等在内的“1+9”超能量会员权益矩阵，以内容为核心全线开发会员特权，提高存量会员粘性，实现普通平台用户向付费会员用户的迁移和转化。线下活动上，每年7月的“青春芒果节”是芒果会员专属的大型线下体验活动，既是芒果TV区别于行业竞品、回馈广大会员的重要创新，也是芒果20多年品牌与内容的沉淀。2019年，活动吸引了全国各地23万粉丝，线下活动对用户有着强大的凝聚效应，也将提升芒果品牌的辨识度和市场认可度。

大数据+AI赋能，精细化运营提升用户黏性。公司深入研究智能算法、AI应用和大数据分析在提升平台运营效率方面的应用，在降低用户信息触达成本、提高内容推

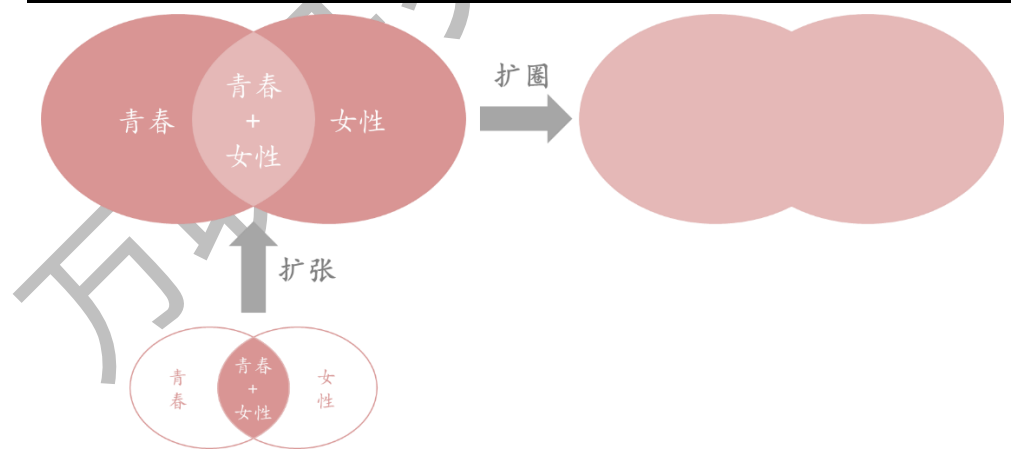
送准确率及用户观看时长等方面取得明显成效。2019年，芒果TV完成了平台人工智能分发和编辑分发的混合改版，人均VV提升超20%，人均观看时长提升超6%，整体带动平台DAU上升超过30%，通过智能分发解决了内容推送的千人千面和每个用户的个性化诉求问题。

3.1.3 从目标用户角度看，用户扩张空间较大

网络视频平台会员迈入“亿级”时代，精品内容是拉新关键。根据Questmobile的数据，2018H1移动视频行业渗透率已超95%，平台有效会员规模的增长有赖于持续提供优质内容，增强用户体验。

基于当前用户画像，用户天花板仍较高。立足于芒果的“青春、女性”定位，从国内人口结构来看，10-39岁青春女性约占总人口19.14%，根据CNNIC第45次发布的统计报告数据显示，互联网普及率达64.5%，对应目标用户为1.8-2亿人，芒果当前用户规模距离目标用户尚有较大距离。

图表34：用户扩张、扩圈空间

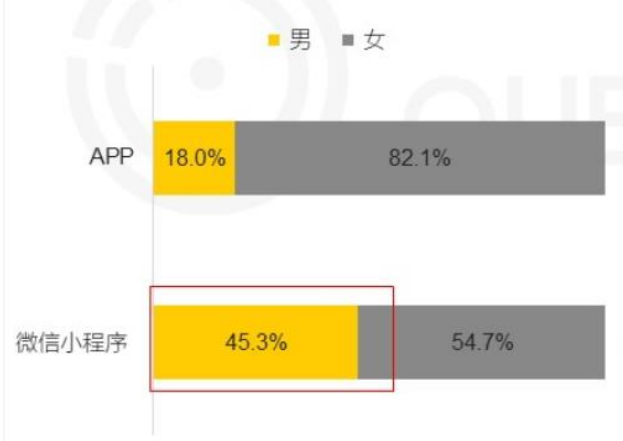


资料来源：万联证券研究所

除了对应画像的用户扩张，芒果也在积极扩圈，扩大用户基数：

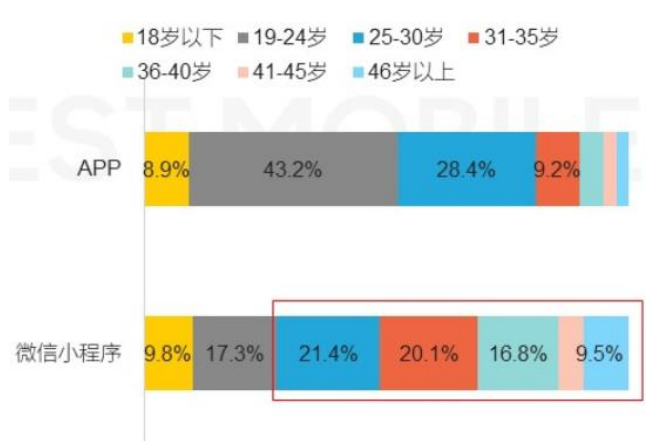
- 1) 丰富题材，扩大用户圈层。剧集领域，除都市青春爱情题材外，布局悬疑、公安、谍战等吸引更多用户；综艺如《乘风破浪的姐姐》一反常规偶像规则，邀请30位90前已颇具知名度的女艺人选秀成团，有望吸引其他年龄段女性的关注。20Q1受热播剧《下一站是幸福》影响，芒果TV受众平均年龄较2019年度稍有增长。
- 2) 多渠道导流，扩展男性及各年龄段用户。芒果TV通过微信小程序吸引了更多25岁以上的男性用户，大幅改变原生渠道用户结构；与咪咕合作推出合作产品MG卡，包含了芒果TV、咪咕视频、咪咕音乐等多平台的会员权益，通过MG卡用户既可观看芒果TV优质节目，也能观看体育类权威赛事，MG卡男性用户占比达55%，为男性用户成为芒果TV用户打开通道。

图表35：芒果TV不同渠道用户性别占比



资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

图表36：芒果TV不同渠道用户年龄占比



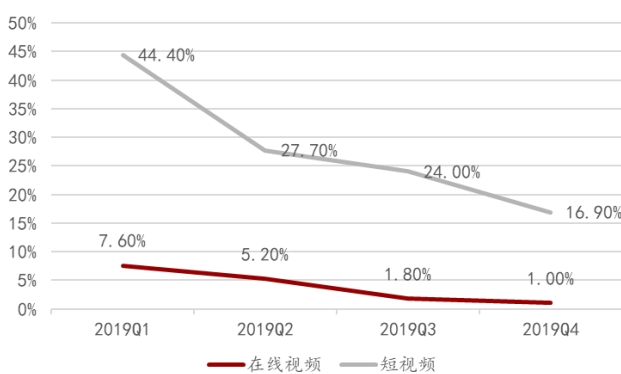
资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

付费渗透率低于同业水平，尚有提升空间。截至2019年底，芒果TV付费渗透率为13.71%（付费渗透率=付费会员数/MAU），较2018年提升1.92pct，但仍低于爱奇艺和腾讯视频（19.3%）的水平。由于综艺为芒果TV的强势，其对广告收入的拉动作用大于会员收入，广告和会员一定程度上呈负相关关系，随着剧集的发力，以及影视剧和综艺互相接档的模式，付费渗透率有望得到提升。

3.2 广告收入：围绕垂类客户，广告主投放意愿强

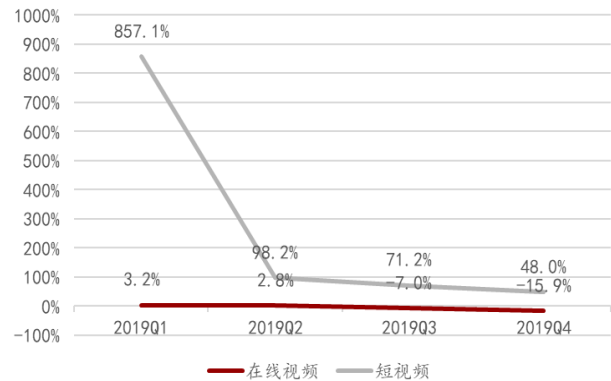
广告业务上，芒果TV表现出超，同时优于长视频细分赛道和广告行业大体。2019年，中国整体广告收入规模同比下降8.8%，但芒果TV广告营收逆势增长44%；从视频赛道来看，短视频呈爆发式增长，分流广告主投放预算，长视频行业广告收入呈下降趋势，爱奇艺广告收入增速自2018年起断崖式下跌，2019年增速降至为负，芒果TV广告收入始终保持高速增长态势。

图表37：2019年视频媒介行业活跃用户同比增速



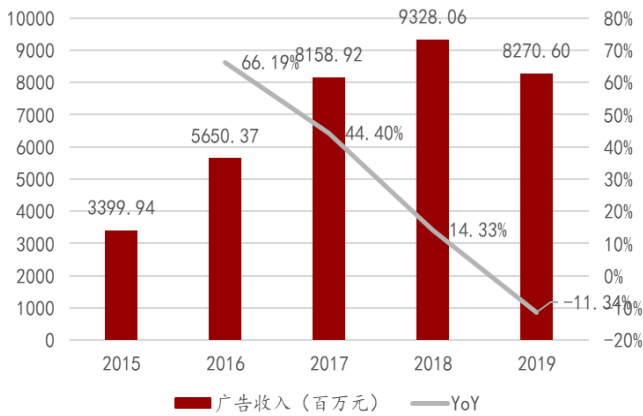
资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

图表38：2019年视频媒介行业广告收入同比增速

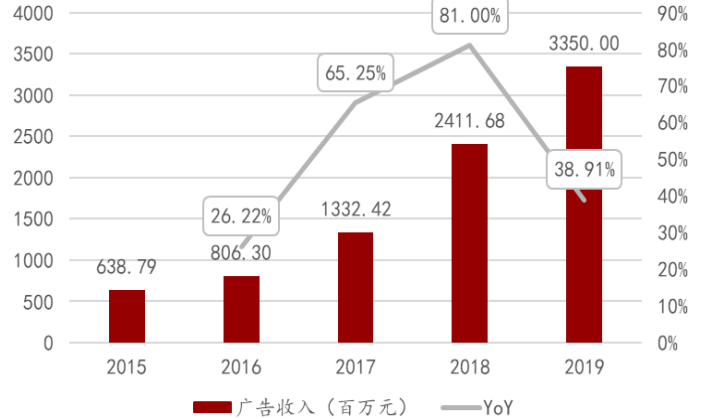


资料来源：QuestMobile、万联证券研究所

图表39：爱奇艺广告收入及增速



图表40：芒果TV广告收入及增速

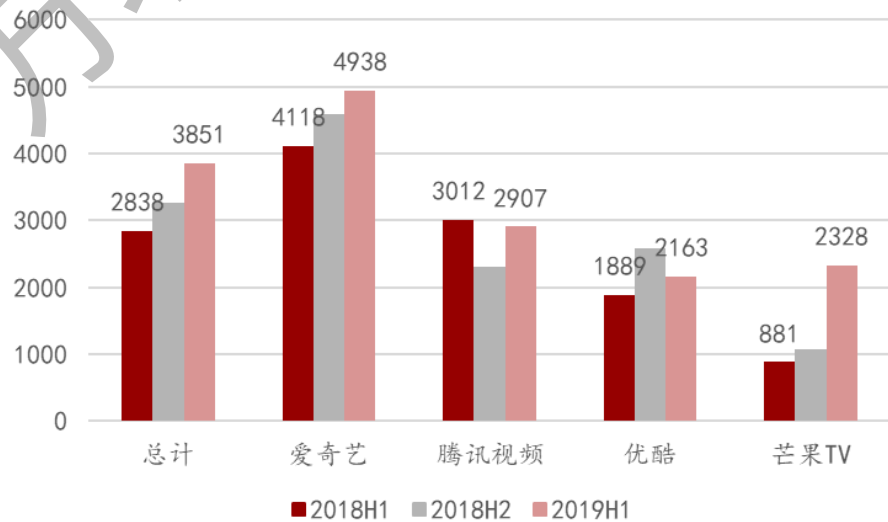


资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

聚焦垂类用户精益发展，广告主相对其他付费意愿更强。根据九合数据的统计，2018-2019H1期间，腾讯视频、优酷在2019H1出现品牌植入花费下滑，而芒果TV逆势上扬。20Q1季度，受疫情影响项目有所延期，且部分广告客户无法发货而不能销售，导致了少量撤单，但仍维持了增长，全年来看影响有限。20Q2季度多档综艺上线，季度环比将会提升。

图表41：2018-2019H1视频网站综艺品牌平均植入花费

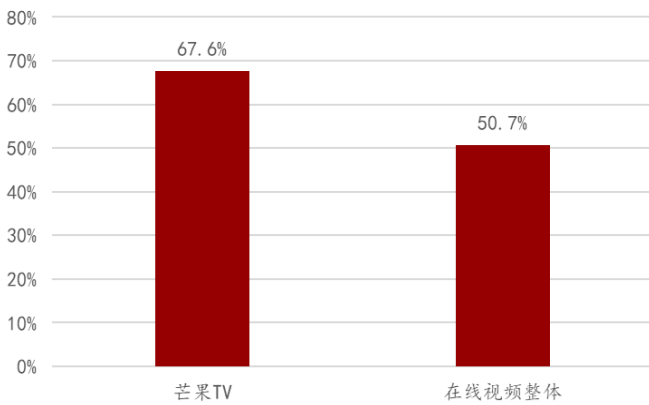


资料来源：九合数据、万联证券研究所

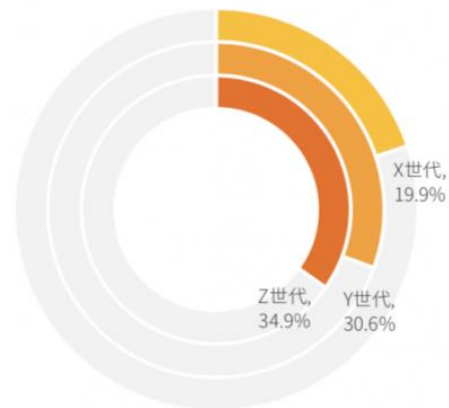
芒果TV受广告主青睐理由主要如下：

1) 用户画像较为统一，且与广告目标客户高度吻合，对广告主而言投放效果确定性强；用户多为年轻女性，本身即是消费者主力，购买力强。

图表42：芒果TV用户线上消费能力



图表43：“带货”模式对年轻用户转化效率最高



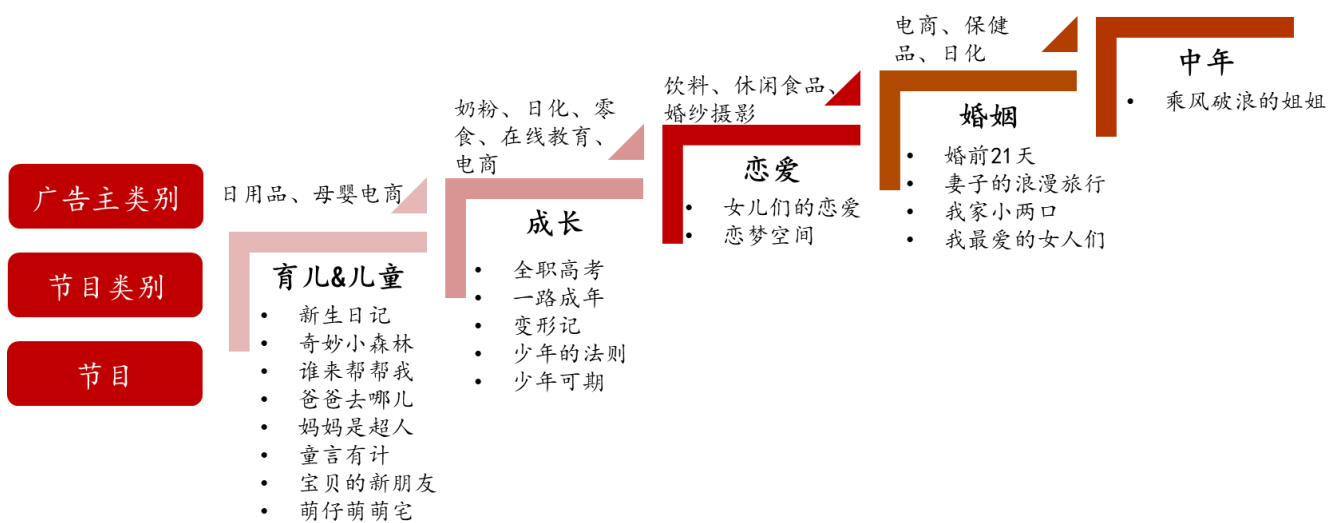
资料来源：公司公告、万联证券研究所
注：线上消费能力超200元用户占比

资料来源：芒果青春营销研究院、万联证券研究所

2) “口红效应”，消费品与宏观经济关联弱。统计17-19H1的网综广告主行业构成发现，芒果TV综艺中广告以日化和母婴类为主，该类商品具有刚需属性，且因广告主所处行业充分竞争，对通过广告实现差异化竞争有确定性需求。因此，广告主广告投放需求不易随宏观经济变动而收缩。

3) 以综艺为主的节目形式，本身适合带货转化。自制综艺中多有生活化场景，是品效广告的天然土壤，芒果形成了独特的品效广告逻辑，依托媒体内容全产业链生态体系和强大的综艺内容自制创新能力，广告内容与IP、视频场景深度融合，形成品牌+内容深度植入的营销广告。

图表44：芒果TV“亲综艺”节目属性与广告贴合度高



资料来源：芒果TV、公开资料、万联证券研究所
注：包括未播项目，不完全统计

3.3 成本控制：版权采买价格下行，自制能力突出拉高毛利

背靠大股东湖南台，享有湖南台电视节目优先购买权。17年9月20日，快乐阳光与湖南台签署《电视节目信息网络传播权采购协议》，湖南台将其制作并于湖南卫视于2018年至2020年期间播出的**独家**电视节目的网络版权分别以4.51亿元、4.96亿元、5.46亿元的对价出售给芒果TV。对于湖南台制作并在湖南卫视于2020年12月31日之后所播出的电视节目的信息网络传播权，快乐阳光与湖南台约定，**快乐阳光在同等条件下享有优先购买权。**

自制能力突出+一体化优势，内容成本可控。芒果综艺节目90%+为自制，且整合资源后发挥协同效应，成本可控。**剧集方面成本也有望得到控制：1) 外采较少，且比重仍将逐步降低。**从比例上看，目前自制剧的比例在30%左右，联合出品和定制的比例40-50%，外采约为20%-30%。根据公司调研纪要，公司称未来将更加注重自制、联合制作，外采比例会继续下降。**2) 购买方面，节目版权交易价格较2年前明显降低，且仍呈下降趋势。**“限薪令”开始执行后，自2018年8月起行业上游内容采购和制作单价开始明显下降。S级剧集采购成本从1000-1500万元/集回落至800万元/集。20年4月，中制协、首制协在《倡议书》中建议，我国电视剧、网络剧制作成本应控制在每集400万元以内，摄制人员酬劳亦应同步降低30%，剧集编剧、导演和男、女一号主演的酬金，各自最高不得超过制作成本的10%，全体演员酬金不得超过制作成本的40%，剧集采购成本有望得到进一步约束。

3.4 5G机遇：大屏价值回归，IPTV/OTT全牌照&中移动入股，优势凸显

5G时代，大屏价值愈发凸显，IPTV/OTT业务空间较大。根据工信部数据，20年4月IPTV用户达3亿人，同比增长8.8%，渗透率达65.36%；根据勾正数据统计，截至2019H1，OTT渗透率36%，高于同期有线电视（渗透率26%），而IPTV和OTT普及率省间差异较大，公司仍有省外拓展和下沉的空间。5G时代，客厅大屏是重要的流量入口，IPTV/OTT为大屏娱乐生态重新崛起的重要终端载体，将带来超高清视频、在线教育、大屏游戏等多种新生态。芒果超媒拥有稀缺省级IPTV集成播控牌照以及OTT内容服务牌照和集成服务牌照，一定程度上将受益于IPTV和OTT大屏端的应用。

超高清领域将是5G应用将率先实现落地的场景之一，超高清发展正当时：1) 政策面上升至国家级规划，发展目标明确。2019年3月1日，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，指出超高清视频是继视频数字化、高清化之后的新一轮重大技术革新，将带动视频采集、制作、传输、呈现、应用等产业链各环节发生深刻变革。《行动计划》为超高清产业发展提出明确目标，到2022年我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术产品研发和产业化取得突破。凭借大带宽、低时延特性将直接催化超高清应用落地。**2) 5G是超高清产业发展的必要条件，解决发展掣肘问题。**5G高带宽、低时延特性为超高清视频传输提供支撑，4G网络无法满足。在传输速率上，带宽要求最高的8K视频普遍需要135Mbps以上的带宽保证传输质量，带宽要求最低的入门级4K也需要18-24Mbps带宽，现有4G甚至Wi-Fi的能力都无法满足；理论上，5G网络数十Gbps的峰值速率能够对4K乃至8K超高清视频有着良好的承载能力。在时延上，4K超高清视频要求往返时延（RTT）要小于20ms，而4G通常仅能做到100ms左右，5G的这一数值为1ms。依靠5G+云计算等技术，有望解决上游超高清视频的生产效率问题。云编辑、媒体AI、媒体处理等云服务也将受到5G的利好，因而超高清大体量的素材可以实现加工云端化，并通过5G的高速网络上传下载，5G与云提供了超高清视频加工效率新的解决方案。

芒果×中移动，共建5G+超高清内容生态。2019年5月，中国移动旗下中移资本战略入股，成为公司第二大股东，6月公司与中移动旗下咪咕文化签订《战略合作协议》，将放大双方的优势，在基础电信业务、优质版权内容、5G+超高清、家庭产品、海外拓展和战略投资等多个方面开启战略合作。在5G超高清领域，双方将面向5G就4K、8K、VR/AR等超高清视频内容通过共同开发、联合发行等模式进行端到端深度合作。据悉，咪咕公司还将支持芒果超媒加入5G多媒体创新联盟（5MII），双方将共同参与超高清实验室，共同投入，共享知识产权。未来，双方将共同探索打造线下智能化5G演艺场馆，在自制节目中开展5G超高清直播，共同探讨更多5G媒体融合创新合作。

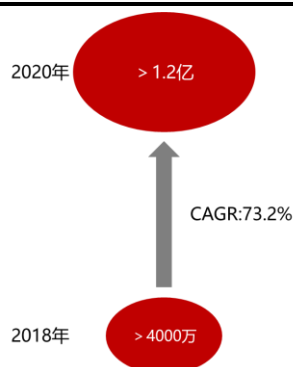
广电5G首站落户长沙，芒果具有先发优势。2019年11月23日，中国广电5G首站，同时也是全球首个700MHz+4.9GHz 5G基站在长沙开通，该基站采用华为公司全球领先5G设备，通过700MHz+4.9GHz混合组网，覆盖圣爵菲斯酒店、世界之窗、金鹰大厦、芒果粉丝街，聚焦湖南广电智慧内容生产应用场景。

公司自2018年起即着手5G应用布局，着重于内容互动呈现、传播效能效率方面。

1) 5G催生新业态，公司以芒果TV、芒果互娱切入互动视频市场，现已推出互动剧平台。5G除了带来数据传播速度的提升，也带来内容生态和产品形态的重塑。近年来，流媒体巨头纷纷布局互动剧，奈飞于2018年底推出的《黑镜：潘达斯奈基》以上百种选择支线、多达五个主线结局、高代入感的故事剧情成为全世界的焦点，出现了“出圈效应”，2019年也被业内称为“互动剧元年”。根据艾媒咨询的数据，2018年互动剧用户规模超过4000万，预计2020年将超1.2亿，2年CAGR达73.2%。

凭借出色内容制作能力，芒果互动剧和互动剧游戏开发能力初获市场认可。芒果TV于2019年推出了高口碑综艺《明星大侦探》的衍生互动剧目《明星大侦探之头号嫌疑人》，在豆瓣获得超4000人平均8.6分的评分。芒果新兴内容制作能力获得业内认可，浙江移动已向芒果TV定制了5G套餐包中的第一批VR视频内容。2020年，芒果将引进4个工作室做互动剧开发，上映数部互动剧和互动综艺上线，充分发挥自制内容生态优势。目前芒果互娱储备了两款互动剧游戏作品：1) 正式签约并独家代理发行的《记忆重现》，TapTap评分8.2；2) 由同名电影改编的RPG互动游戏《冰峰暴》，TapTap评分8.5。目前在剧本阶段的还有成龙主演的《我的佣兵生涯》、《十二星座男友》、《密室大逃脱》三款产品。除此之外，芒果互娱也瞄准了行业标准制作工具的打造，汇聚湖南卫视、芒果TV百位制作人、后期人员的工作经验，集各顶级IP节目制作参数全部模板化后推出全球首款互动剧游戏开发制作引擎——“芒果助手”，该工具集视频、图片、文字剪辑于一体。

图表45：国内互动剧用户规模



资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

图表46：《头号嫌疑人》、《记忆重现》海报



资料来源：公开资料、万联证券研究所

2) 自研+外部合作, 充分捕捉技术对媒介的影响。公司成立了芒果创新研究院, 拥有超800人组成的技术工程师团队, 在5G/AR/VR等新技术研发上自研与外部合作并举, 2018年12月公司与华为就渠道与内容合作签署合作协议, 围绕视频内容、会员及联合营销、大数据推荐、应用推广、IPTV 产品和华为云CDN服务展开深度合作; 2019年公司与上海科技大学成立联合实验室, 围绕智能影像视觉、光场技术、AR/VR、5G全息等展开研究合作。

3.5 新营销: “大芒计划” 拓宽平台边界, 提升广告收入

“大芒计划”是公司平台内容生态和新营销矩阵构建的重要部分, 通过“IP+KOL”实现“IP-KOL-品牌”一站式营销, 现正逐步落地中。2019年8月, 公司启动“大芒计划”, “大芒计划”是基于芒果TV用户文化认同的由PGC、PUGC、UGC等内容形态组成的内容生态平台, 以芒果的头部IP联动KOL进行品牌带货, 实现一站式营销。目前, 公司签约了超3000名网红, 出品节目有《你怎么这么好看》、《女人的秘密花园》、《来自手机的你》(与薇娅合作)、《红人节》等。目前韩束、美素佳儿等品牌基于大芒计划的合作均取得明显的转化效果, 韩束电商平台新客引流提升128%, 网红带货限定商品开播5分钟内售罄; 美素佳儿在2019年双11期间成为“奶粉类店铺”Top1, 新客引流提升200%。

图表47: 《来自手机的你》宣传海报

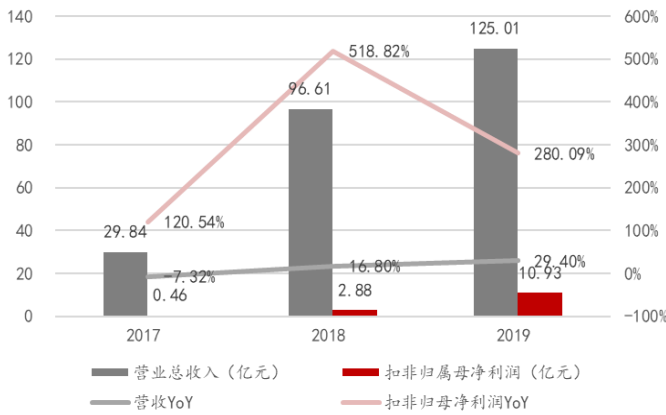


资料来源: 公开资料、万联证券研究所

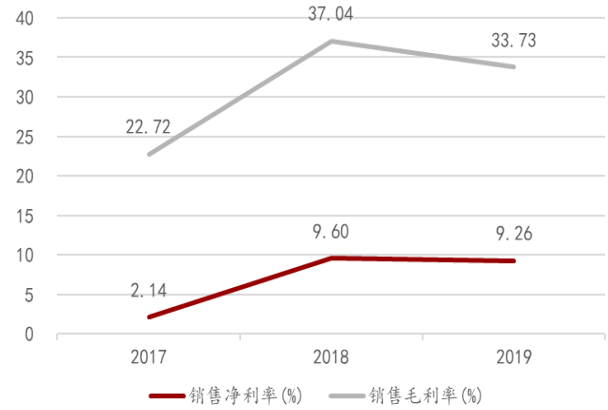
4、前期投入已进入回收, 步入可持续增长轨道

自注入资产以来, 公司营收规模及盈利能力大幅增长。2019年, 公司实现营收125.01亿元 (YoY+29.40%), 归母净利润11.56亿元 (YoY+33.59%), 扣非归母净利润10.93亿元 (yoy+280.09%)。注资后, 盈利能力也大幅改善, 毛利率和净利率水平提升至较高水平。

图表48：17-19年营收、归母净利润



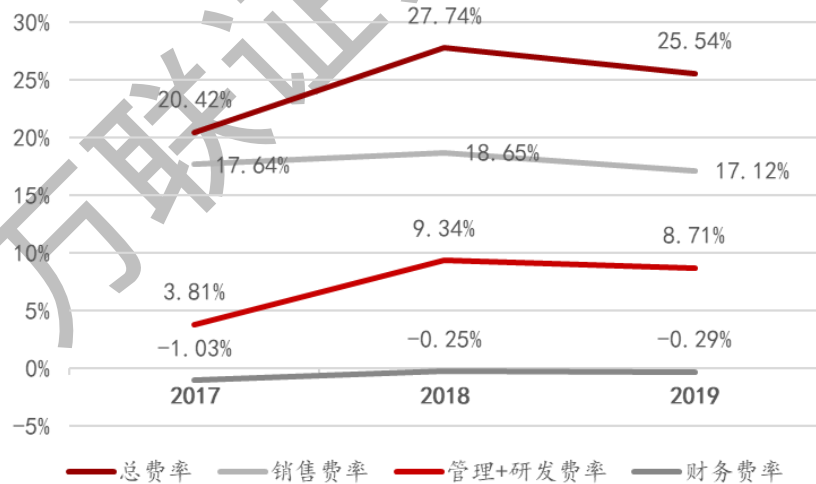
图表49：17-19年毛利率、净利率



资料来源：公司财报、万联证券研究所

资料来源：公司财报、万联证券研究所

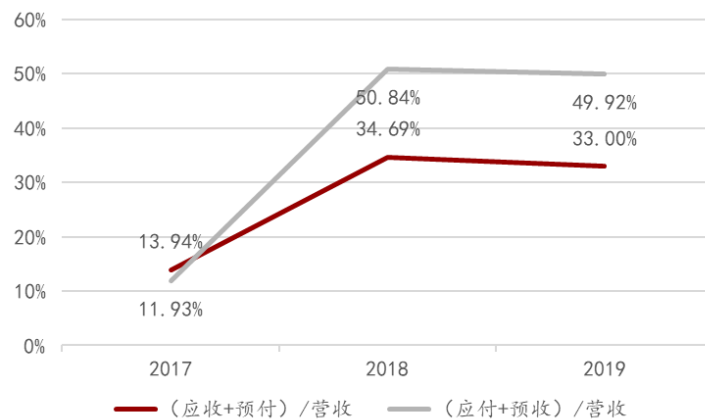
图表50：17-19年费率变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

资产和负债端：公司上下游议价能力较强，应收+预付占营收比重远低于预收+应付占营收比重。

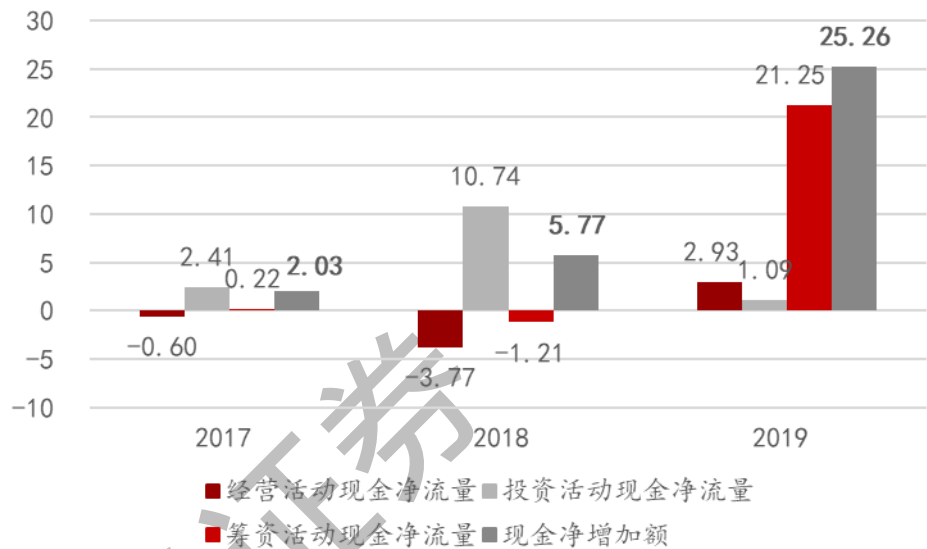
图表51：17-19年上下游支付变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

现金流：前期视频业务投入及版权采购支出较大，目前前期投入已步入回收期，会员、广告收入增长大于投入，19年净经营现金流实现转正。

图表52：17-19年现金流变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司财报、万联证券研究所

5、盈利预测与估值

业绩预测：

- 1) 互联网视频：**持续看好会员和广告收入的提升空间，2020年多款现象级综艺推出、剧集业务发力，效果已初步体现，全年预计增速50%，21/22年预计增速为35%/30%。
- 2) 运营商业务：**引入中移资本战略入股后，公司运营商业务预计获得更大拓展空间，预计2020-2022年营收保持30%速度增长。
- 3) 内容制作与运营业务：**公司在内容制作领域极具优势，在重监管行业，作为国有媒体易于把握政策风向；具有深厚媒体基因以及丰富制作经验，良好激励制度实现创新的造血循环，预计业务能够稳定永续增长，2020-2022年营收增速保持20%。自制内容增加，预计毛利率有所提升，假设升至30%。
- 4) 媒体零售业务：**2019年该业务扭亏为盈，并以“大芒计划”为抓手发力向媒体电商方向转型，凭借芒果的资源及良好生态，预计未来弹性较大。由于业务刚起步并实现利润转正，保守估计增速为25%/20%/20%。

图表53：业务拆分预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
互联网视频					
营业收入	32.24	50.44	70.61	91.79	114.74
YoY		56.44%	40%	30%	25%
毛利率	31.80%	32.60%	33%	33%	33%
运营商业务					
营业收入	9.56	12.75	12.75	16.57	20.71
YoY		33.33%	30%	25%	25%
毛利率	62.47%	67.11%	68%	70%	70%

内容制作与运营业务					
营业收入	32.49	39.02	46.82	56.19	67.43
YoY		20.10%	20%	20%	20%
毛利率	39.85%	26.80%	30%	30%	30%
媒体零售					
营业收入	19.90	20.07	25.09	30.11	36.13
YoY		0.85%	25%	20%	20%
毛利率	26.99%	26.82%	25%	25%	25%
总计					
营业收入	96.61	125.01	159.09	198.80	244.19
YoY		29.40%	27.26%	24.96%	22.83%
毛利率	37.04%	33.73%	34.50%	34.80%	34.91%

资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 其他业务占比较低 (2018/2019年占营收比重分别为2.50%/2.19%, 未做预测, “总计”一栏中不计入)

估值预测: 选用PS法分部加总进行估值, 理由: 1) 互联网视频业务是营收的重要组成部分, 对标公司爱奇艺、哔哩哔哩目前处于亏损状态, 无法使用PE; 2) 其余各业务行业毛利率较为相似, PE与PS法差别不大。

1) 互联网视频: 芒果TV与B站垂直属性强, 不同于爱奇艺“大而全”, 故PS应较为接近, 预计2020年PS为6-7X;

2) 运营商业: 考虑到新媒股份IPTV业务量更大, 省外拓展优于芒果 (截至2019年底, 新媒省外服务2.6亿户); OTT业务与多家在线视频平台合作 (腾讯视频、哔哩哔哩、千山网络、飞狐信息、虎牙等), 芒果OTT业务仅来自芒果TV, 二者存在一定差距, 预计2020年该业务PS低于新媒, 给予13X;

3) 内容制作与运营业务: 考虑到芒果在业内处于头部制作水平, 给予高于业内均值的PS倍数, 预计2020年为8X;

4) 媒体零售业务: 芒果的资源及生态是发展媒体电商的天然土壤, 相对其他布局MCN机构公司来说更有优势, 预计2020年PS为3-5X。

基于以上假设, 我们预计2020-2022年公司实现营收159.09/198.80/244.19亿元, 归母净利润16.23/20.35/25.17亿元, 对应EPS分别为0.91/1.14/1.41元, 对应5月28日收盘价PE为55.13X/43.97X/35.55X。基于与可比公司比较, 预计2020年市值1089-1210亿元, 现股本对应股价为61.16-67.95元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表54: 可比公司估值一览

证券代码	公司名称	股价	2019PE	2020PE	2021PE	2019PS	2020PS	2021PS
互联网视频								
IQ.0	爱奇艺	15.93	-10.37	-12.89	-24.27	2.87	2.50	2.13
BILI.0	哔哩哔哩	32.3	-32.59	-39.29	-70.28	11.15	7.05	5.05
NFLX.0	Netflix	419.89	75.96	67.95	48.14	9.16	7.51	6.29
	均值	N/A		N/A		7.73	5.69	4.49
运营商业								
300770.SZ	新媒股份	165.36	42.17	37.95	29.45	21.31	15.49	12.32
内容制作与运营业务								
300133.SZ	华策影视	6.72	-8.86	22.19	17.74	4.49	2.47	2.07
002343.SZ	慈文传媒	7.83	34.92	18.23	13.90	3.17	2.33	1.76
300251.SZ	光线传媒	11.32	36.53	41.54	28.98	11.74	16.71	11.55

均值		N/A	N/A	5.06	5.76	6.47	7.17	5.13
媒体零售业务								
002291.SZ	星期六	22.56	86.24	56.71	29.98	7.96	6.33	4.90
002878.SZ	元隆雅图	33.38	33.66	26.81	19.20	2.77	2.11	1.60
603721.SH	中广天择	23.76	176.97	47.52	34.13	11.49	0.09	0.07
603825.SH	华扬联众	26.04	23.26	20.15	14.57	0.57	0.50	0.42
均值		N/A	80.03	37.80	24.47	5.70	2.26	1.75

资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 行情数据为2020.5.27日收盘价, 美股股价单位为美元、A股股价单位为人民币元。预测数据来自Wind一致预期。

6、风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险。**视频生意本质是依靠内容对用户时长的争夺, 短视频对长视频的挤压压力暂时仍在; 长视频领域, 目前国内流媒体平台逐步形成“3+2+N”格局, 爱奇艺、腾讯视频背靠巨头, 尽管亏损但盈利压力有限, 近年来发力自制, 采买力度较大; 新入局者字节跳动也布局长视频赛道, 皆对争夺用户注意力构成竞争。
- 2) **用户增长不及预期。**会员收入与广告收入的增长皆依赖于用户规模, 若用户增速不及预期, 则可能导致会员与广告收入不及预期。
- 3) **新业务拓展不及预期。**媒体电商业务是新发力方向之一, 若该业务发展不及预期, 则业绩弹性不能得到体现。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,728	13,920	17,258	21,325	营业收入	12,501	15,909	19,880	24,419
货币资金	5,064	5,800	7,800	10,500	营业成本	8,285	10,420	12,963	15,894
应收票据及影视账款	3,092	3,596	3,949	4,181	营业税金及附加	96	119	149	183
其他应收款	36	44	54	67	销售费用	2,141	2,864	3,578	4,395
预付账款	1,128	1,563	1,944	2,384	管理费用	610	795	994	1,221
存货	1,916	2,427	3,019	3,701	研发费用	239	318	398	488
其他流动资产	491	491	491	491	财务费用	(37)	(155)	(161)	(188)
非流动资产	5,350	7,259	9,379	11,417	资产减值损失	(1)	0	0	0
长期股权投资	210	210	210	210	公允价值变动收益	(1)	0	0	0
固定资产	181	191	211	221	投资净收益	6	8	10	12
在建工程	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	4,851	6,793	8,897	10,928	营业利润	1,178	1,650	2,069	2,560
其他长期资产	108	66	62	58	营业外收入	26	30	30	30
资产总计	17,078	21,180	26,637	32,742	营业外支出	26	29	29	29
流动负债	7,936	10,591	14,246	18,151	利润总额	1,178	1,651	2,070	2,561
短期借款	350	935	1,849	2,965	所得税	20	26	33	41
应付票据及应付账款	5,374	6,795	8,452	10,364	净利润	1,158	1,625	2,037	2,520
预收账款	1,192	1,591	2,386	2,930	少数股东损益	1	2	2	3
其他流动负债	1,019	1,270	1,559	1,892	归属母公司净利润	1,156	1,623	2,035	2,517
非流动负债	323	323	323	323	EBITDA	4,900	4,493	5,168	5,509
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.91	1.14	1.41
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	323	323	323	323	主要财务比率				
负债合计	8,258	10,913	14,568	18,474	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1,780	1,780	1,780	1,780	成长能力				
资本公积	4,839	4,839	4,839	4,839	营业收入	29.4%	27.3%	25.0%	22.8%
留存收益	2,165	3,610	5,410	7,607	营业利润	20.5%	40.1%	25.4%	23.7%
归属母公司股东权益	8,784	10,229	12,029	14,226	归属于母公司净利润	33.6%	40.4%	25.4%	23.7%
少数股东权益	36	38	40	42	获利能力				
负债和股东权益	17,078	21,180	26,637	32,742	毛利率	33.7%	34.5%	34.8%	34.9%
					净利率	9.3%	10.2%	10.2%	10.3%
					ROE	13.2%	15.9%	16.9%	17.7%
					ROIC	12.1%	12.2%	12.7%	12.8%
					偿债能力				
					资产负债率	48.4%	51.5%	54.7%	56.4%
					净负债比率	-53.3%	-47.3%	-49.2%	-52.7%
					流动比率	1.48	1.31	1.21	1.17
					速动比率	1.09	0.94	0.86	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.75	0.75	0.75
					应收账款周转率	4.17	4.56	5.21	6.08
					存货周转率	4.32	4.29	4.29	4.29
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.65	0.91	1.14	1.41
					每股经营现金流	0.16	3.01	3.86	4.12
					每股净资产	4.93	5.75	6.76	7.99
					估值比率				
					P/E	77.39	55.13	43.97	35.55
					P/B	10.19	8.75	7.44	6.29
					EV/EBITDA	11.74	18.84	16.17	14.88

资料来源: 公司财报、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场