强烈推荐-A（维持）

芒果超媒 300413.SZ

目标估值：33 元
当前股价：26.97 元
2019 年 10 月 21 日

内容驱动平台成长，深挖单用户价值打造生态矩阵

本文从公司的核心竞争力和独特模式出发，解析了芒果超媒的发展和其他视频平台的根本不同之处，“芒果模式”进入验证通道，追求平台盈利性和单位投入产出比。并展望了公司的发展空间，包括生态矩阵的打造、单用户价值的深耕、用户群体的扩充、海外拓展等，希望为投资者进一步深入理解芒果提供参考。

- **垂直化定位年轻女性用户，内容驱动平台成长。**依靠青春正能量优质内容牵引，综艺领跑，影视剧发力增长；深耕女性消费群体，付费用户高增长拉动会员收入；内容效果广告助力芒果 TV 广告业务逆势高增长；大屏趋势下，芒果超媒运营商业务不断深耕；国资背景，公司的优质内容顺应当下政策环境。
- **行业趋势：内容优势强于渠道，“芒果模式”进入验证通道。**从奈飞（Netflix）看渠道商内容转型中的困境，优质内容为取胜关键。芒果 TV 另辟蹊径，考虑单位优质内容的产出效果，精细耕耘重盈利。
- **纵深推进，生态矩阵新引擎；人才培养+开放的合作机制。**产业链上下游打造一站式综合娱乐生活服务的矩阵平台，上游内容制作端-湖南卫视优质内容+芒果娱乐/芒果影视内容+天娱艺人助力，中游运营端-芒果 TV 招商引资+芒果互娱 IP 衍生+快乐购发力网红经济，下游内容输出-完成 PC、移动端、IPTV/OTT 多渠道融合，输送芒果系优质内容。公司技术创新升级走在行业前列，中国移动入股成为二股东，展开深度战略合作。市场化激励机制，16 个综艺和 20 个影视制作团队打造核心竞争力；开放的合作机制，形成双生态圈。
- **成长空间：**乘“社交电商”之风，借“粉丝经济”之力，深挖单用户价值；积极思考用户画像延伸的可能性，尤其是女性年长者；积极布局海外市场，推出国际版 APP。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2019-21 年营收分别为 114.0 亿、136.8 亿和 156.1 亿元，同比增长 18%/20%/14%；**归母净利润分别为 11.8 亿、15.4 亿和 18.5 亿元，同比增长 36%/31%/20%。通过分部估值法，公司估值 587 亿元，对应股价 33 元/股，维持“强烈推荐-A”的评级。**
- **风险提示：**视频平台用户及广告增长不及预期的风险，行业政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2984	9661	11399	13683	15607
同比增长	-7%	224%	18%	20%	14%
营业利润(百万元)	62	977	1286	1687	2019
同比增长	29%	1473%	32%	31%	20%
净利润(百万元)	73	866	1178	1544	1848
同比增长	9%	1093%	36%	31%	20%
每股收益(元)	0.18	0.87	0.66	0.87	1.04
PE	149.1	30.8	40.8	31.1	26.0
PB	6.4	4.7	5.4	4.8	4.2

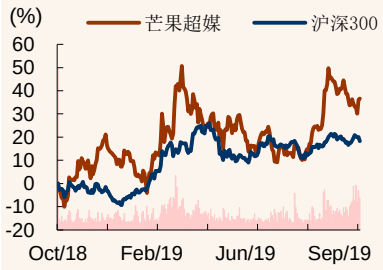
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	2938
总股本（万股）	178038
已上市流通股（万股）	83402
总市值（亿元）	480
流通市值（亿元）	225
每股净资产（MRQ）	4.7
ROE（TTM）	13.0
资产负债率	47.4%
主要股东	芒果传媒有限公司
主要股东持股比例	64.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	9	56
相对表现	-0	14	29



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《芒果超媒（300413）—预告 19H1 业绩增 27.47%～44.93%，超市场预期》2019-07-16

2、《芒果超媒（300413）—与咪咕战略合作，开启多元融合的发展道路》2019-07-01

3、《芒果超媒（300413）—内容新品加码，芒果 TV 持续快速增长》2019-05-25

朱珺
zhujun5@cmschina.com.cn
S1090516080002
顾佳
021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

正文目录

一、垂直化定位年轻女性用户，内容驱动平台成长 7
1.1 青春正能量优质内容牵引，综艺领跑，影视剧发力增长 7
1.1.1 从“亲子互动”到“慢综艺”，从“台”到“网”，芒果系在综艺行业变化中多次引领潮流，芒果 TV 脱颖而出 7
1.1.2 影视剧发力，组建优秀团队，期待贡献增量 12
1.1.3 背靠湖南卫视，其优质内容会为芒果 TV 带来什么？ 13
1.2 深耕女性消费群体，付费用户数高增长拉动会员收入 17
1.3 内容效果广告助力芒果 TV 广告业务逆势高增长 19
1.4 大屏趋势下，芒果超媒运营商业务不断深耕 22
1.5 国资背景，优质内容顺应当下政策环境 25
二、行业趋势：内容优势强于渠道，“芒果模式”进入验证通道 26
2.1 它山之石：从奈飞（Netflix）看渠道商内容转型中的困境 26
2.2 优质内容为取胜关键，芒果 TV 另辟蹊径，精细耕耘重盈利 28
三、纵深推进，生态矩阵新引擎 35
3.1 打通产业链上下游，打造一站式综合娱乐生活服务的矩阵平台 35
3.1.1 上游内容制作端：湖南卫视优质内容+芒果娱乐/芒果影视内容+天娱艺人助力 37
3.1.2 中游运营端：芒果 TV 招商引资+芒果互娱 IP 衍生+快乐购发力网红经济 43
3.1.3 下游内容输出：完成 PC、移动端、IPTV/OTT 多渠道融合，输送芒果系优质内容 44
3.2 技术创新升级 45
3.3 中国移动入股成为二股东，展开深度战略合作 46
四、人才培养+开放的合作机制 48
4.1 市场化激励机制，16 个综艺和 20 个影视制作团队打造核心竞争力 48
4.2 开放的合作机制，形成双生态圈 49
五、成长空间 53
5.1 乘“社交电商”之风，借“粉丝经济”之力，深挖单用户价值 53
5.2 积极思考用户画像延伸可能性，尤其是女性年长者 54
5.3 积极布局海外市场，推出国际 APP 54
六、盈利预测、估值与投资建议 55
6.1 盈利历史情况及预测 55

6.2 估值与投资建议 60
七、风险提示 62

图表目录

图 1：口碑级综艺节目发展历程 7
图 2：卫视综艺部数及同比增速 8
图 3：网络综艺部数及同比增速 8
图 4：芒果 TV 独播现象级综艺 8
图 5：2015-2019 年台综/网综网络播放量排行榜 9
图 6：不同类型综艺受众群体情况 9
图 7：典型综艺受众群体用户画像 9
图 8：台综播放量前十中“综 N 代”部数 11
图 9：网综播放量前十中“综 N 代”部数 11
图 10：快乐阳光分业务收入结构情况 15
图 11：湖南台前十大剧目版权销售收入（亿元）及占芒果 TV 内容运营收入占比 15
图 12：2016-2018 快乐阳光分业务收入增速 16
图 13：芒果 TV 网综分销情况 16
图 14：芒果 TV 台综分销情况 16
图 15：2014-2019 芒果 TV 移动 app 月度活跃用户数 17
图 16：在线视频网站月度活跃用户规模 18
图 17：主流视频平台用户群体（截至 2019.8） 18
图 18：芒果 TV 与其他视频网站重合度 18
图 19：移动互联网女性线上消费 1000 元以上占比 19
图 20：主流在线视频网站付费用户规模 19
图 21：主流在线视频网站付费用户同比/环比增速 19
图 22：201806-201905 传统/全媒体广告费增速 20
图 23：2018H1-2019H1 综艺广告市场规模及同比增速 20
图 24：用户对创意中插广告的态度 20
图 25：用户充值会员原因 20
图 26：付费用户消费能力 21
图 27：芒果 TV/爱奇艺广告业务收入 21

图 28：18H1-19H1 头部在线视频网站综艺品牌植入数 21
图 29：综艺节目广告行业分布 22
图 30：2013-2018 年中国 IPTV 用户净增数 23
图 31：中国 OTT 激活量走势（亿台） 23
图 32：奈飞全球付费会员数及同比增速 26
图 33：奈飞美国付费会员数及同比增速 26
图 34：奈飞内容成本摊销及内容成本收入占比 27
图 35：迪士尼内容成本摊销及内容成本收入占比 27
图 36：Disney+的推出对奈飞用户影响 28
图 37：Disney+在父母用户市场上对 Netflix 造成冲击 28
图 38：视频网站内容上线与 MAU 环比增速（%） 29
图 39：视频网站内容上线与付费用户 29
图 40：头部影视剧集独播部数 32
图 41：头部综艺独播部数 32
图 42：芒果超媒归母净利润及增速 32
图 43：爱奇艺净利润及增速 32
图 44：快乐阳光内容成本及营收占比 33
图 45：爱奇艺内容成本及营收占比 33
图 46：头部视频平台播放量 TOP30 自制/外采数量比例 33
图 47：头部综艺植入品牌数及预计营销广告价格 34
图 48：芒果超媒主营业务及主要参股控股公司概览 36
图 49：芒果超媒的内容生态布局 36
图 50：芒果超媒打造完整的内容产业链 37
图 51：芒果娱乐 2015-2019H1 年收入及利润情况 38
图 52：芒果娱乐分业务收入占比 38
图 53：芒果影视 2015-2019H1 年收入及利润情况 40
图 54：芒果影视分业务收入占比 40
图 55：天娱传媒 2015-2019H1 收入及利润情况 41
图 56：天娱传媒分业务收入占比 41
图 57：芒果 TV 程序化广告平台广告类型（PC/Mobile/Pad 全端，展示以 Mobile 为例） 43

图 58：快乐购 2015-2019H1 年收入及增速 44
图 59：快乐购 2015-2019H1 净利润及增速 44
图 60：芒果互娱 2015-2019H1 年收入及净利润情况 44
图 61：芒果互娱分业务收入占比 44
图 62：5G 全自由度，360°实况直播器材 45
图 63：5G 视频直播应用场景的要素 45
图 64：芒果 TV 人才机制 49
图 65：马栏山视频文创产业区产业规划 51
图 66：马栏山视频文创产业区政策支持 51
图 67：芒果 TV“大芒计划”现场图 53
图 68：芒果超媒收入及增速 55
图 69：芒果超媒分业务占比 55
图 70：芒果超媒分业务收入及增速 56
图 71：芒果超媒分业务毛利率 56

表 1：2017/2018 网综、台综口碑排行 10
表 2、芒果 TV2019 年下半年重点综艺 11
表 3、2017-2019 网剧热度排行榜（日期截至 2019 年 8 月 25 日） 12
表 4、芒果 TV2019 年下半年自制网剧（独播） 13
表 5、2017-2019H1 省级电视台收视排名 14
表 6、2015-2017 芒果 TV 采购自湖南卫视的 TOP10 剧目分销金额及公司 15
表 7、芒果 TV 广告服务分类及收入确认方法 21
表 8、芒果超媒运营商业务板块及盈利模式 23
表 9、2019 年 5 月智能电视+盒子点播媒体日均活跃终端排行榜 24
表 10、OTT 业务双牌照持证机构及服务业务运营方 24
表 11、奈飞 2018 年用户最常观看的 TOP20 节目观看比 27
表 12、腾讯工作室及代表作品 29
表 13、爱奇艺工作室及代表作品 29
表 14、优酷工作室及代表作品 30
表 15、2017-2019 播放量前十网络剧集独播/联播情况 30
表 16、2017-2019 播放量前十网络综艺独播/联播情况 31

表 17、芒果超媒重组标的业绩承诺及完成情况 35
表 18、芒果娱乐 2014-今参与影视项目一览 38
表 19、芒果影视 2017-今参与影视项目一览 40
表 20、天娱传媒 2014-2018 参与影视项目一览 41
表 21、芒果超媒创新研究院对于 5G、AI、VR 技术布局 45
表 22、咪咕文化公司旗下公司 47
表 23、快乐阳光 2015~2017 年对于不同内容的投入（亿元） 49
表 24、2014-2019Q1 湖南卫视省级卫视收视率及市场份额 50
表 25、芒果文创基金已投资的标的 51
表 26、芒果 TV 2017/2018 年 MAU/付费用户数/用户付费率/ARPPU 56
表 27、芒果 TV 2019E-2021E 付费用户数预测 57
表 28、芒果 TV 2019E-2021E 月度 ARPPU 预测 57
表 29、芒果 TV 2019E-2021E 新媒体平台会员收入预测 57
表 30、芒果 TV 广告业务收入预测 58
表 31、芒果超媒 2017 年运营商业务数据 58
表 32、芒果超媒 2019E-2021E 运营商业务测算 59
表 33、芒果超媒营业收入预测 60
表 34、芒果超媒可比公司估值 61
附：财务预测表 63

一、垂直化定位年轻女性用户，内容驱动平台成长

1.1 青春正能量优质内容牵引，综艺领跑，影视剧发力增长

1.1.1 从“亲子互动”到“慢综艺”，从“台”到“网”，芒果系在综艺行业变化中多次引领潮流，芒果 TV 脱颖而出

从内容角度讲，在综艺节目发展历程中，芒果系（台+网）在行业轮换中凭借着敏锐的行业嗅觉和丰富的经验，多次引领潮流，如：歌手选秀类《超级女声》、亲子互动类《爸爸去哪儿》、慢综艺《妻子的浪漫旅行》等。回顾综艺发展历史，综艺发展过程中热门内容不断变化，经历了以下几个阶段，其中多阶段均由芒果系引领，具体来看：

1）早期音乐选秀类热潮，始于 2004 年，收视多年来一直领先，产生了多款大热综艺（《超级女声》、《中国好声音》等），长期受到观众青睐；2）2013 年，亲子互动类萌芽，由湖南台的《爸爸去哪儿》引领，后期优秀作品包括《爸爸回来了》、《妈妈回来了》等；3）2014 年户外真人秀类兴起，以《奔跑吧兄弟》、《极限挑战》为代表，后有《挑战者联盟》等，亦取得了优异的收视表现；4）2016 年开始，偶像养成类《明日之子》、《偶像练习生》、《创造 101》类大热，与此同时，“慢综艺”在 2017 年兴起于芒果系并稳定发展，代表作品有《中餐厅》、《向往的生活》、《妻子的浪漫旅行》等，收视口碑皆佳。芒果 TV 此阶段在积极发力，参与到网络综艺的制作中，优秀的作品还包括《哈哈农夫》、《妻子的浪漫旅行 2》，均于 2019 年播出，截至 2019 年 9 月 15 日，《妻子的浪漫旅行 2》在 2019 年骨朵网络综艺播放量排行榜中排名第 4。

图 1：口碑级综艺节目发展历程

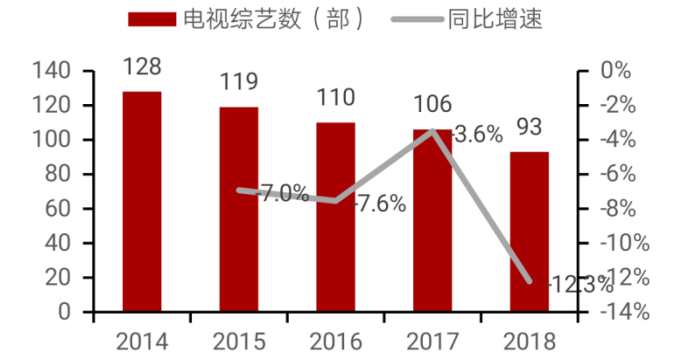


资料来源：百度百科、豆瓣电影、招商证券

从渠道角度讲，综艺节目也经历了由“台”到“网”扩散的悄然变化，视频平台在 2015 年互联网红利下积极布局综艺制作，对比之下，电视综艺部数每年稳中微降。根据腾讯娱乐年度白皮书数据，卫视综艺自 2014 年以来就呈现出下降趋势，从 2014 年的 128 部下降为 2018 年的 93 部，相对比之下，网络综艺则呈现出蓬勃发展的趋势，从 2014

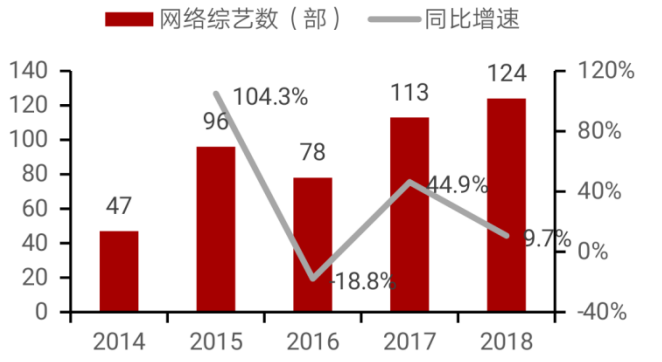
年的 47 部增加到 2018 年的 124 部，CAGR 达到 27%。

图 2：卫视综艺部数及同比增速



资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、招商证券

图 3：网络综艺部数及同比增速



资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、招商证券

芒果系自制网综+湖南卫视台综行业领跑，芒果 TV2019 年表现越发强势。芒果 TV 在综艺行业从“台”到“网”转变过程中取得了傲人的成绩，打造了多部自制现象级综艺，网络播放量处于行业的绝对领先地位。代表作品包括由杨幂、邓伦、魏大勋等参加的实景密室体验秀《密室大逃脱》，口碑播放量皆佳，形成 IP 级综艺；夫妻观察治愈类节目《妻子的浪漫旅行》，在取得了优异的收视成绩的同时荣获了第三届金骨朵网络影视盛典年度受欢迎网络综艺奖；**芒果 TV 自制网综**从 2015 年前十名播放量中一部自制并独播，发展为 2019 年（截至 9 月 15 日）的 7 部自制（5 部独播，2 部联播），是当之无愧的综艺行业龙头；**电视综艺方面，芒果超媒背靠湖南卫视，自 2015 年起独拥湖南台及下属频道的所有自主版权综艺节目的网络播放全，并可进行版权分销，获取分销收入。**2019 年台综网络播放量前 10 中，芒果 TV 也占据了 6 个席位（3 部独播）。

图 4：芒果 TV 独播现象级综艺



密室大逃脱



妻子的浪漫旅行 2



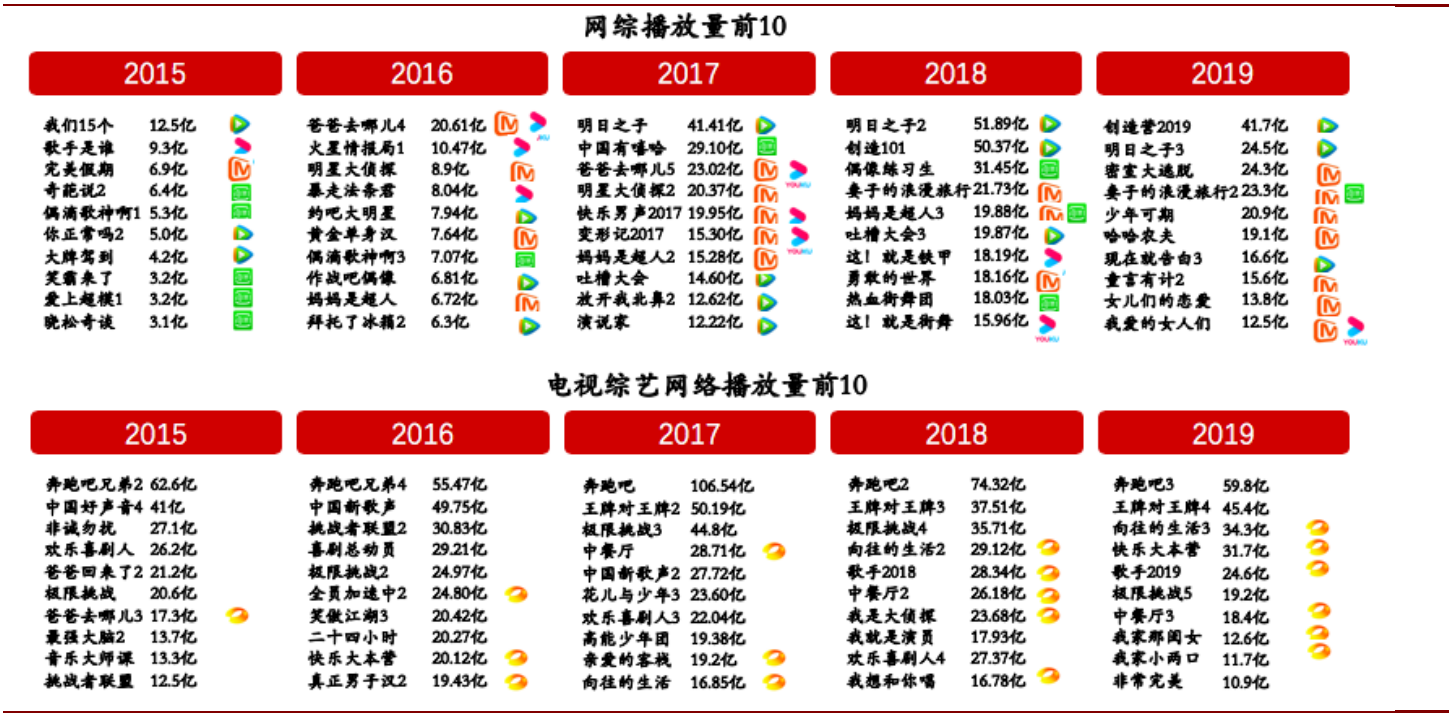
明星大侦探



少年可期

资料来源：百度百科、芒果 TV、招商证券

图 5：2015-2019 年台综/网综网络播放量排行榜

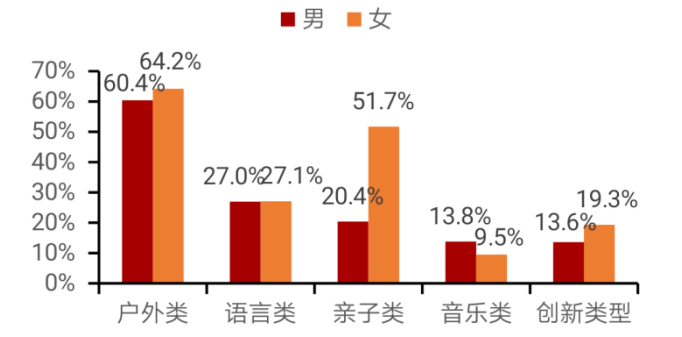


资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、骨朵数据、招商证券（2019 年播放量截至日期为 9 月 15 日）

通过回顾综艺发展历史，我们发现芒果系在发展历程中除了具有敏锐的嗅觉，多次引领潮流，还具有如下特点：稳扎稳打，深耕目标用户群体，正能量引领，多年来综艺口碑排行领先，具体来讲：

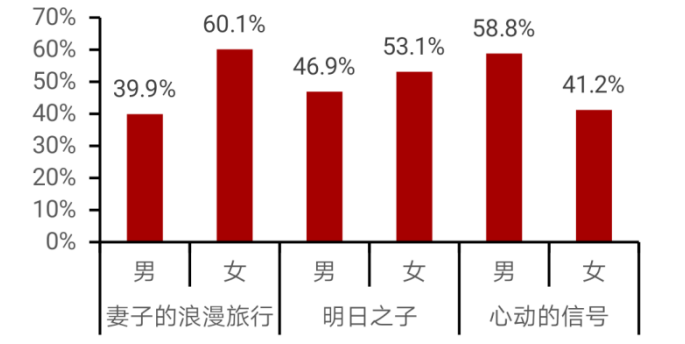
1）在综艺变迁的浪潮中，深耕目标女性用户群体并稳扎稳打，具有品牌标签。芒果系引领的两个现象级综艺系列代表，包括 2013 年兴起的“亲子类”和 2017 年的“慢综艺”，这两类综艺都有明显的女性群体受众倾向，根据《腾讯娱乐白皮书》，相较于其他类型综艺受众群体，亲子类系列女性群体接受度为 51.7%，相对比之下男性仅为 20.4%，从《妻子的浪漫旅行》与《中餐厅》等“观察类”、“慢综艺”用户画像中也可以看到这一趋势，体现了芒果系在女性用户群体中稳扎稳打的布局。

图 6：不同类型综艺受众群体情况



资料来源：2016 年腾讯娱乐年度白皮书、招商证券

图 7：典型综艺受众群体用户画像



资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、招商证券

2）在“流量”、“爆款”、“热度”等行业大趋势下，芒果 TV 在高性价比细分领域精心耕耘，独树一帜，综艺口碑处于行业领先地位。我们可以看到自 2017 年以来，腾讯和爱奇艺等制作的偶像养成类节目大获成功，如《创造 101》、《偶像练习生》等，打造了诸多流量明星并引发热点讨论，但我们仍要注意到的是，“观察类”和“慢综艺”悄然进入观众视线，这类综艺以“旅游”“美食”类为主，取景地点山清水秀，可以在一定程度上改善上班族工作心态，缓解疲惫，凭借着精良的制作取得了优异口碑，这类综艺代表制作方为芒果系。从播放量角度讲，台综网络播放量前 10 名中，2017/2018/2019 年分别有 3/2/3 部为湖南卫视观察类“慢综艺”，网综播放量前十中，2018/2019 年分别有 1 部和 4 部为芒果 TV 自制观察类慢综艺；从口碑角度讲，此类综艺在取得优异的播放量同时也收获了优良的口碑，具有长尾效应。

表 1：2017/2018 网综、台综口碑排行

2017				2018			
网综		台综		网综		台综	
节目	口碑	节目	口碑	节目	口碑	节目	口碑
爸爸去哪儿 5	87.42	见字如面	87.53	明星大侦探 4	91.1	声入人心	88.2
明星大侦探 3	87.21	朗读者	86.8	奇遇人生	90.5	声临其境	85.7
放开我北鼻 2	85.88	极限挑战 3	85.97	一本好书	89.4	向往的生活	85.3
明星大侦探 2	84.22	向往的生活	85.54	这！就是街舞	89	这！就是灌篮	84.9
晓说 2017	82.08	王牌对王牌 2	85.21	圆桌派	88.4	极限挑战 4	84.5
吐槽大会	81.71	中餐厅	85	这！就是铁甲	83.5	幻乐之城	84.2
中国有嘻哈	81.42	亲爱的客栈	84.88	奇葩大会 2	82.4	我就是演员	83.6
奇葩大会	81.38	中国诗词大会 2	84.57	放开我北鼻	81.3	中餐厅 2	83.4
拜托了冰箱	81.35	我们相爱吧 3	83.56	幸福三重奏	80.8	我家那小子	83.4
奇葩说 4	80.37	青春旅社	83.53	妻子的浪漫旅行	80.3	王牌对王牌 3	82.8

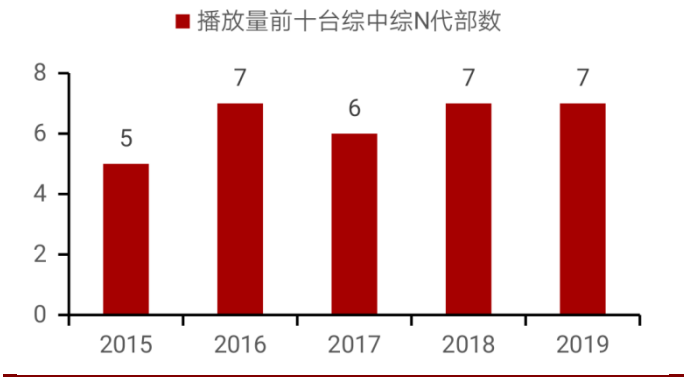
资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、招商证券

*标粉网综为芒果 TV 制作、标粉台综为湖南卫视播出

基于综艺的特点，我们认为未来芒果 TV 综艺领域会继续保持行业领跑，主要原因如下：

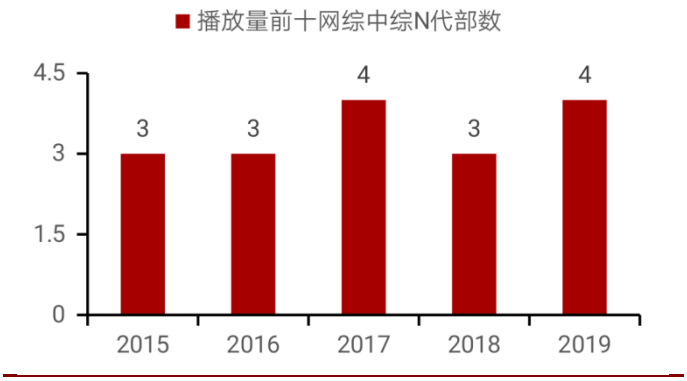
1）综艺具有明显的“综 N 代”现象，一旦打造出优秀爆款，具有明显的系列化趋势。综艺节目“系列”现象即第一部取得优秀的收视后，形成用户粘性，在后续系列播出过程中也收获优异的市场表现。如《爸爸去哪儿》系列有 5 部，《中国好声音》系列有 6 部，《奔跑吧兄弟》系列有 6 部，《极限挑战》系列有 5 部。从播放量角度讲，“综 N 代”容易取得比较优秀的成绩，台综播放量前 10 中，每年超过半数都为综艺系列化产品，网综 2013 年才开始兴起，而“综 N 代”的身影在播放量前 10 榜单中也每年都超过 3 部。湖南台之前多次引领潮流，打造了《爸爸去哪儿》、《歌手》、《明星大侦探》、《中餐厅》等系列，芒果 TV 也打造了《妻子的浪漫旅行》、《密室大逃脱》系列，未来我们预期芒果超媒可以在过去的基础上继续产出高品质作品，并有能力开发新的系列综艺，丰富自身内容。

图 8：台综播放量前十中“综 N 代”部数



资料来源：腾讯娱乐白皮书、骨朵视频、招商证券
*2019 年截至日期为 9 月 15 日

图 9：网综播放量前十中“综 N 代”部数



资料来源：腾讯娱乐白皮书、骨朵视频、招商证券
*2019 年截至日期为 9 月 15 日

2）芒果系台综和网综均具有优秀口碑和正能量牵引，在监管日趋严格的趋势下，符合监管要求与行业趋势。当今对综艺的监管存在着日趋严格的特点，从芒果系作品回顾，我们看到芒果系作品内容均为正能量题材，与国家政策导向相符，同时也收获了优良的口碑。而近几年大热的偶像养成类节目则在监管上或成为重点监管对象，如 2018 年的《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》中，广电总局提出要求：“坚决遏止追星炒星、泛娱乐化等不良倾向”，正能量节目更有利于树立正确的价值观念，国家的监管对于行业发展起到积极作用。

3）芒果系发展过程中具有稳扎稳打的特点，不盲目追求潮流，能够做到守正出奇，稳中求变，具有自己的风格，经典款综艺一直保持着优良的口碑，重视节目质量，我们认为这一优良作风会继续保持。首先，芒果系做到了“守正”，芒果系制作团队具有稳扎稳打的优秀作风，从过去的《快乐大本营》、《天天向上》等老牌综艺就可以看出这一特点，《快乐大本营》距开播到现在已经有 20 年，仍然保持着优秀的收视水平；其次，芒果系也做到了“出奇”，因为通过回顾历史我们也发现，综艺热潮经历了多次变化，如果墨守陈规，不求创新，那么必然面临着淘汰，即使如经典“综 N 代”《奔跑吧》，节目制做到 2018 年也存在着收视下滑 30%的明显衰退情况，芒果系在多次综艺更迭变换过程中引领潮流正是芒果系积极创新的结果。

2019 年下半年，芒果 TV 还储备了丰富的综艺，具体如下：

表 2、芒果 TV2019 年下半年重点综艺

节目名称	播出周期	播出期数	负责团队
一路成年	2019Q3	12	单丹霞工作室
我最爱的女人们	2019Q3	12	单丹霞工作室
功夫学徒	2019Q3	12	芒果 TV、DISCOVERY
勇敢的世界 2	2019Q3	12	唐梁团队
变形记	2019Q3	24	胡蓉团队
哎呀好身材	2019Q3	10	陈杏团队
妻子的浪漫旅行 3	2019Q3	12	李甜团队
新生日记	2019Q3	12	李晓丹团队
肌战	2019Q3	10	荆一嵘团队
青春初耳学	2019Q3	12	芒果 TV、银河酷娱

青春芒果节	7.27 晚会		晏吉团队
闪耀的路人甲	2019Q3	12	何忱工作室
女儿们的恋爱 2	2019Q4	12	晏吉团队
婚前 21 天	2019Q4	12	袁白丽团队
明星大侦探 5	2019Q4	12	何忱工作室
老板的紧箍咒	2019Q4	10	荆一嵘团队
野生厨房 2	2019Q4	12	
音乐奇遇记	待定	12	

资料来源：公司公告、招商证券

1.1.2 影视剧发力，组建优秀团队，期待贡献增量

剧集方面，芒果 TV 正积极加码布局影视剧，将贡献增量。与芒果 TV 已经处于行业领先地位的综艺相比，芒果 TV 的影视剧稍显弱势，但也在不断加码。芒果在影视剧上的战略如下：**1）人才团队组建：**快乐阳光已从团队上积极布局，截至 2019H1，芒果 TV 自有+外部影视工作室达 15 个；**2）网络大电影布局：**启动“超芒计划”进军网大市场，通过开放 IP、开放平台、整合芒果生态内的艺人资源和制作团队资源，构建 IP 联动互通的网生内容体系，截至 2018 年底，芒果 TV 平台已累计上线 20 余部网络大电影；**3）网络剧：**从争“量”转为拼“质”，差异化、特色化、细分化、自制化成为竞争新路径，注重投入与产出双向均衡，芒果将以拥有制作权或发行权的项目为主，尽量减少纯投资项目的占比，将联合摄制的控制风险降到最低。**从结果角度看，影视剧已经取得了一定进步，**芒果 TV 经历了从 2017 年的网剧热度前 20 无芒果 TV 自制、3 部与其他平台联播，发展到 2019 年的网剧热度前 20 中 3 部芒果 TV 自制并独播，2 部外采联播。其中，自制的讲述电竞题材剧集《陪你到世界之巅》引起了广泛关注与热议，截至最新上映 133 天已经实现了 22 亿播放量，并凭借着电竞题材吸引了男性用户群体。我们认为，在芒果 TV 积极加码影视剧的战略布局下，未来影视剧空间广阔。

表 3、2017-2019 网剧热度排行榜（日期截至 2019 年 8 月 25 日）

	2019		2018		2017	
网剧热度排行榜	剧集名称	播出平台	剧集名称	播出平台	剧集名称	播出平台
1	倚天屠龙记	腾讯	延禧攻略	爱奇艺	热血长安	优酷
2	陈情令	腾讯	如懿传	腾讯	九州 •海上牧云记	腾讯+爱奇艺+优酷
3	夜空中最亮的星	腾讯+爱奇艺+芒果	烈火如歌	优酷	龙珠传奇	腾讯+优酷
4	怒海潜沙&秦岭神树	腾讯	独孤天下	腾讯	将军在上	优酷+PPTV
5	怒晴湘西	腾讯	沙海	腾讯	大军师司马懿之军师联盟	优酷
6	白发	腾讯	武动乾坤之英雄出少年	优酷	大话西游之爱你一万年	腾讯+爱奇艺+乐视+芒果
7	全职高手	腾讯	将夜	腾讯	春风十里不如你	优酷
8	致我们暖暖的小时光	腾讯	飞虎之潜行极战	优酷	白夜追凶	优酷

9	听雪楼	腾讯	天坑鹰猎	优酷	射雕英雄传	爱奇艺
10	陪你到世界之巅	芒果	萌妻食神	腾讯	双世宠妃	腾讯
11	奈何 BOSS 要娶我	搜狐	镇魂	优酷	秦时丽人明月心	优酷
12	我的奇妙男友 2 之念念不忘	芒果	双世宠妃 2	腾讯	通天狄仁杰	爱奇艺+芒果
13	我只喜欢你	腾讯+优酷	芸汐传	爱奇艺	天泪传奇之凤凰无双	爱奇艺
14	古董局中局	腾讯	宫心计 2 深宫计	腾讯	致我们单纯的小美好	腾讯
15	凤弈	腾讯	九州·海上牧云记	腾讯+爱奇艺+优酷	镇魂街	优酷
16	请赐我一双翅膀	腾讯+爱奇艺+优酷	三国机密之潜龙在渊	腾讯	无心法师 2	腾讯+搜狐
17	冷案	腾讯	虎啸龙吟	优酷	鬼吹灯之黄皮子坟	腾讯
18	我的波塞冬	芒果	人生若如初相见	腾讯	亲爱的王子大人	搜狐+芒果
19	绅探	腾讯	法医秦明 2 清道夫	搜狐	颤抖吧，阿部	优酷
20	班长“殿下”	腾讯+芒果	结爱·千岁大人的初恋	腾讯	独步天下	腾讯

资料来源：骨朵热度指数排行榜、招商证券

表 4、芒果 TV2019 年下半年自制网剧（独播）

节目名称	播出时间	播出期数	制作班底
食分喜欢你	2019Q3	20	湖州博娱影视
时光与你都很甜	2019Q4*	30	不可能的世界工作室
身为一个胖子	2019Q4*	24	蓝港影视
彗星来的那一夜 2	2019Q4*	20	不可能的世界工作室
那小子来自冰箱	2019Q4*	28	海宁风驰
一夜新娘	2019Q4*	24	华晨美创工作室

资料来源：公司公告、招商证券

*为暂定播出的时间

1.1.3 背靠湖南卫视，其优质内容会为芒果 TV 带来什么？

快乐阳光与湖南台签署了《电视节目信息网络传播权采购协议》：1）湖南台将其制作并在湖南卫视于 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间播出的，其合法、自主且独家拥有信息网络传播权的电视节目的信息网络传播权独家出售予快乐阳光。2）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，其合法、自主且独家拥有信息网络传播权的电视节目的信息网络传播权，快乐阳光在同等条件下享有优先购买权。3）采购方式为打包方式，即以整体打包形式一次性购买一段期间的全部节目信息网络传播权，2017 年下半年采购价格为市场法评估价格 4.1 亿元的 1/2，即 2.05 亿元，2018/2019/2020 年采购价格为 4.51 亿元/4.961 亿元/5.4571 亿元，分别是 2017 年评估公允价格每年递增 10%。

我们认为，湖南卫视对芒果 TV 的助力体现在以下三个方面：

1）湖南卫视具有优质内容，芒果超媒采购湖南卫视版权后如分销将带来版权分销收入；
2）如将湖南卫视优质内容独播，则可以吸引活跃用户，带来会员/硬广业务高增长；
3）芒果 TV 根植于芒果体系，与湖南卫视保持着长期的友好合作关系，内容方面在湖南卫视女性用户群体基础上继续深耕，团队经验丰富。下面我们将具体阐述：

1）湖南卫视内容优质，助力芒果 TV 获取版权分销收入

湖南卫视历史上在省级卫视中持续领跑，凭借优质作品积累了众多忠实观众，产生了大量优质内容。湖南广播电视台创立于 1960 年，于 1997 年正式上星播出，在省级卫视中持续领跑，开创了多个先河，综艺方面生产了优秀作品《快乐大本营》和第一档选秀类节目《超级女生》，剧集方面，早期投资了风靡全国的《还珠格格》，2017 年参与拍摄和出品了《人民的名义》，口碑收视皆佳。在省级电视收视排名中，湖南卫视连续多年领跑，凭借着优质内容积累了大批忠实观众。

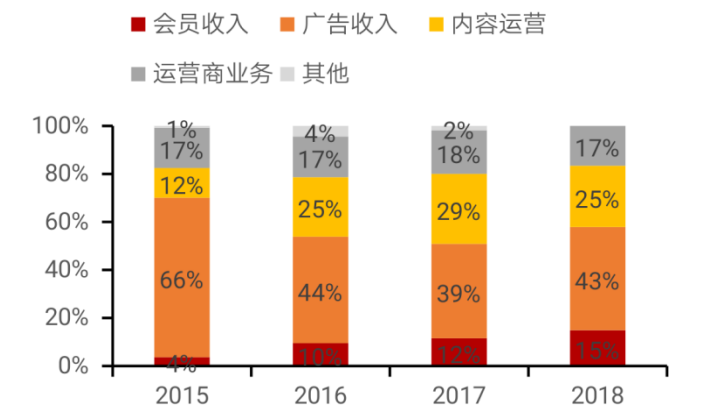
表 5、2017-2019H1 省级电视台收视排名

排名	2017		2018（1.1-12.17）		2019H1（1.1-6.20）	
	频道	市场份额（%）	频道	市场份额（%）	频道	市场份额（%）
1	湖南卫视	2.95	北京卫视	2.4	湖南卫视	2.67
2	东方卫视	2.66	湖南卫视	2.31	浙江卫视	2.44
3	浙江卫视	2.47	东方卫视	2.27	东方卫视	2.31
4	江苏卫视	2.08	浙江卫视	2.24	江苏卫视	2.27
5	北京卫视	1.98	江苏卫视	2.02	北京卫视	2.2
6	山东卫视	1.34	金鹰卡通	1.34	金鹰卡通	1.23
7	金鹰卡通	1.29	山东卫视	1.27	安徽卫视	1.01
8	安徽卫视	1.24	安徽卫视	0.98	北京卡酷	1
9	天津卫视	1.08	北京卡酷	0.98	深圳卫视（新闻综合）	0.92
10	北京卡酷	1.07	黑龙江卫视	0.85	天津卫视	0.89

资料来源：TVTV，招商证券

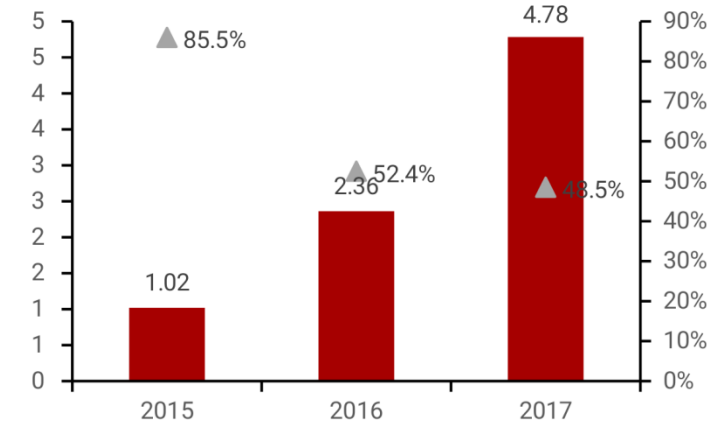
湖南卫视的优质内容在芒果 TV 版权分销策略下，可以为芒果 TV 带来版权分销收入。版权分销收入是芒果 TV 重要收入来源之一，快乐阳光 2015/2016/2017 年内容运营收入分别为 1.19 亿/4.5 亿/9.9 亿元，在整体收入中占比为 12.4%/24.8%/29.2%，是芒果 TV 收入的重要来源部分。从版权内容销售来源占比角度讲，湖南台的前十大剧目版权销售收入在 2015/2016/2017 年芒果 TV 的内容运营业务收入中的占比就分别达到 85.5%/52.4%/48.5%。

图 10：快乐阳光分业务收入结构情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 11：湖南台前十大剧目版权销售收入（亿元）及占芒果 TV 内容运营收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

*2018 年未披露具体数据，为根据 2017 年数据加同增百分比推算得出

表 6、2015-2017 芒果 TV 采购自湖南卫视的 TOP10 剧目分销金额及公司

	节目	版权原值（万）	销售额（万）	增值倍数	销售平台
			2015		
1	全员加速中	2255.85	9433.96	4.2	乐视网
2	我是歌手第三季	4511.69	754.72	0.2	广州市禾信科技有限公司
			2016		
1	全员加速中 2	4153.5	14150.94	3.4	乐视网
			3.02		海航云端文化传媒（北京）有限公司
			1415.09		海洋互动（北京）信息技术有限公司
2	我是歌手第四季	4473	1415.09	1.0	淘宝中国（软件）有限公司
			1415.09		网易（杭州）网络有限公司
			4.53		海航云端文化传媒（北京）有限公司
3	真正男子汉 2	3514.5	4447.44	1.3	腾讯视频
4	我想和你唱	1209.71	754.72	0.6	海洋互动（北京）信息技术有限公司
			4.53		海航云端文化传媒（北京）有限公司
5	快乐大本营	5828.58	2.36		海航云端文化传媒（北京）有限公司
6	天天向上	5608.63	2.36		海航云端文化传媒（北京）有限公司
			2017		
1	歌手 2017	3682.2	18867.92	6.7	爱奇艺
			5660.38		腾讯音乐
2	我想和你唱 2	1165.39	1415.09	8.1	网易云
			8018.87		优酷
3	花儿与少年 3	1167.37	6226.42	5.3	优酷
4	我们来了 2	3181.43	5660.38	1.8	腾讯视频
5	2017 奇兵神犬	2386.07	1981.13	0.8	腾讯视频
6	中华文明之美	3304.61	2.83		华润万家有限公司

资料来源：公司公告，招商证券

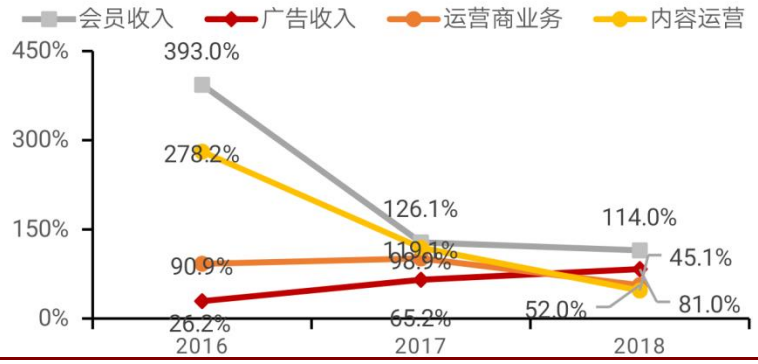
2）湖南卫视优质内容如果采用独播，则可以从“内容”——“活跃用户”——“付费用户”——“会员收入”/“硬广收入”角度促进平台发展。从收入增速角度看，版权销售收入自 2015 年以来持续上升，2016/2017/2018 年版权收入增速分别为 90.9%/98.9%/56.4%，但增速相较于会员收入与广告收入增速呈现放缓趋势，我们认为这与芒果 TV 近年来更多采取独播策略有关，并充分结合了自身发展阶段。

首先，在早期阶段（2014-2015），快乐阳光通过独播湖南卫视版权节目实现用户积累，2014 年内，快乐阳光通过独播了湖南卫视 10%的自有版权内容（如《花儿与少年》等），就在半年左右的时间里，实现了独立用户等运营指标近百倍增长；

2016-2017 年，快乐阳光采取“独播”+“分销”策略，实现版权收入，积累公司财富，在 2017 年公司备考口径就领先其他在线视频公司率先实现了盈利；

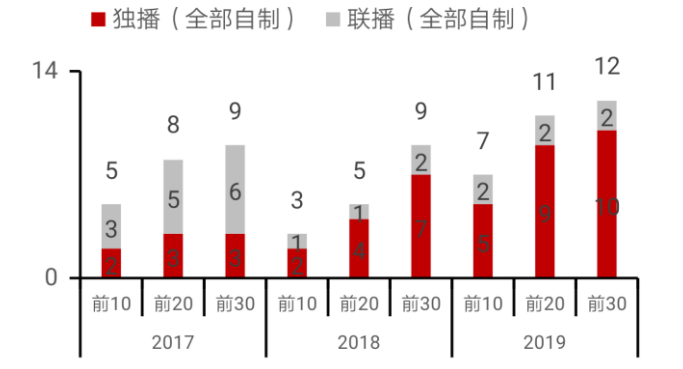
2018 年至今，公司实现盈利后独播趋势明显，尤其是自制头部优质网综，版权分销明显收紧，我们认为这在一定程度上体现了公司未来希望通过优质内容吸引会员收入/广告收入的战略布局，2018/2019H1 公司会员收入和广告收入的高增长也印证了这一逻辑。从未来趋势上讲，我们认为公司在优质头部 S 级网综版权分销管控会保持收紧。

图 12：2016-2018 快乐阳光分业务收入增速



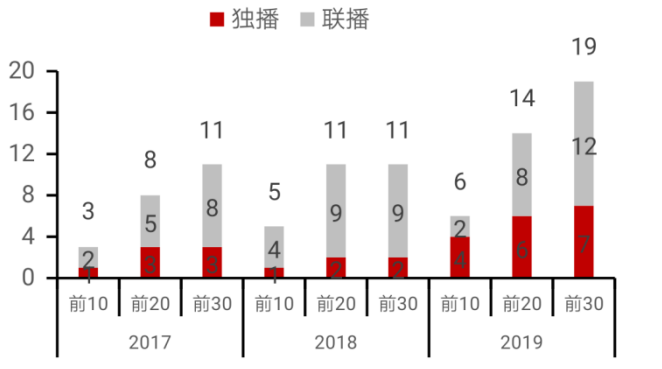
资料来源：公司公告、招商证券

图 13：芒果 TV 网综分销情况



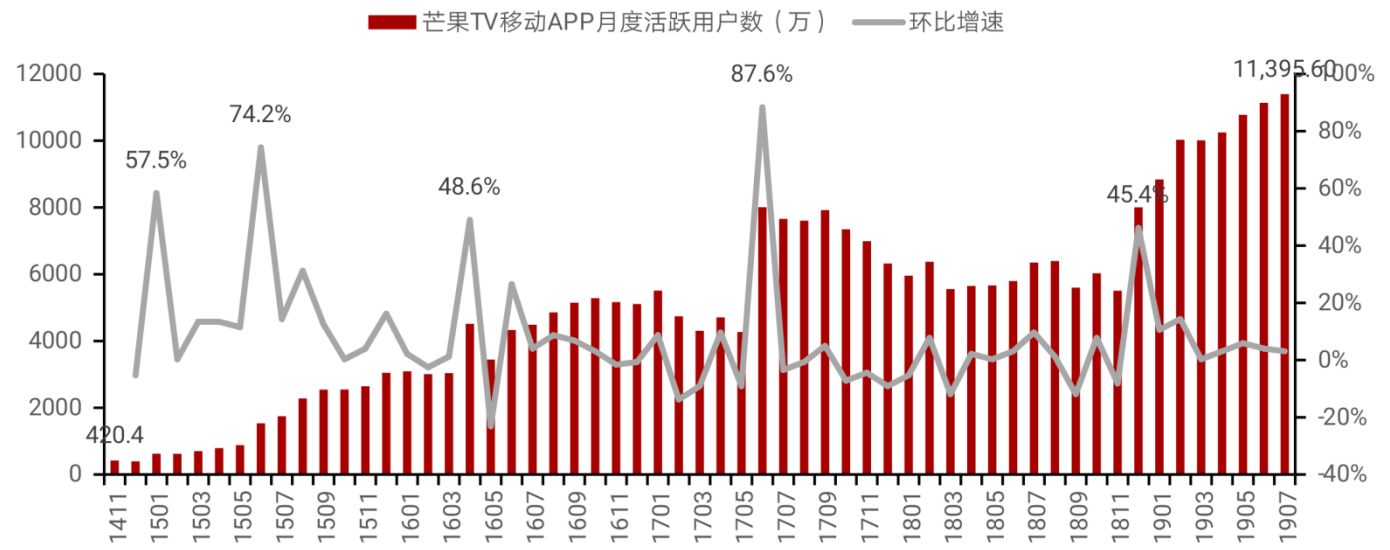
资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、骨朵数据、招商证券
*2019 年数据截至日期为 8 月 23 日

图 14：芒果 TV 台综分销情况



资料来源：腾讯娱乐年度白皮书、骨朵数据、招商证券
*2019 年数据截至日期为 8 月 23 日

图 15：2014-2019 芒果 TV 移动 app 月度活跃用户数



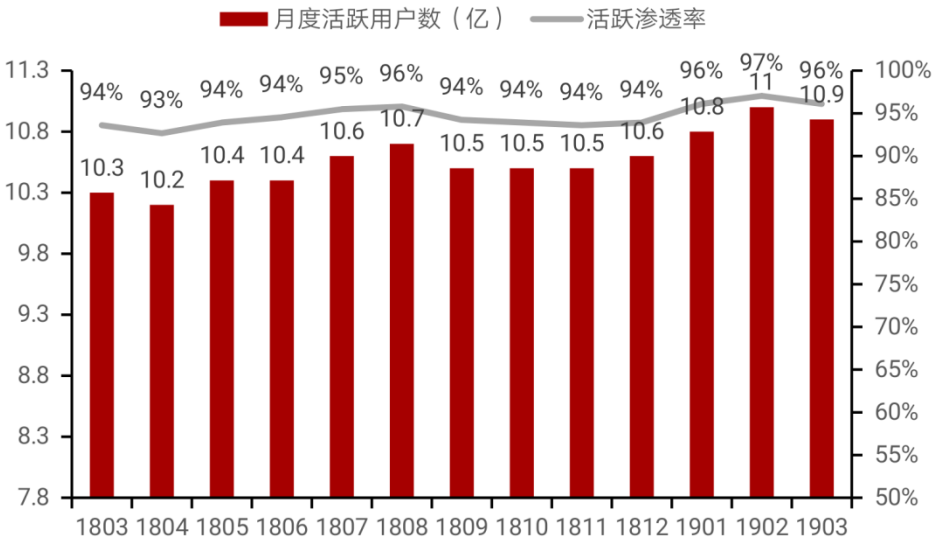
资料来源：wind、招商证券

3）芒果 TV 根植于湖南卫视，在女性用户群体领域持续深耕，了解目标群众心理，团队经验丰富。在当前芒果 TV 综艺的明星制作团队/工作室中，就有多名成员来自于湖南广电，如单丹霞团队，之前单丹霞曾担任湖南卫视《爸爸去哪儿》第 1 季和第 2 季执行导演，第三季总导演，在芒果 TV 的代表作有《我最爱的女人们》，根据骨朵数据，其 2019 年上映 134 天播放量达到 12.5 亿，位列 2019 年网综播放量排放榜第 10 位；打造了《明星大侦探》、《密室大逃脱》的明星团队何忱团队也是出身于湖南广电系，这些优秀的团队均具有丰富的经验，未来有望进一步增强芒果 TV 实力。

1.2 深耕女性消费群体，付费用户数高增长拉动会员收入

在线视频用户规模红利逐渐消退。根据 Questmobile 数据，自 2018 年在线视频网站月度活跃用户规模达到 10 亿以来，活跃用户数整体基本保持稳定，活跃渗透率较为饱和，在 94%-97%之间波动，在线视频用户规模红利基本消退，**接下来行业发展的主要逻辑在于付费率的提升。**

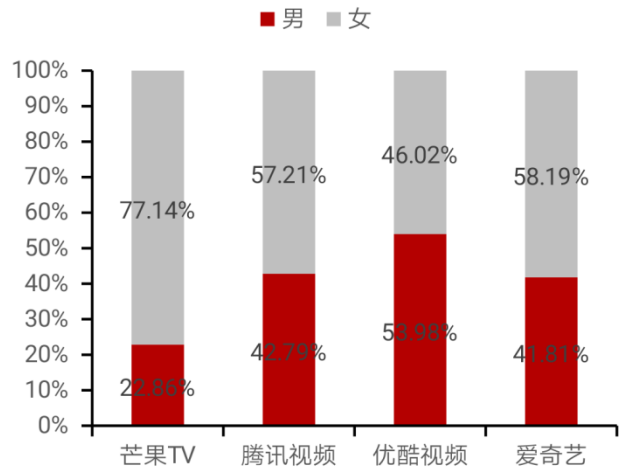
图 16：在线视频网站月度活跃用户规模



资料来源：Questmobile、招商证券

芒果 TV 女性用户占比较高，低重叠度或缓解存量竞争压力。根据艾瑞咨询数据，从用户性别来看，芒果 TV 用户女性用户占比为 77.14%，远高于有优爱腾三家，女性用户标签明显。从与其它网站用户重叠度来看，芒果 TV 与主流视频平台用户重叠度平均为 25%左右，优爱腾三家重叠度则平均为 45%左右，低用户重叠度，在一定程度上能缓解存量的同业竞争压力。

图 17：主流视频平台用户群体（截至 2019.8）



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 18：芒果 TV 与其他视频网站重合度

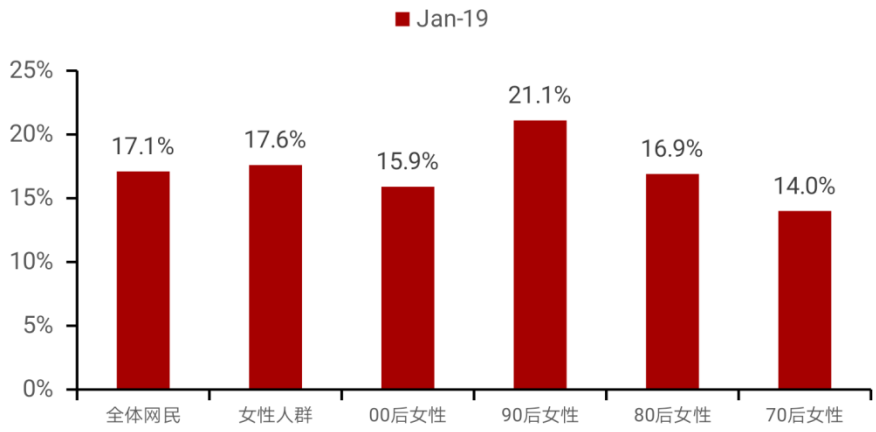
与主流视频媒体用户重合度

平台	芒果 TV	优酷	爱奇艺	腾讯视频	搜狐视频
芒果 TV	-	28.2%	25.9%	25.3%	23.6%
优酷	28.2%	-	47.2%	45.8%	36.6%
爱奇艺	25.9%	47.2%	-	43.4%	35.4%
腾讯视频	25.3%	45.8%	43.4%	-	37.4%
搜狐视频	23.6%	36.6%	35.4%	37.4%	-

资料来源：艾瑞 IUT（2017.7）、招商证券

女性在线视频用户具有较高消费能力的特点，且价格敏感性较小。芒果超媒的主要用户定位于 18-35 岁的女性群体。女性用户表现出较强的线上消费能力。根据 Questmobile 数据，女性人群线上消费能力在 1000 元以上的占比为 17.6%，略高于全体网民，女性群体中又以 90 后女性消费能力最高，我们认为这与 90 后女性用户属性有关，这部分女性大多数为刚步入职场的白领，注重生活质量，消费能力较强。

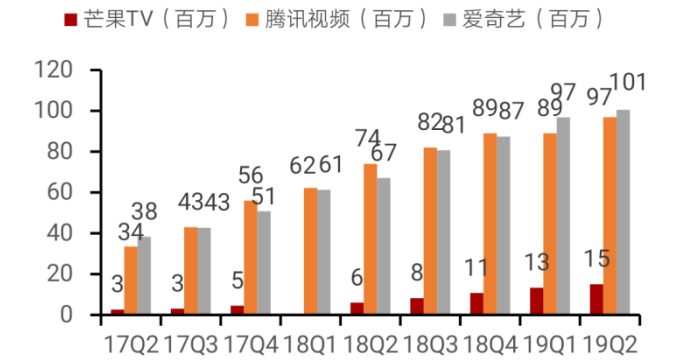
图 19：移动互联网女性线上消费 1000 元以上占比



资料来源：Questmobile、招商证券(2019 年 1 月)

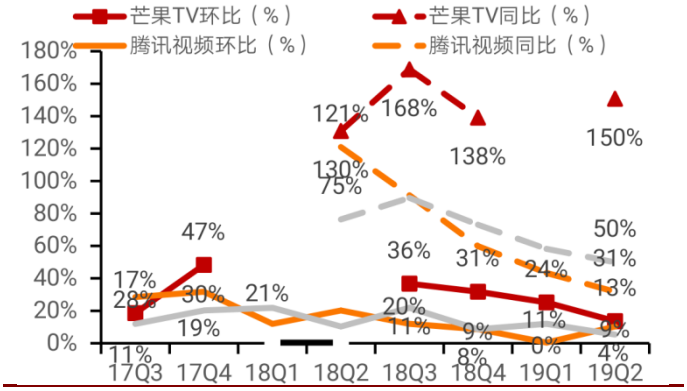
芒果 TV 付费用户规模高增长，拉动会员收入明显提升。截至 2019Q2，芒果 TV 付费用户规模达 1,501 万，同比增长 149.8%，2019H1 芒果 TV 会员收入同增 136%，业绩喜人。我们认为：1）相较于其他在线视频网站，芒果 TV 付费用户仍有较大空间，平台正处于高速增长阶段——付费会员数量提升空间大；2）芒果 TV 用户较高的付费意愿和消费水平，ARPPU 提升空间大，未来芒果 TV 会员收入将继续高增长。

图 20：主流在线视频网站付费用户规模



资料来源：公司公告、招商证券（芒果 TV18Q1 暂缺）

图 21：主流在线视频网站付费用户同比/环比增速

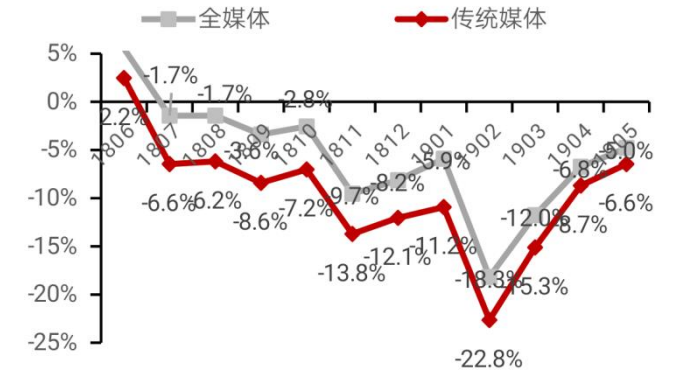


资料来源：公司公告、招商证券（芒果 TV18Q1 数据暂缺）

1.3 内容效果广告助力芒果 TV 广告业务逆势高增长

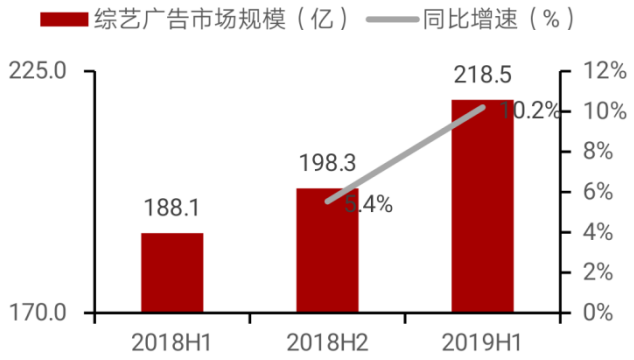
在线视频广告业务在经历了前期的快速扩张后，现阶段整体增速放缓，而综艺广告相对而言有结构性表现。根据 CTR 数据，2019 年上半年我国广告市场整体下降 8.8%，其中传统广告市场下降 12.8%，互联网广告也呈现出一定的疲软，刊例收入下降 4.3%；与之对应的是综艺广告在整体广告市场疲软状态下的逆势增长，根据九合数据，2019 年上半年综艺广告市场规模达到接近 220 亿，增速达到 10.2%，在行业整体低迷的背景下保持着较快增长的状态。

图 22：201806-201905 传统/全媒体广告费增速



资料来源：CTR、招商证券（2019 年 6 月）

图 23：2018H1-2019H1 综艺广告市场规模及同比增速



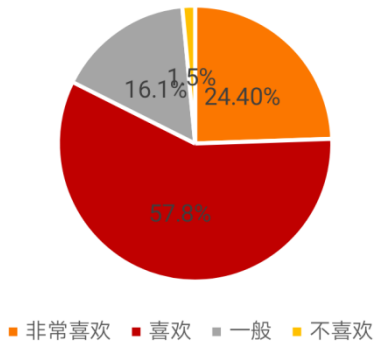
资料来源：九合数据、招商证券

我们认为内容广告相比传统广告的优势如下：

首先，用户对内容效果广告接受度强，易形成经典，有明星/IP 加持，有助于帮助品牌树立品牌形象。1）根据艺恩数据，24.4%的用户对创意中插广告的态度表示非常喜欢，57.8%的用户态度则为喜欢，两者合计超过 80%，用户接纳度高。2）内容效果广告有很多经典范例，带动销量的同时帮助了品牌形象的树立，且被广为流传，如：德克萨斯州的罐头商 BOBO 赞助出版了《大力水手》，成功引发了当地食用菠菜的热潮；VIVO 手机在《美国队长 3》中的强势植入，引起了广泛的热议，并得到实力方面的认可。3）内容效果广告的明星、IP 加持效果强，易形成深刻印象并符合消费心理，拉动流量变现。

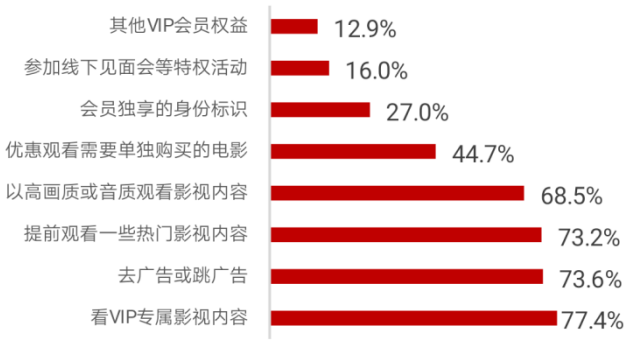
其次，内容效果广告在在线视频领域的逻辑更具合理性。软广克服了硬广条件下“会员收入”与“广告收入”的逻辑矛盾性。根据 Questmobile 数据，73.6%用户充值会员原因是为了去除广告和跳广告，那么一旦高会员增长带来高会员收入，以硬广方式投放的广告将很难被用户看到，因而互联网在线视频的“广告收入”和“会员收入”实则存在一定冲突。

图 24：用户对创意中插广告的态度



资料来源：艺恩数据、招商证券（2019 年 4 月）

图 25：用户充值会员原因

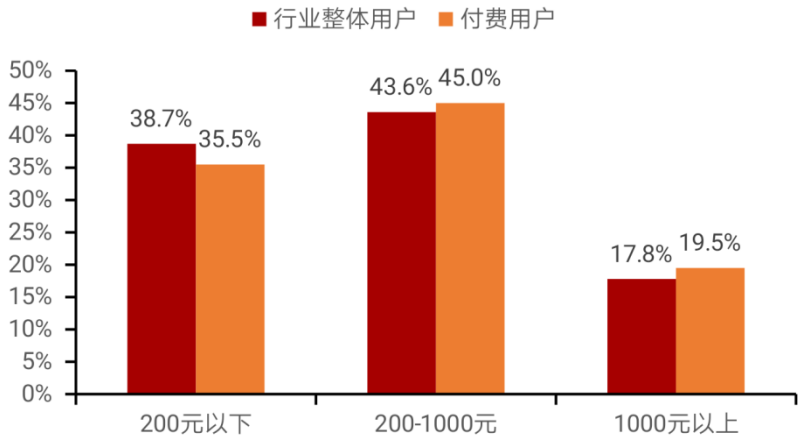


资料来源：Questmobile（2018）、招商证券

最后，内容效果广告的受众群体同时包括付费用户和非付费用户，付费用户的消费能力高于非付费用户，更有利于广告变现的实现，进一步拉动广告业务增长。根据 Questmobile2018 年数据，付费用户的消费能力在 200-1000 元与 1000 元以上都要高

于非付费用户，较高的付费能力更有利于实现广告主通过广告促进消费目的。

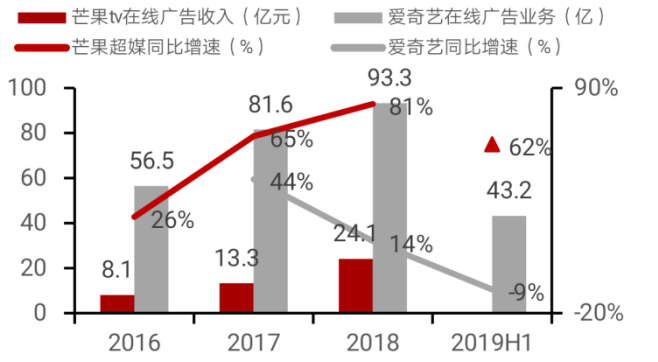
图 26：付费用户消费能力



资料来源：Questmobile（2018）、招商证券

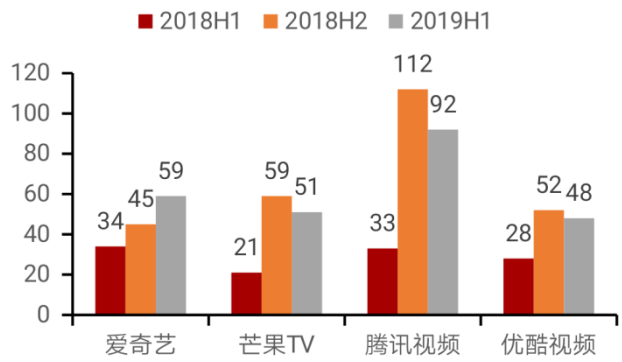
芒果超媒凭借着综艺的领先地位，在广告布局内容营销，使得芒果超媒广告收入逆势高增长，印证发展逻辑。从收入情况来看，芒果 TV 在行业整体增速放缓的条件下，2018 年实现在线广告收入 24.1 亿元，逆势同比增加 81%，19H1 广告业务收入同比增速达 62%。相比之下，爱奇艺在线广告收入呈现明显的增速放缓状态，2018 年同比增速 14.33%，2019Q2 同比下降 16%（环比上升 3.8%）。从品牌植入数角度看，芒果 TV 凭借着优秀的综艺制作水平在品牌植入数上不逊色于优酷视频。

图 27：芒果 TV/爱奇艺广告业务收入



资料来源：公司公告、招商证券（芒果 TV19H1 未单独披露广告业务收入）

图 28：18H1-19H1 头部在线视频网站综艺品牌植入数



资料来源：九合数据、招商证券

芒果 TV 广告服务从展现形式上分为硬广收入和软广收入。硬广最普遍的 CPM 模式，广告运营人员根据不同的内容时长在内容开始播放前、内容播放中设置不同的广告支数，通过用户对广告的播放量与广告客户结算广告收入，硬广还包括 CPD、CPC、CPA、CPS、CPT 等形式；软广则通过冠名、合作伙伴、指定用品或植入等方式出现在节目中，或者通过主持人口播、开关板等多种形式呈现。

表 7、芒果 TV 广告服务分类及收入确认方法

类	广告形式与方式	收费原则

型		
硬广	CPM、CPD、CPC、CPA、CPS、CPT 等	根据平台运营成本以及同类互联网视频平台的价格走势综合拟定硬广的刊例价格，通过广告的播放量与用户结算
软广	冠名、合作伙伴、指定品植入、主持人口播、开关板等	根据冠名、合作伙伴、指定用品或植入等不同合作形式，参考播出节目级别、影响力等因素拟定软广刊例价格

资料来源：公司公告、招商证券

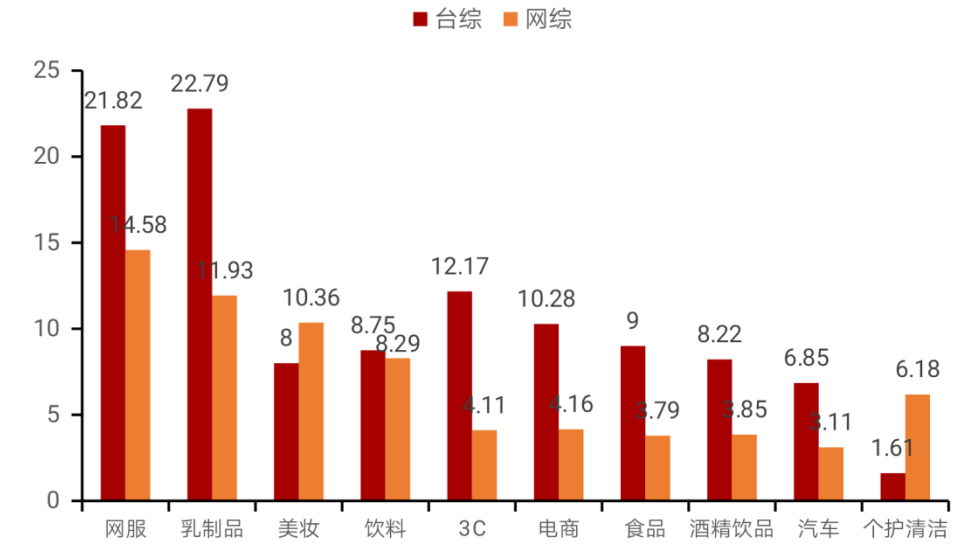
我们认为，芒果 TV 在线广告收入能够在逆势下保持高增长主要有三方面原因：

1）芒果 TV2017 年就认识到贴片广告的局限性及业内激烈竞争，将在线广告战略转为**“凭借高质量头部内容拓展冠名、植入等广告模式，提升软广收入。”**2017 年，快乐阳光与湖南广电取得的软广分成收入在广告收入占比中就达 25%，在完成资产重组后，不再单独做披露，我们估计当前芒果 TV 广告收入中软广为主要的广告收入来源。

2）芒果 TV 在综艺方面处于行业领军地位，综艺由于其特质更适合软广，并容易取得好的效果，因而吸引了许多客户。

3）从受众上看，芒果 TV 女性标签明显，符合综艺植入广告产品倾向（广告主以服装、食品、美妆、饮料为主），也易取得好效果。在综艺中植入奶制品、护肤品、美妆等都市年轻女性生活日用品，芒果 40%~50%左右的广告品牌主都为快消品品牌，通过内容营销，2018 年荷兰大牌“诺优能”的销售收入增加了 40%，宝洁在中国的销售 5 年来第一次出现两位数增长，舒肤佳一款免洗洗手液几次卖断货。

图 29：综艺节目广告行业分布



资料来源：九合数据、招商证券

1.4 大屏趋势下，芒果超媒运营商业务不断深耕

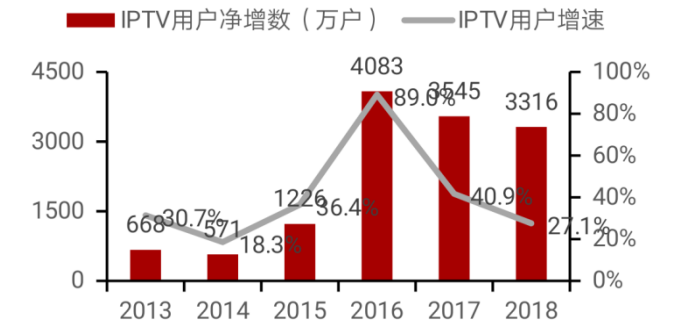
从行业角度看，大屏成为趋势，智能电视不断普及，加之政策日趋完善和技术赋能，IPTV 继续渗透，OTT 蓄势待发。

IPTV 发展方面，渗透率不断提升。IPTV 在我国发展主要经历了三个阶段，探索期，启

动期和爆发阶段。2004 年至 2007 年处于探索期，国内产生了第一批 IPTV 用户；2010 年初，国务院明确提出的三网融合时间表，为 IPTV 的爆发式增长点燃了火苗；2016 年运营商在三网融合政策的支持和自身转型和竞争压力下，迎来 IPTV 发展的高峰期，在政策红利之下，三大电信运营商积极推动 IPTV 业务，用户数实现近 4 倍的爆发式增长。我们认为，未来两年 IPTV 将在政策和运营商的推动下持续提高渗透率。

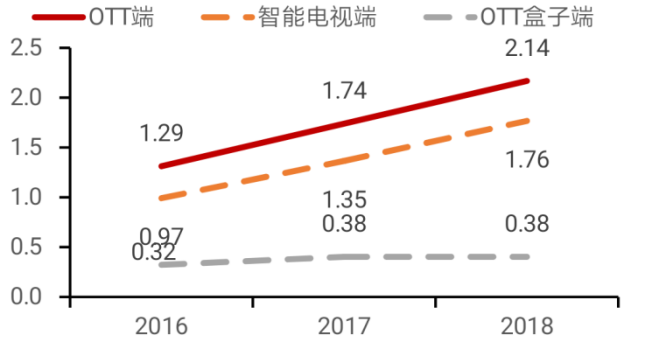
OTT 发展方面，政策监管基本成型，加之技术赋能，有望刺激 OTT 业务发展，并利好 OTT 牌照方。首先，政策监管基本成型，4K 发展计划不断助推。广电总局 56 号文《互联网视听节目服务管理规定》(2007 年)、181 号文《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》(2011 年)、6 号令《专网及定向传播视听节目服务管理规定》(2016 年)基本确定了 OTT 市场的准入、运营和监管模式，一定程度上保证了 OTT 行业在可管可控的政策环境下健康发展。牌照为 OTT 业务发展稀缺资源，OTT 业务互联网电视牌照分两种：互联网电视集成牌照和互联网内容服务牌照。互联网电视终端产品需与集成服务平台合作，只能嵌入一个互联网电视集成平台的地址，终端产品与平台之间是完全绑定的关系，集成平台对终端产品拥有控制和管理。目前，广电总局共发放 16 张互联网电视内容服务牌照和 7 张互联网电视集成服务牌照。其次，5G 时代来临，卡顿延迟清晰度等问题有望突破，前沿科技将持续赋能 OTT。大数据、云计算、IoT、5G 多项前沿科技的发展使 OTT 正在向推荐精准化、广告定制化、服务个性化的方向不断发展，能够同时满足广告商和消费者等在内的多方客户需求。基于 OTT 丰富的功能，海量的内容和灵活的观看，我们认为未来 OTT 发展空间广阔，并将利好牌照方。

图 30：2013-2018 年中国 IPTV 用户净增数



资料来源：艾媒咨询、招商证券

图 31：中国 OTT 激活量走势（亿台）



资料来源：奥维互娱 OTT 大数据平台，招商证券

芒果 TV2018/2019H1 运营商业务实现收入 9.56/5.65 亿，同比增加 52%/41.1%，截至 2019H1，业务已经覆盖至全国 31 个省级行政区域，用户达 1.47 亿。芒果超媒的运营商业务包括 IPTV 业务/OTT 业务和电信移动增值业务，其中 IPTV 和 OTT 业务所采用的付费方式相同，为按照基础服务和增值服务进行付费，基础服务以开通 IPTV/OTT 业务的用户数为基础，按照约定单价向快乐阳光支付费用；增值服务则根据 IPTV 用户或者 OTT 用户对不同增值内容包的实际点播量/购买量按一定比例向芒果超媒支付费用；电信移动增值业务，合作方将电信运营商支付的费用按一定比例向快乐阳光分成结算。

表 8、芒果超媒运营商业务板块及盈利模式

业务板块	服务内容	盈利模式
IPTV	与电信运营商合作，在湖南省内提供基础服务和增值服务，在湖南省外提供增值服务	电信运营商分成收入
OTT	与电信运营商/有线电视运营商合作，提供内容服	电信运营商/有线电

	务	视运营商分成收入
电信移动增值业务	为电信运营商视频基地提供内容服务	电信运营商分成收入

资料来源：公司公告、招商证券

芒果 TV OTT 业务稳步发展，根据奥维互娱《2019 年 5 月 OTT 大屏用户行为月报》，（智能电视+盒子）点播媒体日均活跃终端数排行榜中，芒果 TV5 月平均日活为 560 万台，位于第 4 位。

表 9、2019 年 5 月智能电视+盒子点播媒体日均活跃终端排行榜

排名	名称	平均日活（万台）
1	银河奇异果	2764
2	CIBN 酷喵影视	2151
3	云视听极光	1915
4	芒果 TV	560
5	云试听电视猫	213
6	CIBN 聚精彩	103
7	CIBN 聚体育	101
8	华数 TV	66
9	CIBN 南瓜电影	26
10	云试听悦厅 TV	11

资料来源：奥维互娱 OTT 大数据平台，招商证券

我们认为，未来芒果超媒在运营商业务上有望不断发展，主要因：

1）OTT 端公司有内容+运营平台牌照双卡位，优势明显。国内监管背景下，IPTV/OTT 业务发展天生具有一定的护城河，牌照为稀缺资源，OTT 端同时拥有“内容+牌照”的一共有 7 家，湖南广电自身拥有一块运营集成牌照，也有一块内容服务牌照，在整个 OTT 的发展大潮中能够共享运营系统的盈利和本身内容分发的获利。

表 10、OTT 业务双牌照持证机构及服务业务运营方

序号	持证机构名称	服务业务运营方	旗下互联网电视集成平台
1	中央人民广播电台	银河互联（GITV）	银河奇异果
2	中国国际广播电台	国广东方（CIBN）	CIBN 喵酷影视
3	广东广播电视台	新媒股份	云试听-极光
4	湖南广播电视台	芒果超媒	芒果 TV
5	中国网络电视台	未来电视有限公司	未取得相关信息
6	上海广播电视台	东方明珠	OPG 云
7	浙江电视台	华数传媒	华数 TV

资料来源：公开资料整理，招商证券

2）芒果超媒具有优质内容资源，可以在运营商业务上赋能。芒果超媒的综艺内容处于行业龙头地位，近年来影视剧团队扩张，不断加码，也取得了优异的成绩。我们认为，凭借着优质内容的持续输出以及国有广电背景的支持，芒果 TV 将在中国视频内容行业竞争中占据独特地位，后期有望继续发力。

3）中国移动加码助力，与华为继续深入合作，打通上下游产业链布局清晰。中国移动

在 5G 方面技术领先，而 5G 是 OTT 业务发展过程中重要的技术环节，早在 2017 年中国移动就与芒果 TV 合作打造“芒果卡”促成芒果视频定向流量。2019 年 5 月中国移动入股芒果超媒，对芒果加大投资并同时促进网络与内容的结合。在智能终端，芒果 TV 于 2018 年末携手华为，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，将华为最新的技术纳入自己的产业链，2019 年 8 月的鸿蒙发布会上公布，荣耀智慧屏搭载芒果 TV 并在鸿蒙 OS 上首发，芒果超媒产业链下游进一步完善。

1.5 国资背景，优质内容顺应当下政策环境

芒果超媒有一个重要特色即为国企背景出身，也是唯一的国有上市视频平台，芒果超媒在经营过程中一直积极响应国家号召，深耕优质正能量内容。

广电总局对内容监管日趋严格，监管政策趋严有利于传递正确导向和价值观。
广电总局 2018 年 11 月发布的《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》中对节目内容、明星片酬、网上网下管理标准都做出了更为明确的规定。1）关于明星片酬，《通知》中明确规定：综艺节目、电视剧网络剧全部嘉宾（演员）总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾（演员）片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%；2）关于审核标准，《通知》中提到，广播与电视、上星频道与地面频道、网上与网下要坚持统筹管理、统一标准。在 2019 年 7 月广电总局电视剧司开展的“不忘初心、牢记使命”主题调研中，也重点强调了内容方面的监管问题，针对注水剧、宫斗剧、翻拍剧、演员高片酬等问题，将继续深入挖掘瓶颈症结，保持高压，政策态度较为明了。

芒果超媒国资背景出身，积极响应国家号召，深耕优质正能量内容。
2018 年芒果 TV 出品了全国两会纪录片《我的青春在丝路》，每集讲述一个在“一带一路”沿线国家追梦的年轻人，他们是中国为“一带一路”沿线国家提供支持与服务的践行者，纪录片播出后受到各界好评，人民日报、新华社等主流媒体纷纷点赞。
2019 年湖南两会过程中，芒果 TV 探索两会新媒体报道新路径，主动加强台网融合，湖南两会首次与都市频道深度融合，将“融媒体演播室”搬到驻地现场，全端打通融媒体专题《奔跑！新湖南》，聚合广电旗下所有频道两会内容，率先实现“先网后台，率先发声”开展宣传，获得充分肯定。芒果超媒是 2019 年国家文化产业“企业三十强”，这一提名是对主营收入、净资产、净利润近三年稳定增长或有重大改革创新举措的企业予以提名，芒果超媒还是商务部连续六年授予的“国家文化出口重点企业”，也是国信办指导的“地方重点新闻网站转企改制试点企业”。芒果超媒在响应国家号召的同时不断创新，打造自己的芒果生态。

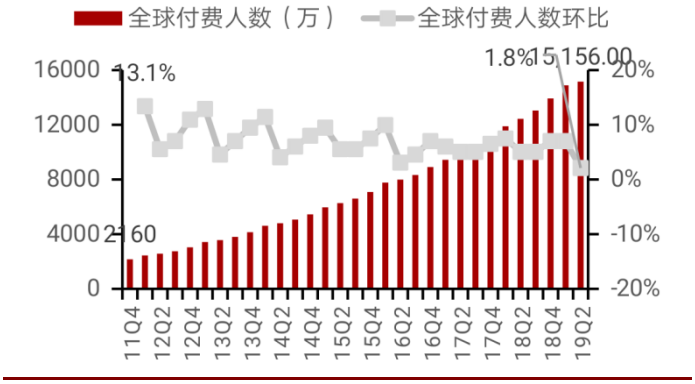
2019 年值新中国成立 70 周年之际，芒果超媒策划“我们的 70 年”专题，推出了一系列主旋律精品力作，受到社会各界广泛好评，其中《我的青春在丝路（第三季）》《人间正道是沧桑——我爱你，中国（第三季）》《不负青春不负村（第二季）》等主旋律节目系列已相继推出多季，被列入第一批《庆祝新中国成立 70 周年优秀原创节目目录》。

二、行业趋势：内容优势强于渠道，“芒果模式”进入验证通道

2.1 它山之石：从奈飞（Netflix）看渠道商内容转型中的困境

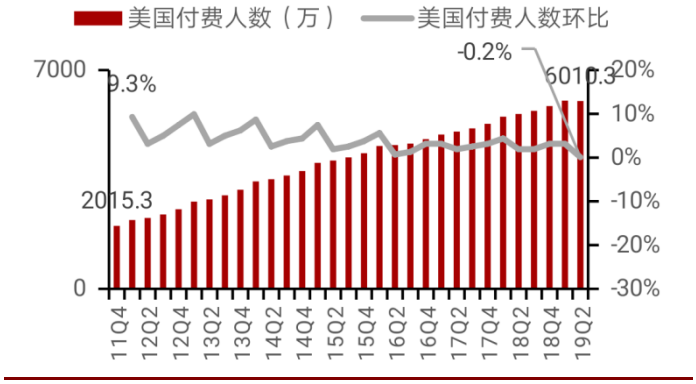
从渠道转型至内容制作的典型代表为海外流媒体巨头奈飞 Netflix，优质内容早期为奈飞吸引了大量付费用户，并带来了公司的快速扩张。奈飞成立于 1997 年，依靠绕过实体店的互联网视频租赁业务发家。在发展过程中，奈飞逐渐意识到内容的重要性，于是自 2013 年开始进行自制内容的加码布局。近 5 年来，奈飞大力打造原创剧，推出了《纸牌屋》、《黑镜》、《女子监狱》、《怪奇物语》等一系列口碑爆款作品，吸引了大批新用户，付费用户总数从 2011 年的 2,600 万增长至 2019 年初的 1.48 亿，年均复合增长率 28.2%，内容布局成果得以体现。但是根据奈飞 2019Q2 财报显示，奈飞近期面临会员增长和盈利不及市场预期等问题，截至 19Q2，奈飞的全球付费会员数为 1.51 亿，环比增加 1.8%，而美国国内的会员数为 6010.3 万，较 2019Q1 环比下降 0.2%，美国国内增长承压。在这些问题下，奈飞的股价也受到重挫。

图 32：奈飞全球付费会员数及同比增速



资料来源：奈飞财务报告、招商证券

图 33：奈飞美国付费会员数及同比增速



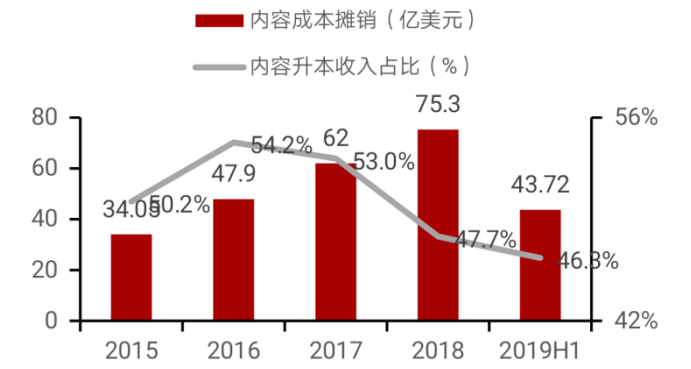
资料来源：奈飞财务报告、招商证券

我们认为奈飞面临着困境的主要原因如下：

1)奈飞在打造自制优质内容吸引付费用户的同时，面临的是居高不下的内容制作成本，或在一定程度上使奈飞在经营过程中承压。

奈飞内容成本摊销在每年的营业收入中占比均为 45%以上，相比较之下，迪士尼作为影视巨头，相关内容变现多元化，内容成本摊销占比则相对较低。

图 34：奈飞内容成本摊销及内容成本收入占比



资料来源：奈飞财务报告、招商证券

图 35：迪士尼内容成本摊销及内容成本收入占比



资料来源：迪士尼财务报告、招商证券

2）付费会员渗透率已经较高，会员增长陷入瓶颈期，虽大部分现有用户忠诚度较高，但靠提价策略提升订阅服务收入在竞争对手降价的环境下，结果具有较大不确定性。

目前 Netflix 的美国国内用户规模已进入瓶颈期，同比增速维持在 10%左右，为应对国内用户增速缓慢，Netflix 开始采用提价策略来提升订阅服务收入。2019 年 1 月，Netflix 第四次上调其订阅套餐收费，基础套餐由 7.99 美元/月上调至 8.99 美元/月，标准套餐由 10.99 上调至 12.99，高级套餐由 13.99 上调至 15.99，价格上涨区间在 13%-18%之间，创下历次调价中最大的提价幅度，而这一提价策略也带来了一定的竞争力风险。Streaming Observer 进行的提价后消费者对于 Netflix 的使用意向民意调查中发现：美国 71%的用户仍希望保留他们的 Netflix 订阅，其中 10%表示希望降级其账户，3%表示想“肯定”取消订阅，24%的人回答“可能”这样做。从结果中我们可以看出：大部分 Netflix 的用户还是留存率较高和忠诚的，但随着 Hulu 和即将进入的 Disney+等采取降价、低价策略，或分流掉少部分的价格敏感客户，这一策略的结果仍具有一定不确定性。

3）奈飞外采内容依赖度较高，存在一定回撤风险。

据 Ampere Analysis 的最新统计，2018 年奈飞内容库的内容时长计近 20%为 NBC 环球、华纳、迪士尼/FOX 所有，自制内容仅占 8%，尤其是 NBC 环球，占比达近 20%，对于授权内容依赖程度较高，存在回撤风险。根据 Jumpshot 数据，奈飞 2018 年网络观看剧集前 6 名均是购买的第三方授权内容（包括《老友记》、《办公室》、《实习医生格蕾》等），前 20 名观看中有 13 个是来自迪士尼、福克斯、NBC 环球和华纳媒体的剧集，均存在撤回风险，2019 年 Netflix 支付 1 亿美元高价获得《老友记》的继续播放，高于此前 3000 万美元/年费用，公司的重要内容合作方之一的迪士尼也已确定今年将收回其在 Netflix 上播放的内容转向自有平台播放，或将对 Netflix 用户的留存产生一定冲击。

表 11、奈飞 2018 年用户最常观看的 TOP20 节目观看比

排名	节目名称	观看占比	版权
1	The Office (U.S.)	7.19%	授权
2	Friends	4.13%	授权
3	Parks and Recreation	2.34%	授权
4	Grey's Anatomy	2.11%	授权
5	New Girl	1.65%	授权
6	Supernatural	1.18%	授权
7	That 70s Show	1.17%	原创
8	Criminal Minds	1.17%	授权
9	NCIS	1.09%	授权

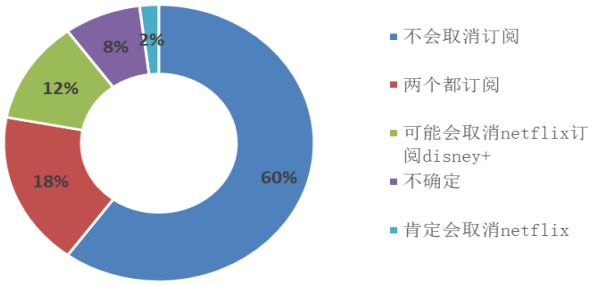
排名	节目名称	观看占比	版权
10	Grey's Anatomy	0.84%	原创
11	Shameless (U.S.)	0.84%	授权
12	Gilmore Girls	0.77%	授权
13	Frasier	0.74%	授权
14	Orange is the New Black	0.74%	原创
15	BoJack Horseman	0.67%	原创
16	Black Mirror	0.61%	原创
17	The Vampire Diaries	0.61%	授权
18	13 Reasons Why	0.58%	原创
19	Big Mouth	0.57%	原创
20	The Flash	0.54%	授权

资料来源：Jumpshot，招商证券
*标红为奈飞自制内容

4）用户对内容表现出较高的敏感性，奈飞或面临 Disney+等冲击。

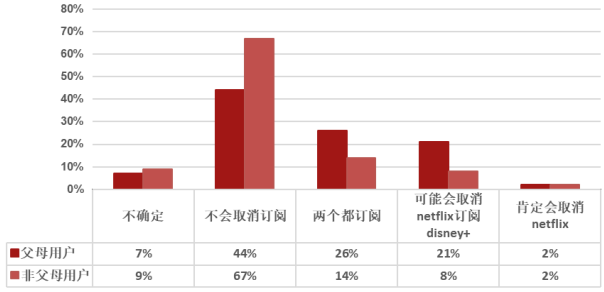
相对于价格因素，用户似乎对内容因素更为敏感，Streaming Observer 在内容回撤后的调查结果中显示，有六成的 Netflix 用户不打算取消他们的账户转向 Disney+，大约五分之一的受访者表示他们计划订阅两种流媒体服务，而有大约 12%的 Netflix 用户可能取消他们的 Netflix 转向 Disney+。另一方面，迪士尼在“合家欢”和“儿童向”表现出较大的优势，这两类题材都比较受对于订阅服务有较大决定权的父母用户群体青睐，或促使父母用户转向 Disney+。从 Statista 的调查结果来看，有五分之一的父母表示将取消对 Netflix 的订阅转向 Disney+。

图 36：Disney+的推出对奈飞用户影响



资料来源：streaming observer，招商证券

图 37：Disney+在父母用户市场上对 Netflix 造成冲击



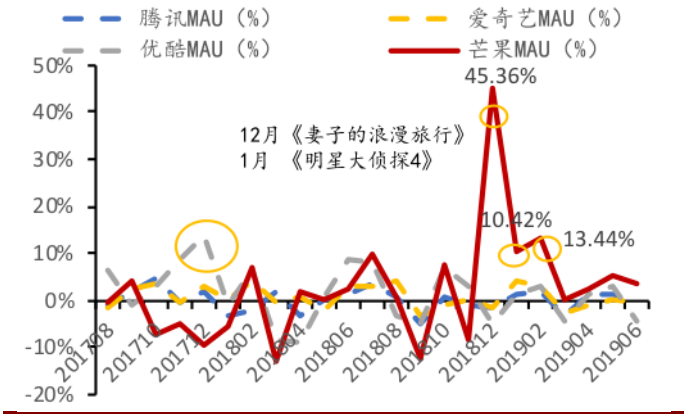
资料来源：streaming observer，招商证券

2.2 优质内容为取胜关键，芒果 TV 另辟蹊径，精细耕耘重盈利

内容为王，优质内容作品可以从活跃用户数、用户付费率两方面拉动付费用户的提高。

从历史数据来看，优质内容作品对视频 APP 日活用户数起到明显的拉动作用，2018 年 12 月芒果 TV《妻子的浪漫旅行》开播，拉动当月 MAU 环比增速达 45.36%，而后 1 月、2 月《明星大侦探 4》、《歌手 2019》相继开播，MAU 一路走高。优质内容对付费率的拉动则体现在通过给付费用户提前观看热门影视内容、享受 VIP 付费用户专享特权等方面促进转化率提升。

图 38：视频网站内容上线与 MAU 环比增速（%）



资料来源：Wind、招商证券

图 39：视频网站内容上线与付费用户



资料来源：Questmobile、招商证券

基于优质内容的重要性，自制、独播成行业趋势，互联网在线视频巨头优爱腾三家积极布局内容

在认识到内容的重要性后，优爱腾积极组建内容团队，加码自制剧/综艺。腾讯视频如今已形成了内容制作部制，ED 内容制作部负责剧集制作，UNED 内容制作部负责综艺制作；爱奇艺方面，自从 2015 年布局自制以来，已经形成了 3 个中心，21 个工作室的格局。这些优质的团队也为各自的视频平台贡献了优秀的作品。

表 12、腾讯工作室及代表作品

负责内容	工作室	部门及原工作室代表作
剧集	Ed 内容制作部（原天同、天璇、天机重组）	《怒晴湘西》《独孤皇后》《古董局中局》《将夜》《沙海》《人不彪悍枉少年》《八分钟的温暖》《双世宠妃 2》《暗黑者 3》《玛丽学院》等
综艺	Uned 内容制作部（天相工作室及张希、尚辉、李笑三大团队）	《创造 101》、《创造营 2019》《我和我的经纪人》《女儿们的恋爱》《横冲直撞 20 岁》

资料来源：传媒内参、百度百科、招商证券

表 13、爱奇艺工作室及代表作品

负责内容	工作室	部门及导演代表作
剧集	自制剧开发中心	《心理罪》、《最好的我们》、《美人为馅》、《无证之罪》、《你好旧时光》
	奇星戏剧工作室	《老九门》、《河神》、《黄金瞳》、《蜀山战纪 2》
	奇佳戏剧工作室	
	新奕戏剧工作室	
	灿然戏剧工作室	
	爱上乐戏剧工作室	
综艺	节目制作中心	《中国有嘻哈》
	节目开发中心	《偶像练习生》
	奇观工作室	
短视频、竖屏内容、互动内容	艺匠工作室、三始工作室、莱特工作室	

其他内容制作工作室	Fancy monster 工作室、莫比斯工作室、花间工作室、默奇工作室、米勒工作室、开普勒工作室、大眼睛工作室、小明工作室、方糖工作室、青山工作、室易星工作室、长风工作室

资料来源：传媒内参、2019 爱奇艺世界大会、百度百科、招商证券

表 14、优酷工作室及代表作品

负责内容	工作室	部门及原工作室代表作
剧集	由天行、元气、星空三个工作室分为自制和版权两部分	《独孤皇后》《东宫》《等等啊，我的青春》《天网行动》《失控》等
综艺	拆分成小团队，不再继续设计单独工作室	《以团之名》《这就是原创》等

资料来源：传媒内参、百度百科、招商证券

在自制的基础上，头部作品独播趋势明显。工作室在自制内容后，有独播和联播两种方式，联播可以获得版权分销收入，独播则可以避免分流影响，为平台吸引更多用户，提升市占率。从目前的趋势来看，头部优质作品更多选择独播方式。根据骨朵数据，在剧集播放量前 20 名中，2017-2019 年独播数量分别为 12/19/15 部；在综艺播放量前 20 名中，2017-2019 年独播数量分别为 15/19/19 部，头部综艺自 2018 年以来几乎全部为独播。我们认为因版权分销会对平台流量和广告收入存在一定分流影响，相较于版权分销带来收入，视频平台更重视用户数的提升拉动市占率上升，抢占存量市场。

表 15、2017-2019 播放量前十网络剧集独播/联播情况

2017			
排名	剧名	制作/出品方	播出方
1	热血长安	东阳还乐影视/优酷等	优酷
2	九州海上牧云记	九州梦工厂国际文化传播有限公司	腾讯、爱奇艺、优酷
3	龙珠传奇	北京电视台 / 安徽广播电视台等	腾讯、优酷
4	将军在上	上海飞兔文化传媒工作室/优酷等	优酷、PPTV
5	大军师司马懿之军师联盟	霍尔果斯不二文化等	优酷
6	大话西游之爱你一万年	霍尔果斯不二文化传媒有限公司	腾讯、爱奇艺、芒果、
7	春风十里不如你	北京东海麒麟文化传播/优酷等	优酷
8	白夜追凶	五元文化/优酷等	优酷
9	射雕英雄传	浙江华策影视/爱奇艺等	爱奇艺
10	双世宠妃	上海余洲影视制作/上海企鹅影视等	腾讯
2018			
排名	剧名	制作/出品方	播出方
1	延禧攻略	东阳欢娱影视文化/ 爱奇艺文学	爱奇艺
2	如懿传	新丽电视文化等	腾讯
3	烈火如歌	霍尔果斯嘉行传媒 /完美世界等	优酷
4	独孤天下	星亿东方 / 希世纪等	腾讯
5	沙海	企鹅影视 / 南派泛娱有限公司	腾讯
6	武动乾坤之英雄出少年	优酷/北京世纪伙伴/阅文等	优酷
7	将夜	腾讯影业/企鹅影视等	腾讯
8	飞虎之潜行极战	优酷/邵氏兄弟影业	优酷

9	天坑鹰猎	优酷信息技术等	优酷
10	萌妻食神	上海兴格文化传媒有限公司	腾讯
		2019	
排名	剧名	制作方	播出方
1	倚天屠龙记	华夏视听环球/腾讯	腾讯
2	陈情令	新湃传媒/腾讯	腾讯
3	夜空中最闪亮的星	龙韬娱乐/深圳腾讯计算机等	腾讯、爱奇艺、芒果
4	怒海潜沙&秦岭神树	欢瑞世纪/上海腾讯企鹅影视	腾讯
5	怒晴湘西	企鹅影视/万达影视等	腾讯
6	全职高手	企鹅影视等	腾讯
7	白发	上海耀客	腾讯、爱奇艺、优酷
8	致我们暖暖的小时光	上海双羯影业/ 上海腾讯企鹅影视	腾讯
9	陪你到世界之巅	快乐阳光、芒果影视等	芒果
10	听雪楼	欢瑞世纪影视传媒等	腾讯

资料来源：骨朵数据、招商证券（2019 年截至日期为 9 月 15 日）

*标粉为联播剧集

表 16、2017-2019 播放量前十网络综艺独播/联播情况

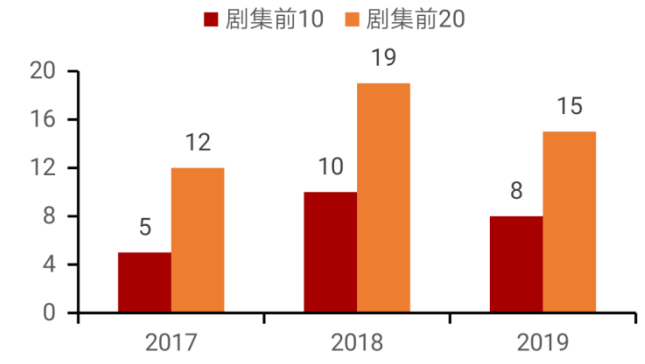
		2017	
排名	综艺名	制作方/出品方	播出平台
1	明日之子	企鹅影视	腾讯
2	中国有嘻哈	爱奇艺文学	爱奇艺
3	爸爸去哪儿 5	快乐阳光	优酷/芒果
4	明星大侦探 2	快乐阳光	芒果
5	快乐男声 2017	快乐阳光	优酷/芒果
6	变形记 2017	快乐阳光/万象更新	优酷/芒果
7	妈妈是超人 2	快乐阳光	芒果
8	吐槽大会	腾讯视频	腾讯
9	放开我北鼻 2	腾讯视频等	腾讯
10	演说家	腾讯娱乐等	腾讯
		2018	
排名	综艺名	制作方/出品方	播出平台
1	明日之子 2	腾讯视频	腾讯视频
2	创造 101	腾讯视频	腾讯视频
3	偶像练习生	爱奇艺	爱奇艺
4	妻子的浪漫旅行	快乐阳光	芒果
5	妈妈是超人 3	快乐阳光	芒果、爱奇艺
6	吐槽大会 3	腾讯视频	腾讯视频
7	这！就是铁甲	优酷	优酷
8	勇敢的世界	快乐阳光	芒果
9	热血街舞团	爱奇艺	爱奇艺
10	这！就是街舞	优酷等	优酷
		2019	
排名	综艺名	制作方/出品方	播出平台
1	创造营 2019	腾讯视频	腾讯
2	明日之子 3	腾讯视频	腾讯
3	密室大逃脱	快乐阳光	芒果
4	妻子的浪漫旅行 2	快乐阳光	芒果、爱奇艺

5	少年可期	快乐阳光	芒果
6	哈哈农夫	快乐阳光	芒果
7	现在就告白 3	腾讯视频	腾讯
8	童言有计 2	快乐阳光	芒果
9	女儿们的恋爱	快乐阳光	芒果
10	我最爱的女人们	快乐阳光	芒果、优酷

资料来源：腾讯娱乐白皮书、骨朵数据、招商证券（2019 截至日期为 9 月 15 日）

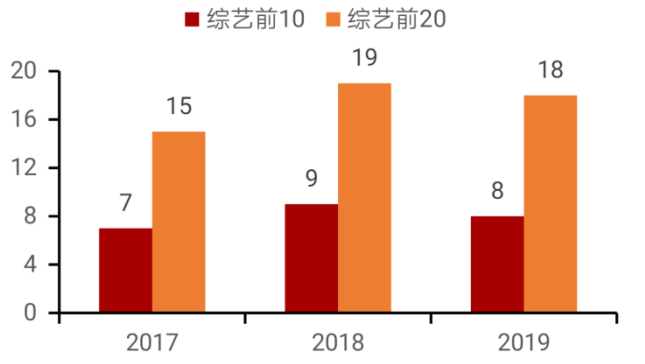
*标粉为联播剧集

图 40：头部影视剧集独播部数



资料来源：骨朵数据、招商证券

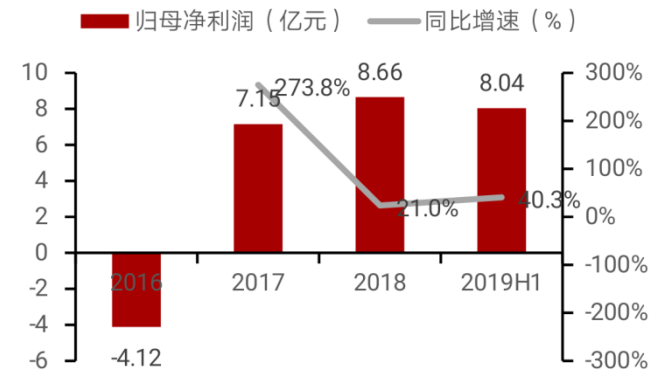
图 41：头部综艺独播部数



资料来源：骨朵数据、招商证券

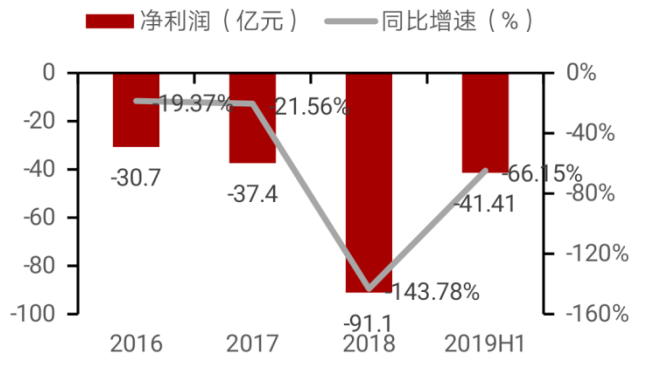
芒果超媒凭借独特模式和定位，率先盈利。在头部典型互联网巨头“优爱腾”连年亏损的条件下，芒果超媒在 2017 年就率先实现了盈利（备考口径），2017 年/2018 年/2019H1 分别实现归母净利 7.15 亿/8.66 亿/8.04 亿元，2018/2019H1 分别同增 21%/40.3%。相比之下，爱奇艺在 2018/2019H1 亏损 91.1 亿/41.41 元，腾讯视频与优酷信息未单独披露。

图 42：芒果超媒归母净利润及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 43：爱奇艺净利润及增速

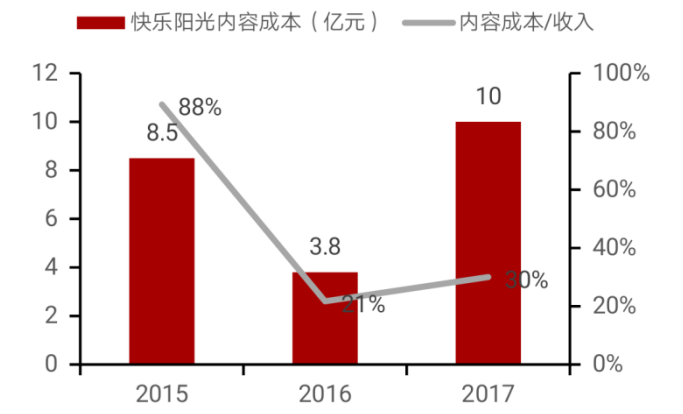


资料来源：公司公告、招商证券

爱奇艺在财报中披露亏损的原因主要为高昂的内容成本，2017/2018 年爱奇艺的内容成本为分别为 126.1 亿/210.6 亿元，占总营收的 73%/84%，并且年报披露显示：基于原创优质产品的重要性，短期内爱奇艺的内容成本不会有明显下降。快乐阳光 2015 年/2016 年/2017 年的内容成本，分别为 8.5 亿/3.8 亿/10 亿元，在总营收占比为

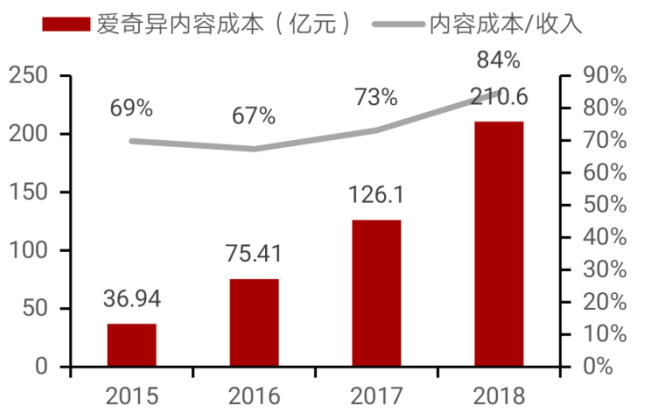
88%/21%/30%，2018 年和 2019H1 芒果超媒影视版权新投入金额（无形资产口径）为 31.4 亿/31.7 亿元。

图 44：快乐阳光内容成本及营收占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 45：爱奇艺内容成本及营收占比

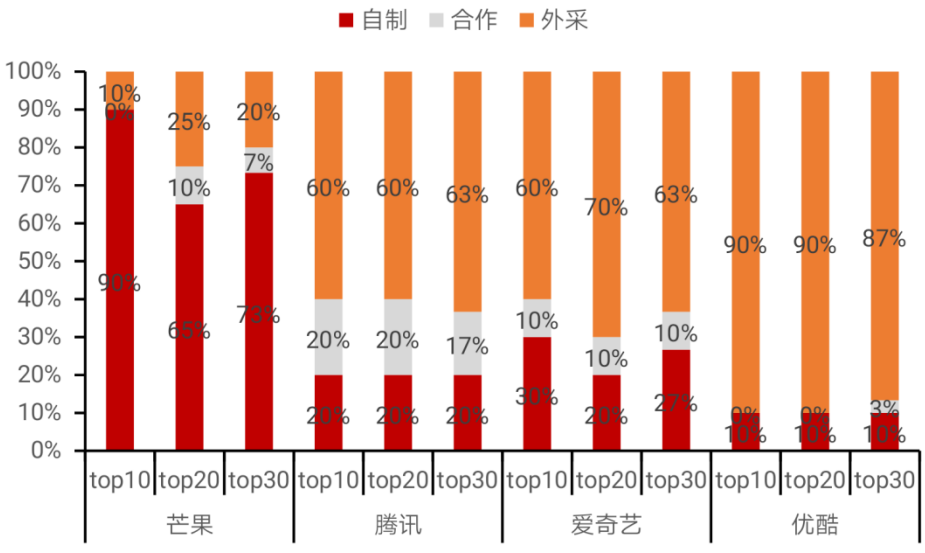


资料来源：公司公告、招商证券

我们认为：1)芒果 TV 在发展过程中具有明显的成本优势，并且这种成本优势会继续保持下去。2）区分与其它在线视频平台“烧钱”买版权、大投入，芒果 TV 表现出在稳扎稳打的基础上重盈利/重性价比的战略布局，并且另辟蹊径，取得了高回报。

芒果 TV 的成本优势首先体现在强自制能力上，优秀自制能力可以节省版权开支。从上文的回顾中我们已经看到，芒果 TV 具有很强的自制能力，在网综领域凭借着经验丰富的制作团队实现了强势领跑，在影视剧方面也积极发力，实现从 0 开始到产出优质影视剧的突破，优秀的自制能力将节省大量的版权开支。外采方面，芒果 TV 一方面从湖南卫视端有一定的采购，另一方面的聚集主要以一些较低成本投入的剧集为主。根据骨朵数据，截至 2019 年 8 月 26 日芒果 TV 播放量前 30 的节目超过 60%为自制/湖南引进，相较于其他视频网站表现出极强的自制能力，头部自制作品优秀。剔除掉湖南卫视输送的片源，TOP10/TOP20/TOP30 中芒果 TV 的自制比例为 60%/50%/43%，依然高于其他平台。

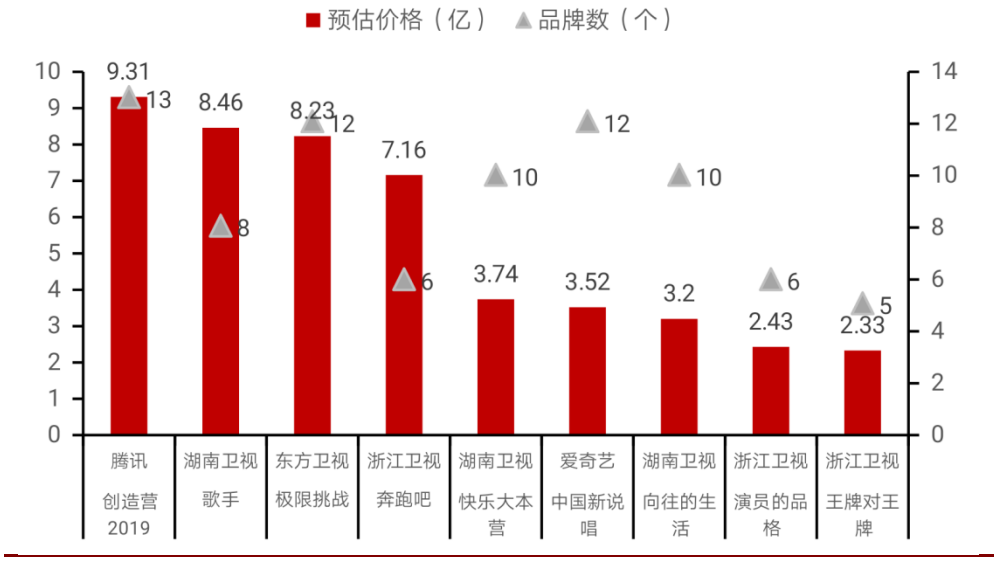
图 46：头部视频平台播放量 TOP30 自制/外采数量比例



资料来源：骨朵数据（2019）、招商证券（图示芒果超媒口径为包括湖南卫视采购）

芒果 TV 做到了在自己擅长领域深耕，并且重盈利，取得了好的效果。芒果 TV 的重盈利首先体现在芒果 TV 的版权分销策略上，早期 2016、2017 年间，芒果 TV 尚未实现盈利，变采用了”分销+独播“结合策略，2017 年将《浪花一朵朵》、《中餐厅》、《我们来了 2》等版权销售给腾讯，当年对应取得收入 2.7 亿元，将《歌手 2017》、《进击吧，闪电!》等销售给爱奇艺，当年对应取得收入 2.5 亿元；而后在实现盈利后，才逐渐收窄自制内容版权销售；芒果 TV 重视投入性价比还体现在综艺节目的制作上，芒果 TV 在制作的综艺中以女性群体为主，在九合数据 2019 年 6 月发布的《综艺广告白皮书》中显示，慢综艺《向往的生活》植入品牌数达到 10 个，取得的预估营销广告价格为 3.2 亿元，与《中国新说唱》、《王牌对王牌》等并无明显差异，属于高性价比投入。

图 47：头部综艺植入品牌数及预计营销广告价格



资料来源：九合数据（2019）、招商证券

三、纵深推进，生态矩阵新引擎

3.1 打通产业链上下游，打造一站式综合娱乐生活服务的矩阵平台

芒果超媒前身为快乐购股份有限公司，2018 年 7 月快乐购通过发行普通股 5.89 亿股股份方式完成重大资产重组，交易总金额 115.51 亿，购买湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司、上海芒果互娱科技有限公司、上海天娱传媒有限公司、芒果影视文化有限公司以及湖南芒果娱乐有限公司 100%股权，并更名为芒果超媒股份有限公司。

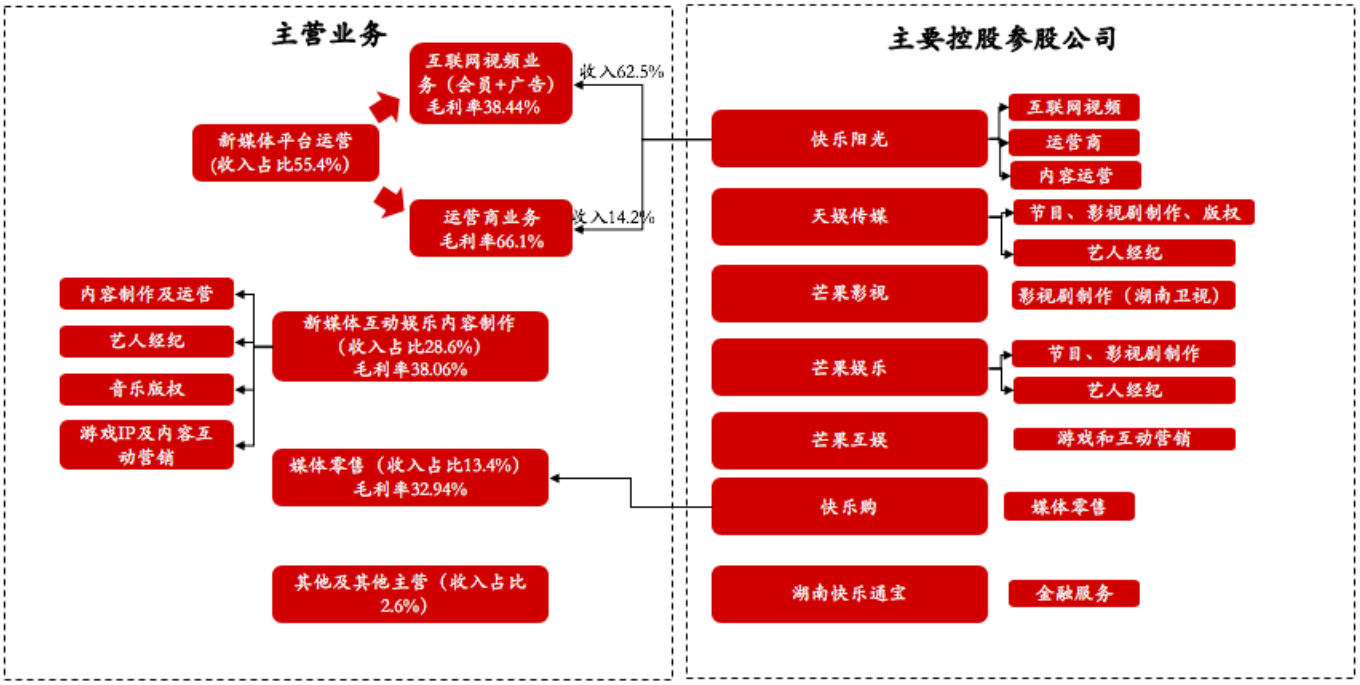
2018 年快乐购重组为芒果超媒后，形成了以芒果 TV 为核心的平台，**并整合芒果娱乐、芒果影视、芒果互娱、天娱传媒、快乐购**，打通上下游产业链，建立起一网联结，多点联动的生态矩阵。

表 17、芒果超媒重组标的业绩承诺及完成情况

收购公司	主营业务	获得股权	支付对价（亿）	业绩承诺：亿					
				2017	完成情况	2018	完成情况	2019	2020
快乐阳光（芒果 TV）	互联网视频/运营商/内容运营	100%	95.3	3.15	113.65%	6.79	104.49%	9.10	12.94
芒果互娱	游戏业务和互动营销	100%	5.08	0.41	105.85%	0.51	101.71%	0.49	0.51
天娱传媒	艺人经纪、节目及影视剧制作、版权业务	100%	5.03	0.95	111.81%	0.21	602.44%	0.25	0.28
芒果影视	定制影视剧、定制栏目剧（湖南卫视）	100%	5.41	0.42	100.07%	0.49	107.47%	0.45	0.47
芒果娱乐	节目及影视剧制作/艺人经纪	100%	4.68	0.28	108.26%	0.75	107.75%	0.64	0.75

资料来源：公司公告、招商证券

图 48：芒果超媒主营业务及主要参股控股公司概览



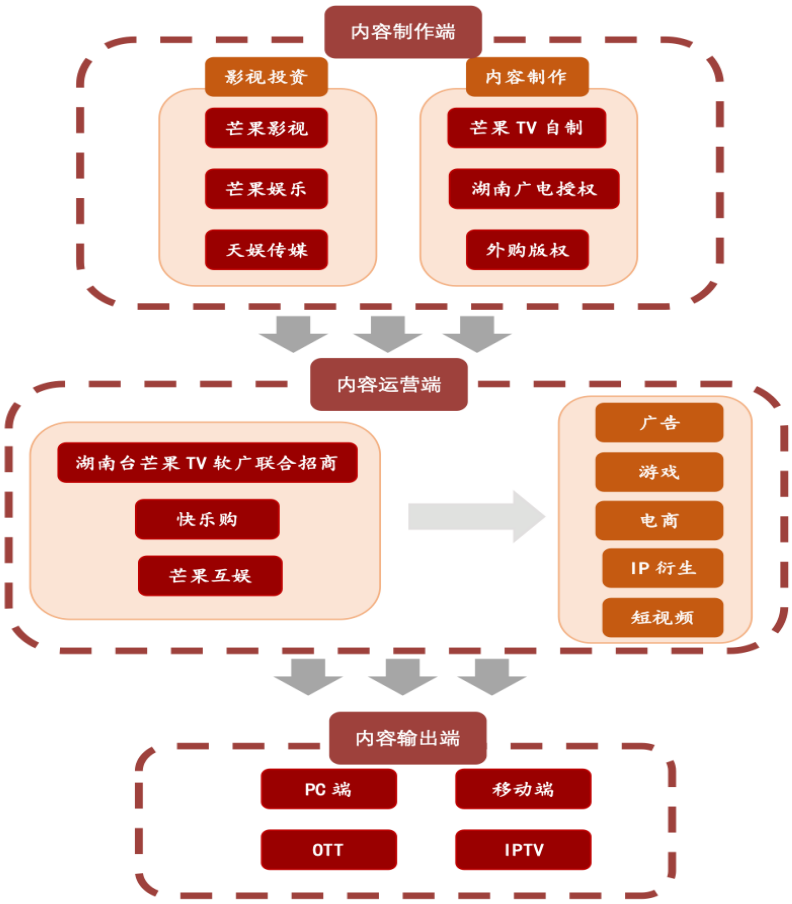
资料来源：公司公告、招商证券（毛利率及收入占比以 2019H1 数据为基础展示）

图 49：芒果超媒的内容生态布局



资料来源：公司公告、招商证券

图 50：芒果超媒打造完整的内容产业链



资料来源：公开资料整理、招商证券

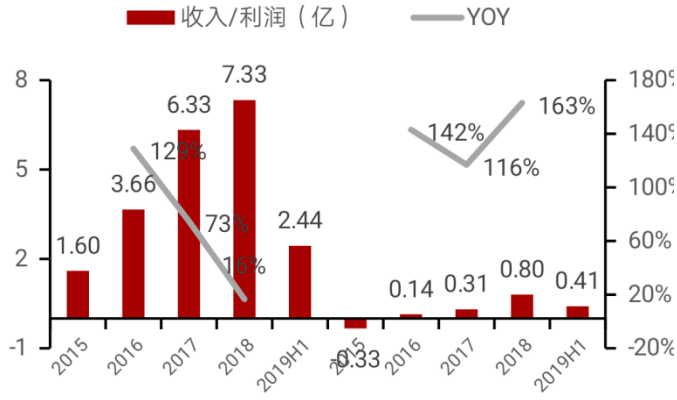
3.1.1 上游内容制作端：湖南卫视优质内容+芒果娱乐/芒果影视内容+天娱艺人助力

以湖南广电和芒果 TV 的王牌制作团队打造爆款 IP，芒果娱乐及芒果影视打通影视制作流程，天娱传媒助力艺人打造“明星工场”。湖南广电在传统媒体领域深耕多年，积累无数爆款 IP，其中《快乐大本营》、《快乐女声》、《人民的民义》等在推出以后更成为当年的年度话题。芒果 TV 以“青春、都市、女性”的精准和差异化的定位打造精品自制内容，2019 年继续推出《明星大侦探第五季》、《妻子的浪漫旅行第二季》、《网球少年》等重点 IP，外部则通过加大购入优质头部 IP 扩充内容库向“优爱腾”靠拢，着力于通过内容吸引用户付费及留存。

芒果娱乐与芒果影视为影视剧、综艺、电影的内容制作管理内容孵化的整体流程。芒果娱乐的主营业务包括综电视剧的投资、制作及发行和 IP 衍生开发及授权，2017 年电视剧及衍生的收入占公司 70%的收入。2018 年，芒果娱乐投资 1.3 亿翻拍 20 年前的爆款电视剧《流星花园》，各大平台总计播放量达到 56 亿。2018 年秋季北京电视节目交易会上，芒果娱乐公布了三十余部剧影综片单，最受瞩目的是升级版《还珠格格》，凭借其 IP 的多年不减的热度，会上与芒果 TV 共同发布包括《艋胛偷天换日》、《新包青天》等 5 部片单。2019H1 芒果娱乐参与投资出品的科幻电影《流浪地球》，获得中

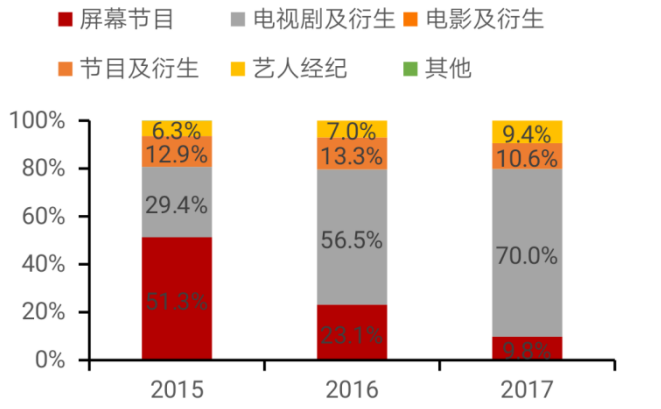
国影史第二高的票房收入。2016-2019H1 年芒果娱乐营收分别为 3.66/6.33/7.33/2.44 亿元，净利润分别为 1,412.22/3,056.87/8,027.26/4,144.6 万元。

图 51：芒果娱乐 2015-2019H1 年收入及利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 52：芒果娱乐分业务收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

表 18、芒果娱乐 2014-今参与影视项目一览

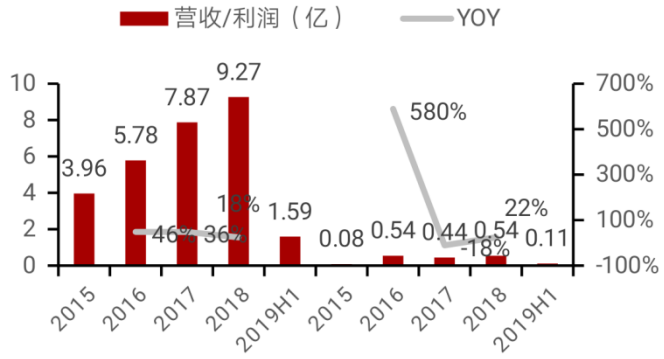
项目	题材	导演	集数	主演	参与形式	年份	独播/分销	网络播放量/票房
《只因单身在一起》	爱情，青春，偶像	尹相皓	24	郑元畅、徐璐、汪东城、张馨予、韩承羽、陈紫函	出品	2014	独播	芒果 TV:1.8 亿
《寻找爱的冒险》	悬疑，寻宝，都市，爱情	蒋家骏	32	蒋劲夫、程砚秋、陈翔、唐禹哲、孙骁骁、温心等联袂主演，张韶涵特别出演	出品	2015	独播	芒果 TV:3.3 亿
电影《唐人街探案》	喜剧、悬疑、动作、侦探	陈思诚	/	王宝强，刘昊然，佟丽娅，陈赫，小沈阳，肖央，潘粤明，张子枫	联合出品	2015	/	8.18 亿
电影《铁道飞虎》	动作、战争、喜剧	丁晟	/	成龙 ，黄子韬，王凯，王大陆，桑平，吴永伦 [2] ，房祖名	联合出品	2016	/	/
电影《那件疯狂的小事叫爱情》	爱情、喜剧	邹佡	/	陈伟霆，唐艺昕，郑秀妍，谢霆锋，钟欣桐，杜海涛	联合出品	2016	/	/
《别那么骄傲》	青春、奇幻、偶像	沈沁源	20	佟梦实、宋芸桦、官鸿、刘倩妤	联合出品	2016	优酷独播	/
《最佳情侣》	爱情，喜剧	柳哲容	16	李多海、周觅、王秋紫	联合出品	2016	优酷独播	/
《青春最好时》	爱情、校园、悬疑	周远舟	32	张雪迎，曾舜晞，王博文，赵秀蕾	出品	2017	腾讯独播	/
《我们的少年时代》	青春、偶像、励志、校园、运动	成志超、戴小哲	39 集（TV 版）、40 集（DVD 版）	王俊凯，王源，易烊千玺，薛之谦，李小璐，唐禹哲，张子枫，李菲儿，程砚秋，丁程鑫，宋祖儿	联合出品	2017	爱奇艺；PPTV	/
《流星花园》	校园、爱情、偶像	林合隆	50	沈月，王鹤棣，官鸿，梁靖康，吴希泽，孙伊涵，孙千，厉嘉琪，刘尹昊，徐熙娣	联合出品	2018	独播	芒果 TV：56.11 亿
《雷霆突击》	青春励志、军旅	刘猛		蒋劲夫，杜海涛，任天野，张童欢，陈娅安，谷智鑫，张芷然 ，钟雷	联合出品	2018	/	/

《出线了，初恋》	爱情	沈文帅	30	陈子由，郑合惠子，杨业明，孙嘉璐，李九霖，荣梓希，白凡，傅天骄	联合出品	2019	独播	芒果 TV：7.6 亿
《初恋那件小事》	爱情	綦小卉	28	赖冠霖，赵今麦	出品	待播	/	/
《家有仙妻》	言情喜剧	伍宗德	30	吴映洁，刘智扬，邱凯伟，赵晓苏，辣目洋子，彭高唱		待播	/	/
《山海经之上古密约》	古代神话	扈耀之	40	/	出品	待播	/	/
网络电影《艋舺偷天换日》	街头文化	吴震亚 蔡旻桦	/	/	联合出品	待播	/	/
《极速救援》	动作、医疗、救援	杨树鹏	40	张赫，王佳宇，魏哲鸣，刘忻，李亚天，王润泽，侯佩杉，苏鑫，蒋未	出品	待播	/	/
《新神雕侠侣》	古装、武侠、爱情	林峰	50	佟梦实，毛晓慧，文淇，毛林林，宗峰岩	联合出品	待播	/	/
《你是我的答案》	都市、爱情、刑侦	韩青	42	郭晓东，吴谨言，赵顺然，潘时七，赵予熙，孙嘉俊，周华	出品	待播	/	/
《师任堂》	古装、爱情、穿越	尹尚浩	28 集（韩国 SBS 电视台播出版）、30 集（台湾八大戏剧台播出版）	李英爱，宋承宪，吴允儿，梁世宗	出品	待播	/	/

资料来源：百度百科、猫眼专业版、芒果 TV 官网、招商证券

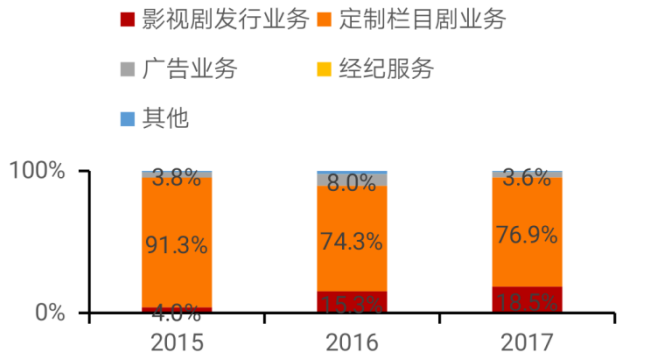
芒果影视主要负责电视剧的定制栏目剧销售，指的是由湖南广播电视台监制监播的定制剧目，与湖南广播电视台或其委托的芒果影视签订定制栏目剧销售协议，在每一个单元或者每一个栏目完成摄制后，把播映带及其他载体转移给购买方并确认收入。**芒果影视电视剧业务以主投主控模式为主，**打造了国内首家室内影视拍摄基地“芒果 STUDIO”，自 2011 年以来推出了代表作《宫》、《宫锁珠帘》、《风华正茂》等优秀影视剧作品。芒果影视是湖南卫视“青春进行时”定制栏目剧场的唯一生产组织方和资源协调方，芒果影视既为剧场组织生产，也参与剧目的投资制作，出品过《爱的妇产科》、《旋风少女》、《漂亮的李慧珍》等一系列成功作品。2018 年，芒果影视投资的《结爱》的累计播放量达到 29 亿，公司投资额度达到 5,840 万，占该剧总投资额 40%。2019 年公司投资了《大宋少年志》、《我不是购物狂》、《隐秘而伟大》等近 20 部电视剧。2016-2019H1 年芒果影视营收分别为 5.78/7.87/9.27/1.59 亿元，净利润分别为 5,396.47/4,422.1/5,397.06 万/1,111.8 万元。从分业务角度看，2017 年影视剧发行业务营收 1.46 亿元，占公司整体营收 18.54%；定制栏目剧业务营收 6.05 亿，营收占比 76.94%。影视剧发行业务 2015-2017 年营收分别为 1581.87 万元、8,820.93 万元、1.46 亿元；定制栏目剧 2015-2017 年营收分别为 3.62 亿元、4.30 亿元、6.06 亿元。

图 53：芒果影视 2015-2019H1 年收入及利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 54：芒果影视分业务收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

表 19、芒果影视 2017-今参与影视项目一览

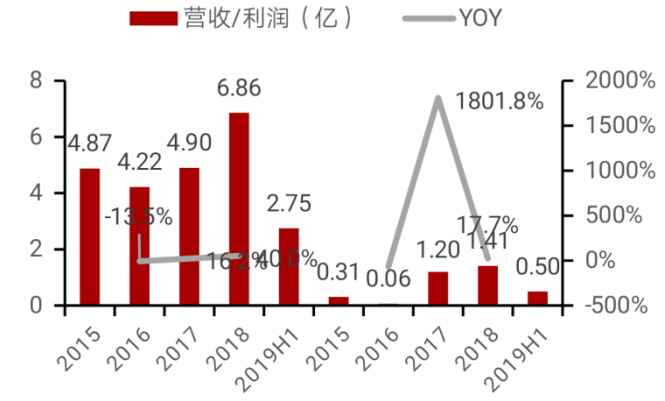
项目	题材	导演	集数	主演	参与形式	年份	独播/分销	网络播放量/票房
《路从今夜白》	校园、言情	顾赟赟	30 集（TV）/32 集（DVD）	陈若轩、安悦溪、魏哲鸣、罗予彤	出品	2017	分销	/
《浪花一朵朵》	青春，励志，爱情，竞技	常晓阳、王郑军	37 集（TV 版）；36 集（DVD 版）	谭松韵、熊梓淇、黄圣池、王子璇、张恒、张峻宁、蔡鹭、庞瀚辰、彭昱畅、曹曦月、王茂蕾、马骁等联袂主演，孙杨特别出演	出品	2017	分销	腾讯视频：25.2 亿；芒果 TV：23 亿
《进击吧，闪电》	青春，励志，偶像	张孝正	30 集（TV 版），31 集（DVD 版）	蒋劲夫，陈娅安，冯文娟，胡宇威，吴昊泽	出品	2017	分销	芒果 TV：11.7 亿
《不一样的美男子 II》	异能、青春、偶像	丁仰国	30	张云龙，阚清子，陈奕，崔绍涵，蒋羽熙，谢彬彬，方逸伦	出品	2017	独播	芒果 TV：4.2 亿
《流星花园》	校园、爱情、偶像	林合隆	50	沈月，王鹤棣，官鸿，梁靖康，吴希泽，孙伊涵，孙千，厉嘉琪，刘尹昊，徐熙娣	出品	2018	独播	芒果 TV：56.11 亿
《金牌投资人》	时装商战剧	彭学军	44 集（TV 版）、41 集（DVD 版）	杨旭文，张俪，梁田，陈龙，郭晓然，袁成杰	出品	2018	分销	芒果 TV：8 亿
《我站在桥上看风景》	现代，爱情	袁晓满	40	姜潮，李溪芮，庞瀚辰，何瑞贤，赵旭东，宋奕星，陈思成，项滢璇	出品	2018	分销	腾讯视频：10.3 亿；芒果 TV：8.3 亿
《结爱·千岁大人的初恋》	爱情、奇幻	陈正道、许肇任	25	宋茜，黄景瑜，徐开骋，李燊，江奇霖，刘泳希，张柏嘉，李嘉铭，许芳铱	联合出品	2018	腾讯独播	腾讯视频：29.1 亿
《远大前程》	年代传奇	谢泽、陈熙泰	48 集（TV 版）、56 集（DVD 版）	陈思诚，佟丽娅，袁弘，郭采洁，赵立新，倪大红，刘奕君	联合出品	2018	分销	芒果 TV：3.6 亿
《大宋少年志》	青春、热血、悬疑	伊峥、王飞、彭学军、罗志	42	张新成，周雨彤，郑伟，王佑硕，禾浩辰，苏晓彤	出品	2019	独播	芒果 TV：6.8 亿

		刚 、刘崇杰						
《这就是生活》	当代、都市	陶玲玲	40	刘恺威，陈都灵，黄烁文，郑伟，周楚澧，邓莎，罗予彤	出品	待播	/	/
《琉璃美人煞》	东方神话仙侠	尹涛、麦贯之	36	袁冰妍，成毅，刘学义，张予曦	联合出品	待播	/	/
《隐秘而伟大》	年代剧	王伟	55	李易峰，金晨，王泷正，牛骏峰，施诗，王小毅，李强	出品	待播	/	/
《我不是购物狂》	都市情感剧	彭学军、罗志刚	40	王阳明、孟子义、李燊、路晨、陈庭妮、李柄辉、黄鹤立、刘倩文	出品	待播	/	/
《我在北京等你》	都市、爱情、创业	鄢颇、解航	50	李易峰，江疏影，蒋梦婕，胡宇威，何杜娟，李晨浩	出品	待播	/	/

资料来源：百度百科、猫眼专业版、芒果 TV 官网、招商证券

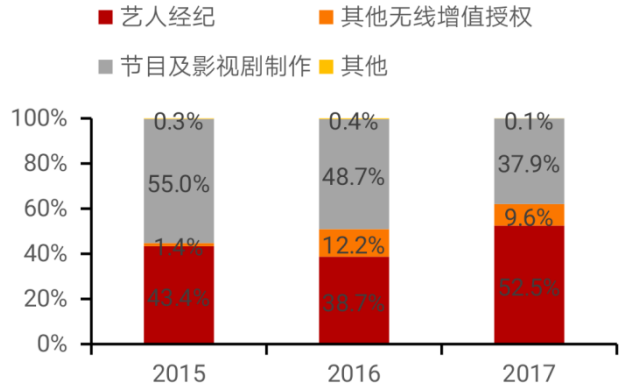
天娱传媒则专注于艺人的管理及经纪业务，通过选秀节目、演艺类院校定点、星探等途径挖掘艺人，并参与投资制作影视剧。公司的主营业务分别为艺人经纪和节目及影视剧制作，2017 年分别在收入中占比 52.5%/37.9%。艺人经纪业务的收入在 2018 年公布的《2017 年上市公司艺人经纪收入排行榜》中，以 2.57 亿的艺人经纪收入位列第一，属于行业领跑地位，过去曾在《快乐女声》、《快乐男声》挖掘了张杰、华晨宇、李宇春、周笔畅等知名艺人，除目前公司旗下原有华晨宇这样的大牌艺人，公司有新生代艺人如欧豪、陈翔、于朦胧、姜潮等，继续为芒果 TV 的内容输出价值。影视剧方面天娱传媒投资、出品、制作和发行《人民的名义》、《楚乔传》、《延禧攻略》等电视剧，2019 年 7 月推出了《奋斗吧，少年》青春电视剧。2016-2019H1 天娱传媒实现营收 4.22/4.9/6.86/2.75 亿元，实现净利润 630.1 万/1.20 亿/1.41 亿/0.5 亿元。

图 55：天娱传媒 2015-2019H1 收入及利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 56：天娱传媒分业务收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

表 20、天娱传媒 2014-2018 参与影视项目一览

项目	题材	导演	集数	主演	参与形式	年份	独播/分销	网络播放量/票房
电影《我就是我》	纪录片电影	范立欣	/	华晨宇、欧豪、白举纲	出品	2014	/	637.7 万
电影《匆匆那年》	校园爱情	张一白	/	倪妮、彭于晏、魏晨	联合制作		/	5.88 亿
电影《爸爸去哪儿 2》	亲子互动真人秀电影	谢涤葵	/	曹格、陆毅	联合发行	2015	/	2.21 亿
电影《青春一战》	青春校园	张磊	/	李玉富，宴位相，韦成彩，高麟，罗春翠，	联合出品		/	/

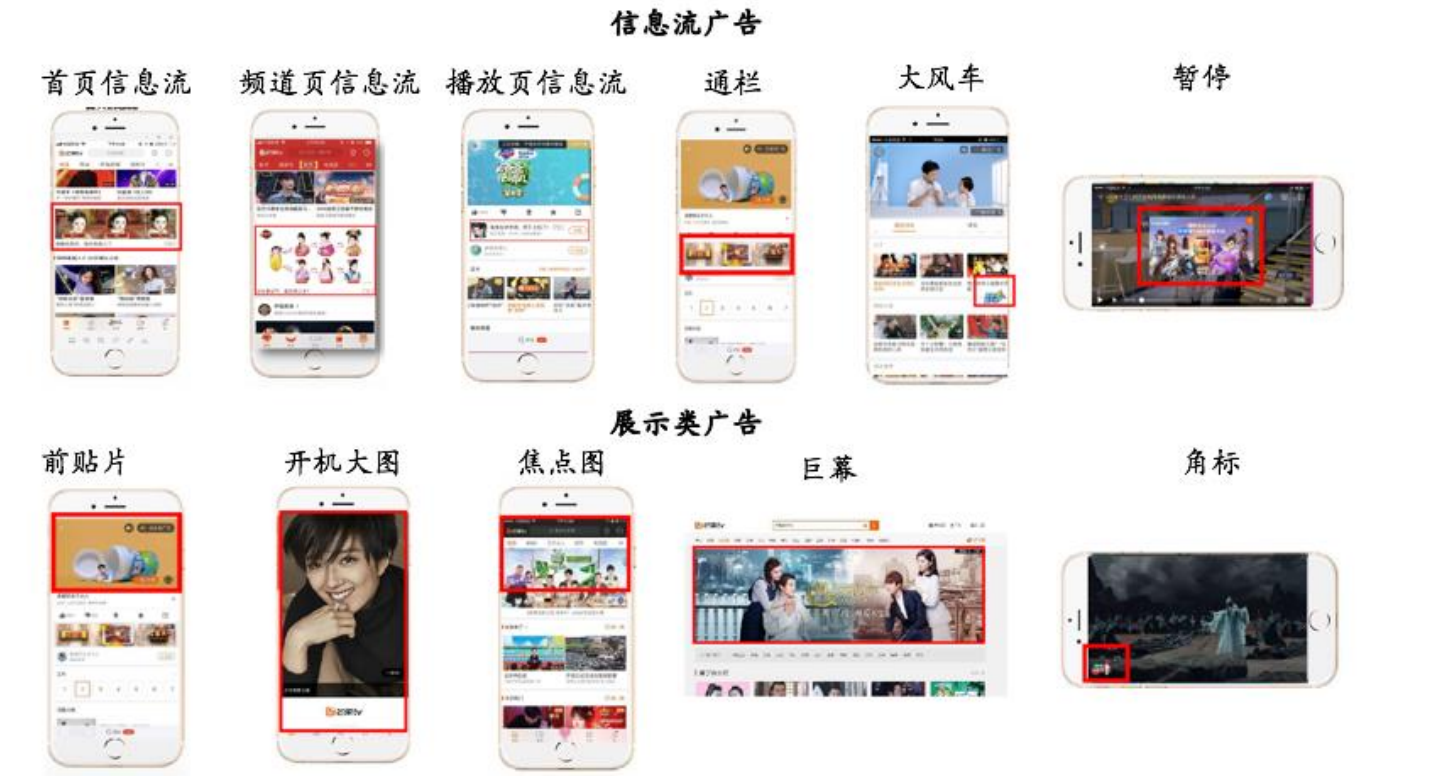
				王秀				
电视剧《相爱穿梭千年》	改编自韩剧《仁显皇后的男人》历史，穿越，爱情，浪漫，偶像	张荣佑	22	郑爽、井柏然、陈翔	联合出品		分销	芒果 TV：4.67 亿
电影《小时代 4：灵魂尽头》	青春时尚都市电影	郭敬明	/	杨幂、郭采洁、陈学冬、郭碧婷、谢依霖	投资出品		/	4.85 亿
周播剧《相爱穿梭千年 2：月光下的交换》	偶像，爱情，历史，穿越	金炳洙	28	魏大勋、文咏珊、郭雪芙、张晓晨	联合出品	2016	分销	芒果 TV：1.1 亿
网剧《超星星学园》	青春、校园、超能力	黄元达	30	肖战、王玉雯、白澍、伍嘉成	联合出品		腾讯独播	腾讯视频：15.4 亿
电视剧《人民的名义》	当代、反腐、检察	李路	52	陆毅、张丰毅、吴刚、许亚军、张志坚、柯蓝、胡静等	参与出品	2017 年	分销	腾讯视频：73.67 亿；PPTV：43.49 亿；芒果 TV：21.97 亿；搜狐视频：9.22 亿
电影《心理罪》	动作，悬疑，犯罪	谢东燊	/	李易峰、廖凡、万茜	参与出品		/	3.04 亿
电视剧《亲爱的她们》	都市情感剧	崔亮、周海军	41	宋丹丹、张若昀、姜妍、刘莉莉、邬君梅等	投资出品		分销	芒果 TV：5.55 亿
电视剧《那座城这家人》	都市、亲情	邵警辉	40	马元、童蕾、萨日娜、李建义	联合出品		腾讯、爱奇艺	腾讯视频：5.25 亿
电视剧《艳势番之新青年》	热血、青春、励志	刘一志	58	黄子韬、易烊千玺、胡冰卿、马泽涵、吴俊余等	联合出品		分销	待播
电视剧《奋斗吧！少年》	体育、励志、青春	赵小鸥、赵小溪	40	彭昱畅、董力、张艺上、谢彬彬	联合出品		独播	芒果 TV：14.48 亿
电视剧《延禧攻略》	古装、宫廷	惠楷栋、温德光	70	秦岚、聂远、佘诗曼、吴谨言等	投资出品		爱奇艺独播	/
电视剧《火王之千里同风》	都市、科幻、爱情、商战、悬疑	胡意涓	TV 版 37 集/DVD 版 33 集	陈柏霖，景甜，张逸杰，赖雨濛，张维娜，刘海蓝，杜俊泽，孙绍龙	投资出品	2018 年	分销	腾讯视频+芒果 TV：9.18 亿
电视剧《火王之破晓之战》	都市、科幻、爱情、商战、悬疑	胡意涓	TV 版 27 集、DVD 版 28 集	陈柏霖、景甜、赖雨濛、范世錡	投资出品		分销	腾讯视频：10.33 亿；芒果 TV：3.23 亿
网络剧《千门江湖》	民国、悬疑	李印	40	宁桓宇、金雯昕	联合出品		腾讯独播	腾讯视频：7.99 亿
网络剧《可惜不是你》	爱情	英英鹿	24	范世錡、宋妍霏	出品		独播	芒果 TV:4.9 亿
电影《一路萌避》	/	/	/	/	联合出品		/	/

资料来源：百度百科、猫眼专业版、芒果 TV 官网、招商证券

3.1.2 中游运营端：芒果 TV 招商引资+芒果互娱 IP 衍生+快乐购发力网红经济

中游运营端：芒果 TV 凭借优质的 IP 招商引资，快乐购与芒果互娱利用 IP 衍生到零售与游戏。凭借“青春、都市、女性”的精准定位，以及湖南广电深耕一线媒体行业中与众多优质广告客户，在软广业务上，芒果 TV 亦与湖南广电共同进行招商，在打造综艺和剧集的内容上，芒果 TV 继承了湖南广电良好的营销能力，节目与快消、服装、美妆等品牌广告有良好的化学反应，随着用户逐渐从电视端过渡到移动端的大趋势，芒果 TV 的广告业务将延续湖南广电的成功。

图 57：芒果 TV 程序化广告平台广告类型（PC/Mobile/Pad 全端，展示以 Mobile 为例）

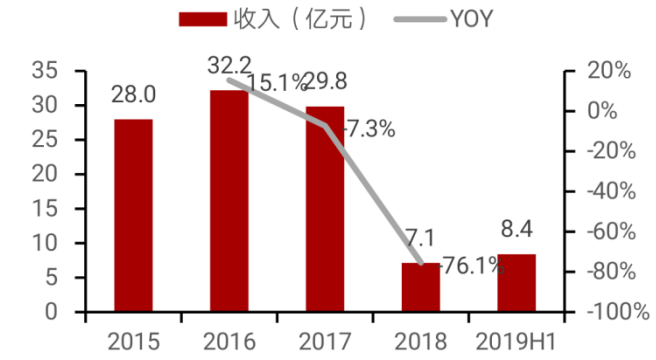


资料来源：芒果启明广告平台手册、招商证券

快乐购依托在家庭消费市场，配合芒果生态 IPTV、OTT 端布局电商零售。快乐购主要的业务为电视购物、数据营销、移动电商、内容电商，截至 19H1 覆盖户数 1.47 亿户，会员人数 800 万。从销售渠道角度看，2017 年快乐购电视通路渠道占比为 34.27%，在所有渠道中占比最高，从产品销售品类来看，2017 年按照产品分类的营收家居生活占营收 42.89%，3C 数码产品占营收 26.09%，属于主营产品品类。由于近年用户从电视端过渡到移动端，快乐购营收有所下滑。重组以后，公司积极融入芒果生态，利用自身在营销和媒体上的优势，结合天猫、淘宝、京东等电商平台直播输出内容，并加快把业务重心转移到 IPTV、OTT 拓展营销的新渠道。**8 月 24 日，芒果超媒“大芒计划”超绝红人进阶及带货说明会在海口举办，芒果 TV 正式发力网红经济，**公布了网红带货计划，未来我们认为乘“社交电商”之风，在芒果超媒的生态融合背景下，网红经济可以厚增公司电商零售收入。2019 年上半年，快乐购实现扭亏为盈，公司调整效果得以

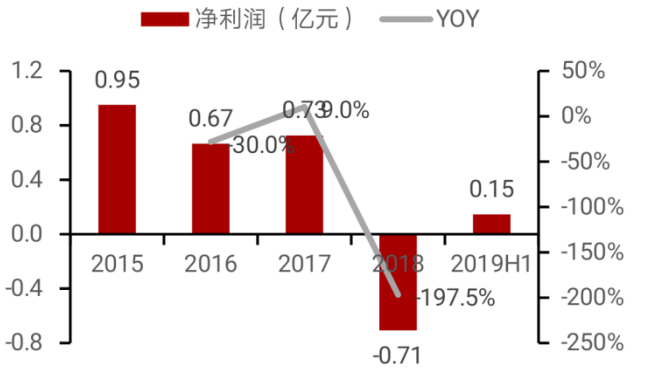
显现。

图 58：快乐购 2015-2019H1 年收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

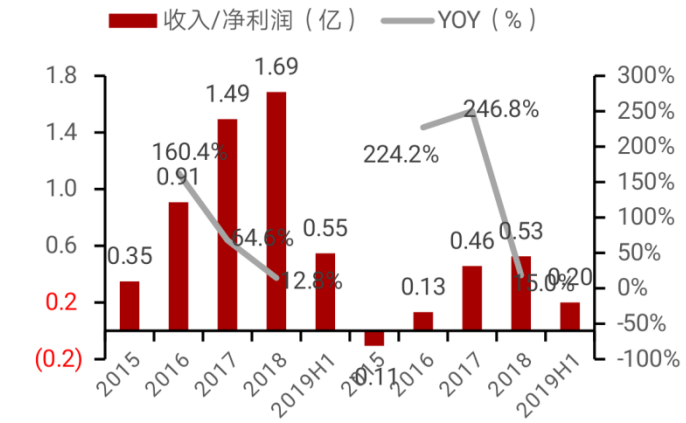
图 59：快乐购 2015-2019H1 净利润及增速



资料来源：公司公告、招商证券（2015-2017 为归母净利润）

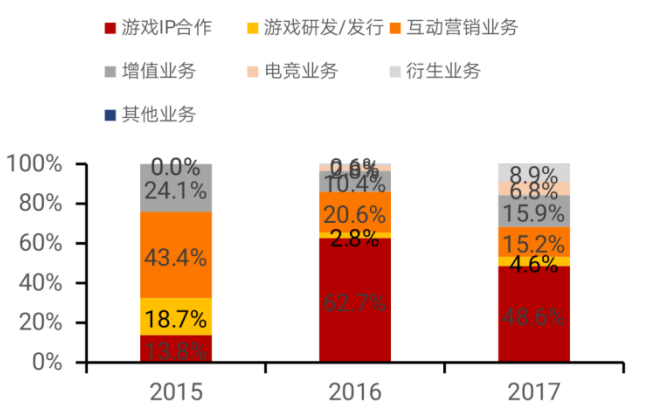
芒果互娱围绕芒果 IP 衍生游戏，增强芒果用户的互动。芒果互娱旗下有游戏业务，收入来自于游戏 IP 合作、增值业务、电竞业务。过去芒果互娱曾通过 IP 的衍出推出过《快乐大本营》、《天天向上》、《我想和你唱》等游戏。2019 年芒果互娱发行了仙侠类手游《兰陵王》。IP 衍生出的游戏，在流量投入端的要求较少，IP 本来就拥有很多忠实粉丝，变现率也较高，利用游戏的形式可以为正在播出的剧集加强 IP 热度。2016-2019H1 芒果互娱营收分别为 0.91/1.49/1.69/0.55 亿元，净利润分别为 1,318.47 万/4,573.02 万/5,258.93 万/2,004.7 万元。

图 60：芒果互娱 2015-2019H1 年收入及净利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 61：芒果互娱分业务收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

3.1.3 下游内容输出：完成 PC、移动端、IPTV/OTT 多渠道融合，输送芒果系优质内容

下游内容输出端，以芒果 TV 的在线平台获取付费用户为核心，版权外销扩大 IP 受众。

芒果 TV 作为流媒体平台，是湖南广电从传统媒体转移到 PC、移动端、IPTV、OTT 多渠道融合的重要布局，精心打造“优质自制”内容，通过内容将用户留存在芒果的生态圈中。产业链外，芒果超媒**还布局短视频业态、文学阅读业态、知识付费业态、以及游戏业态上，多元化业态的孵化。为年轻人提供一站式综合娱乐生活服务的矩阵平台。**

3.2 技术创新升级

1、成立“创新研究院”，对 5G、AI、VR 等技术进行前瞻性布局

2018 年底，公司正式成立着重于基础研究的重要部门“创新研究院”，研究利用 5G、AI、VR 等创新技术为公司的内容创造新价值。随着 5G 技术的普及，以 VR、AR 为代表的超高清视频体验有飞跃提升，而 AI 则深入挖掘不同用户的需求，为用户打造个性化、高互动性的视频体验，需要内容制作团队相应开发创新的制作形式以及提升拍摄要求如基于光场、3D 引擎的拍摄形式，“新拍摄+新制作+新观看”将是创新研究院的重点研究方向。

表 21、芒果超媒创新研究院对于 5G、AI、VR 技术布局

技术	应用场景
5G	5G+8K 的 VR 直播和录播、5G+全息光场 VR、5G+VR 视频游戏、5G+虚拟人技术的 VR
AI	打造“人工智能偶像”、广告投放、字幕制作、影视后视、视频审核
VR	VR360 度直播、VR 视频宣传

资料来源：公司资料整理、招商证券

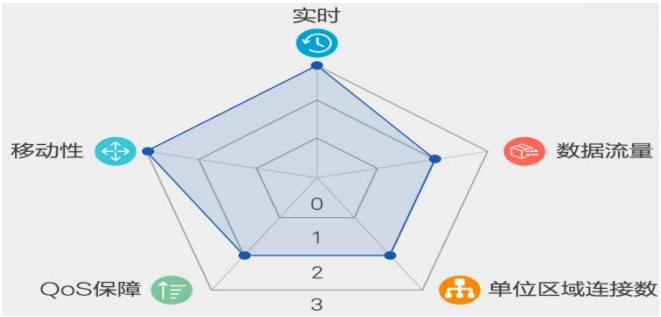
5G 技术成熟以后，能为用户提供高速率、低时延和高稳定性的超高清视频体验。目前 4G 的网络上，宽带最高只能支持到 4K 的视频直播，但容易出现卡顿的情况，而 5G 的出现将使宽带支持的流量提升数十倍以上，端到端的网络延迟将从 60~80ms 下降到 10ms 以内，100Mbps 的大宽带，10Gbps 的上行吞吐量将允许更多用户同时分享高清视频，使得目前还在概念性的 8K、VR 直播、全息光场直播等新型的视频技术得以普及，视频的体验大幅提升。芒果 TV 在创新研究院上重点研发的应用包括 5G+8K 的 VR 直播和录播、5G+全息光场 VR、5G+VR 视频游戏、5G+虚拟人技术，以求在 5G 时代打造全新 IP。

图 62：5G 全自由度，360° 实况直播器材



资料来源：《5G 时代十大应用白皮书》、招商证券

图 63：5G 视频直播应用场景的要素



资料来源：《5G 时代十大应用白皮书》、招商证券

而在对外合作方面。在 2019 年 4 月，公司与湖南联通、马栏山（长沙）视频文创园管理委员会、华为技术有限公司签订 5G 战略合作，加强在 5G、大数据及人工智能等领域的合作。而在 5 月份的“5G 马栏山”的发布会上，也运用了电信的 5G 技术，通过无人机为“舞比快乐”广场舞大赛进行 360 度的 VR 直播。

AI 方面的布局，芒果 TV 与上海科技大学合作建立了中国最大的 VR 应用实验室，其中一个重要的研究方向就是“人工智能偶像”，具体构建的技术路径通过 3D 建模的形式，辅助光场拍摄，再通过一系列的 SDK，为用户打造出 AI 偶像，人工智能的加入，使得偶像能够同时以不同的形式与不同的用户进行互动，给用户带来差异化的体验。过去成功的人工智能偶像例子是日本 CRYPTON FUTURE MEDIA 在 2007 年打造的初音未来，其作为虚拟的偶像在全球尤其日本的受欢迎程度直追一线的明星，其 2010 年的演唱会更是全世界首次使用全息投影技术举办的虚拟偶像演唱会，其人气之高使其除了音乐也衍生出一系列的动画、漫画、手办等 IP。

2019 年 4 月，芒果 TV 与腾讯云签订战略合作，结合腾讯云的云计算平台以及 CDN 网络，强化芒果 TV 在内容生产以及 AI 营销的能力。基于深度学习的结构化视频技术及智能分发算法，精准构建用户画像，为用户带来个性化的广告体验，提高广告的变现能力。同时，通过收集用户在观看时上的反馈以及互动数据，也可以加强芒果 TV 在制作内容时对观众的喜好的把握，创作出更好的内容，加强用户在平台上的停留时间和留存率。另一方面，AI 技术亦有助于提升视频内容的审核、制作视频字幕、后期制作的效率，降低人工成本。

VR 内容上，公司将重点打造的 AI 偶像将在 VR 设备呈现，让用户与偶像的体验如身临其境。在内容上公司已经开始研究 VR360 度的直播服务。目前公司已部署的 VR 应用已达到 30 多个，共计 80 多条流水线。我们相信随着 5G 网络的普及和 VR 设备的价格下降，将使渗透率提高。

2、与华为展开合作就 5G 超高清、全景视频、大数据及人工智能、融媒体平台技术等方面跨界合作、协同创新，打造产业互联网新动能

2018 年底，公司与华为签订合作协议，双方将在视频内容、营销、大数据推荐、应用推广、IPTV 产品和华为云 CDN 六个方面展开合作。而合作的重点在于芒果 TV 的内容共享，芒果 TV 则可以通过华为视频的庞大的终端用户群体输出内容，同时双方将共同成立运营团队维护双方的产品与会员权益。而在技术上，华为方面也可以提供其云计算的平台与解决方案，向芒果 TV 提供一系列 CDN 的技术的支持，为 5G 时代视频升级做好准备。

而在 2019 年 7 月 15 日，荣耀在北京的新品类媒体沟通会上，宣布在 8 月上旬推出新的大屏产品“智慧屏”，进一步扩大其产品线，8 月的鸿蒙发布会上公布，荣耀智慧屏搭载芒果 TV 并在鸿蒙 OS 上首发，凭借与华为的合作，而芒果 TV 将受益于华为终端用户拓展到大屏领域，IPTV 和 OTT 服务获取新的用户。

3.3 中国移动入股成为二股东，展开深度战略合作

2019 年 5 月 10 日，公司通过非公开发行股份的形式募集配套资金 20 亿元，中移资本通过本次发行以 16 亿元买入了 4,581 万股，成为公司的第二大股东，持股比例 4.37%。

通过与国内规模最大的电信运营商合作，将可进一步扩充内容运营输出渠道，如爱奇艺、腾讯视频等都有相对应的流量套餐免流量观看对应平台的视频，也有套餐绑定 IPTV 和 OTT 的服务。从流量规模来看，中国移动拥有有 9.2 亿个人客户、1.5 亿家庭客户，将有效扩大芒果 TV 的受众。

与移动旗下咪咕达成战略合作，扩大自身超高清内容库和内容的观众。在 2019 年 6 月 27 日，在中国移动的促成下，公司与中国移动旗下的咪咕文化科技公司达成了战略合

作，公司将可以通过与咪咕之间的内容授权及采购、联合制作及发行，扩大自身的内容库和内容的观众。咪咕在行业中属于第三梯队的视频网站，凭借体育+娱乐超高清内容IP布局，咪咕在2018年完成350场真4K体育赛事和演艺直播，并拥有行业第一的超高清的内容储备，平台拥有2000万+首歌曲、460万条视频、1200+路音视频直播。双方合作将有助平台扩大用户规模，有力应对头部视频公司的竞争。

在技术上，咪咕依托中国移动在5G和电信方面的优势，将为公司提供云基础设施和5G的视频技术，芒果TV用户将能够享有高速、安全、稳定的网络体验，同时双方共同参与超高清实验室的建设，探索5G演艺场馆、5G超高清直播等5G的内容新形式。

表22、咪咕文化公司旗下公司

公司	APP	简介
咪咕音乐		负责音乐领域产品、运营、服务合作，板权方1500余首，中文歌曲覆盖超99%，音乐会员用户1.2亿。
咪咕视频		·咪咕视频，聚全国1200多路直播频道、2000场show。 ·咪咕直播专注于赛事和游戏直播、独家版权影视内容等新媒体直播。 ·咪咕影院则是国内首个集在线播放、购票功能于一体的电影APP，拥有超过2万余部电影的在线片库，线下覆盖9000家影院。
咪咕数媒		·咪咕阅读业务平台汇聚了超50万册精品正版图书内容，全场景月活用户数1.1亿 ·咪咕灵犀则是采用人工智能技术进行智能个性化推荐，呈现用户真正需要的内容资源。
咪咕互娱		·咪咕快游为用户提供精选游戏在线体验，包括《刺客信条》、《纸片少女》、《多多自走棋》等超多精品游戏。 ·咪咕善跑是“互联网+”运动健康平台，融合运动、资讯、活动、公益于一体
咪咕动漫		·咪咕圈圈，承载咪咕公司二次元战略的核心产品，着力于打造泛二次元用户向往的兴趣圈和社交圈。

资料来源：公司官网、招商证券

四、人才培养+开放的合作机制

4.1 市场化激励机制，16 个综艺和 20 个影视制作团队打造核心竞争力

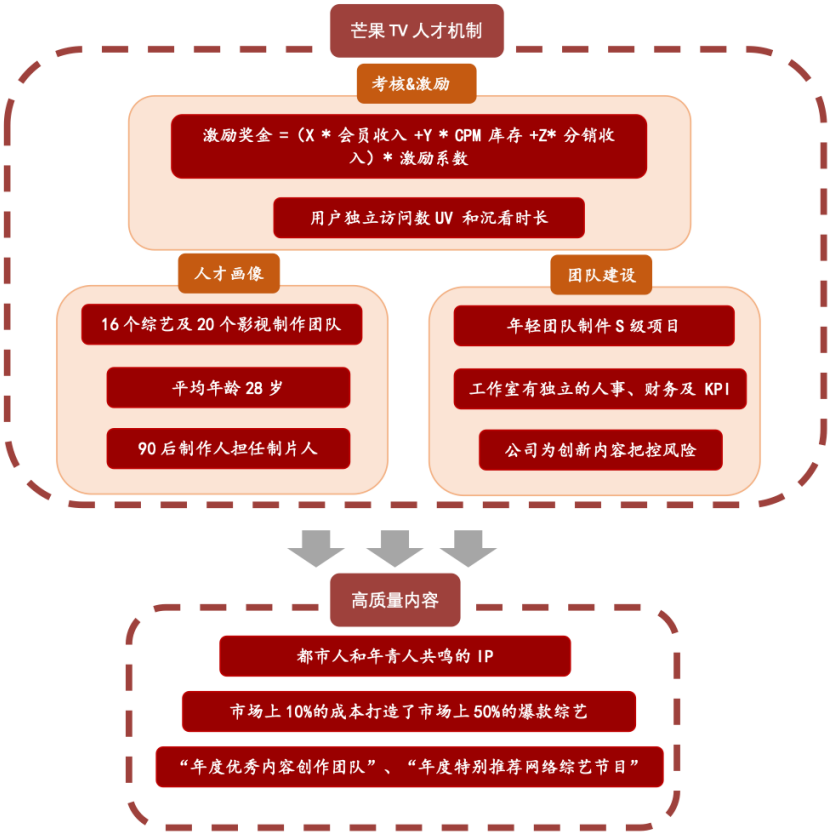
公司目前有 16 个综艺及 20 个影视制作团队，内容制作人员达 1500 人，近 7 成学历在本科或以上，平均年龄仅有 28 岁，在全行业中是最年轻的。公司重视年轻员工的培养，目前已有相当部分的 90 后制作人已在制作团队中担任制片人，而一线团队的制作骨干都由 35 岁左右的员工组成，采取工作室制度，每个工作室团队拥有独立的人事、财务及 KPI，给予制作团队宽松的制作空间。

在培养新人方面，公司以“项目练团队，团队拼项目”的原则为公司新人创造机会，并在制度、资金、团队建设提供全方位支持，在芒果 TV 内部有极好的晋升通道，促使年轻、有想法的新人导演独当一面。如在芒果 TV 的年度回馈用户活动——青春芒果节中，管理层大胆起用年轻的制作团队并大获成功。而在随后也给予该年轻团队机会，打造了一个 2019 年第一季度的爆款网络综艺《女儿们的恋爱》。把 S 级项目交予年轻团队制作，这在其他平台几乎不可能，但芒果 TV 就敢于把大型的剧集交给年轻的创作团队，使得平台能够不断涌现新的创意与高溢价的 IP 以及都市人和年青人能够产生共鸣的 IP。

内部市场化的激励机制激活团队的内容创造力，公司对于内容的考核指标核心在于用户的喜好。在一部剧中，公司最基本的指标包括用户独立访问数 UV 以及观看时长，而达成以后再开始计算激励，团队的绩效将与节目为公司带来的会员收入、CPM 库存和分销收入挂勾，而在 2019 岳麓峰会上，管理层也首先披露了公司的激励模式：**激励奖金=（X*会员收入+Y*CPM 库存+Z*分销收入）*激励系数，**透明化的绩效管理使员工能够放心投入到内容的创作上。在绩效的管理上也非墨守成规，考核的标准也会随着不同的业务或类形，设置不一样的要求。

对于创新的节目，公司会设定相应的保底与加成奖励以鼓励团队创作新的内容形式，由公司把控创新的风险，因此新老团队都敢于创作新的内容，团队强大的创新能力使公司能够准确的把握用户的喜好，创造出爆款。**在 2018 年，公司仅用了市场上 10%的成本就获得了市场上 50%的爆款综艺，**《妻子的浪漫旅行》的制作团队李甜团队、《变形计之平行世界》分别获得了“年度优秀内容创作团队”、“年度特别推荐网络综艺节目”荣誉奖项。

图 64：芒果 TV 人才机制



资料来源：公开资料整理、招商证券

未来，随着国内用户付费习惯的逐渐养成，以及优质外购内容的溢价，自制内容将是视频公司的重要布局。芒果超媒给予团队巨大的创作空间，灵活的晋升制度，将是芒果超媒未来人才争夺的核方竞争力。另一方面，芒果 TV 积极布局 5G、AI、VR，在不同领域磨合传统的内容团队与新的技术团队，进行合作开发，为视频内容升级练兵。

4.2 开放的合作机制，形成双生态圈

1、生态内环，湖南卫视与芒果 TV 的互动越来越紧密，马栏山视频文创产业园的聚合效应正在爆发前夜

芒果 TV 脱胎自湖南广电旗下的互联网视频平台，于 2014 年正式上线。成立初期，公司便坐拥湖南广电发放的互联网电视及内容服务牌照，同时作为湖南广电在互联网视频领域的重点布局，在人才上有根植于湖南卫视的顶级内容创作团队，内容上则得到湖南卫视综艺的独播权。

2018 年的芒果超媒重组上市，收获了湖南广电旗下优质的版权资产。根据双方签订的《电视节目信息网络传播权采购协议》中，快乐阳光购入湖南台旗下电视节目的境内信息网络传播权。

表 23、快乐阳光 2015~2017 年对于不同内容的投入（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年
湖南台版权	3.76	3.82	3.88

占比(%)	49.3%	25.4%	19.2%
自制版权	1.31	5.97	4.38
占比(%)	17.2%	39.7%	21.7%
外购版权	2.56	5.25	11.92
占比(%)	33.6%	34.9%	59.1%
小计	7.63	15.05	20.19

资料来源：公司公告、招商证券

湖南台联合芒果 TV 进行软广招商。湖南卫视在一线传媒行业中深耕多年，拥有众多优质广告商客户，而芒果 TV 的出现满足了原有的客户扩充营销渠道，满足广告商多源化的广告模式，同时能够进行一定程度的定向营销，助其打入到年轻化及都市高净值人群的市场，提高广告的转化率，广告的分成则按照软广在湖南台和芒果 TV 的覆盖人数和平均点击数的比例进行分配。

湖南台跟芒果 TV 在严格意义上两家公司的内容制作团队是分开的，但实际操作上两家的公司内容制作团队有很大的流通性，而也不乏双方互相借用对方团队或资源来开发内容的情况，如《放学别走》、《完美假期第二季》等芒果 TV 的综艺都委托了湖南卫视的制作团队。根据 tvtv.hk 统计，湖南卫视从 2009 年~2017 连续 9 年霸占省视卫视第一名，2019 年上半年亦王者回归，湖南卫视内容创作团队的能力毋庸置疑。而芒果 TV 的内容制作团队也很大部分来自于湖南广电的金牌创作团队，比如《爸爸去哪儿》的导演单丹霞、《明星大侦探第三季》的导演何忱、《萌仔萌萌宅》的导演田海等。随着湖南广电在在线视频上的布局深入，双方团队的合作将更趋紧密。

表 24、2014-2019Q1 湖南卫视省级卫视收视率及市场份额

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
收视率%	0.379	0.408	0.306	0.299	0.214	0.242
市场份额%	3.19	3.54	2.73	2.96	2.31	2.7
排名	1	1	1	1	2	1

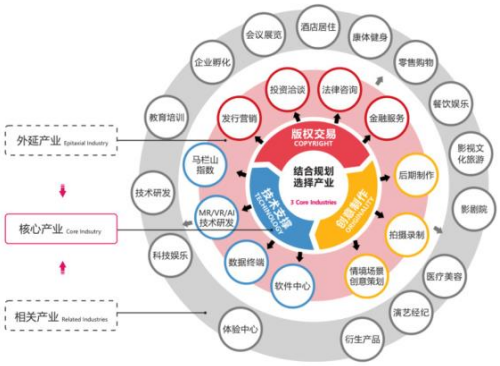
资料来源：tvtv.hk、招商证券

2、生态外环，以马栏山为基地全方位聚合资源

马栏山视频文创产业园于 2017 年 12 月 20 日正式奠基成立，由广电总局和湖南省政联手成立，为湖南省首个国家级广播电视产业园区，园区聚集数字视频制作、版权交易、文创内容产出、视频衍生产生等产业，湖南广电芒果大厦和长沙广电制作基地成为首批入园项目。

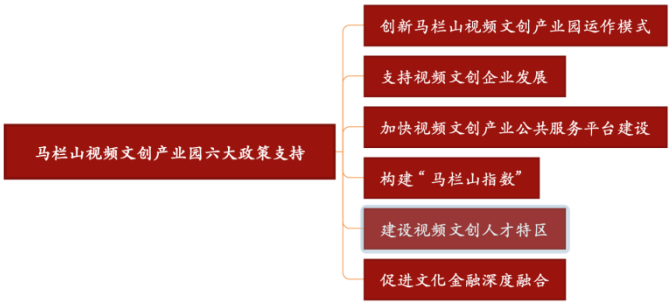
文创园提出《长沙市建设创新创业人才高地的若干措施》，为进驻的企业与人才提供了 22 项政策支持，包括创新的产业区的运作模式、建设视频文创人才特区、加快文创产业的公共服务平台建设、促进文化金融深度融合。在引进人才的补贴上，文创园的力度巨大，比如大师级、国际一流的或在国内享有较高声誉的艺术名人可一次性补贴最高不超过 200 万元的、最高不超过 200 平方米标准的区域同期市场均价全额房屋、最高不超过 1000 万元的项目资助，而知名的视频文创人才来到文创园创业则给予一次性不超过 50 万元的奖励补助。而在创业的支持上，推动初创企业的孵化、提供个人、合伙经营、小企业团体更高的贷款金额、建立创业的评价指标等等。在人才制度上，有别传统以学术能力筛选的人才评价体系，引入以人才的能力、绩效等作为参考指标，同时通过创新比赛及学术交流会等引入才，**多元化的人才政策将吸引全国各地的视频制作人才，助力文创园打造成“中国 V 谷”。**

图 65：马栏山视频文创产业区产业规划



资料来源：马栏山视频文创产业园官网、招商证券

图 66：马栏山视频文创产业区政策支持



资料来源：马栏山视频文创产业园官网、招商证券

在产业规划上，文创园将为数字内容输出打造完善的产业链，从上游的内容创作到内容运营，到下游视频渠道都会汇集在园区内。上游的内容制作端，园区除了提供制作设备与技术支持以外，还汇聚了金融、法律机构，打通创作团队的融资以及加强创意产业的维权，人才方面也有对应的经纪公司与培训机构。中游视频运营端，广告商聚集，方便运营团队配对到合适的产品进行广告策划，同时也能针对剧集或综艺打造 IP 衍生产业如主题公园、手办、音乐、游戏等等，找到内容更多的变现渠道。下游内容输出渠道端，则有爱奇艺、芒果超媒等平台输出。而芒果 TV 业务涵盖整个产业链，作为文创园的核心，将获得各个领域中的优质公司合作机会。目前，文创园已经聚集了 2000 多家文创企业，其中包括爱奇艺、西瓜视频、新浪、银河酷娱等知名企业，全方位聚合效应对公司的内容创作与变现让人期待。

3、通过投资，完成内部机制合理、外部风险可控的芒果生态产业链布局

2014 年，芒果传媒联合中南重工、易泽资本等出资 30.85 亿元设立**芒果文创股权投资基金，投资于电影、电视剧、综艺节目、音乐、动漫、体育等文化内容行业，构建其大文娱的生态布局。**

芒果文创基金截至 2019 年 8 月已投资了 15 间公司，公司投资于内容创作的公司最多，其中包括观达、柠萌、上象、派乐、颖立、华传、五元文化等公司，投资的作品包括《温暖的弦》、《十五年等待候鸟》、《寂寞空庭春欲晚》、《好先生》等。其中，《温暖的弦》网播破 40 亿、微博讨论近百万，《好先生》网络播放量热播期更是超 142 亿。投资于外部的团队可以扩展芒果 TV 的制作题材，同时向外投资的内容公司，投资方将拥有这些 IP 的优先订购权，并为创业公司提供内容输出的平台或者内容运营的帮助，而这些公司的成长亦可反哺芒果 TV 的内容库。

投资花椒、映客等平台方，助力芒果 TV 内容运营。花椒作为中国最大明星属性的移动社交直播平台，可帮助芒果 TV 艺人与粉丝互动，并聚焦于 90 后、95 后的生活圈子帮助剧集吸引粉丝并维持热度，2018 年第 4 季度，移动端 MAU 达到 2,393 万。映客则是视频直播社交平台，为用户提供娱乐、时尚及生动的实时互动平台，2018 年第 4 季度移动端 MAU 为 1011 万，直播平台中排名第三，2018 年已于港交所上市。

表 25、芒果文创基金已投资的标的

公司名称	融资	年份	融资规模

美篇	B 轮	2018	亿元级人民币
当红齐天	Pre-A 轮	2018	过亿人民币
微念科技	B 轮	2018	8000 万人民币
五元文化	B 轮	2018	数亿人民币
娱加娱乐	战略融资	2017	未披露
花椒直播	B 轮	2017	1 亿人民币
竞彩猫	B 轮	2017	5000 万人民币
网易云音乐	A 轮	2017	7.5 亿人民币
上象娱乐	A 轮	2016	1 亿人民币
派乐传媒	A 轮	2016	过亿人民币
芒果 TV	B 轮	2016	15 亿人民币
汇量科技	定向增发	2016	5.2 亿人民币
柠萌影业	B 轮	2016	5 亿人民币
华尔街见闻	C 轮	2016	1 亿人民币
唱吧	D 轮	2016	4.5 亿人民币

资料来源：天眼查、招商证券

基金也跨界延伸到体育、音乐、电商、金融、网络艺人等多个领域，其中较有代表性的是为网易云音乐 A 轮融资 7.5 亿、美篇 B 轮亿元级融资、华尔街见闻 C 轮融资 1 亿，通过多元化领域的投资，芒果 TV 完成了一个内部机制合理、外部风险可控的生态布局。

五、成长空间

5.1 乘“社交电商”之风，借“粉丝经济”之力，深挖单用户价值

从单用户价值深挖角度出发，芒果超媒单用户价值尚存在一定可挖掘的空间，“社交电商”和“粉丝经济”两个方向都存在价值，且公司已经在积极布局。

社交电商方面，芒果超媒子公司“我是大美人 Live”，为淘内第一 PGC 机构，运营模式为商品供应链整合+网红店铺运营+签约红人社交关系模式，加之现在社交电商+网红带货的趋势，未来盈利能力有望进一步提升。从行业角度看，网红直播带货模式在电商领域不断兴起，且业绩亮眼。《我是大美人》是湖南卫视播出时间已达 7 年的时尚美妆类节目，收视率一直稳居同类节目前列，《我是大美人 Live》则为 2017 年湖南卫视与天猫美妆联手合作的国内首档台网联动直播栏目，自然堂、膜法世家曾在直播日单日销售达 1.3 万套以上，带动效果明显。从芒果超媒整体布局来讲，快乐购主营电商业务，具有多年电商销售经验，且 APP 内已设直播专栏，我们认为未来电商领域或可在一定程度上厚增公司利润。

8 月 24 日，芒果超媒“大芒计划”超绝红人进阶及带货说明会在海口举办，芒果 TV 正式发力网红经济，有望打造网红生态圈。从公布的合作方式计划来看，芒果超媒在发布会中表示：1）开放 70 多档芒果自制综艺，40 多部影视剧核心内容，集中优势资源孵化芒果系 KOL（芒果 TV 中心盒子工作室制作人何忱女士出席，宣布推出大芒计划定制综艺《怦然心动的生活》，有望打造成 KOL 爆款综艺）；2）采用人+内容匹配模式，为广告客户提供资源输送和网红传播；3）与短视频直播平台开启规模化 KOL 合作（会议出席包括花椒、映客、蘑菇街在内的高层）；4）开启马栏山学院，为人气红人实现造星计划，开放《女儿们的恋爱 2》、《明星大侦探 5》等优质 S 级综艺给人气榜选手。我们认为，大芒计划将从广告业务、爆款综艺、电商零售三方面厚增公司利润，最终打造出芒果 KOL 形成联动。

图 67：芒果 TV“大芒计划”现场图



资料来源：中华网、公开资料整理、招商证券

“粉丝经济”方面，芒果 TV 未来或有布局打算，凭借现有平台优势为用户提供更多服务以吸引用户，具体做法包括衍生品相关，如赠送晚会门票、养成计划、形成社区大家庭等。

5.2 积极思考用户画像延伸可能性，尤其是女性年长者

芒果 TV 年轻女性用户标签色彩鲜明，因而在用户画像上存在一定可延展性。

首先，随着互联网用户群体向中老年人群扩张，加之女性用户消费心理相似性，芒果 TV 有望实现用户向女性扩张并实现流量变现。我们认为，芒果 TV 可以向年长女性群体扩张并实现流量变现的原因主要有以下两点：1）互联网向中年及中年以上扩张带来的整体流量红利。2）女性心理具有相似性，爱看的剧集也有大规模的重合，如对古装剧、都市爱情剧的青睐。例如：由刘涛主演的都市爱情剧《我们都要好好的》是一部讲述都市女性与金融天才丈夫婚后差距拉大后找寻到全新自我、涅槃重生的故事，由北京卫视首播，芒果 TV、优酷视频同步播出，自播出以来受到广泛好评，受众群体整体年龄出现后移倾向。

其次，芒果超媒也积极探索男性市场，未来或有在电竞、警匪类型投入、布局打算。《陪你到世界之巅》为芒果 TV2019 年成功影视剧代表，题材为电竞题材，讲述的是职业电竞选手和专业解说道路上追寻着各自梦想，历经险阻克服困难和误解，携手奋斗最后收获成功的故事，自播出以来播放量走高，仅播出 40 天就以 21.2 亿的播放量位于 2019 年年度视频播放量榜单的第 8 名，吸引了大量男性观众。与此同时，芒果超媒子公司芒果互娱主营游戏业务，深耕 IP 类游戏定制与发行领域，通过线上线下创意活动项目及热门 IP 衍生品获取价值回报。

5.3 积极布局海外市场，推出国际 APP

在海外市场布局上，芒果超媒从国际 APP、海外平台、自制电视节目等多方面布局，施行“芒果出海”计划。在 2018 年中国网络视听大会上，芒果 TV 确认未来将在东南亚、北美及“一带一路”沿线国家对其内容进行重点推广，进一步突破海外华侨受众群体并加快融入海外主流市场。海外平台订阅用户方面，根据 Youtube 平台统计，截至 2019 年 7 月初芒果 Youtube 总订阅人数已超 320 万，在 3 月份 295 万订阅的基础上新添加 25 万用户，增幅 8.5%。在 APP 市场上，芒果 TV 国际 APP 于 2018 年 3 月正式启动上线，通过苹果商城（app store）和 google play 面向海外用户。根据芒果网与界面新闻统计，芒果 TV 国际 APP 一经推出，平台海外覆盖用户规模就迅速达到 1,450 万，总体覆盖 240 个国家。截至 2019 年 2 月底，芒果 TV 平台海外覆盖用户规模已达 1,620 万，与去年 3 月份再增加 170 万用户，增幅 11.7%。电视节目方面，据新浪财经报道芒果 TV 将在 2019 年 9 月 4 日播出纪实真人秀节目《功夫学徒》，并预测于 9 月 7 日登陆 Discovery 频道亚太区；节目将邀请来自俄罗斯、韩国、印度、菲律宾、越南等国的年轻人，在中国导师的帮助下，体验学习中国职业和技术发展成果。

六、盈利预测、估值与投资建议

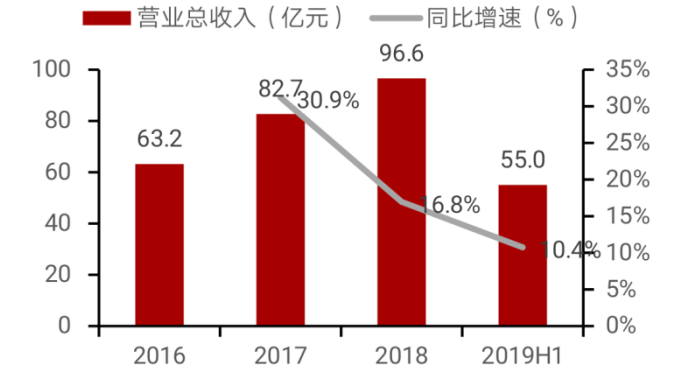
6.1 盈利历史情况及预测

1. 历史盈利情况

芒果超媒前身为快乐购股份有限公司，2018 年 7 月快乐购通过发行普通股 5.89 亿股股份方式完成重大资产重组，交易总金额 115.51 亿，购买湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司、上海芒果互娱科技有限公司、上海天娱传媒有限公司、芒果影视文化有限公司以及湖南芒果娱乐有限公司 100%股权，并更名为芒果超媒股份有限公司。芒果超媒背靠湖南广电，是湖南广电发展网络视频业务的唯一新媒体，拥有湖南卫视自制并播出的电视剧及综艺节目的独播权。**芒果超媒定位年轻女性的细分观众群体，**以“芒果独播+优质精选+精品自制”形成独特内容优势。在资产重组后，芒果超媒积极进行产业链布局。

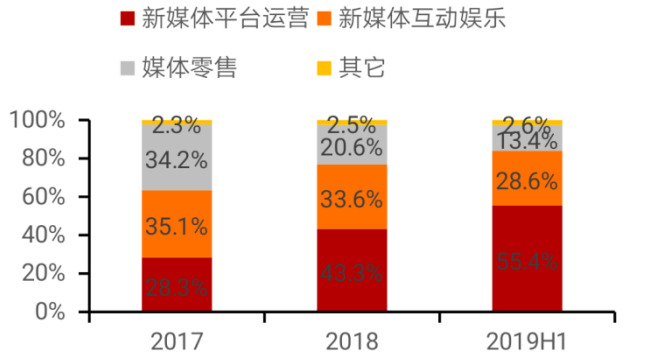
芒果超媒在完成了资产重组后，对业务分类进行重新划分，现共有四项主要业务，分别是新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作、媒体零售业务、其他业务。2018/2019H1 年芒果超媒实现收入 96.6 亿/55.0 亿元，同比增速 16.8%/10.4%。2019H1 年子公司快乐阳光业务表现格外亮眼，实现收入 39.74 亿元，同增 52.7%，其中新媒体平台运营中的广告业务、会员业务/运营商业务同增 62%/136%/41%。

图 68：芒果超媒收入及增速



资料来源：芒果超媒年报、招股说明书、招商证券

图 69：芒果超媒分业务占比

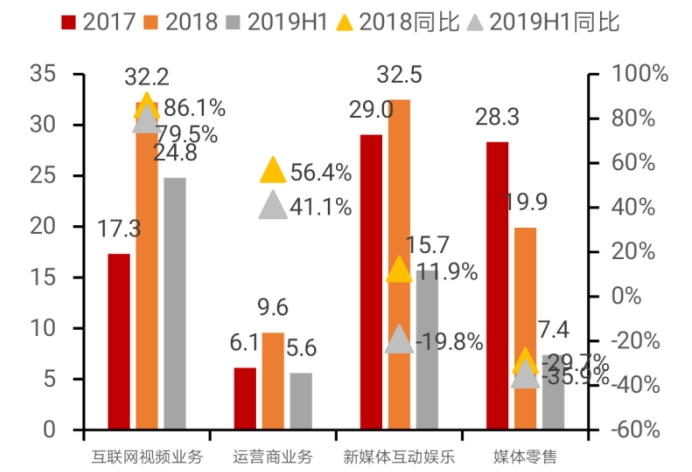


资料来源：芒果超媒年报、招股说明书、招商证券

从分业务收入增速角度看，芒果 TV 运营的互联网视频业务、运营商业务同比增速最高，2019H1 分别实现增长 79.5%/41.1%，2019H1 新媒体互动娱乐业务出现一定下降，较去年同期下降 19.8%，媒体零售板块收入在 2018 年由于受电视购物行业变化、业务结构调整等多种因素影响出现下滑后，2019H1 依然呈现下滑趋势，同降 35.9%，但主营媒体零售的快乐购在 2019H1 实现了扭亏为盈（盈利 1456.2 万），体现了芒果超媒对媒体零售业务板块实施了业务结构调整和创新转型，加快社交、IPTV、OTT、IP 电商等渠道布局，推进产业链延伸。

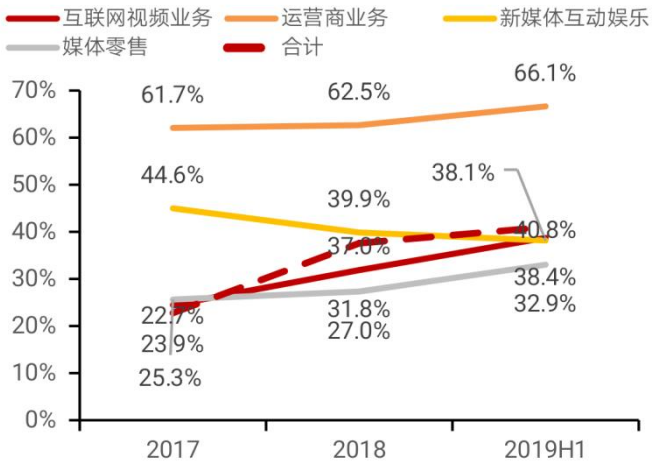
从毛利率角度看，公司整体毛利率呈现上升趋势，2019H1 公司整体毛利率为 40.8%，较 2018H1 提升了 6.6 个百分点，分业务毛利率除新媒体互动娱乐外，其他业务毛利率上升明显。

图 70：芒果超媒分业务收入及增速



资料来源：芒果超媒年报、招股说明书、招商证券

图 71：芒果超媒分业务毛利率



资料来源：芒果超媒年报、招股说明书、招商证券

2. 盈利预测

1）付费用户收入空间测算：

付费用户收入=付费用户数*月均 ARPPU*12

付费用户数估算：

在本部分测算过程中，付费用户数由两个指标驱动，MAU 和用户付费率

在公司《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》对芒果 TV 运营数据做出了详细的披露，2018 年月度数据不再做单独披露。2017 年/2018 年 MAU 和用户付费率下半年整体高于上半年，主要是由于公司 S 级综艺集中在下半年，例如 2017 年的《爸爸去哪儿 5》和《明星大侦探 3》，其中《爸爸去哪儿 5》在 2017 年年度网络综艺中播放量排名第一，《明星大侦探 3》排名第六，拉动了大量用户付费，2017、2018 年具体数据如下：

表 26、芒果 TV 2017/2018 年 MAU/付费用户数/用户付费率/ARPPU

	2017				2018			
	MAU（万）	付费用户数（万）	用户付费率	月均 ARPPU	MAU（万）	付费用户数（万）	用户付费率	月均 ARPPU
1 月	5,509.50	221.88	4.0%	12	5,957.56			
2 月	4,740.11	204.13	4.3%	11	6,373.20			
3 月	4,306.29	197.41	4.6%	12	5,555.90			
4 月	4,707.04	244.73	5.2%	12	5,650.42			
5 月	4,269.00	283.3	6.6%	11	5,665.14			
6 月	8,007.91	260.95	3.3%	12	5,796.40	601	10.4%	10.8
7 月	7,658.61	244.78	3.2%	12	6,349.17	-	-	-
8 月	7,604.18	254.18	3.3%	12	6,395.22	-	-	-
9 月	7,921.35	305.97	3.9%	11	5,598.21	819	14.6%	
10 月	7,346.34	385.6	5.2%	13	6,029.39	-	-	-
11 月	6,989.62	434.95	6.2%	11	5,506.67	-	-	-

12 月	6,320.46	451.43	7.1%	12	8,004.42	1075	13.4%	
平均	6,281.7	290.8	4.6%	11.2	6,073.5	763.2	12.6%	9.1

资料来源：公司公告、wind、公开数据整理、招商证券
注：2018 年付费用户的平均数采取 2017.12 的用户数和 2018.12 月用户数的平均数近似估算
月均 ARPPU 的平均值为对应年份的会员收入除以（月均付费用户数*12）近似估算

在估算付费用户数过程中，我们基于的核心假设如下：芒果超媒 2018 年设立以"精品自制+芒果独播+优质精选"的目标，且未来有继续减少版权分销的计划，MAU 和用户付费率都会进一步提高。我们假设芒果 TV2019/2020/2021 年每年 MAU 的增长分别为 15%/10%/5%，每年付费率的增长的百分比为 5%/2.0%/1.5%。

表 27、芒果 TV 2019E-2021E 付费用户数预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
MAU	6281.7	6073.5	6984.5	7683.0	8067.1
YOY		-3.3%	15.0%	10.0%	5.0%
付费率	4.60%	12.6%	17.6%	19.6%	21.1%
增加百分比		8.0%	5.0%	2.0%	1.5%
月度付费用户数	290.8	763.2	1229.3	1505.9	1702.2
YOY		162.4%	61.1%	22.5%	13.0%

资料来源：公司公告、wind、公开数据整理、招商证券

ARPPU 测算：

1）2018 年 ARPPU 的数值较 2017 年同比下降，主要是由于公司采用了低价的策略吸引用户以及付费的模式还在探索阶段。

2）基于公司坚定加大内容投入及平台独播战略计划，我们认为未来公司未来有提价计划，提价幅度上我们设定在 10%~15%左右，假设芒果 TV2019/2020/2021 年的每年 ARPPU 的增长为 14%/10%/10%。

表 28、芒果 TV 2019E-2021E 月度 ARPPU 预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
月度 ARPPU	11.2	9.1	10.4	11.4	12.6
同比增速（%）		-19%	14%	10%	10%

资料来源：公司公告、wind、公开数据整理、招商证券

基于以上假设，我们预期 2019-2021 年会员收入为 15.3 亿/20.6 亿/25.6 亿，同增 83.6%/34.8%/24.3%。

表 29、芒果 TV 2019E-2021E 新媒体平台会员收入预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
月度付费用户数(万)	290.8	763.2	1229.3	1505.9	1702.2
YOY(%)		162.4%	61.1%	22.5%	13.0%
月均 ARPPU	11.2	9.1	10.4	11.4	12.6
YOY(%)		-19%	14%	10%	10%
会员收入（亿）	3.9	8.3	15.3	20.6	25.6
YOY(%)		114%	83.6%	34.8%	24.3%

资料来源：公司公告、wind、公开数据整理、招商证券

2）广告收入测算：

广告业务包括软广与硬广。芒果 TV 的软广是基于视频内容的视频广告，通过冠名、联合赞助、创意中插等方式出现在节目中，而硬广则是基于视频展现形式的广告，包括信息流视频广告、角标广告、贴片广告等形式。软广的广告主要是与湖南卫视进行合作招商，再按照比例进行分成的，硬广则是芒果 TV 独立招商，一般软广的价格较硬广要高。

2017/2018 芒果 TV 分别实现广告收入 13.32/24.11 亿，同增 65%/81%，因为芒果 TV 主打综艺节目，且芒果 TV 在 2019 年上半年流量大幅上升 178%，广告植入品牌同比上升 36%，我们预计 2019 年整体广告收入的增速能够在约 42.6%，而随着付费用户比例上升，2020/2021 年的增速将逐步放缓到 22.1%/20.9%。

表 30、芒果 TV 广告业务收入预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
软广收入（亿）			24.06	30.64	38.05
YOY				27%	24%
占比			70%	73%	75%
硬广收入（亿）			10.31	11.33	12.68
YOY				10%	12%
占比			30%	27%	25%
广告收入（亿）	13.32	24.11	34.38	41.98	50.73
YOY	65%	81%	43%	22%	21%

资料来源：Wind、招商证券

3）运营商服务测算：

运营商业务收入空间测算分为两部分，分别为 IPTV/OTT 业务收入和电信移动增值业务收入。运营商业务收入又分为基础包和增值包两部分。IPTV/OTT 业务收入=订阅用户数*（基础包/增值包）会员月度付费*12。

在估算人均付费金额时，我们以芒果超媒《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》为基础，加以假设，2017 年数据如下：

表 31、芒果超媒 2017 年运营商业务数据

	基础服务付费方式			增值服务付费方式		
月份	结算用户数量（万个）	人均付费金额（元）	收入确认金额（万元）	结算用户数量（万个）	人均付费金额（元）	收入确认金额（万元）
2017 年 1 月	642	1.77	1,136.40	256	4.27	1,095.69
2017 年 2 月	716	1.91	1,366.38	257	4.33	1,112.42
2017 年 3 月	735	2.1	1,546.34	265	4.66	1,237.23
2017 年 4 月	781	1.89	1,476.63	285	4.71	1,343.50
2017 年 5 月	829	2.04	1,693.04	315	5.03	1,583.60
2017 年 6 月	829	2.15	1,781.13	315	5.36	1,689.78
2017 年 7 月	932	2.23	2,081.15	343	5.39	1,846.44
2017 年 8 月	1005	2.57	2,585.32	368	5.24	1,928.28
2017 年 9 月	1035	2.48	2,561.85	340	5.52	1,873.95
2017 年 10 月	1069	2.27	2,423.12	356	5.73	2,041.49
2017 年 11 月	1101	2.37	2,613.97	382	5.74	2,190.67
2017 年 12 月	1133	1.89	2,142.49	393	6.71	2,639.73

平均	901	2.1	323	5.2

资料来源：公司公告、wind、公开数据整理、招商证券

1）结算用户数假设：

基础包：根据芒果超媒 2018 年年报，公司截至 2018 年年末运营商业务用户达到 1.3 亿，基于 IPTV/OTT 经历了前几年的大规模普及，现速度或存在一定放缓，我们假设芒果 TV2019/2020/2021 年基础包的月度平均结算用户同比增长为 20%/18%/15%。

增值包：基于 TV 平台优质内容，我们假设芒果 TV2019/2020/2021 年增值服务付费用户 2019/2020/2021 每年同增 22%/19%/16%。

2）人均付费金额假设：

基础包：我们假设芒果 TV2019/2020/2021 年基础包的每月人均付费的增长为 8%/6%/6%。

增值包：我们假设芒果 TV2019/2020/2021 年增值包的每月人均付费的增长为 8%/6%/6%。

假设整体的电信移动增值业务 2019/2020/2021 年分别同比增长 37%、24%和 4%。

基于以上假设，我们预期 2019-2021 年运营商收入为 12.72 亿/15.9 亿/18.28 亿，同增 33%/25%/15%。

表 32、芒果超媒 2019E-2021E 运营商业务测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
基础包结算用户数量（万）	901	1081	1297	1531	1761
YOY		20%	20%	18%	15%
基础包人均付费金额（元/月）	2.1	2.3	2.5	2.6	2.8
YOY		10%	8%	6%	6%
基础包收入（亿）	2.3	3.0	3.9	4.9	5.9
YOY		42%	30%	25%	22%
增值包结算用户数量（万）	323	397	485	577	669
YOY		23%	22%	19%	16%
增值包人均付费金额（元/月）	5.2	5.7	6.2	6.5	6.9
YOY		10%	8%	6%	6%
增值包收入（亿）	2.0	2.7	3.6	4.5	5.6
YOY		50%	32%	26%	23%
电信移动增值业务收入	1.8	3.8	5.2	6.5	6.8
YOY		110%	37%	24%	4%
运营商业务收入合计（亿）	6.11	9.56	12.72	15.90	18.28
YOY	99%	56%	33%	25%	15%

资料来源：Wind、招商证券

总体来看，我们预计互联网视频业务 2019-21 年营业收入分别同比增长 54%、26%和 22%，此外，运营商业务和新媒体互动娱乐内容制作业务均预计保持较快增长。分业务毛利率来看，估计互联网视频业务相比于 2018 年毛利率将逐步小幅提升，运营商业务毛利率基本维持稳定，新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率回归行业平均水平，估计 2019-21 年分别为 30%、30%和 27%。

最终，我们预计芒果超媒 2019-21 年营业收入分别为 114.0 亿、136.8 亿和 156.1 亿元，

同比增长 18%/20%/14%；归母净利润分别为 11.8 亿、15.4 亿和 18.5 亿元，同比增长 36%31%/20%。

表 33、芒果超媒营业收入预测

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入						
	营业收入合计	8,271	9,661	11,399	13,683	15,607
	同比增速		16.8%	18.0%	20.0%	14.1%
	新媒体平台运营	2,344	4,180	6,236	7,845	9,459
	其中：互联网视频业务	1,733	3,224	4,964	6,255	7,631
	运营商业务	611	956	1,272	1,590	1,828
	新媒体互动娱乐内容制作	2,904	3,249	3,687	4,609	5,116
	媒体零售	2,832	1,990	1,234	987	790
	其他业务	191	242	242	242	242
增长率			2018	2019E	2020E	2021E
	收入增长率		16.8%	18.0%	20.0%	14.1%
	新媒体平台运营		78.3%	49.2%	25.8%	20.6%
	其中：互联网视频业务		86.1%	54%	26%	22%
	运营商业务		56.4%	33%	25%	15%
	新媒体互动娱乐内容制作		11.9%	14%	25%	11%
	媒体零售		-29.7%	-38%	-20%	-20%
	其他业务		26.7%	0%	0%	0%

资料来源：wind、招商证券

6.2 估值与投资建议

芒果超媒由于不同业务具有相对不同的属性，我们这里采用分部估值的方式进行估值：

1）公司以快乐阳光为主体经营的互联网视频平台化业务是公司的核心主业，该部分业务由于可比公司主要在海外，且都微利或者亏损，故采用 PS 市销率估值进行对标；

2）运营商业务可对标相关 A 股的同业标的新媒股份，这部分盈利清晰且逐年增长，我们对这部分采取 PE 市盈率进行估值对标；

3）媒体互动娱乐内容制作业务我们参照 A 股可比的娱乐相关龙头公司，如影视、游戏领域的龙头公司进行对标，采用 PE 市盈率进行估值对标；

4）媒体零售业务假设公司能盈亏平衡或微利，暂不予以单独的估值，其他业务也暂不给与单独的估值。

具体来看：

1）互联网视频业务方面，海外的上市视频平台主要是 Netflix、爱奇艺和哔哩哔哩，这三家公司目前的 2019 年的 PS 估值在 2.84x~5.99x，平均值为 4.6x。我们预期芒果超媒 2019 年此业务的收入为 49.6 亿元，考虑到芒果超媒目前处于的成长阶段相较于其他几家对标视频网站来说还相对早期，发展的空间我们较大，且公司的广告业务逆势高增长，表现出较强的潜力，我们给予整体 6x PS 的估值，对应该部分业务的市值为 297.6

亿元。

2）运营商业务方面，新媒股份目前 Wind 一致预期下，对应 2019 年的 PE 市盈率估值为 39 倍，该部分业务我们预期 2019 年实现营业收入 12.72 亿元，该业务公司 2018 年的毛利率为 62%（新媒股份 2018 年毛利率为 56.6%，净利率为 31.8%），估计净利率水平为约 37%，则这部分归母净利润约 4.7 亿元，给予 39 倍市盈率估值，对应市值为 183.3 亿元。

3）媒体互动娱乐内容制作业务方面，公司持续拥有较强的内容制作及输出能力，涵盖自制团队的原创内容，以及湖南卫视的独家版权分销，此外还有围绕芒果生态建立的艺人经纪业务、游戏业务等，2019 年预计该业务实现收入 36.9 亿元。且公司享有税收优惠，我们估计该业务的净利率水平约为 14%，则归母净利润约为 5.2 亿元。该部分对标的公司我们包括：华策影视、慈文传媒、光线传媒、中国电影、万达电影、完美世界和三七互娱，这些对标公司 2019 年的 PE 市盈率估值平均值为 20.4x，对芒果超媒也采取相同的估值，则该业务对应的市值为 106.1 亿元。

则芒果超媒分部估值合计共 587 亿元，当前市值为 480 亿元，仍有 22.3%的空间，维持“强烈推荐-A”的评级。

表 34、芒果超媒可比公司估值

		2018A	2019E	2020E	2021E
PS 估值	Netflix	10.33	5.99	4.91	4.12
	爱奇艺	5.15	2.84	2.35	1.99
	哔哩哔哩	13.48	5.05	3.45	2.61
	平均值	9.7	4.6	3.6	2.9
PE 估值	华策影视	75.22	26.81	19.75	15.57
	慈文传媒	-3.91	18.22	13.23	
	光线传媒	16.23	24.29	23.65	20.35
	中国电影	17.89	18.31	16.72	15.04
	万达电影	29.7	19.86	16.82	14.51
	完美世界	21.46	16.53	14.34	12.59
	三七互娱	19.89	18.89	15.96	14.03
	平均值	25.2	20.4	17.2	15.3

资料来源：Bloomberg、Wind 一致预期，招商证券（截至 2019.10.20）

七、风险提示

1）行业政策变化的风险

文化传媒行业目前，许可制度和内容管理制度为监管的主要体现形式，公司必须严格按照国家行业监管的相关法律、法规和政策开展业务。行业监管政策存在变化的可能，使公司面临行业政策变化的不确定性。

2）业务资质风险

公司主营业务涉及的行业受到国家有关法律、法规及政策的严格监督、管理，相关业务经营需持有并维持特定经营资质。若公司无法在相关业务资质到期后及时续期、取得新的业务资质，或无法在监管部门出台新的政策、变更业务资质或许可要求时根据新政策的要求取得相应业务资质，这将会对公司的业务发展和盈利能力造成不利的影响。

3）影视业务联合摄制的控制风险

影视剧制作行业单笔投资额较大、回报期长、风险较高，在此背景下，联合摄制成为了影视剧制作行业的一种常见模式。联合摄制不仅具备集合社会资金、整合优质资源的优势，还能够有效分散影视剧投资风险。公司存在开展影视剧联合摄制的业务，尽管联合摄制各方有着共同的利益基础，但摄制的主导权仍掌握在执行制片方手中，其工作质量直接关系着作品质量的优劣，进而影响自身收益。

4）影视业务投资回报不确定性较高的风险

影视剧作品的主观偏好、生活经验及舆论环境等多重因素决定了观众对影视剧的接受程度，影视剧播出后的收视效果具有较大的不确定性。影视剧投资具有单笔投资规模较大、投资回收期较长、收入与票房或收视率直接挂钩、市场反应难以预期等天然属性，投资回报具有相对较高的不确定性。

5）影视剧作品未能通过审查的风险

国家对电视剧实行发行许可制度。电视剧摄制完成后，必须经广电总局或省级分局审查通过并取得《电视剧发行许可证》之后方可发行。公司在影视剧制作过程中，可能出现无法通过备案、无法取得制作许可证、制作完成后由于题材等问题无法取得发行许可证、取得发行许可证后无法播出等情况。若出现以上情况，公司的经营业绩将会受到影响。

6）视频平台用户数增长及广告增长不及预期的风险

公司主营的核心业务为芒果 TV 视频平台，目前正处于快速增长的通道之中，随着不断的发展，付费会员有可能逐步趋于饱和，使得增长不及预期，相关的广告业务增长也可能逐步放缓。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1995	8665	10422	12353	14146
现金	1105	2526	3049	3525	4116
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	93	110	132	151
应收款项	216	1341	1582	1899	2166
其它应收款	12	76	94	113	129
存货	74	2215	2449	2929	3321
其他	589	2414	3137	3754	4262
非流动资产	279	3446	4959	4968	4944
长期股权投资	17	216	216	216	216
固定资产	116	207	160	126	102
无形资产	47	2856	4382	4424	4424
其他	100	167	202	202	202
资产总计	**2274**	**12111**	**15381**	**17320**	**19090**
流动负债	551	6179	6187	6801	7023
短期借款	36	196	40	40	40
应付账款	247	3363	3266	3462	3623
预收账款	109	1549	1915	2290	2315
其他	159	1071	966	1010	1045
长期负债	4	258	258	258	258
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	258	258	258	258
负债合计	**555**	**6437**	**6445**	**7059**	**7281**
股本	401	990	1780	1780	1780
资本公积金	678	3641	4851	4851	4851
留存收益	600	1008	2186	3400	4815
少数股东权益	40	35	119	230	362
归属于母公司所有者权益	1679	5639	8817	10031	11447
负债及权益合计	**2274**	**12111**	**15381**	**17320**	**19090**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(60)	(377)	169	764	927
净利润	73	866	1178	1544	1848
折旧摊销	31	2260	61	47	37
财务费用	(16)	14	(26)	(28)	(28)
投资收益	(2)	(31)	(58)	(68)	(82)
营运资金变动	(104)	(3618)	(991)	(841)	(980)
其它	(41)	132	5	111	132
投资活动现金流	241	1074	(1516)	13	69
资本支出	(29)	(32)	(1539)	(55)	(13)
其他投资	269	1106	23	68	82
筹资活动现金流	22	(121)	1870	(302)	(404)
借款变动	7	(1283)	(156)	0	0
普通股增加	0	0	790	0	0
资本公积增加	4	1058	1210	0	0
股利分配	(18)	0	0	(330)	(432)
其他	29	104	26	28	28
现金净增加额	203	576	523	476	591

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2984	9661	11399	13683	15607
营业成本	2306	6083	7422	8876	10065
营业税金及附加	14	98	116	139	158
营业费用	526	1801	1915	2217	2513
管理费用	114	462	490	561	624
研发费用		221	244	290	328
财务费用	(31)	(24)	(26)	(28)	(28)
资产减值损失	1	104	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	31	58	68	82
营业利润	62	977	1286	1687	2019
营业外收入	4	15	22	22	22
营业外支出	0	45	20	20	20
利润总额	66	947	1288	1689	2021
所得税	3	19	26	34	41
净利润	64	928	1262	1655	1980
少数股东损益	(9)	62	84	111	132
归属于母公司净利润	73	866	1178	1544	1848

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-7%	224%	18%	20%	14%
营业利润	29%	1473%	32%	31%	20%
净利润	9%	1093%	36%	31%	20%
获利能力					
毛利率	22.7%	37.0%	34.9%	35.1%	35.5%
净利率	2.4%	9.0%	10.3%	11.3%	11.8%
ROE	4.3%	15.3%	13.4%	15.4%	16.1%
ROIC	1.7%	15.9%	13.7%	15.8%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	53.1%	41.9%	40.8%	38.1%
净负债比率	1.6%	1.6%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	3.6	1.4	1.7	1.8	2.0
速动比率	3.5	1.0	1.3	1.4	1.5
营运能力					
资产周转率	1.3	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率					
应收帐款周转率	16.2	7.6	7.8	7.9	7.7
应付帐款周转率	8.3	2.1	2.2	2.6	2.8
每股资料（元）					
EPS	0.18	0.87	0.66	0.87	1.04
每股经营现金	-0.15	-0.38	0.09	0.43	0.52
每股净资产	4.19	5.70	4.95	5.63	6.43
每股股利	0.05	0.00	0.19	0.24	0.29
估值比率					
PE	149.1	30.8	40.8	31.1	26.0
PB	6.4	4.7	5.4	4.8	4.2
EV/EBITDA	391.7	18.6	14.3	11.0	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱珺：招商证券传媒互联网联席首席分析师，清华大学会计硕士。2014 年入行任职于中金公司，2016 年加入招商证券。2018 年《水晶球》传播与文化行业最佳分析师第三名团队核心成员，2017 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第五名团队核心成员，2016 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第四名团队核心成员、《金牛奖》第二名团队核心成员。

顾佳：招商证券传媒互联网行业首席分析师，传播学硕士；2018 年《水晶球》传播与文化行业最佳分析师第三名，2017 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第五名，2016 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第四名、《金牛奖》传播与文化行业最佳分析师第二名，2015 年《新财富》、《金牛奖》、《水晶球》均在前三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。