传媒

公司报告

公司深度报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 05 月 09 日

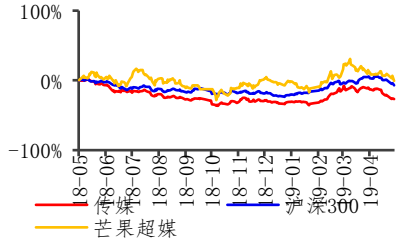
市场数据

目前股价	38.55
总市值（亿元）	381.65
流通市值（亿元）	79.29
总股本（万股）	99,002
流通股本（万股）	20,568
12 个月最高/最低	50.85/0.00

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002
电话：021-31829781
邮箱：yangxiaofeng@cgws.com
分析师：何思霖 S1070518070001
电话：0755-83515591
邮箱：hesilin @cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<芒果超媒：怎么看估值空间？不只是芒果 TV，还有湖南卫视网端变现>>
2019-03-04

芒果超媒：国有媒体内容能否在 OTT/IPTV 突围

——芒果超媒（300413）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	9660.66	11451.30	13592.70
(+/-%)	223.77%	18.54%	18.70%
净利润	837.18	1380.39	1652.02
(+/-%)	1054.09%	64.89%	19.68%
摊薄 EPS	0.85	1.39	1.67
PE	48.84	29.98	25.05

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 一、18 年报&19Q1 财报简评：

芒果超媒 19Q1 净利润 4.18 亿，同比增长 24.0%，位于业绩预告上限（公司原预计为 3.50~4.20 亿）。我们认为 19Q1 业绩的绝对值符合我们的预期，增速受到 18Q1 高基数的影响。18Q1 集中分销头部综艺《歌手 2018》，中部综艺《我是大侦探》、《声临其境》，导致 18Q1 业绩为 18 年业绩最高单季（18Q1 为 3.3 亿，18 年全年 8.9 亿，占比 37%）。

站在 19Q1 比 18Q1 分销利润少的背景下，芒果超媒仍然实现净利润 4.18 亿，进一步证明公司“自制综艺软广招商+台综的网络招商+会员收入”的增长较为强劲。

站在 19 年全年角度，我们预计芒果超媒版权分销收入 19 年仍将有增长。《声入人心 2》的版权分销价值或接近《歌手 2018》，《声入人心》节目模式已正式授权给美国制作公司 Vainglorious。

芒果超媒 18 年净利润 8.65 亿，相对低于预期，这并不是由于快乐阳光本身业务放缓，而是由于计提资产减值损失（应收账款计提 0.55 亿，预付账款计提 0.45 亿）和快乐购原有业务的下降（17 年扣非为 0.46 亿，18 年为-0.70 亿）。

■ 二、OTT/IPTV：智能家居背景下，电视大屏的主流模式

有线电视用户持续下滑，OTT/IPTV 稳中上升，2018 年 OTT TV+IPTV 用户已超过传统有线电视用户，收视份额有望超过有线电视。2018 年 OTT 用户数达 1.64 亿，同比增长 48.2%；IPTV 用户规模达 1.55 亿，同比增长 27%；2018 年有线电视实际用户数为 2.18 亿，与 2017 年基本持平。截止 2018Q4，有线电视收视份额下跌至 49.89%，OTT TV 收视份额上升为 36.69%，位居第二，IPTV 收视份额上升为 34.68%，位居第三。

从竞争格局来看，OTT 端爱优腾领先，IPTV 端芒果 TV 抢占优势。2017 年芒果 TV 日活跃终端规模占 OTT 端整体日均活跃端数的 5.25%，相对另外三大视频网站来说，芒果 TV 的活跃用户还有很大的挖掘空间。截止 2018 年 5 月份，各省 IPTV 所推出的专区内容包括影视专区、健康专区、音乐专区等，其中芒果 TV 在专区合作中时间最早，覆盖省份最广。

■ 三、OTT 端：芒果 TV 以华为视频为切入点，布局 AIoT 离不开国有媒体内容

华为 AIoT 致力于万物互联，华为电视是布局重点。华为移动通信技术以及华为 HiLink 协议在商业场景中的大规模利用为布局 AIOT 提供了可靠的基础条件，其中华为电视很有可能成为下一代智能家居的系统管理入口。华为电视作为实现整个家庭的物联中枢控制，对华为电视的内容监管也会更加严格，与具有国有媒体内容的芒果 TV 进行合作是最优选择。

据界面新闻报道，华为计划推出华为电视尺寸有两种，分别为 55 英寸和 65 英寸。华为电视背后内容受益方或是芒果 TV，有望带动芒果 TV 在 OTT 端市场份额以及会员收入。华为视频的全端全入口都向芒果 TV 开放，内容共享有望提高芒果 TV 在 OTT 端市场份额，华为电视进一步开拓芒果 TV 家庭用户。另外，芒果 TV 与华为视频针对会员产品和会员权益已展开会员及联合营销，共享会员权益有望带动芒果 TV OTT 端会员增长。

■ 四：IPTV 端：芒果 TV 深入省内布局，积极拓宽省外市场

芒果 TV 的 IPTV 业务竞争优势在于稀缺牌照以及内容优势。在电视大屏端，湖南广播电视台是七大互联网电视牌照商之一以及通过总局验收的四大 IPTV 二级播控平台之一，而芒果 TV 是这两张牌照的实际运营机构。芒果 TV 以“湖南卫视+芒果 TV”作为内容体系，为湖南 IPTV 的精细化运营提供支撑。湖南本地用户偏爱湖南卫视与芒果 TV 内容，丰富的版权内容是吸引、保持用户粘性和忠诚度的核心资源。

芒果超媒省内 IPTV 业务收入主要来自于基础包业务的增长，在人均付费金额相对稳定的情况下，省内基础包收入增长主要是因为结算用户数量的增加。根据公司重组书预测，2021 年省内基础包预计可达到用户为 587.2 万人，可实现收入 3.6 亿元，相比 2018 年省内 IPTV 基础包可达到用户为 497.22 万人，可实现收入 3 亿元，2021 年用户与收入分别为 18 年数据的 1.18 倍、1.2 倍，增幅基本保持一致。

湖南省外快乐阳光主要就增值包业务进行收费，IPTV 省外市场空间主要来自对芒果 TV 内容的付费点播。我们从芒果 TV 专区潜在的可覆盖人群数量的角度进行分析，未来省外这部分市场空间为当前的三倍以上。

■ 投资建议：

芒果超媒：芒果 TV 与华为电视合作未来有望带动芒果 TV OTT 端业务收入，另外芒果 TV 的 IPTV 业务增长省内将受益于用户数的上升，省外受益于付费点播业务的增长。**随着 19 年芒果超媒对湖南卫视台综进行网络招商，其业绩将得到进一步增长。**在台综网端招商售卖率 80%，折扣率 70%假设下，若湖南卫视网端变现变现达到 25 倍估值，芒果超媒总估值约为

325+245+60=630 亿元。换一种视角，芒果 TV 按 PS 5.5 倍估值，为 245 亿估值，对应当前芒果超媒的市值 378 亿，“湖南卫视网端变现+其他业务”为 133 亿，其对应相关利润约为 19 亿，其对应 PE 仅为 7X，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：

OTT TV 与 IPTV 业务受政策影响的风险，芒果 TV 与华为合作不及预期的风险，IPTV 业务拓展不及预期的风险。

目录

1. 18 年报&19Q1 财报简评：.....6
2. OTT/IPTV：智能家居背景下，电视大屏的主流模式.....6
2.1 有线电视用户持续下滑，OTT/IPTV 稳中上升.....6
2.1.1 三网融合下大屏电视两大模式：OTT/IPTV.....6
2.1.2 OTT TV+IPTV 用户已超过传统有线电视用户.....8
2.2 竞争格局：OTT 端爱优腾领先，IPTV 端芒果 TV 抢占优势.....10
2.2.1 OTT 端：日活及覆盖率爱优腾领先，芒果 TV 尚未凸显优势.....10
2.2.2 IPTV 端：芒果 TV 跨省专区最早上线，合作数量最多.....11
3. OTT 端：芒果 TV 以华为视频为切入点，布局 AIoT 离不开国有媒体内容.....12
3.1 华为 AIoT 致力于万物互联，华为电视是布局重点.....12
3.1.1 华为底层通信技术助力 AIoT 布局早日落地.....12
3.1.2 华为电视连接家庭 OTT，离不开国有主流内容的支撑.....14
3.2 华为电视背后内容受益方或是芒果 TV.....15
3.2.1 内容共享有望提高芒果 TV 在 OTT 端市场份额.....15
3.2.2 共享会员权益有望带动芒果 TV OTT 端会员增长.....17
4. IPTV 端：芒果 TV 深入省内布局，积极拓宽省外市场.....17
4.1 芒果 TV IPTV 业务竞争优势：稀缺牌照+内容优势.....17
4.1.1 芒果 TV 同时拥有集成播控与内容服务牌照.....18
4.1.2 湖南 IPTV 内容优势明显，用户偏爱省内直播频道.....18
4.2 芒果超媒 IPTV 战略布局：保持省内增速+布局省外服务.....18
4.2.1 省内：芒果超媒 IPTV 业务的快速发展受结算用户数量增加影响.....18
4.2.2 省外：芒果超媒 IPTV 业务未来市场空间超三倍以上.....20
5. 投资建议.....24
6. 风险提示.....25
6.1 附：盈利预测表.....25

图表目录

图 1：用户接收有线电视信号的全过程产业链 7
图 2：从内容制作到触达用户的 OTT 产业链 7
图 3：从内容提供到触达用户的 IPTV 产业链 8
图 4：电视观众、网络用户以及互联网普及率趋势 8
图 5：2017Q4~2018Q4 家庭电视收视份额（总用户以 4.476 亿计算） 9
图 6：15~18 年 IPTV、OTT、有线电视用户数（单位：亿） 9
图 7：16~18 年 IPTV、OTT、有线电视用户增速 9
图 8：2017~2018 年有线电视、OTT、IPTV 业务收入（单位：亿元） 10
图 9：北京 IPTV 的 launcher 界面 12
图 10：北京 IPTV 的直播频道选择界面 12
图 11：华为 AIOT 致力实现智能设备的互通互联 12
图 12：华为在物联网平台厂商的市场表现和市场势头中全面领先 13
图 13：华为 IoT 布局现有的部分入口、连接和生态产品 14
图 14：华为 1+8+n 战略 14
图 15：华为视频的芒果 TV 相关界面 16
图 16：华为“耀星计划”为芒果 TV 打通线上线下推广渠道 16
图 17：华为视频联合会员界面 17
图 18：2019 年一月份湖南 IPTV 直播频道收视排行 18
图 19：2019 年二月份湖南 IPTV 直播频道收视排行 18
图 20：18~21 年湖南省内运营商业务可实现收入预测 19
图 21：湖南 IPTV 基础包与增值包业务人均付费金额 20
图 22：18~21 年湖南省内运营商业务可达到用户预测数 20
图 23：省内 IPTV 基础包收入因用户多而持续增长 20
图 24：2018~2021 年湖南省外增值包与基础包预测收入比较（单位：万元） 22
图 25：2018~2021 年湖南省外增值包预计可实现收入（单位：万元） 24

表 1：IPTV、OTT TV 的多方面对比 6
表 2：2018 年电视信号多种接收方式组合分布情况 8
表 3：各大视频平台日活跃终端规模（单位：万台） 10
表 4：2018 上半年 OTT 端爱奇艺、腾讯、优酷覆盖率 11
表 5：OTT 端目前点播应用覆盖率 11
表 6：各省 IPTV 平台上线专区内容 11
表 7：2018 年第一季度全球消费物联网硬件厂商市场份额 13
表 8：华为“耀星计划”为芒果 TV 提供推广资源、联合营销以及云资源 16
表 9：快乐阳光运营商业务在湖南省内的盈利来源 19
表 10：各省 IPTV 用户及发展趋势（单位：万人） 20
表 11：部分已上线芒果 TV 专区的省份 IPTV 用户数（单位：万） 22
表 12：省外芒果 TV 专区可拓展空间的敏感性分析 22
表 13：18~21 年快乐阳光省外增值包预计可达到用户（单位：万人）及预计可实现收入（单位：万元） 23

1. 18 年报&19Q1 财报简评：

芒果超媒 19Q1 净利润 4.18 亿，同比增长 24.0%，位于业绩预告上限（公司原预计为 3.50~4.20 亿）。我们认为 19Q1 业绩的绝对值符合我们的预期，增速受到 18Q1 高基数的影响。18Q1 集中分销头部综艺《歌手 2018》，中部综艺《我是大侦探》、《声临其境》，导致 18Q1 业绩为 18 年业绩最高单季（18Q1 为 3.3 亿，18 年全年 8.9 亿，占比 37%）。

站在 19Q1 比 18Q1 分销利润少的背景下，芒果超媒仍然实现净利润 4.18 亿，进一步证明公司“自制综艺软广招商+台综的网络招商+会员收入”的增长较为强劲。

站在 19 年全年角度，我们预计芒果超媒版权分销收入 19 年仍将有增长。《声入人心 2》的版权分销价值或接近《歌手 2018》，《声入人心》节目模式已正式授权给美国制作公司 Vainglorious。

芒果超媒 18 年净利润 8.65 亿，相对低于预期，这并不是由于快乐阳光本身业务放缓，而是由于计提资产减值损失（应收账款计提 0.55 亿，预付账款计提 0.45 亿）和快乐购原有业务的下降（17 年扣非为 0.46 亿，18 年为-0.70 亿）。

2. OTT/IPTV：智能家居背景下，电视大屏的主流模式

2.1 有线电视用户持续下滑，OTT/IPTV 稳中上升

2.1.1 三网融合下大屏电视两大模式：OTT/IPTV

三网融合背景下与互联网有关的电视模式是 OTT TV 与 IPTV，相比传统有线电视单向的电视传输，互联网电视提供回放、点播等多种功能。三网融合指的是通信专网、广播电视网、互联网之间的融合，直观表现为电视不仅具备传统有线电视功能，还可以实现互联网下载功能。相比 OTT TV 与 IPTV 所带来的优势，传统有线电视单一的直播功能很难满足用户的需求。

表 1：IPTV、OTT TV 的多方面对比

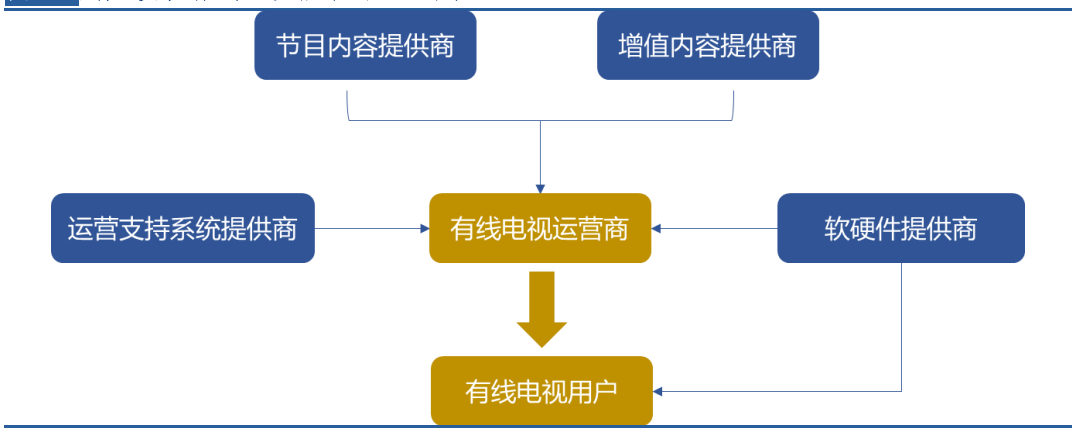
项目	IPTV	OTT TV
传输网络	IP 城域网	广域互联网
接收终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/TV 一体机
内容提供	IPTV 集成控播平台内容	互联网电视内容服务平台内容
主要业务形态	视频直播、回看、点播、增值服务	视频点播、增值服务、应用服务业务
流畅清晰度	无滞后，清晰度高，4K 内容逐渐增多	取决于网络带宽
业务开展范围	省级播控分平台仅限于本省区域内，全国内容服务牌照可向全国范围内的省级播控分平台提供内容	全国
内容监管程度	可控可管	可控可管
经营资质	信息网络传播视听节目许可证（IPTV 全国内容服务牌照和集成播控牌照）	信息网络传播视听节目许可证（互联网电视集成服务牌照和内容服务牌照）
牌照情况	全国 IPTV 集成播控服务总平台 1 个，31 个省级播	集成服务牌照 7 个，内容服务牌照 16 个

项目	IPTV	OTT TV
	控分平台。目前已有 4 家广电机构获得 IPTV 分平台业务许可。	

资料来源：新媒股份招股书，长城证券研究所

有线电视：具备稳定的视频直播频道资源，不具备直播回看功能。有线电视产业链中，中央和各省广电系统作为内容提供商提供直播频道资源；产业链核心环节是由广电作为有线电视运营商，负责节目内容分发及传输节目与内容信号。

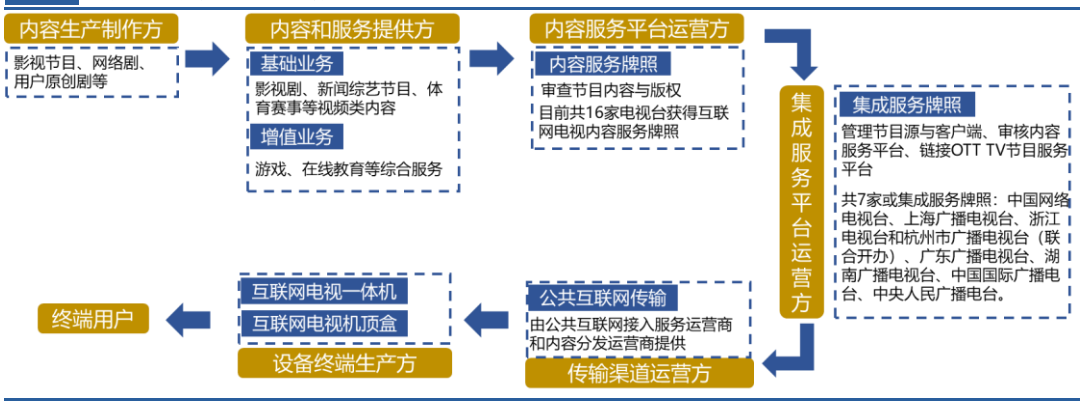
图 1：用户接收有线电视信号的全过程产业链



资料来源：云光新资本，长城证券研究所

OTT TV：借助公共网络的点播服务实现与互联网视频资源的同步，视频质量受带宽影响。广电总局采取了牌照制方式来实现对 OTT TV 的可管可控，只有广电总局认可的集成牌照方可以提供内容播控，一般家电厂家不得涉足播控平台。OTT TV 产业链中内容提供方主要是七大牌照商内容以及视频网站版权内容，以点播为主，不具备正规直播功能；运营主体为互联网集成平台七大牌照商，当前我国互联网电视牌照有 7 张，分别是 CNTV、百视通、华数、南方传媒、湖南广电、中央人民广播电台和中国国际广播电台。

图 2：从内容制作到触达用户的 OTT 产业链

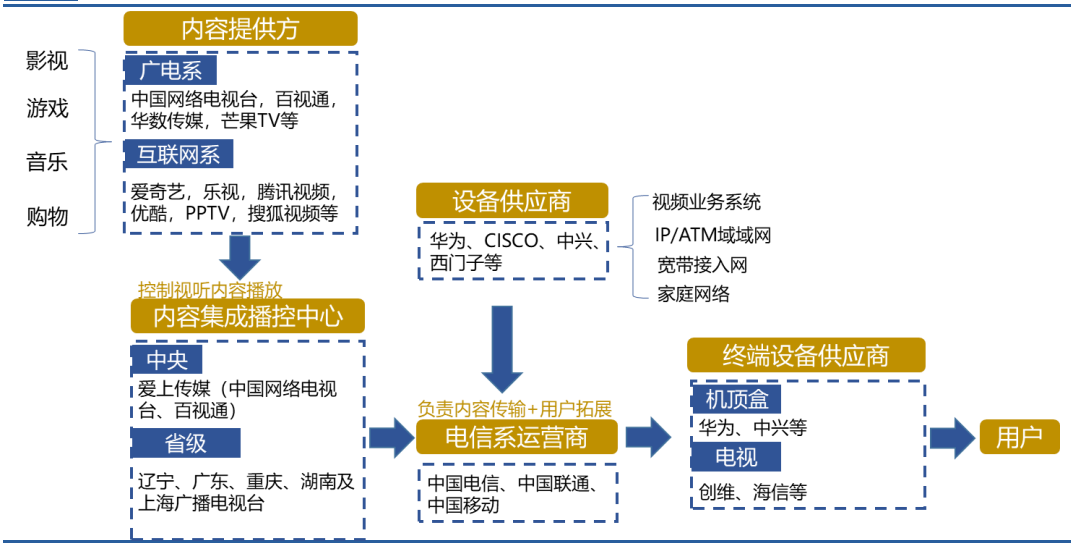


资料来源：新媒股份招股书，长城证券研究所

IPTV：通过运营商专用带宽网络提供稳定的直播和回看服务，4K 内容逐渐增多。IPTV 的产业链中内容提供方主要是广电七大牌照商的直播资源以及互联网系的点播、游戏、音乐等；集成控播平台是指在电视、手持设备等终端经营视听节目传播业务许可证的牌照商，负责节目的统一集成及播出控制。**我国 IPTV 业务实施牌照制管理模式，中央电视台为全国 IPTV 集成播控服务许可证持证机构，并授权爱上电视传媒（与百视通合资）负责全国唯一的 IPTV 中央集成播控总平台的运营；**中央电视台及上海广播电视台为两家全国

IPTV 内容服务许可证持证机构，其中东方明珠获得上海广播电视台授权；地方层面，辽宁、广东、重庆、湖南及上海五个播控分平台分别通过广电总局验收。

图 3：从内容提供到触达用户的 IPTV 产业链



资料来源：云光新资本，长城证券研究所

据广电 2018 年调查数据显示，全国家庭收视“一户多终端”比例约为 1.185，家庭电视用户存在多种组合，除有线电视外，OTT TV 和 IPTV 也是常见的电视接收方式。“一户多终端”用户中 45.4%选择同时使用有线数字电视与 OTT TV，其次 38%的用户选择了 IPTV 搭配 OTT TV;有线数字电视搭配 IPTV 的比例为 4.2%。

表 2：2018 年电视信号多种接收方式组合分布情况

多种接收组合方式	比例
有线数字电视、OTT TV	45.4%
IPTV、OTT TV	38.0%
有线数字电视、IPTV	4.2%
直播卫星数字电视、OTT TV	3.3%
有线数字电视、IPTV、OTT TV	2.3%

资料来源：2018 年度中国家庭收视市场入户调查，长城证券研究所

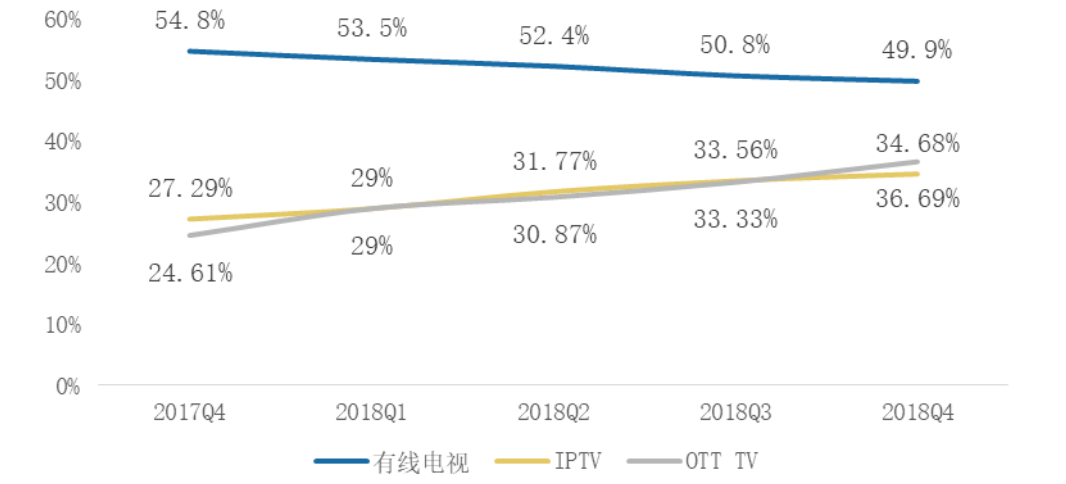
2.1.2 OTT TV+IPTV 用户已超过传统有线电视用户

电视用户规模依旧庞大，互联网普及率接近 60%，2018 年 OTT TV 与 IPTV 跃居全国第二、第三大电视传输通路，收视份额有望超过有线电视。根据 CSM 数据显示，2017 年电视观众 12.83 亿，互联网普及率首次超过 50%，截止 2018 年 H1，电视用户存量保持为 12.87 亿，其中网络用户 8.02 亿，互联网普及率为 57.7%。根据中国有线电视行业发展公报显示，截止 2018Q4，有线电视收视份额下跌至 49.89%，OTT TV 用户收视份额上升为 36.69%，位居第二，IPTV 收视份额上升为 34.68%，位居第三。

图 4：电视观众、网络用户以及互联网普及率趋势

资料来源：CSM 数据，长城证券研究所

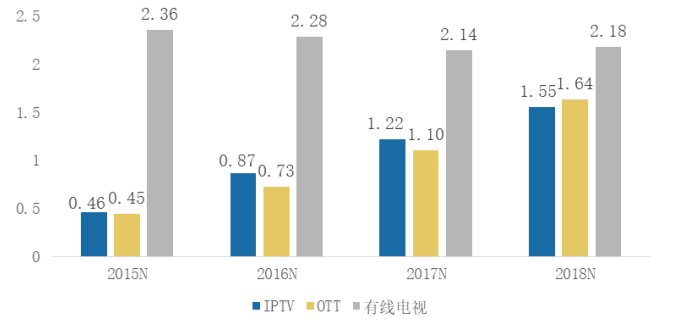
图 5：2017Q4~2018Q4 家庭电视收视份额（总用户以 4.476 亿计算）



资料来源：中国有线电视行业发展公告，长城证券研究所

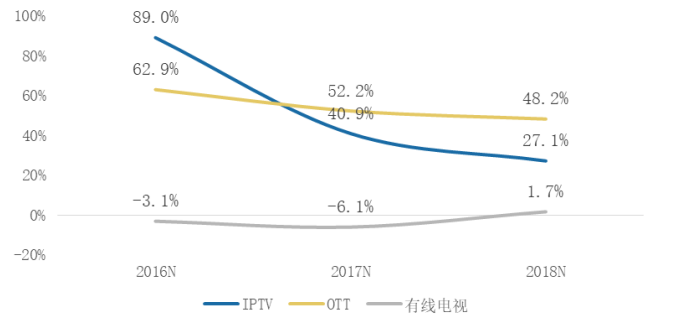
OTT/IPTV 业务用户保持逐年增长趋势，收入增速超过有线网络业务收入。从用户角度来看，截止 2018 年，OTT TV 用户数达 1.64 亿，同比增长 48.2%，IPTV 用户规模达 1.55 亿，同比增长 27%。有线电视实际用户自 2016 年首次出现负增长后，2017 年同比下降 6.06%，年度用户净减 1384 万户，2018 年有线电视实际用户数为 2.18 亿，与 2017 年基本持平。**从收入角度来看，**2018 年全国有线电视网络收入受外部竞争等因素影响继续下滑，同比下降 6.59%，OTT TV 收入 46.96 亿元，比 2017 年增长 156.47%，IPTV 收入 100.45 亿元，同比增长 48.57%。

图 6：15~18 年 IPTV、OTT、有线电视用户数（单位：亿）



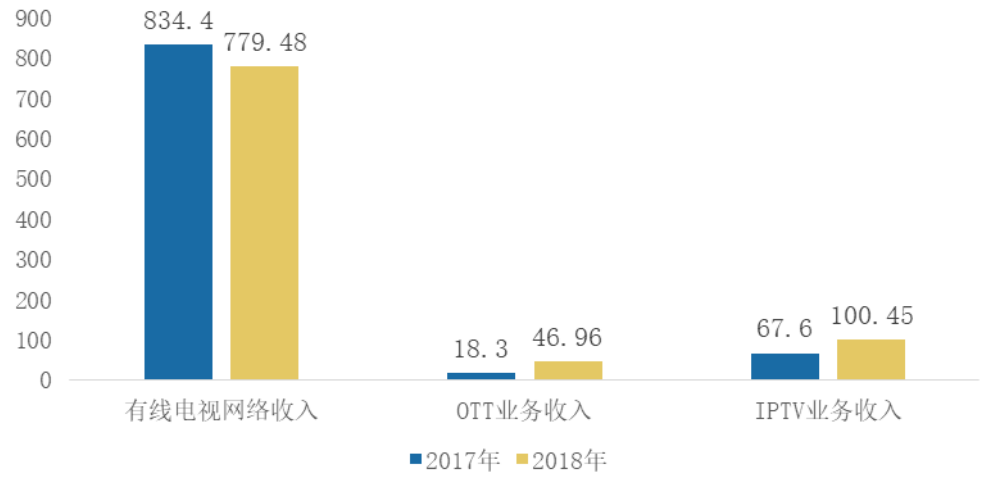
资料来源：中国有线电视行业发展公报，长城证券研究所

图 7：16~18 年 IPTV、OTT、有线电视用户增速



资料来源：中国有线电视行业发展公报，长城证券研究所

图 8：2017~2018 年有线电视、OTT、IPTV 业务收入（单位：亿元）



资料来源：中国有线电视行业发展公告，长城证券研究所

2.2 竞争格局：OTT 端爱优腾领先，IPTV 端芒果 TV 抢占优势

2.2.1 OTT 端：日活及覆盖率爱优腾领先，芒果 TV 尚未凸显优势

根据勾正数据，在日活跃用户设备终端方面，OTT 端人数不及 MPP 端（移动端+PC 端）；在各大视频平台月度日均活跃终端规模方面，银河奇异果稳居 OTT 端媒体排行第一。从日活跃用户设备终端来看，我们以 2017 年芒果 TV 日活跃用户为例，OTT 端 DAU 为 333 万人，MPP 端 DAU 为 2538 万人，其中移动端 1579 万人，PC 端 959 万人，OTT 端日活跃用户只有 MPP 端日活跃用户的 13.1%。**从各大视频平台月度日均活跃终端规模来看，前三位分别是银河奇异果**（银河与爱奇艺联合打造的互联网电视应用）、**CIBN 酷喵影视**（国广东方和优酷联合打造的互联网电视应用）**以及云视听极光**（南方新媒体与腾讯视频联合打造的互联网电视应用）。据奥维云网数据显示，2018 年底 OTT 端整体日均活跃终端数为 8108 万台，2018 年三大视频平台日活跃终端规模分别占 OTT 端整体日均活跃端数的 27.8%、23.5%、19.6%。2017 年 OTT 端整体日均活跃终端数为 6340 台，芒果 TV 日活跃终端规模占 OTT 端整体日均活跃端数的 5.25%，相对另外三大视频网站来说，芒果 TV 的活跃用户还有很大的挖掘空间。

表 3：各大视频平台日活跃终端规模（单位：万台）

	芒果 TV	银河奇异果	CIBN 酷喵影视	云视听极光
2017 年 OTT 端日活跃终端规模（万台）	333			
占当年 OTT 端整体日均活跃数比重	5.3%			
2018 年 OTT 端日活跃终端规模（万台）		2258	1904.25	1590
占当年 OTT 端整体日均活跃数比重		27.8%	23.5%	19.6%

资料来源：勾正数据，奥维云网，长城证券研究所

OTT 电视应用市场中爱奇艺、优酷以及腾讯预装 launcher 的市场份额已超 7 成，芒果 TV 内容优势尚未凸显。根据勾正数据，2018 年 H1 爱奇艺、腾讯、优酷的装机总覆盖率均达到 50%，launcher 预装覆盖率累计为 73%，成为目前覆盖终端规模最大的三个媒体，相对

而言，芒果 TV 尚未完全利用市场剩余的 OTT 端预装空间。从当贝市场目前应用总排行来看，OTT 智能电视点播应用排名前五分别为云视听极光、CIBN 酷喵影视、银河奇异果、电视猫和芒果 TV，覆盖率分别为 56.65%、51.78%、47.99%、34.16%和 29.2%，相比而言芒果 TV 内容优势尚未完全凸显。

表 4：2018 上半年 OTT 端爱奇艺、腾讯、优酷覆盖率

媒体	总覆盖率	launcher 预装覆盖率
爱奇艺	54%	27%
腾讯	54%	31%
优酷	50%	15%

资料来源：勾正数据，长城证券研究所

表 5：OTT 端目前点播应用覆盖率

应用 APP	云视听极光	CIBN 酷喵影视	银河奇异果	电视猫	芒果 TV
OTT TV 点播应用覆盖率	56.65%	51.78%	47.99%	34.16%	29.20%

资料来源：当贝数据，长城证券研究所

2.2.2 IPTV 端：芒果 TV 跨省专区最早上线，合作数量最多

截止 2018 年 5 月份，从各省 IPTV 所推出的专区内容来看，包括影视专区、健康专区、音乐专区等，其中芒果 TV 在专区合作中时间最早，覆盖省份最广。芒果 TV 在 2015 年初次尝试与福建 IPTV 合作上线“芒果美食”后，16 年分别与湖北 IPTV、上海电信 IPTV 展开合作。芒果专区建立了综艺、影视、少儿等内容服务和直播、回看、点播等服务矩阵，并提供单片订购、频道包月、包季、包年会员等多种付费模式的产品包。2017 年芒果 TV 专区在北京 IPTV 上线，另外百视通专区首次在辽宁 IPTV 上线，2018 年 QQ 音乐、爱奇艺以及优酷也开始尝试与各地运营商合作，以此扩大用户覆盖群体。

表 6：各省 IPTV 平台上线专区内容

地区	芒果 TV 专区上线时间	其他专区上线内容
福建	2015 年 4 月（芒果美食）	-
湖北	2016 年 1 月	2018 年 8 月，湖北 IPTV 健康专区上线
上海	2016 年 4 月	-
辽宁	-	2017 年 5 月 10 日，辽宁 IPTV“百视通专区”正式上线
北京	2017 年 7 月	2018 年 11 月， QQ 音乐上线
贵州	2018 年 8 月	-
天津	-	2018 年 11 月，QQ 音乐专区，爱奇艺专区上线
四川	-	2019 年 1 月，四川移动电视端上线优酷专享体验。

资料来源：流媒体网，长城证券研究所

从各地运营商办理 IPTV 业务收费情况来看，IPTV 与宽带产品采用绑定模式，运营商通过提供宽带用户加装 IPTV 服务赠送智能高清机顶盒，以赠送机顶盒的方式拓展 IPTV 用户。以北京电信为例，200Mbps 的一年期宽带费为 1510 元/年，用户缴纳宽带费后，可以利用光宽带网络，通过机顶盒+电视的方式，享受 IPTV 的电视直播、点播、4K 高清以及独享宽带服务。用户开通 IPTV 后不需要再次向直播、回看等基础服务付费，付费内容主要是按照增值包实际点播进行付费。增值包付费的结算过程一般是用户在电视终端通过微信付款方式购买付费内容，相关款项自动转入各省 IPTV 运营公司在微信支付平台开设

的收款账户，IPTV 运营公司定期提现至银行账户后，与运营商、电视内容提供方按约定比例分成。

图 9：北京 IPTV 的 launcher 界面

资料来源：流媒体网，长城证券研究所

图 10：北京 IPTV 的直播频道选择界面

资料来源：流媒体网，长城证券研究所

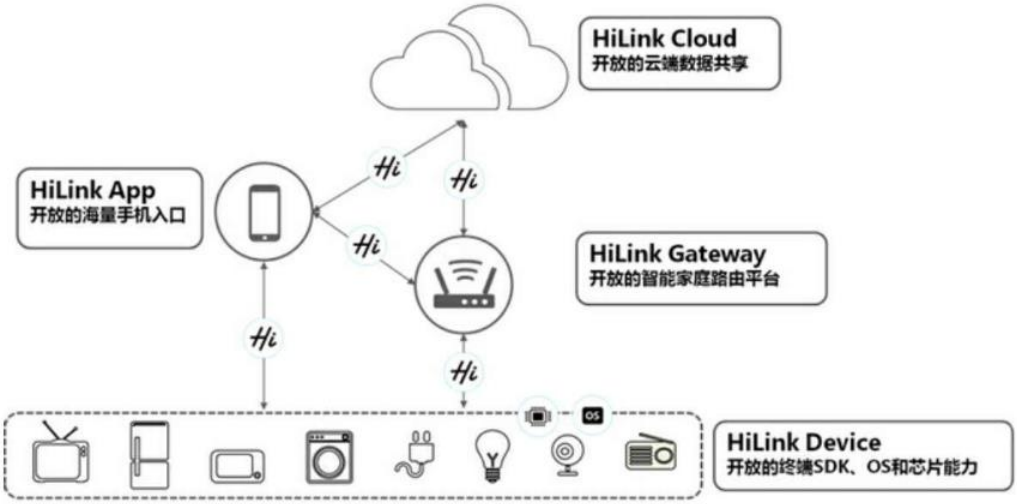
3. OTT 端：芒果 TV 以华为视频为切入点，布局 AIoT 离不开国有媒体内容

3.1 华为 AIoT 致力于万物互联，华为电视是布局重点

3.1.1 华为底层通信技术助力 AIoT 布局早日落地

华为 AIOT 战略布局的目标是实现万物互联的全连接架构标准，解决不同品牌厂家智能设备之间的互联互通问题。要实现真正的智能家居生活，必须有一个统一的，大家认可的操作系统和交互方式。目前大多传统家电都已经向智能家电升级转型，可不同家电产品的连接却并不容易。例如在家庭场景中有多个不同厂商的智能家居设备，那么得安装多个相应的 APP，或者选择同品牌的智能单品才能同时控制这些家电。

图 11：华为 AIOT 致力实现智能设备的互通互联



资料来源：公司官网，长城证券研究所

华为移动通信技术在商业场景中的大规模利用为布局 AIOT 提供了可靠的基础条件，使得华为连接智能终端更有主导权。华为依托领先的 4.5G 无线技术，面向政府、电力能源、交通、工业园区等行业客户，建立专业的移动通信平台，提供无线视频监控、宽带数据接入、海量数据搜集、铁路专业无线调度等行业应用，为全面实现智能设备互通互联提供基础优势。**另外，华为 HiLink 协议致力于解决各智能终端之间互联互动，从发布到现在 3 年多的时间里，华为与国内 top 50 的家电厂商基本都展开了合作。**

从物联网硬件厂商市场份额的角度来看，艾瑞咨询对 2018 年 Q1 全球厂商的消费物联网硬件数量进行了统计，小米公司在全球物联网厂商中处于领先地位，市场份额为 1.9%，其次为亚马逊。

表 7：2018 年第一季度全球消费物联网硬件厂商市场份额

消费物联网企业	小米	亚马逊	苹果	谷歌	三星
以联网设备数量口径统计的市场份额	1.90%	1.20%	1%	0.90%	0.80%

资料来源：艾瑞咨询，长城证券研究所

注：统计不包括智能手机与笔记本电脑

从物联网底层技术的维度来看，市场研究和咨询机构 IHS Markit 在 2018 年 12 月份发布了关于物联网平台厂商的评估报告，华为在设备连接数、战略承诺、设备增长率、市场广度、生态发展和技术创新等 6 个维度，均处于行业领先位置，其次分别为思科、微软、PTC、阿里巴巴、亚马逊旗下的 AWS、GE、IBM 和 SAP。

图 12：华为在物联网平台厂商的市场表现和市场势头中全面领先

资料来源：《IoT Platform Vendor Scorecard－2018》，长城证券研究所

华为所打造 IoT 产品生态布局可以分为三个层面：入口、连接和生态。IoT 生态入口产品包括手机、电视以及 AI 音箱，华为整个生态平台的入口连接数已达 2.6 亿，连接着 4000 万家庭；IoT 生态连接产品包括路由器、千兆无线光宽带和蓝牙模组；智选生态产品包括即热饮水吧、智能循环扇、遥控大师空调伴侣、空气检测仪等智能家居，例如华为路由 Q2 Pro，可以将智能设备同时稳定接入数量上限从 10+提升到 100+，近 10 倍的接入数量提升和极速稳定的连接特性让 AIoT 全连接成为可能。目前，包括松下、西门子、美的等智能家居领域的家电企业已经加入到华为 AIoT 生态中。

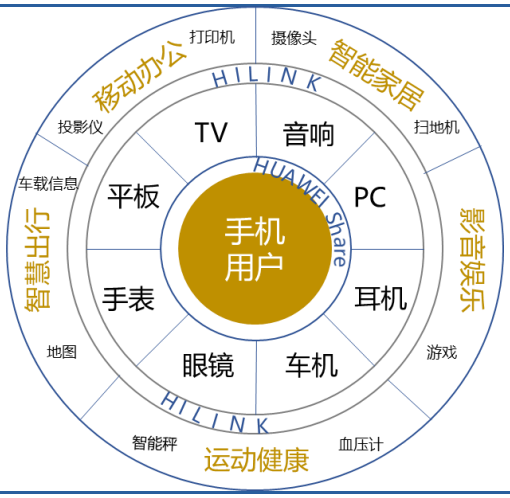
图 13：华为 IoT 布局现有的部分入口、连接和生态产品

资料来源：公司官博，长城证券研究所

3.1.2 华为电视连接家庭 OTT，离不开国有主流内容的支撑

华为全场景智慧生态 1+8+n 战略中，华为将智能手机当作主入口，而其余 8 个设备叫做辅入口。华为 1+8+n 战略中，“1”就是跟使用者始终联接的设备，现在主要是以智能手机的形态存在，未来可能形态会升级或者变化，“8”是指平板电脑、PC、电视、车机这四个屏幕相对较大的设备，外加音箱、耳机、眼镜和手表这四个屏幕较小甚至没有屏幕的设备。“1”和“8”之间通过 HUAWEI Share 技术高速无缝连接。在这个基础上，华为又构建一个“n”的链条，包括家居、办公、车、运动健康等各种场景的 IoT 设备，1+8 与 n 之间，用 HiLink 协议进行连接。华为对硬件终端的部署正在按部就班的实施，现已包括智能手机、平板电脑、笔记本和 IoT 终端，从硬件生态和用户习惯的角度考量，华为做电视将补齐这一缺角，使用户可以完全留在自己打造的硬件终端上。

图 14：华为 1+8+n 战略



资料来源：长城证券研究所

智能电视天生的家庭属性和大屏特色为 AIoT 战略落地提供了更多可能性，华为电视很有可能成为下一代智能家居的系统管理入口。按照未来智能家居生活的设想，如果基于语音操作系统控制智能家居，虽然电视和音响都可以作为生态平台的接入口，但是**电视相对音响有两大优点，一是电视普及率更高**，据统计 2018 年电视的家庭用户为 3.72 亿，其中有 86.63%的家庭客厅中含有电视；**二是在于电视有高清显示大屏**，而大部分智能音响是无屏幕的。

据界面新闻报道，华为计划推出华为电视尺寸有两种，分别为 55 英寸和 65 英寸。根据奥维云网数据，近半年来，55 寸市场份额一直在三分之一左右，已经替代 32 寸成为第一大英寸，而 65 英寸则一直是增幅最大尺寸。

华为推出的智能电视是具备电视功能的大屏产品，或搭载双摄像头，拥有游戏与社交功能，让用户回到客厅，使电视功能的智能终端成为智能家居和物联网的中枢。传统的电视功能有限，无法成为华为 AIoT 生态战略下最好的载体，就迫使华为去创造一个具备电视功能，但又能和用户产生更多人机交互的智能大屏产品。如果把手机和语音的操作管理系统集成在电视机上，那可能成为获取用户最便捷的方式。

华为电视致力于实现整个家庭的物联中枢控制，因此对华为电视的内容监管也会更加严格，与具有国有媒体内容的芒果 TV 进行合作是最优选择。现在很多互联网电视的内容软件并不规范，例如一些直播软件可以运行在 OTT 上但严格意义讲它们属于盗流，存在较高风险。因此从内容角度来说，电视加入物联网布局意味着将接受播控平台更加严格的监管，对华为电视而言，虽然是家庭 OTT 中心，但是也需要具备基础的影音功能。因此华为电视寻求主流的且为国有的媒体内容提供商意味着在拥有收视竞争力的同时，内容监管可以更到位，政策上也更有保障。

3.2 华为电视背后内容受益方或是芒果 TV

3.2.1 内容共享有望提高芒果 TV 在 OTT 端市场份额

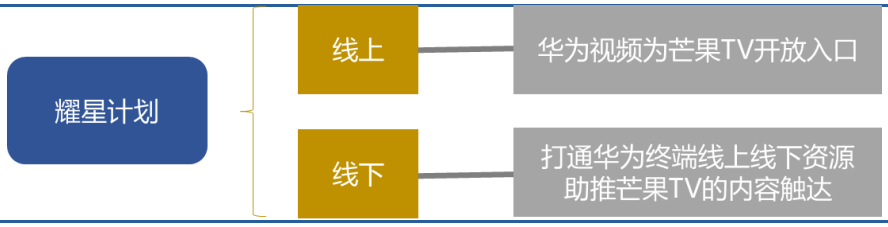
华为视频的全端全入口都向芒果 TV 开放，芒果 TV 将其全量内容注入到华为视频中。目前华为视频 APP 已经单独列出芒果会员专区，用户可以在华为视频 APP 中直接收看芒果 TV 的芒果精选、综艺、电视剧和电影等视频内容，也就是说，华为用户可以通过华为视频 App 观看芒果 TV 所有内容，不需要额外下载芒果 TV App。

图 15：华为视频的芒果 TV 相关界面

资料来源：华为视频 APP，长城证券研究所

华为视频线上线下助推芒果 TV 内容传播，华为电视或进一步开拓芒果 TV 家庭用户。芒果 TV 正式加入华为“耀星计划”，“耀星计划”旨在助力合作伙伴面向全场景进行数字服务创新，为其提供推广资源、联合营销以及云资源。华为视频不仅在线上为芒果 TV 开放入口，向超过 8480 万华为视频用户推广芒果 TV，还将打通华为终端线上线下超过 2000 家门店资源助推芒果 TV 的内容触达。

图 16：华为“耀星计划”为芒果 TV 打通线上线下推广渠道



资料来源：公司新闻，长城证券研究所

表 8：华为“耀星计划”为芒果 TV 提供推广资源、联合营销以及云资源

资源	内容
推广资源	提供应用市场、开放平台、云空间、视频、音乐、Huawei Pay 等专区资源位置以及耀星流量券兑换更多的资源位
联合营销	提供立体式营销的资源及平台，实现品牌的联合曝光，共同放大声量
云资源	华为云提供丰富的扶持云资源，形式包括云主机，数据库及通用产品的无门槛代金券等

资料来源：公司新闻，长城证券研究所

3.2.2 共享会员权益有望带动芒果 TV OTT 端会员增长

快乐阳光打通 MPP 端和 OTT 端，购买全屏影视会员可实现同一账号不同设备的无障碍切换，芒果 TV 与华为视频针对会员产品和会员权益已展开会员及联合营销。芒果 TV 和华为视频携手推出了“联合会员”项目，联合会员可以同时拥有华为影视 VIP 及芒果会员的双份会员权益，畅享华为视频和芒果专区的全部影视内容。华为视频的会员特权主要包括免费点播大片、免费抽取电影票以及享有华为其他应用权益；芒果 TV 会员特权包括跳过广告、享受会员片库、蓝光画质、专享缓存等。在华为视频 VIP 充值界面，华为用户可以选择充值华为视频与芒果 TV 的联合会员，以年卡为例，华为视频 VIP 年卡售价 189 元，芒果 TV 的 VIP 年卡售价 199 元，而联合会员仅需要 199 元即可享受芒果 TV 与华为视频全年的会员特权。根据界面新闻报道，华为计划在 2019 年 6 月份推出华为电视，从奥维云网数据来看，2018 年中国彩电市场零售量规模为 4774 万台，电视品牌前五名海信、创维、小米、TCL 和康佳市场份额累计为 59%。如果年产量为 1000 万台，这意味着未来将占领国内 20%左右的彩电市场份额。**因此对芒果 TV 而言，如果华为电视推出，依托华为电视所拥有的用户群体，通过联合会员营销的合作将有望带动芒果 TV 在 OTT 端的会员增长。**

图 17：华为视频联合会员界面

资料来源：公司新闻，长城证券研究所

4. IPTV 端：芒果 TV 深入省内布局，积极拓宽省外市场

4.1 芒果 TV IPTV 业务竞争优势：稀缺牌照+内容优势

4.1.1 芒果 TV 同时拥有集成播控与内容服务牌照

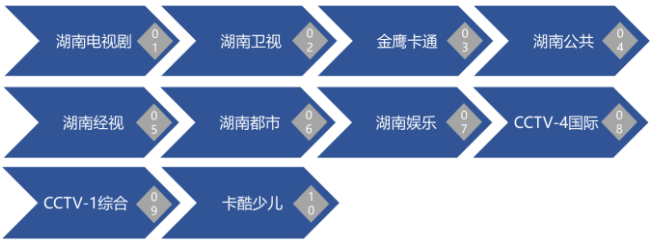
芒果 TV 同时拥有集成播控牌与内容服务牌照，构架了完整 IPTV 业务链条。依照广电总局的相关政策要求，IPTV 广电新媒体业务牌照只能授予给广电播出机构，但允许广电播出机构将其中的经营性业务授权给下属公司进行公司化运营，其中湖南台授权快乐阳光从事 IPTV 业务。**在电视大屏端，湖南广播电视台是七大互联网电视牌照商之一以及通过总局验收的四大 IPTV 二级播控平台之一，而芒果 TV 是这两张牌照的实际运营机构，如果按这两张牌照兼而有之算，目前只有两家，一个是芒果 TV，一个是南方新媒体。**芒果 TV 在上游方向取得了湖南广播电视台 IPTV 集成播控业务授权，下游方向与湖南地区具有 IPTV 传输服务牌照的电信运营商建立了合作关系，构成了完整的 IPTV 业务链条。

4.1.2 湖南 IPTV 内容优势明显，用户偏爱省内直播频道

芒果 TV 依托“一屏多云”的战略布局，以“湖南卫视+芒果 TV”作为内容体系，为湖南 IPTV 的精细化运营提供支撑。湖南 IPTV 业务集成了中央 IPTV 总平台所提供的版权内容资源、本地直播频道以及多家内容合作方的各类优质点播类版权内容，自 2011 年上线以来，建立了丰富的内容体系，包括《快乐大本营》、《歌手》等湖南卫视王牌综艺，也包括《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》等自制综艺。湖南 IPTV 包含 160 余路直播频道、回看、时移、游戏以及 10 万余小时的点播内容。

湖南本地用户偏爱湖南卫视与芒果 TV 内容，丰富的版权内容是吸引、保持用户粘性和忠诚度的核心资源。从 2019 年一二月份用户收视行为来看，湖南 IPTV 用户在直播频道中更关注湖南电视剧，省外卫视频道对卡酷动画的关注远超其他卫视频道，点播综艺 top5 均来自湖南卫视台综与芒果 TV 自制综艺。

图 18：2019 年一月份湖南 IPTV 直播频道收视排行



资料来源：流媒体网，长城证券研究所

图 19：2019 年二月份湖南 IPTV 直播频道收视排行

资料来源：流媒体网，长城证券研究所

4.2 芒果超媒 IPTV 战略布局：保持省内增速+布局省外服务

4.2.1 省内：芒果超媒 IPTV 业务的快速发展受结算用户数量增加影响

芒果超媒在省内的运营商业务收入主要来自 IPTV 基础包业务。运营商业务收入包括用户基本服务费和增值点播业务费，其中基本服务主要是为用户提供直播节目的直播、回看，以及部分免费影视剧、体育等内容的点播。增值业务服务包括高清影视、在线教育、在

线娱乐等付费内容的点播。基础服务的合作方通常以开通 IPTV 业务的用户数为基础按照约定单价向快乐阳光支付费用，增值服务的合作方则根据 IPTV 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快乐阳光支付费用。

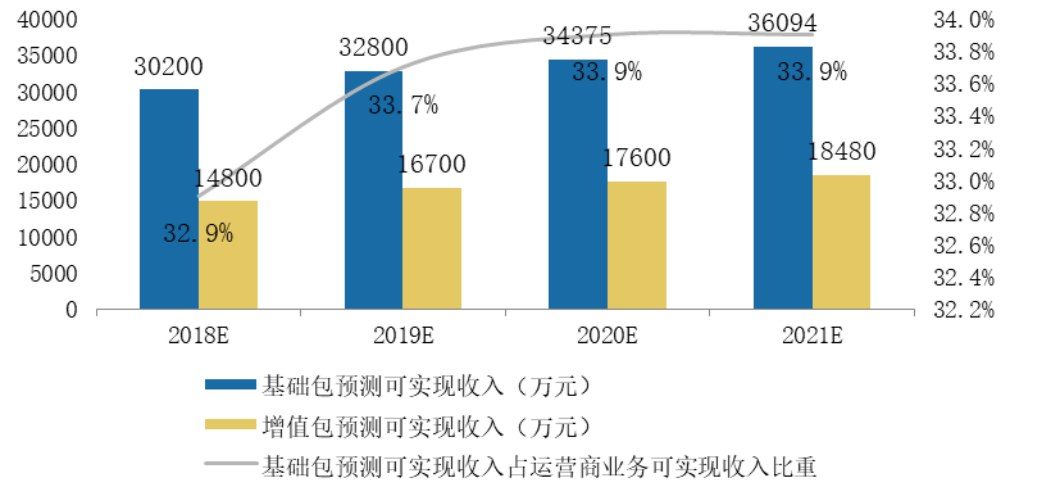
从快乐阳光在湖南省内的运营商业务收入来看，其基础包收入来源为开通 IPTV 业务收入，根据公司预测，基础包业务收入占省内运营商业务收入的 70%左右，可见省内运营商业务收入主要来自 IPTV 基础包业务。

表 9：快乐阳光运营商业务在湖南省内的盈利来源

盈利来源	服务内容	盈利模式
基础服务费	基础服务：包括中央、各省级卫视频道和各省本地频道等直播节目的直播、回看，以及部分免费影视剧、体育等内容的点播	主要来自以合作方开通 IPTV 业务的用户数为基础，按照约定单价向快乐阳光支付费用
增值服务费	增值服务：包括高清影视、在线教育、在线娱乐等付费点播内容	合作方根据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快乐阳光支付费用

资料来源：公司重组书，长城证券研究所

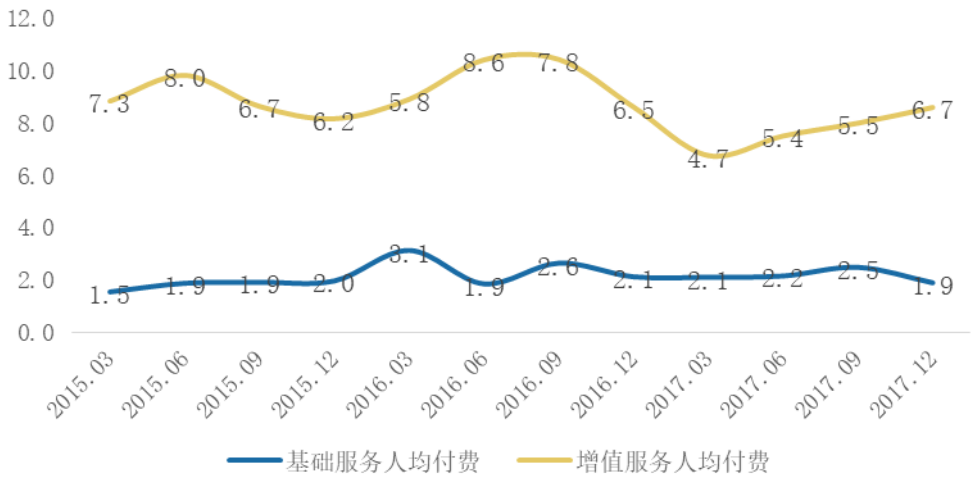
图 20：18~21 年湖南省内运营商业务可实现收入预测



资料来源：公司重组书，长城证券研究所

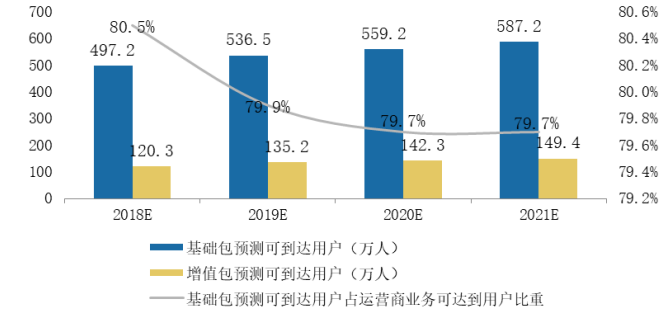
湖南 IPTV 业务基础包人均付费金额保持稳定，根据收入=人均付费金额*结算用户数，在人均付费金额相对稳定的情况下，省内 IPTV 业务持续增长主要来自于结算用户数量的增加。从人均付费金额来看，2015~2017 年快乐阳光 IPTV 业务的基础服务人均付费金额在 1.5 元至 3.1 元之间，主要集中在 1.9 元~2.1 元，人均付费金额整体保持稳定。**从芒果超媒对湖南省内 IPTV 基础包业务的预测来看，**2021 年省内基础包预计可达到用户为 587.2 万人，可实现收入 3.6 亿元，相比 2018 年省内 IPTV 基础包可达到用户为 497.22 万人，可实现收入 3 亿元，2021 年用户与收入分别为 18 年数据的 1.18 倍、1.2 倍，增幅基本保持一致。

图 21：湖南 IPTV 基础包与增值包业务人均付费金额



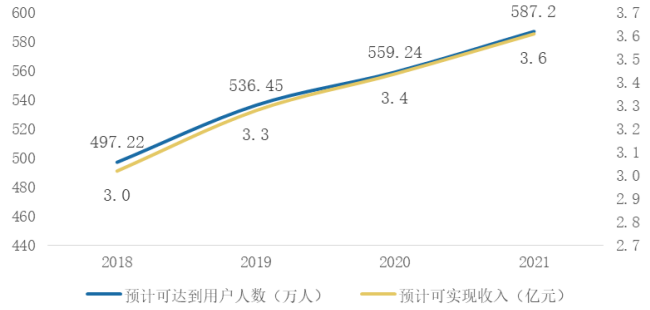
资料来源：公司重组书，长城证券研究所

图 22：18~21 年湖南省内运营商业务可达到用户预测数



资料来源：公司重组书，长城证券研究所

图 23：省内 IPTV 基础包收入因用户多而持续增长



资料来源：公司重组书，长城证券研究所

4.2.2 省外：芒果超媒 IPTV 业务未来市场空间超三倍以上

湖南省外快乐阳光主要就增值包业务进行收费， IPTV 省外市场空间主要来自对芒果 TV 内容的付费点播。从各省 IPTV 的发展趋势来看，芒果 TV 积极优化省外 IPTV 专区的渠道布局，拓展了上海、北京、湖北等多地区的 IPTV 渠道，截止 2018 年底，全国 35 个省级行政区域的电信、联通、移动三大运营商项目多达 105 个，而在 2017 年底，快乐阳光 IPTV 业务就已有 56 家省外项目（不含有线市场合作）处于正在合作、基本达成合作、有较大合作意向阶段。

表 10：各省 IPTV 用户及发展趋势（单位：万人）

地区	电信 IPTV 用户	联通 IPTV 用户	移动宽带用户	发展趋势
北京	18	178	84	2017 年 7 月，**芒果 TV 专区上线。**2018.11 QQ 音乐上线。
天津	20	159	21	2017 年，天津 IPTV 推出 4K 专区。2018 年 11 月，QQ 音乐专区、**爱奇艺专区上线**
河北	550	472	300	2018 年 5 月，“河北体育”正式上线。2018 年 12 月，河北电信 IPTV 新东方、学而思专区正式上线。

地区	电信IPTV用户	联通IPTV用户	移动宽带用户	发展趋势
山西	123	289	115	2019年3月6日，山西联通发布IPTV行业应用智慧酒店产品。
内蒙古	100	146	73	2018年1月，内蒙古联通IPTV上线《新东方TV学堂》。
河南	182	429	683	
湖北	456	51	196	2016年1月，**湖北IPTV平台上线“芒果TV专区”**、2018年8月，湖北IPTV健康专区上线
湖南	548	74	302	**2017年初，湖南广电正式获得广电总局颁发的IPTV省级播控平台牌照**。2016年4月，湖南IPTV会员中心正式上线。2016年8月，湖南IPTV手机版正式上线。2017年9月芒果TV联手湖南电信，发布IPTV智能一体机等产品。
广东	1023	118	503	2016年2月，**广东广播电视台正式获得广电总局颁发的IPTV省级播控平台牌照**。2016年，广东IPTV推出“粤TV” 。
广西	371	6	204	2018年3月，广西IPTV电竞专区2.0正式上线。
海南	97	8	29	
重庆	386	53	217	2016年9月，重庆联通在丰富IPTV平台点播内容方面取得进展，陆续新增了“4K专区”和“山城影院”等内容。
四川	1367	40	787	2019年1月，**四川移动与优酷达成合作，**携手打造四川移动电视端的优酷专享体验。
贵州	198	31	126	2018年8月16日，贵州广电新媒体与芒果TV合作，**在贵州IPTV平台上线芒果TV专区。**
云南	233	5	164	2017年5月12日，云南移动发布“千兆光宽带”及多款家庭产品，包括“和目”、“找TA”和“高清移动盒子”等。
西藏	26		8	
陕西	494	29	150	
甘肃	324	0.49	127	2018年6月1日，甘肃联通IPTV上线；6月14日，甘肃移动 IPTV上线。
青海	59	5	16	
宁夏	89	6	50	2018年2月，宁夏广播电视台联合宁夏移动打造的宁夏IPTV-移动•极速超清互联网电视业务正式上线。
新疆	272	13	176	
上海	379	13	38	2005年3月，**上海广播电视台获得第一张IPTV全国运营牌照**。2016年4月，**上海电信IPTV高清平台上线“芒果TV专区”。**
福建	479	39	315	2015年4月，芒果TV旗下互动电视产品**“芒果美食”在福建移动芒果互联网电视平台上线。**
山东	179	617	647	
江苏	1137	21	638	2018年12月27日，江苏移动和商务系列产品发布。
浙江	723	32	474	
安徽	583	18	468	2017年3月，安徽IPTV推出 “一价全包”的VIP影视包
江西	403	11	396	
辽宁	78	260	176	2015年12月9日，**辽宁省广播电视台获得IPTV省级播控平台牌照**，此牌照是全国第一张省分平台IPTV牌照。2017年5月10日，**辽宁IPTV“百视通专区”正式上线。**2017年8月，辽宁电信IPTV游戏大厅全新上线。2019年2月，辽宁IPTV少儿专区上线。
吉林	55	148	24	2017年7月，吉林联通“沃视达”手机客户端上线，推出与IPTV大小屏联动功能。
黑龙江	92	147	109	

资料来源：流媒体网，长城证券研究所

由于未知省外IPTV增值包具体相关数据，我们选择另一种维度，对省外IPTV平台的芒果TV专区市场空间进行测算，芒果TV专区提供基础服务与增值服务。**我们从芒果TV专区潜在的可覆盖人群数量的角度进行分析，未来省外这部分市场空间为当前的三倍以上。**

测算公式：省外芒果 TV 专区可拓展空间倍数=省外 IPTV 平台芒果 TV 专区未来潜在用户/省外 IPTV 平台芒果 TV 专区已覆盖用户

其中省外 IPTV 平台芒果 TV 专区已覆盖用户=湖北省 IPTV 用户数+上海电信 IPTV 用户数+北京 IPTV 用户数+贵州 IPTV 用户数；**省外 IPTV 平台芒果 TV 专区未来潜在用户**=除湖南省外其他各省 IPTV 用户数-省外 IPTV 平台芒果 TV 专区已覆盖用户。(**假设未来各省 IPTV 用户均保持于当前相同的增长速度**)

我们以流媒体网截止 2018 年 5 月份所统计的各省 IPTV 用户数作为数据，省外 IPTV 平台芒果 TV 专区累计已覆盖用户 1311 万人，除湖南省外其他各省 IPTV 用户数为 13840.5 万人，未上线芒果 TV 专区的 IPTV 用户约为 1.25 亿人。

表 11：部分已上线芒果 TV 专区的省份 IPTV 用户数（单位：万）

地区	电信 IPTV 用户数（万）	联通 IPTV 用户数（万）
北京	18	178
湖北	456	51
贵州	198	31
上海	379	13

资料来源：公司重组书，长城证券研究所

考虑到部分省份已上线或可能上线爱奇艺专区、优酷专区等视频专区，将会影响芒果 TV 专区的潜在用户数量，因此我们对未来潜在用户做敏感性分析。当各省 IPTV 平台的芒果 TV 专区未来潜在用户为未上线芒果 TV 专区的 IPTV 用户的 20%，30%，40%，50%，60%，70%时，对应未来潜在用户人数分别为 2506 万、3759 万、5012 万、6265 万、7518 万、8771 万，我们得到一系列省外芒果 TV 专区可拓展空间倍数。

表 12：省外芒果 TV 专区可拓展空间的敏感性分析

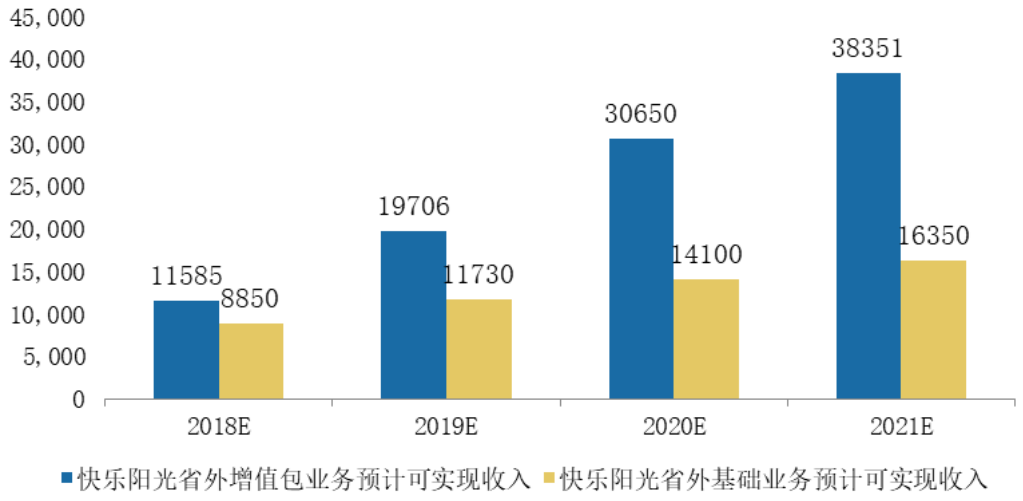
未上线芒果 TV 专区的 IPTV 用户比例	20%	30%	40%	50%	60%	70%
芒果 TV 专区省外潜在覆盖用户(万人)	2505.90	3758.85	5011.80	6264.74	7517.69	8770.64
省外芒果 TV 专区可拓展空间倍数	1.91	2.87	**3.82**	4.78	5.73	6.69

资料来源：长城证券研究所

当各省 IPTV 平台的芒果 TV 专区未来潜在用户为未上线芒果 TV 专区的 IPTV 用户的 40%时，省外芒果 TV 专区可拓展空间为目前的 3.8 倍。

湖南省外快乐阳光 IPTV 业务主要收入来自付费点播服务，其中增值包付费增长空间为基础包付费空间的 2 倍以上。根据芒果超媒预测，2018 年~2021 年省外基础包预计可实现收入分别为 8850 万元、11730 万元、14100 万元、16350 万元，未来收入体量不足省外增值包的 1/2，省外增值包业务的收入体量更大。(由于快乐阳光 OTT 业务与 IPTV 业务都是按照基础服务与增值服务进行付费，因此公司将两项细分业务合并分析。此处增值包与基础包的预测收入为 OTT 业务与 IPTV 业务的合计值，我们假设 IPTV 业务中增值包收入和基础包收入的比例与合计值中增值包收入和基础包收入的比例类似。)

图 24：2018~2021 年湖南省外增值包与基础包预测收入比较（单位：万元）



资料来源：公司重组书，长城证券研究所

未来省外 IPTV 业务中增值包业务的市场空间有望为当前的三倍以上。根据公司重组书中对省外增值包业务收入的预测，2018 年省外增值包服务预计收入为 1.16 亿元，2021 年预计省外增值包付费收入能达到 3.83 亿元，为 2018 年增值包业务收入的 3.3 倍。（此处省外增值包业务包括 OTT 与 IPTV 两种模式，我们假设省外 IPTV 增值包业务的增速与省外合计增值包业务收入的增速类似。）

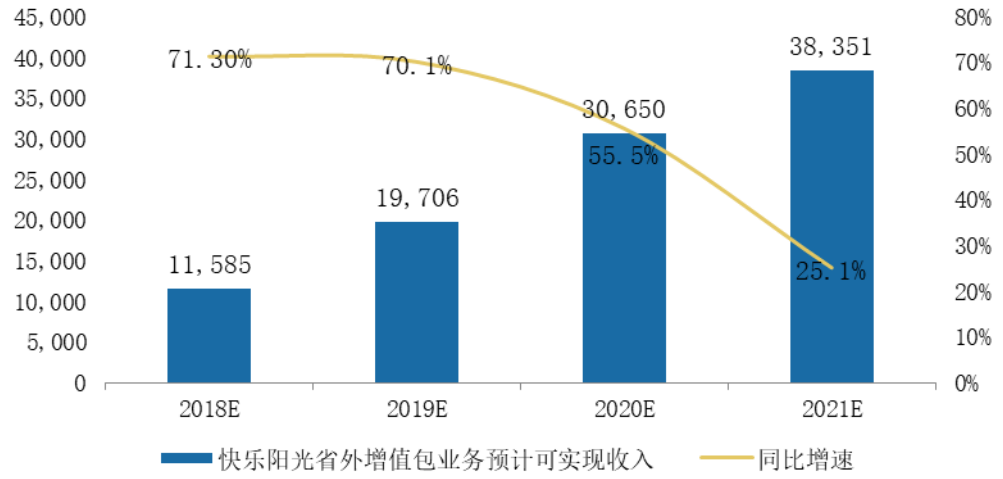
表 13：18~21 年快乐阳光省外增值包预计可达到用户（单位：万人）及预计可实现收入（单位：万元）

地区	2018 年	2018 年	2019 年	2019 年	2020 年	2020 年	2021 年	2021 年
	用户数	收入	用户数	收入	用户数	收入	用户数	收入
安徽	12.93	1,100	19.99	1,700	26.34	2,240	31.51	2,680
北京	1.62	100	2.75	170	5.66	350	8.25	510
福建	1.1	100	3.85	350	7.7	700	8.58	780
甘肃	1.25	100	3.13	250	6.76	540	8.51	680
广东	7.5	500	8.25	550	11.1	740	12.45	830
广西	5.51	450	9.8	800	13.97	1,140	17.27	1,410
河北	16.64	1,250	26.63	2,000	36.48	2,740	44.07	3,310
河南	2.66	150	6.2	350	13.11	740	16.47	930
黑龙江	1.3	100	2.6	200	5.72	440	7.28	560
湖北	6.63	450	11.05	750	16.8	1,140	20.47	1,389
吉林	2.65	200	5.3	400	8.48	640	10.34	780
江苏	3.83	300	8.93	700	13.27	1,040	16.58	1,300
江西	2.76	200	6.9	500	12.97	940	17.39	1,260
辽宁	0.83	50	1.33	80	3.33	200	7.84	472
内蒙	1.2	100	2.4	200	5.88	490	7.92	660
宁夏	0.75	50	1.5	100	3.75	250	5.4	360
青海	1.2	100	2.4	200	5.52	460	7.08	590
山东	3.89	335	7.54	650	10.9	940	13.11	1,130
山西	2.25	150	3.84	256	7.35	490	9.45	630
陕西	4.4	400	8.25	750	11.44	1,040	13.53	1,230
上海	6.67	500	10.66	800	15.19	1,140	18.39	1,380
深圳	4.5	300	6	400	9.6	640	10.95	730

四川	2.5	200	8.75	700	13.75	1,100	14.75	1,180
天津	2.43	150	4.05	250	7.29	450	8.59	530
新疆	1.2	100	2.4	200	4.2	350	6.72	560
有线	47.62	4,000	71.4	6,000	103.41	8,690	133.04	11,180
浙江	-	-	-	-	3.58	220	4.88	300
重庆	1.86	150	4.95	400	9.9	800	12.38	1,000

资料来源：公司重组书，长城证券研究所

图 25：2018~2021 年湖南省外增值包预计可实现收入（单位：万元）



资料来源：公司重组书，长城证券研究所

5. 投资建议

芒果超媒：芒果 TV 与华为电视合作未来有望带动芒果 TV OTT 端业务收入，另外芒果 TV 的 IPTV 业务增长省内将受益于用户数的上升，省外受益于付费点播业务的增长。**随着 19 年芒果超媒对湖南卫视台综进行网络招商，其业绩将得到进一步增长。**在台综网端招商售卖率 80%，折扣率 70%假设下，若湖南卫视网端变现变现达到 25 倍估值，芒果超媒总估值约为 325+245+60=630 亿元。换一种视角，芒果 TV 按 PS 5.5 倍估值，为 245 亿估值，对应当前芒果超媒的市值 378 亿，“湖南卫视网端变现+其他业务”为 133 亿，其对应相关利润约为 19 亿，其对应 PE 仅为 7X，维持“推荐”评级。

6. 风险提示

OTT TV 与 IPTV 业务受政策影响的风险，芒果 TV 与华为合作不及预期的风险，IPTV 业务拓展不及预期的风险。

6.1 附：盈利预测表

利润表（百万）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3219.28	2983.76	9660.66	11451.30	13592.70
营业成本	2537.39	2305.79	6082.77	8015.91	9514.89
销售费用	561.45	526.29	1801.46	1832.21	2174.83
管理费用	118.38	113.69	461.55	374.46	443.80
财务费用	-29.47	-30.74	-24.20	-87.92	-127.96
投资净收益	29.36	2.14	31.40	9.84	12.30
营业利润	48.29	62.11	947.58	1278.52	1541.10
营业外收支	15.85	4.35	-30.18	10.80	11.11
利润总额	64.14	66.46	917.40	1289.32	1552.20
所得税	0.29	2.68	18.21	-8.14	13.37
少数股东损益	-2.67	-8.76	62.01	-82.93	-113.19
净利润	66.53	72.54	837.18	1380.39	1652.02

资产负债表（百万）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
流动资产	2044.22	1995.18	7891.60	5030.55	8331.64
货币资金	1024.87	1104.92	1752.79	3235.70	5570.18
应收账款	152.35	215.59	1434.08	555.15	687.20
应收票据	0.00	0.00	2010.09	0.30	130.32
存货	101.69	73.71	2214.81	280.76	635.83
非流动资产	293.66	279.10	3442.07	248.72	227.27
固定资产	120.21	115.64	207.01	91.47	65.94
资产总计	2337.88	2274.28	11333.68	5279.27	8558.91
流动负债	668.63	551.08	5614.34	905.73	2701.92
短期借款	0.00	35.95	196.10	26.86	21.08
应付款项	464.16	293.05	3629.80	526.77	1752.79
非流动负债	5.26	3.95	11.63	3.95	3.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	673.89	555.02	5625.97	909.68	2705.86
股东权益	1663.99	1719.26	5674.25	4369.60	5853.05
股本	401.00	401.00	990.02	990.02	990.02
留存收益	545.62	600.12	1008.26	2178.22	3302.88
少数股东权益	43.98	40.32	34.88	-86.08	-199.27
负债和权益总计	2337.88	2274.28	11300.23	5279.27	8558.91

现金流量表（百万）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
经营活动现金流	-51.10	-60.07	-376.92	445.42	2358.06
其中营运资本减少	-236.38	-24.41	832.58	-866.08	835.36
投资活动现金流	-372.20	240.56	1073.83	-80.00	-90.38
其中资本支出	30.55	28.78	0.00	-33.71	-37.69
融资活动现金流	-75.64	22.44	-120.56	27.21	66.80
净现金总变化	-498.79	202.75	576.35	392.62	2334.48

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长	15.1%	-7.3%	223.8%	19.6%	18.7%
营业成本增长	24.0%	-9.1%	163.8%	17.1%	18.7%
营业利润增长	-37.6%	28.6%	1614.4%	53.5%	20.5%
利润总额增长	-26.3%	3.6%	1438.8%	52.3%	20.4%
净利润增长	-30.0%	9.0%	1163.7%	54.5%	19.7%
盈利能力					
毛利率	21.2%	22.7%	37.0%	30.0%	30.0%
销售净利率	2.0%	2.1%	9.3%	11.3%	11.3%
ROE	3.8%	3.7%	14.8%	29.7%	26.3%
ROIC	2.0%	2.0%	137.6%	26.9%	23.2%
营运效率					
销售费用/营业收入	17.4%	17.6%	18.6%	16.0%	16.0%
管理费用/营业收入	3.7%	3.8%	4.8%	3.3%	3.3%
财务费用/营业收入	-0.9%	-1.0%	-0.3%	-0.8%	-0.9%
投资收益/营业利润	60.8%	3.4%	3.3%	0.8%	0.8%
所得税/利润总额	0.4%	4.0%	2.0%	-0.6%	0.9%
应收账款周转率	31.32	16.22	6.74	19.99	21.88
存货周转率	15.18	26.29	2.75	19.43	20.76
流动资产周转率	1.54	1.48	0.88	2.27	2.03
总资产周转率	1.37	1.29	0.85	2.16	1.96
偿债能力					
资产负债率	28.8%	24.4%	49.6%	17.2%	31.6%
流动比率	3.06	3.62	1.41	5.55	3.08
速动比率	2.91	3.49	0.94	5.24	2.85
每股指标（元）					
EPS	0.07	0.07	0.85	1.39	1.67
每股净资产	1.64	1.70	5.77	4.50	6.11
每股经营现金流	-0.20	0.04	0.58	0.45	2.38
每股经营现金/EPS	-2.94	0.55	0.69	0.32	1.43

估值	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	622.04	570.51	48.84	29.98	25.05
PEG	-20.85	-22.39	-0.26	0.17	0.13
PB	25.54	24.65	7.25	9.29	6.84
EV/EBITDA	596.82	609.25	4.23	29.06	23.05
EV/SALES	12.55	13.53	12.50	3.33	2.62
EV/IC	24.86	23.48	4.07	8.49	5.86
ROIC/WACC	0.19	0.19	9.56	2.55	2.19
REP	128.40	125.19	1.38	3.34	2.68

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES