



中信证券研究部

核心观点



唐思思  
首席传媒分析师  
S1010517080007



肖俨衍  
传媒分析师  
S1010517070001

公司前三季度符合前期预告，四季度《明星大侦探 5》《妻子浪漫旅行 3》上线值得期待。我们仍然基于对互联网视频赛道和公司核心优势看好，维持“买入”评级。

■ **公司业绩符合预告区间。**公司公告，2019年1-9月实现归母净利润9.7亿元，同比增长19.9%；其中，第三季度实现归母净利润1.7亿元，同比下滑28.8%。公司业绩朝着2019年净利润承诺目标迈进，符合前期预告范围；第三季度波动主要受到重点综艺节目排播周期以及新业务投入加大影响。

■ **四季度重点项目上线，自制内容持续布局。**三季度影响主要来自排播调控，以及战略性避免暑期档拥挤等影响。四季度《明星大侦探 5》《妻子的浪漫旅行 3》等项目已经定档11月，有望持续自制综艺优异表现；此外，独播大剧《海棠经雨胭脂透》于10月上线，目前表现良好。截至2019Q3公司无形资产规模达42.2亿元，公司自制内容持续布局趋势不改，2020年有望迎来自制剧矩阵式输出，驱动公司营收和利润端继续保持增长。

■ **体系和基因是公司中长期竞争核心优势，5G应用落地有望带来新增量。**公司承袭了湖南广电近30年的优质内容基因和顶尖自制内容体系，也成就了公司核心竞争优势。目前，芒果TV已经构建了16个成型工作室和制作团队，整体内容团队达到1500人。展望未来，我们认为原创内容将成为视频平台持续前进核心动力，而基因、体系等优势将助力芒果TV持续扩大自身领地。此外，2020年5G应用也有望为视频商业变现带来新模式，为公司中长期贡献业绩增量。

■ **风险因素：**限售股解禁对股价短期冲击风险；市场竞争加剧风险；内容项目波动风险；人才流失风险。

■ **投资建议：**我们维持2019-21年EPS预测为0.69/0.86/1.03元（考虑10股转增7股影响），当前价格对应2019-21年PE为41/33/28倍。基于对互联网视频赛道以及公司核心优势看好，维持“买入”评级。

|           |            |
|-----------|------------|
| 芒果超媒      | 300413     |
| 评级        | 买入（维持）     |
| 当前价       | 28.54元     |
| 总股本       | 1,780百万股   |
| 流通股本      | 834百万股     |
| 52周最高/最低价 | 50.6/26.3元 |
| 近1月绝对涨幅   | -7.50%     |
| 近6月绝对涨幅   | 6.70%      |
| 近12月绝对涨幅  | 32.54%     |

| 项目/年度          | 2017     | 2018     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|----------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)      | 2,983.76 | 9,660.66 | 11,391.85 | 13,438.49 | 15,333.86 |
| 营业收入增长率        | -7%      | 224%     | 18%       | 18%       | 14%       |
| 净利润(百万元)       | 72.54    | 865.57   | 1,224.58  | 1,538.60  | 1,836.57  |
| 净利润增长率         | 9%       | 1093%    | 41%       | 26%       | 19%       |
| 每股收益EPS(基本)(元) | 0.18     | 0.92     | 0.69      | 0.86      | 1.03      |
| 毛利率%           | 23%      | 37%      | 38%       | 39%       | 41%       |
| 净资产收益率ROE%     | 4.32%    | 15.35%   | 14.09%    | 15.32%    | 15.69%    |
| 每股净资产(元)       | 1.60     | 5.38     | 8.30      | 9.59      | 11.18     |
| PE             | 159      | 31       | 41        | 33        | 28        |
| PB             | 18       | 5        | 3         | 3         | 3         |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年10月28日收盘价

**利润表 (百万元)**

| 指标名称         | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 2,984  | 9,661  | 11,392 | 13,438 | 15,334 |
| 营业成本         | 2,306  | 6,083  | 7,017  | 8,157  | 9,060  |
| 毛利率          | 22.72% | 37.04% | 38.40% | 39.30% | 40.92% |
| 营业税金及附加      | 14     | 98     | 71     | 95     | 120    |
| 销售费用         | 526    | 1,801  | 2,107  | 2,513  | 2,898  |
| 营业费用率        | 17.64% | 18.65% | 18.50% | 18.70% | 18.90% |
| 管理费用         | 114    | 462    | 535    | 645    | 751    |
| 管理费用率        | 3.81%  | 4.78%  | 4.70%  | 4.80%  | 4.90%  |
| 财务费用         | (31)   | (24)   | (72)   | (104)  | (125)  |
| 财务费用率        | -1.03% | -0.25% | -0.63% | -0.77% | -0.82% |
| 投资收益         | 2      | 31     | 21     | 18     | 24     |
| 营业利润         | 62     | 977    | 1,369  | 1,636  | 2,033  |
| 营业利润率        | 2.08%  | 10.12% | 12.02% | 12.17% | 13.26% |
| 营业外收入        | 4      | 15     | 13     | 11     | 13     |
| 营业外支出        | 0      | 45     | 50     | 70     | 85     |
| 利润总额         | 66     | 947    | 1,332  | 1,577  | 1,961  |
| 所得税          | 3      | 19     | 29     | 43     | 46     |
| 所得税率         | 4.03%  | 2.05%  | 2.18%  | 2.75%  | 2.33%  |
| 少数股东损益       | (9)    | 62     | 78     | (5)    | 79     |
| 归属于母公司股东的净利润 | 73     | 866    | 1,225  | 1,539  | 1,837  |
| 净利率          | 2.43%  | 8.96%  | 10.75% | 11.45% | 11.98% |

**资产负债表 (百万元)**

| 指标名称          | 2017  | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 1,105 | 2,526  | 4,418  | 5,020  | 6,368  |
| 存货            | 74    | 2,215  | 2,585  | 3,002  | 3,324  |
| 应收账款          | 216   | 1,434  | 1,609  | 1,766  | 1,842  |
| 其他流动资产        | 601   | 2,490  | 2,807  | 3,190  | 3,511  |
| 流动资产          | 1,995 | 8,665  | 11,419 | 12,978 | 15,045 |
| 固定资产          | 116   | 207    | 204    | 200    | 193    |
| 长期股权投资        | 17    | 216    | 216    | 216    | 216    |
| 无形资产          | 47    | 2,856  | 3,856  | 4,772  | 5,415  |
| 其他长期资产        | 100   | 167    | 167    | 167    | 167    |
| 非流动资产         | 279   | 3,446  | 4,443  | 5,354  | 5,991  |
| 资产总计          | 2,274 | 12,111 | 15,862 | 18,332 | 21,036 |
| 短期借款          | 36    | 196    | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款          | 293   | 3,630  | 4,210  | 4,894  | 5,426  |
| 其他流动负债        | 222   | 2,354  | 2,592  | 3,033  | 3,461  |
| 流动负债          | 551   | 6,179  | 6,802  | 7,927  | 8,887  |
| 长期借款          | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债        | 4     | 258    | 258    | 258    | 258    |
| 非流动性负债        | 4     | 258    | 258    | 258    | 258    |
| 负债合计          | 555   | 6,437  | 7,060  | 8,185  | 9,145  |
| 股本            | 401   | 990    | 1,047  | 1,047  | 1,047  |
| 资本公积          | 678   | 3,641  | 5,567  | 5,567  | 5,567  |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,679 | 5,639  | 8,689  | 10,040 | 11,704 |
| 少数股东权益        | 40    | 35     | 113    | 108    | 186    |
| 股东权益合计        | 1,719 | 5,674  | 8,802  | 10,148 | 11,891 |
| 负债股东权益总计      | 2,274 | 12,111 | 15,862 | 18,332 | 21,036 |

**现金流量表 (百万元)**

| 指标名称         | 2017 | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 税前利润         | 66   | 947    | 1,332  | 1,577  | 1,961  |
| 所得税支出        | -3   | -19    | -29    | -43    | -46    |
| 折旧和摊销        | 31   | 2,260  | 2,364  | 2,859  | 3,260  |
| 营运资金的变化      | -141 | -509   | -154   | 12     | 47     |
| 其他经营现金流      | -14  | -3,056 | 19     | 33     | 46     |
| 经营现金流合计      | -60  | -377   | 3,531  | 4,437  | 5,269  |
| 资本支出         | -29  | -32    | -3,361 | -3,770 | -3,897 |
| 投资收益         | 2    | 31     | 21     | 18     | 24     |
| 其他投资现金流      | 267  | 1,074  | 0      | 0      | 0      |
| 投资现金流合计      | 241  | 1,074  | -3,340 | -3,752 | -3,873 |
| 发行股票         | 5    | 5      | 1,983  | 0      | 0      |
| 负债变化         | 36   | 342    | -196   | 0      | 0      |
| 股息支出         | -18  | -20    | 0      | -158   | -187   |
| 其他融资现金流      | -1   | -447   | -86    | 74     | 141    |
| 融资现金流合计      | 22   | -121   | 1,700  | -84    | -47    |
| 现金及现金等价物净增加额 | 203  | 576    | 1,892  | 602    | 1,348  |

**主要财务指标**

| 指标名称          | 2017   | 2018     | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率       | -7.32% | 223.77%  | 17.92% | 17.97% | 14.10% |
| 营业利润增长率       | 28.62% | 1473.22% | 40.12% | 19.49% | 24.28% |
| 净利润增长率        | 9.03%  | 1093.27% | 41.48% | 25.64% | 19.37% |
| 毛利率           | 22.72% | 37.04%   | 38.40% | 39.30% | 40.92% |
| EBITDA Margin | 2.20%  | 32.91%   | 31.13% | 32.27% | 32.72% |
| 净利率           | 2.43%  | 8.96%    | 10.75% | 11.45% | 11.98% |
| 净资产收益率        | 4.32%  | 15.35%   | 14.09% | 15.32% | 15.69% |
| 总资产收益率        | 3.19%  | 7.15%    | 7.72%  | 8.39%  | 8.73%  |
| 资产负债率         | 24.40% | 53.15%   | 44.51% | 44.65% | 43.47% |
| 所得税率          | 4.03%  | 2.05%    | 2.18%  | 2.75%  | 2.33%  |
| 股利支付率         | 27.64% | 0.00%    | 18.25% | 15.30% | 11.18% |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                            |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上        |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。