



Research and
Development Center

迎 5G 浪潮，深耕内容助力打造娱乐新生态

—— 芒果超媒（300413.sz）深度报告

2019年12月4日

程远 行业分析师

芒果超媒：迎 5G 浪潮，深耕内容助力打造娱乐新生态

2019 年 12 月 4 日

本期内容提要：

- ◆ **公司优质自制能力持续兑现，内容矩阵逐步完善。**2018 年完成重组后湖南广电将快乐阳光、芒果影视、天娱传媒等公司注入上市公司，目前公司有影视全产业链的生产能力。公司综艺自制能力强大，2019 年上半年上线 10 部 S 级综艺，艺恩播映指数排名第一，2020 年将推出 17 部 S 级自制综艺和 12 部自制综艺，继续保持综艺头部制作地位。剧集上公司联合华策、欢瑞等头部公司共同开发新剧集，逆势增加影视剧投资，并优化网络排播，明年平台剧集有望实现突破性增长。
- ◆ **公司拥有“一云多屏”全互联网终端渠道，在 IPTV/OTT 端相对其他视频平台有显著优势。**互联网视频平台“芒果 TV”处于第二梯队领头羊位置，截至 2019H1 会员数量 1501 万，随着平台自制能力不断增强，内容库逐渐扩充，预期会员数量仍将继续增长。在电视端，湖南广电授权快乐阳光经营 IPTV/OTT 业务，公司引入移动作为第二大股东，双方将在渠道内容和用户资源上协同合作，有望增加省内 IPTV 覆盖水平和省外点播量，提高运营商收入。
- ◆ **内容运营能力强于行业，定位清晰，变现模式持续拓展。**公司的内容可以通过会员、广告、运营商业务、内容分发等手段进行变现，变现方式丰富，在资产周转率和利润率上均高于行业均值。公司广告业务在 2019 上半年实现逆势增长，主要由于广告产品丰富多样与时俱进，在广告产品的设计上，公司发挥了传统媒体转型的优势，提出“人货场”的营销理念，开展“大芒计划”利用 KOL 带货实现广告全网二次传播，推进广告全案化提高品效合一程度，另外芒果 TV 内容定位清晰，用户偏年轻女性群体，广告转化率较强，强化其变现能力。
- ◆ **影视行业迎来上游成本的下降，视频平台会员价格有望逐步提高。**影视行业经历了税收调整、演员限薪之后，目前整体制作成本有所下跌，剧集价格有所下降，有利于公司成本端及现金流层面的压力减小。另外视频平台会员端价格有望缓慢提升，降低折扣，增加前端付费的占比，公司拥有的综艺 IP 资源丰富，内容矩阵逐渐完善，平台用户群体粘性较高，有望受益行业整体会员价格的提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 113.2、136.3、160.4 亿元，同比增长 17.1%、20.5%、17.7%，归属母公司股东的净利润分别为 11.73、15.52、18.30 亿元，同比增长 35.56%、32.26%、17.95%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 0.66 元、0.87 元和 1.03 元，对应 2019 年 12 月 3 日收盘价(31.22 元/股)的动态 PE 分别为 47 倍、36 倍和 30 倍，看好公司赛道的高成长性及公司娱乐生态的布局，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**会员提价，广告市场回暖，公司平台上线爆款独播剧集，IPTV/OTT 业务拓展进度超过预期。

证券研究报告

公司研究——深度报告

芒果超媒 (300413.SZ)



首次评级

芒果超媒相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

程远 行业分析师

执业编号：S1500519100002

联系电话：(010) 83326755

邮箱：chengyuan1@cindasc.com

王建会 联系人

联系电话：(021) 61678587

邮箱：wangjianhui@cindasc.com

公司主要数据 (2019.12.3)

收盘价(元)	31.22
52 周内股价波动区间(元)	34.15-18.83
最近一月涨跌幅(%)	14.82
总股本(亿股)	17.80
流通 A 股比例(%)	46.76
总市值(亿元)	556

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

◆ **风险因素：**会员价格的提高低于预期；宏观环境持续恶化，广告收入低于预期；上游要素价格上涨；影视投资风险；人才流失风险；业绩对赌不能完成风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,983.76	9,660.66	11,316.09	13,634.15	16,043.36
增长率 YoY %	-7.32%	223.77%	17.14%	20.48%	17.67%
归属母公司净利润(百万元)	72.54	865.57	1,173.34	1,551.83	1,830.36
增长率 YoY%	9.03%	1093.27%	35.56%	32.26%	17.95%
毛利率%	22.72%	37.04%	39.00%	39.80%	39.80%
净资产收益率 ROE%	4.40%	23.65%	16.27%	16.23%	16.27%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.49	0.66	0.87	1.03
市盈率 P/E(倍)	766	64	47	36	30
市净率 P/B(倍)	33.11	9.86	6.33	5.38	4.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2019年12月3日收盘价，2017年为重组追溯调整前数据

目录

投资聚焦	1
一、芒果超媒：国内优质稀缺互联网视频平台	3
1、公司概况：湖南广电旗下新媒体上市公司	3
2、财务分析：新媒体运营业务拉动收入快速增长	4
二、视频平台行业：付费仍有较大空间，行业将迎来成本拐点	7
1、长视频流量增长趋缓，但行业收入仍有较大增长空间	7
2、视频平台格局演变	10
3、行业边际变化：上游成本下降，市场下沉	11
三、公司业务：完善内容矩阵，打造全新芒果新生态	12
1、平台端：MPP 端芒果 TV 与 BAT 平台的差距在逐渐缩小	12
2、内容端：拥有头部综艺自制能力，发力剧集产业，完善内容矩阵	14
3、生态：优质资产注入，拥有全产业链生态圈	17
4、市场表现：广告逆势增长，用户和会员稳定扩张	21
四、竞争优势：拥有领先的内容自制能力和高效的内容变现效率	26
1、自制能力来源及可持续性	26
2、高效的内容变现效率	31
五、IPTV/OTT 业务：与中国移动深度合作，拥有全牌照运营资质	33
1、IPTV/OTT 行业介绍	33
2、IPTV/OTT 行业格局：有线电视用户下降加速，IPTV/OTT 需求有望提高	36
3、公司在 IPTV/OTT 业务上拥有内容和全牌照双优势	39
六、盈利预测、估值与投资评级	41
1、公司收入预测	41
2、其他假设条件	42
3、公司估值及评级	43
七、风险因素	43

表目录

表 1 2019 年上半年平台独播网络综艺排名	14
表 2 2019 年上半年芒果 TV 播出的 S 级综艺及类型	14
表 3 七月芒果 TV 平台新用户观看 TOP10	15
表 4 芒果 TV 与头部影视公司合作项目	16
表 5 2020 年芒果 TV 将推出的新剧场	16
表 6 芒果互娱 2015-2017 年收入构成	18
表 7 2015-2017 年芒果娱乐各业务收入情况	19
表 8 天娱传媒各业务收入情况	21
表 9 芒果 TV 会员业务收入测算	24
表 10 对付费会员收入的敏感性测算表	25
表 11 快乐阳光部分高管履历	27
表 12 2015-2017 年快乐阳光整体版权采购情况 (万元)	28

图目录

图 1 芒果超媒股权结构图	3
图 2 2016-2019Q3 公司营业收入 (百万元)	4
图 3 2018-2019H1 不同业务收入情况 (百万元)	5
图 4 2017-2019H1 各业务毛利率情况	5
图 5 2017-2019H1 新媒体运营业务毛利率	5
图 6 2016-2019Q1-3 归母净利润 (百万) 及增速情况	6
图 7 2018-2019 前三季度公司毛利率和净利率情况	6
图 8 2015-2017 年快乐阳光业绩情况 (亿元)	6
图 9 公司和爱奇艺营业成本占收入的比率对比	6
图 10 2018-2019Q3 公司现金流量情况 (百万元)	7
图 11 中国移动互联网活跃用户规模	7
图 12 主要视频平台 MAU 数 (万)	7
图 13 爱奇艺付费会员数量 (百万)	8
图 14 腾讯视频单片付费截图 (8 月 8 日中午)	8
图 15 爱奇艺付费率、MAU 和付费用户数 (百万)	9
图 16 爱奇艺单季付费用户增加数 (百万)	9
图 17 不同类型的媒体网络广告市场份额占比	10
图 18 互联网视频平台竞争格局	10
图 19 2019 年 3 月移动互联网各行业下沉用户渗透率情况	12
图 20 芒果 TV “一云多屏” 体系	12
图 21 芒果 TV 移动端月独立设备数和月度总有效使用时间	13
图 22 芒果 TV 在互联网公司中排名情况	13
图 23 2019 年 8 月互联网视频行业与芒果 TV 用户年龄画像	13
图 24 2019 年 8 月互联网视频行业与芒果 TV 用户性别画像	13
图 25 青春进行时剧场观众男女比例	15
图 26 青春进行时剧场观众年龄	15
图 27 2015-2017 年芒果互娱营业收入 (万元) 及增速	17
图 28 2015-2017 年芒果互娱归母净利润 (万元) 及增速	17
图 29 2015-2017 年芒果娱乐营业收入 (万元) 及增速	18
图 30 2015-2017 年芒果娱乐归母净利润 (万元) 及增速	18
图 31 2015-2017 年芒果影视营业收入 (万元) 及增速	20
图 32 2015-2017 年芒果影视归母净利润 (万元) 及增速	20
图 33 2015-2017 年天娱传媒营业收入 (万元) 及增速	20
图 34 2015-2017 年天娱传媒归母净利润 (万元) 及增速	20
图 35 2017-2019H1 公司会员收入 (百万元)	21
图 36 芒果 TV 剧集广告产品	22
图 37 芒果 TV DMP 系统	23
图 38 芒果 TV 线上用户消费能力	24
图 39 各平台线上中高消费水平用户占比	24
图 40 湖南广电改革历史	26
图 41 2014-2019H1 头部卫视收视排名情况	27

表 13 湖南台增资节目 vv 在芒果 TV 总 vv 中占比	28	图 42 芒果 TV “亲综艺” 节目制作路径	30
表 14 芒果 TV2020 年综艺片单	28	图 43 2019H1 芒果超媒和爱奇艺各项业务占比情况	31
表 15 芒果 TV2020 年剧集片单	29	图 44 公司和爱奇艺总资产周转率比较	32
表 16 湖南卫视工作室	30	图 45 公司和爱奇艺投入资本报酬率比较	32
表 17 16 家互联网电视内容服务牌照	35	图 46 2019H1 芒果超媒和爱奇艺各项业务占比情况	32
表 18 7 家互联网电视集成服务牌照	35	图 47 IPTV 产业链	33
表 19 OTT 电视内容服务产品点播排名	39	图 48 IPTV 二级播控架构	33
表 20 互联网平台运营收入预测	41	图 49 OTT TV 产业链	34
表 21 芒果超媒收入测算	42	图 50 OTT TV 播控架构	34
表 22 盈利预测各项费用率假设	42	图 51 2018Q4 我国电视收视格局	36
表 23 芒果超媒可比公司估值情况	43	图 52 2015-2018 年中国有线电视用户数量 (亿户)	36
		图 53 2015-2018 年 IPTV 用户数量 (亿户)	36
		图 54 2015-2018 年 OTT 用户数量 (亿户)	36
		图 55 2016-2018 年中国智能电视保有量及增长率	37
		图 56 2014-2018 年中国智能电视销量及增长率	37
		图 57 2016-2018 年中国智能电视联网率	38
		图 58 智能电视日均收看时长 (分钟)	38
		图 59 中国移动 5G 产品库	38
		图 60 2017-2019H1 运营业务收入 (百万) 及增速	40
		图 61 2015-2017 年 IPTV 基础包订阅情况	40
		图 62 2015-2017 年 IPTV/OTT 增值包订阅情况	40

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

过去十年中国互联网经历了从流量扩张到注重变现的转变，我国影视行业也经历了从资金大量涌入、剧集价格快速上涨、演员片酬飞速上升到监管税收规范、限制演员价格、开机量大幅下降的现状，而身处两者相交的互联网视频行业则受到了终端流量和上游供给的双重影响，但也在利用互联网的力量影响和改变着传统影视行业。

我国互联网视频行业正处于下游流量红利消减，上游生产要素价格有所下跌的拐点阶段，视频平台目前还没有但是未来可能掌握行业的定价权，平台以其资金和用户优势在向上游发展，目前平台在自制上最成熟的是综艺自制，另外平台还在发展艺人经纪和剧集的投资，未来有可能进一步控制上游成本。

用户正在逐渐接受为喜爱的内容付费。《陈情令》的单片付费让腾讯收入上亿，其他平台也在尝试高用户粘性的单片付费，但会员方面的折扣在逐渐缩小，价格有可能在未来 1-2 年内上调。

不同于其他平台前期依靠大量资本投入扩充流量，芒果 TV 作为传统媒体转型的新媒体公司，它依靠本身独一无二的综艺和剧集内容吸引原渠道（湖南卫视）用户，在内容的成本和流量变现之间寻找平衡，以精选战略扩充内容版权库，为自身的目标用户服务，而不是通过多品类的内容扩充更大种类的用户群。这种寻求极致 ROI 的经营策略使芒果 TV 成为我国第一个盈利的视频平台。

我国互联网视频的移动端流量接近天花板，但是收入空间依旧广阔，下一个收入驱动力是付费会员数量的增长和会员价格的提高，而不同于其他互联网平台的是，芒果 TV 在广告方面的竞争力依旧强势，2019 年 H1 实现了逆势增长，目前公司仍在进行广告产品的创新，提出“场人货”的营销理念，推出“大芒计划”最大化的利用 IP 内容影响力，并通过 KOL 在全网二次传播，与京东合作缩短购物决策流程，完成品效合一的广告目标。

目前我们认为芒果有以下竞争优势：1、强大且可持续的内容自制能力，2、传统媒体出身对广告变现的深刻理解（丰富而提前的广告产品布局），3、IPTV/OTT 的牌照优势，在大屏终端上的布局极有可能在 5G 时代完成超车。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 113.2、136.3、160.4 亿元，同比增长 17.1%、20.5%、17.7%，归属母公司股东的净利润分别为 11.73、15.52、18.30 亿元，同比增长 35.56%、32.26%、17.95%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 0.66 元、0.87 元和 1.03 元，对应 2019 年 12 月 3 日收盘价（31.22 元/股）的动态 PE 分别为 47 倍、36 倍和 30 倍，看好公司赛道的高成长性及公司娱乐生态的布局，给予“增持”评级。

核心假设及风险

- 1、会员价格的提高低于预期；
- 2、宏观环境持续恶化，广告收入低于预期；
- 3、上游要素价格上涨；

- 4、影视投资风险;
- 5、人才流失风险;
- 6、业绩对赌不能完成的风险。

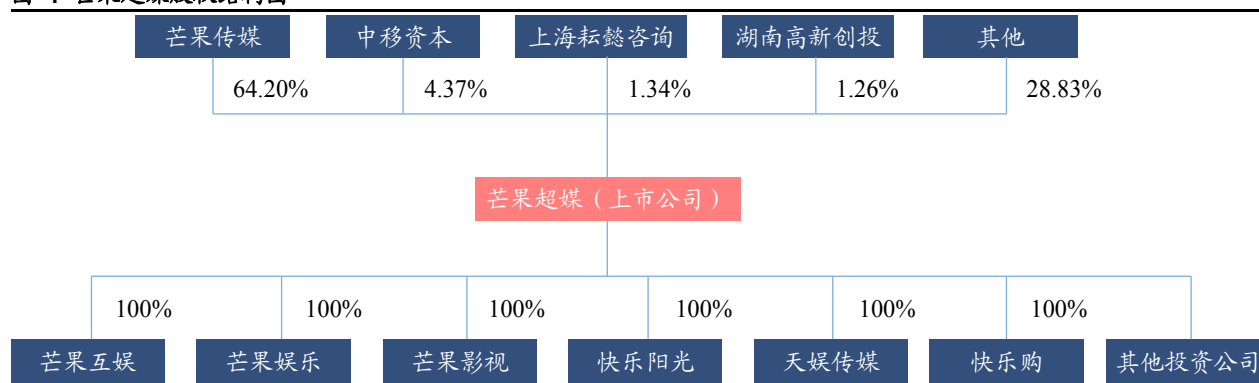
一、芒果超媒：国内优质稀缺互联网视频平台

1、公司概况：湖南广电旗下新媒体上市公司

芒果超媒是湖南广电旗下上市公司，芒果传媒目前持有公司 **64.2%** 的股份并拥有控制权，最终控制人为湖南广播电视台。公司前身为快乐购，主要从事电视购物等业务，2018 年快乐购完成重大资产重组，大股东芒果传媒将旗下五家公司（快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐）作为资产注入快乐购，重组完成后快乐购改名芒果超媒，同时大股东与上市公司签订协议，湖南卫视将其于 2018 年至 2020 年期间播出的独家电视节目的网络版权分别以 **4.51 亿元、4.96 亿元、5.46 亿元** 的对价出售给芒果 TV，2021 年之后芒果超媒对湖南卫视节目的版权享有优先购买权。

2019 年 5 月公司通过定向增发引入中移资本作为股东，目的是募集流动资金并联合移动扩充用户和渠道。中移资本是中国移动控股投资公司，2016 年 11 月成立，注册资本 200 亿人民币，主要负责为中国移动进行产业投资，投资项目包括青牛、小米、Ucloud、中航信等企业。本次定增完成后，中移资本持有芒果超媒 **4.37%** 的股权，成为公司第二大股东。电信运营商在用户和家庭入口方面有显著优势，芒果超媒需要中国移动的电信基础设施和用户渠道，电信运营商为防止被 OTT(over the top) 应用单纯管道化，也需要发展自身内容业务，预计中国移动将在电信增值服务和 IPTV/OTT 等业务上增加与芒果超媒的合作，也会在 5G 等前沿技术的应用上有深入合作。

图 1 芒果超媒股权结构图



资料来源：2019 年三季报，信达证券研发中心

公司目前业务主要包括新媒体平台运营业务、新媒体互动娱乐内容制作业务和媒体零售业务，其中新媒体平台运营业务收入为公司主要收入。公司完成重大资产重组后拥有了集艺人经纪、内容制作、播出平台在内的全影视行业产业链，且同一控制重组不存在合并后管理问题，优质资产有望拥有 1+1>2 的协同运营能力。

➢ 新媒体平台运营业务包括互联网视频业务（平台为芒果 TV）和运营商业务（OTT/IPTV 业务以及电信增值业务），该业务

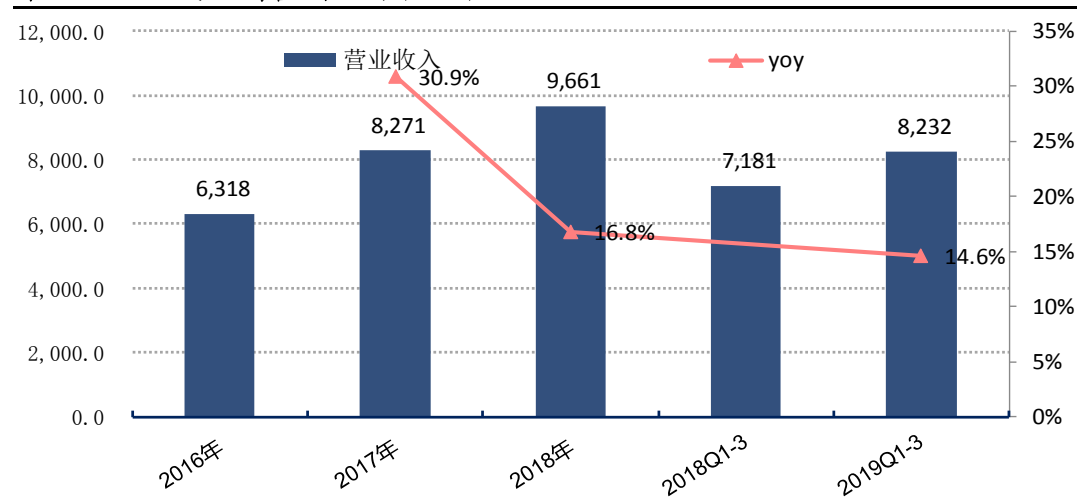
以芒果 TV 为核心平台，覆盖互联网全终端，包括 PC、移动、大屏（OTT/IPTV）等，公司拥有 OTT 播控平台牌照，IPTV 普通牌照（湖南省内）和增值业务牌照（全国），形成了“一云多屏+多屏联动”的终端战略部署。

- 公司新媒体平台运营业务的运营主体为快乐阳光，收入变现方式主要依靠会员和广告。会员业务属互联网增值业务范畴，会员用户可享受多种平台特权，比如免广告、观看会员视频以及其他会员权益，广告主要包括硬广和软广两部分，硬广主要是框内广告，比如视频前贴片广告、暂停广告、banner 广告等，软广主要包括视频植入广告，比如综艺植入广告等。
- 新媒体互动娱乐内容制作业务主要包括内容制作、版权运营、艺人经纪、内容投资，形成芒果超媒的内容库，由重组进入的快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐五家公司完成，其中快乐阳光进行综艺和影视的制作和采购、版权运营等，芒果互娱进行游戏 IP 授权、游戏代理发行、电竞赛事的运营及互动营销的技术支持（湖南卫视）和营销售卖，天娱传媒主要从事艺人经纪业务，专注青春偶像运营，芒果影视主要从事电视剧的出品，芒果娱乐则拥有影视行业全产业链，从事艺人经纪、影视投资、影视综艺制作等业务。

2、财务分析：新媒体运营业务拉动收入快速增长

公司目前处于高速成长期，总收入快速增长。2018 总营业收入 96.61 亿元，同比增加 16.8%，主要由于新媒体运营业务的快速增长，2019Q1-3 为 82.32 亿元，同比增加 14.6%，增速有所下滑主要基于两个原因，一方面媒体销售端收入由于结构性的调整有一定的下滑，另一方面由于节目排播的延后导致部分收入的确认延后。

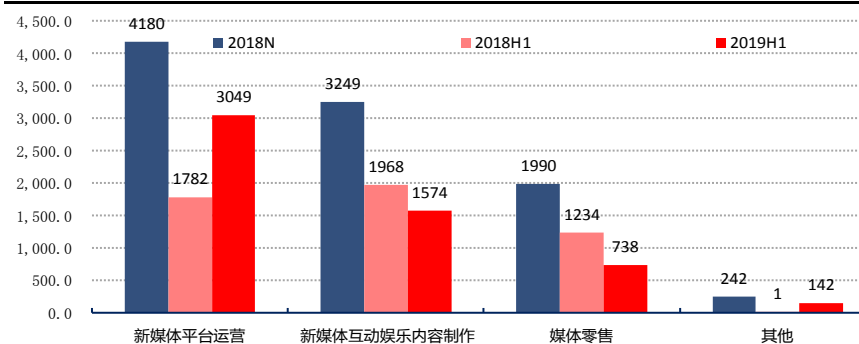
图 2 2016-2019Q3 公司营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分业务看，2018 年新媒体运营业务收入 41.80 亿元，占比 43.3%，贡献毛利 59.2%，新媒体互动娱乐内容制作业务收入 32.49 亿元，占比 33.6%，贡献毛利 36.2%，媒体零售收入 19.90 亿元，占比 20.6%，贡献毛利 15%。

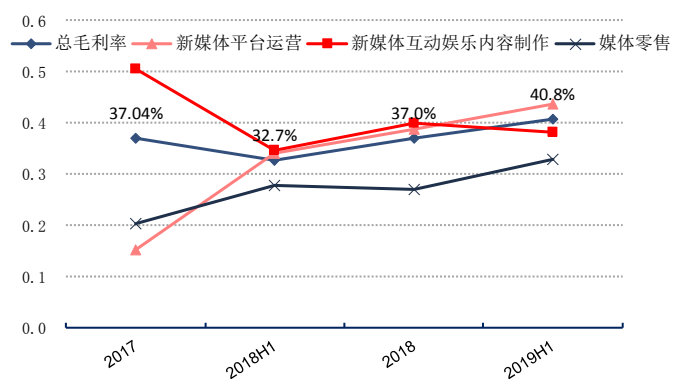
图 3 2018-2019H1 不同业务收入情况 (百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

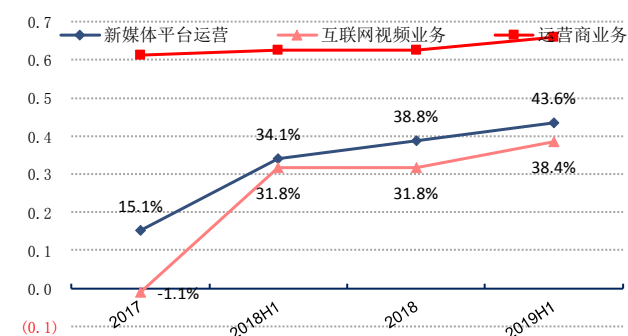
公司毛利率呈上升趋势，主要由于互联网视频平台业务毛利率上升。2017 年总毛利率较高主要由于内容制作业务毛利率较高所致，2018 年之后毛利率主要靠新媒体运营平台毛利率提高拉动，2019H1 总毛利率为 40.8%。其中新媒体运营平台毛利率提高主要由于互联网视频业务毛利率逐年提高，从 2018H1 起，MPP 端毛利转正并且安全边际逐年提高，说明公司对视频平台内容成本的有效控制，IPTV/OTT 端毛利率较高主要由于该部分业务成本不包括内容成本，仅包括渠道分成成本。

图 4 2017-2019H1 各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

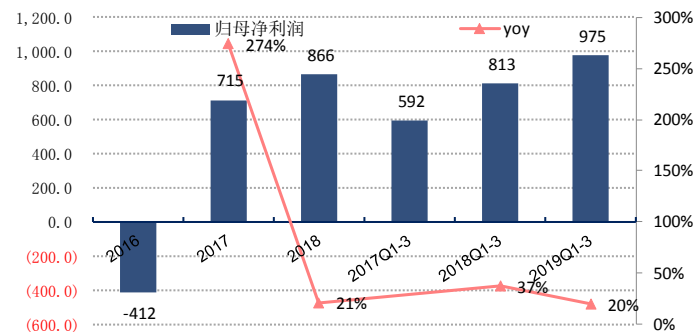
图 5 2017-2019H1 新媒体运营业务毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

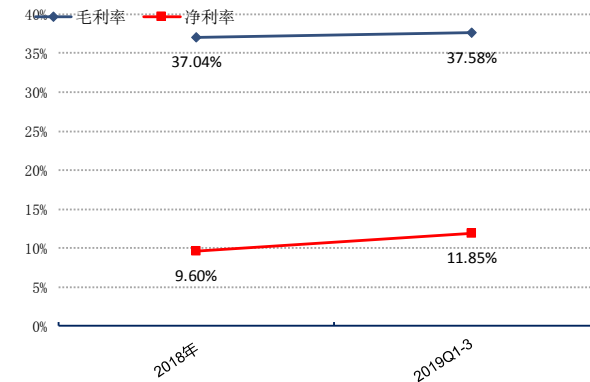
在业绩方面，盈利能力持续增强，互联网平台运营主体快乐阳光在 2017 年实现扭亏为盈，之后盈利能力持续增强，2018 年实现利润 8.66 亿元，同比增长 21%，净利率为 9.6%，2019 年前三季度净利润同比增长 20%，净利率为 11.85%。相比其他三大视频平台，公司率先实现盈利的原因是内容成本占比明显较低，公司内容更多来源于自制内容以及湖南卫视版权内容。

图 6 2016-2019Q1-3 归母净利润（百万）及增速情况



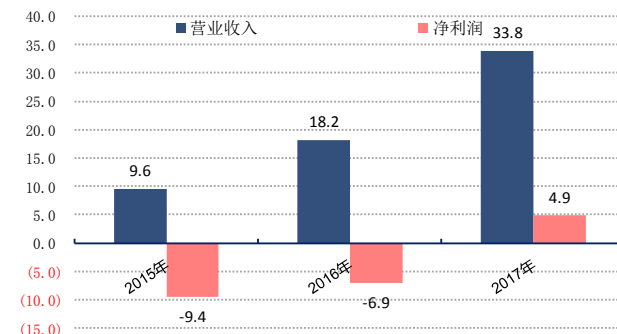
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7 2018-2019 前三季度公司毛利率和净利率情况



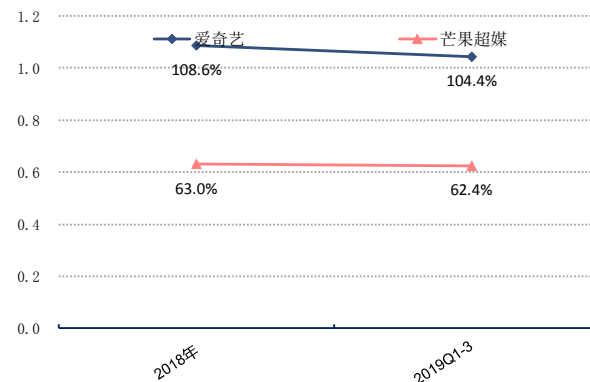
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8 2015-2017 年快乐阳光业绩情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9 公司和爱奇艺营业成本占收入的比率对比

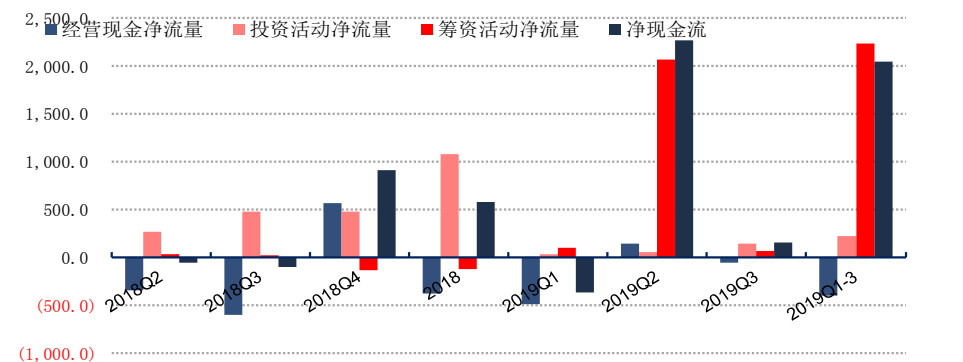


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司短期内现金充足，引入外部资本缓解现金流压力。从下图中看出，公司 2018 年之前经营现金流为负数，现金流量的亏空由投资现金流弥补，主要靠大量收回理财产品，2019Q2 公司引入中移资本作为外部投资者，通过筹资现金流缓解现金流紧张

状况，短期内公司无现金流压力。

图 10 2018-2019Q3 公司现金流量情况（百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

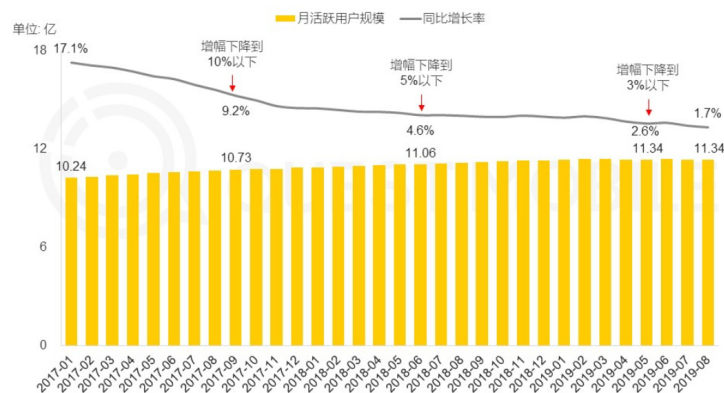
二、视频平台行业：付费仍有较大空间，行业将迎来成本拐点

1、长视频流量增长趋缓，但行业收入仍有较大增长空间

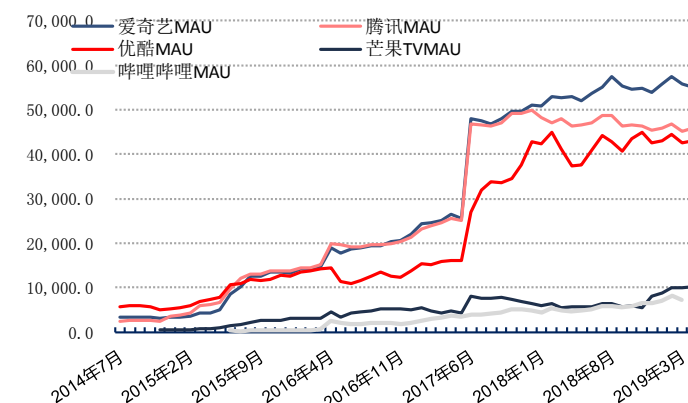
从 2018 年开始，中国互联网流量扩张减缓，整个互联网行业进入下半场，行业逻辑由流量增长驱动的拉新转向原有用户的促活。对视频平台行业来说，行业 MAU 增长缓慢，头部平台即将接近用户数量天花板，目前爱奇艺 MAU 的年增长率已达这个位数，视频平台的增长逻辑也由用户的数量扩张转化为用户付费的增加。

图 11 中国移动互联网活跃用户规模

图 12 主要视频平台 MAU 数（万）



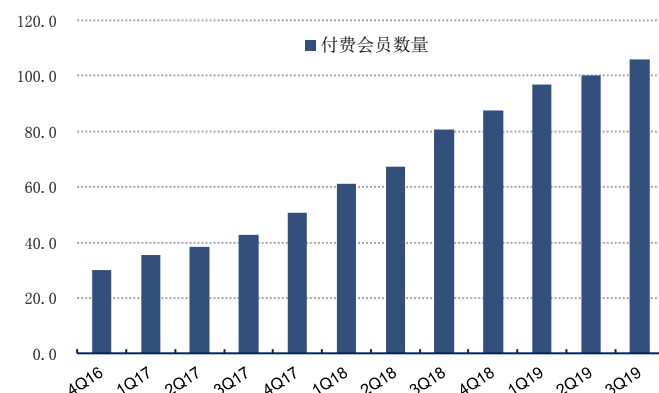
资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

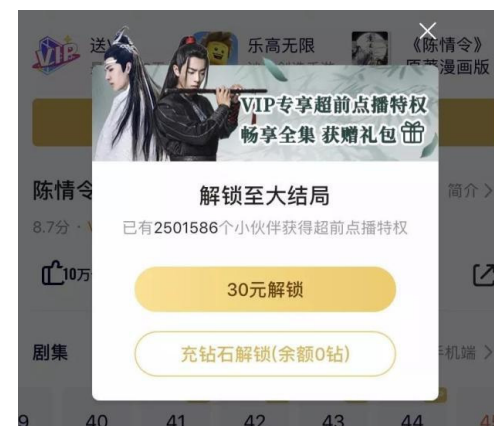
视频平台的收入结构在逐渐调整, 会员收入将成为主要收入来源。视频 APP 用户逐渐习惯为内容付费的商业模式, 从 2014 年爱奇艺开始推出订阅会员, 截至 2019Q3, 爱奇艺会员达到 1.058 亿人, CAGR 为 162%。目前行业的前向付费模式向单片付费扩展, 之前的单片付费对象主要是电影, 现在针对粉丝等对特定高需求内容进行单片付费, 比如腾讯视频对《陈情令》后五集结局定价 30 元付费提前播出, 若按正常排播一周之内播完, 订阅用户需要花费 20 元购买会员, 改成单片付费之后平台在会员付费基础上每用户多收取 30 元, 两天内付费人数超 250 万人, 腾讯视频在《陈情令》结局上获利超 7500 万。其他视频平台同样也在跟进, 芒果 TV《明星大侦探》IP 系列《NZND 破冰演唱会》会员需付费 3 元, 非会员付费 10 元, 腾讯视频《没有秘密的你》提前看需付费 18 元,《明月照我心》提前看需付费 12 元。

图 13 爱奇艺付费会员数量 (百万)



资料来源: 爱奇艺公司公告, 信达证券研发中心

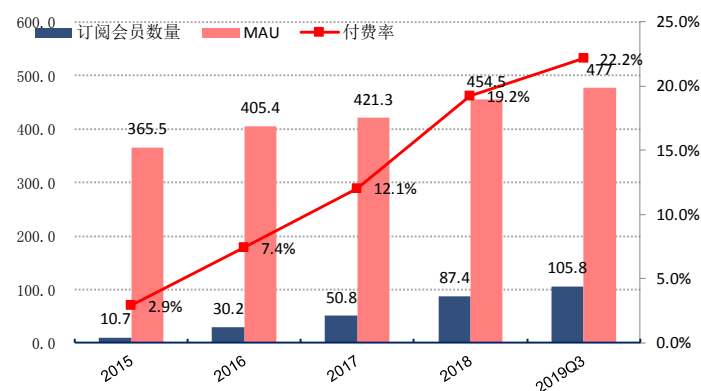
图 14 腾讯视频单片付费截图 (8月8日中午)



资料来源: “超级卡司”百家号, 信达证券研发中心

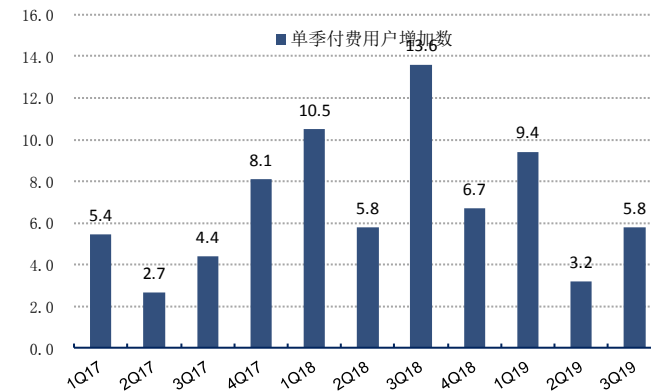
视频平台行业的总收入仍有增长空间，目前平台用户付费率仍然偏低。截至 2019Q3 爱奇艺付费率达到 22.2%，付费用户数突破一亿人，2019Q3 单季用户增长 500 万，增长有所放缓的核心原因主要在于 Q3 优质内容的缺乏，后续随着储备内容的陆续上线，会员增长有望持续保持较高量级。对比美国成熟市场，Netflix 付费率超过 90%，考虑到国内外商业模式的不同，海外视频网站收入纯靠会员收入并无广告收入为平台覆盖部分成本，商业模式更加类似传统有线电视，加之我国视频平台处于三足鼎立格局，我们认为国内的视频会员增长仍有空间，付费渗透率有望达到 30% 以上，预计爱奇艺、腾讯两家头部视频平台三年内会员数量有望超过 1.5 亿。

图 15 爱奇艺付费率、MAU 和付费用户数（百万）



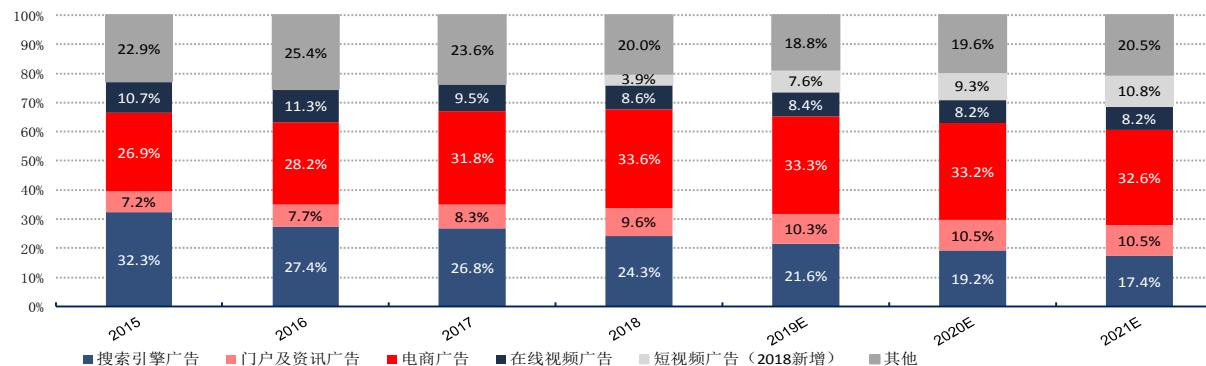
资料来源：爱奇艺公司公告，信达证券研发中心

图 16 爱奇艺单季付费用户增加数（百万）



资料来源：新浪财经，信达证券研发中心

广告上游受经济因素和短视频影响较多，未来看点在视频平台广告产品的创新和不同广告类型占比结构性的调整。在经济不景气时，上游广告主最先砍掉的就是品牌广告的收入预算，广告主投放更偏向于能带来实际收益的效果广告，这也是以爱奇艺为代表的长视频平台广告收入下降的主要原因，因长视频平台天生适合品牌广告的投放，比如 2014 年拼多多在品牌推广时期大多选择长视频平台作为主要投放地。除此之外短视频对广告份额的抢占也是影响因素之一，根据艾瑞的预测，2020 年短视频广告份额可能超过长视频平台。针对于此，长视频平台也正在广告产品上做出积极的改变，比如爱奇艺正在推广信息流广告，芒果 TV 广告则以策划见长，利用多种媒体融合提高广告转化效率，达到品效合一的效果。我们认为未来视频平台广告有望由贴片、信息流广告为主逐渐向内容植入等广告为主转移，且广告主品类将逐渐丰富化，随着经济景气度的提升，拥有头部流量的视频平台广告将率先受益。

图 17 不同类型的媒体网络广告市场份额占比


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2、视频平台格局演变

我国视频平台经历了反盗版、版权战到差异化竞争的三阶段，正在向提高 ROI 和生态竞争转变。目前我国视频平台形成了三梯队，第一梯队为爱奇艺、优酷和腾讯视频，分属 BAT 公司，一梯队在用户规模、付费用户数量和内容成本投入方面远高于二三梯队，MAU 平均在 5 亿，付费会员超 5000 万，形成了我国视频平台的三足鼎立模式，第二梯队为芒果 TV 和 Bilibili，两者在视频内容和用户群体方面与第一梯队有显著的差异性，主要采用精细化运营模式，MAU 平均在一亿，三梯队为 PP 视频、咪咕视频、乐视等，用户规模、内容储备等较小。

图 18 互联网视频平台竞争格局


资料来源：《2019 中国网络视听发展研究报告》，信达证券研发中心

- 2005 年-2009 年：2005 年我国有多个视频平台成立，比如乐视、56 网、土豆等，早期的视频平台鼓励用户上传视频，视频内容也主要是 UGC 内容，平台主要是管理者的角色，但由于制作视频的设备和技术手段限制，很多用户将影视剧内容搬运到视频网站上，盗版正版界限模糊，由于法律不健全等原因，平台并未对此进行管理，整个视频行业处于粗放

生长阶段。

- 2009年-2014年：网络视频行业用户大量增长，资本开始密集进入，意识到盗版带来的诉讼和平台之间恶性竞争问题，大多数视频平台开始购买视频版权，由UGC为主导的模式转变为PGC模式主导，但面向用户的收费还是以后向收费广告为主，用户不直接为内容付费。同时这一阶段终端以PC为主，手机视频平台APP仍处于用户拉新阶段。
- 2014年-2018年：资本进一步涌入造成钱多标的版权少的局面，主要视频平台版权大战开始，版权成本成倍上升，不参与版权竞赛的综合视频平台逐渐落后（比如搜狐视频），形成BAT背景的爱优腾三足鼎立的局面。与此同时视频平台开始探索自制内容实现平台内容差异化，2015年爱奇艺自制《盗墓笔记》取得空前反响，同年7月爱奇艺推出付费会员并对付费会员开放《盗墓笔记》全部剧集，开始进行更多变现方式的探索。之后优酷、腾讯视频跟进推出会员订阅付费模式，会员规模快速增加，版权付费时代来临。这一阶段终端以移动端为主，4G网络大幅降低视频观看门槛，移动端月活迅速上升，取代PC成为主要终端。

3、行业边际变化：上游成本下降，市场下沉

整个互联网视频行业在进入2018年下半年之后，出现流量增长缓慢，流量成本提高，资本进入更为谨慎，行业参与者由拉新转向促活的新局面。在经过一年的行业调整之后，站在目前时点，我们认为互联网长视频行业未来将逐步发生以下边际变化：

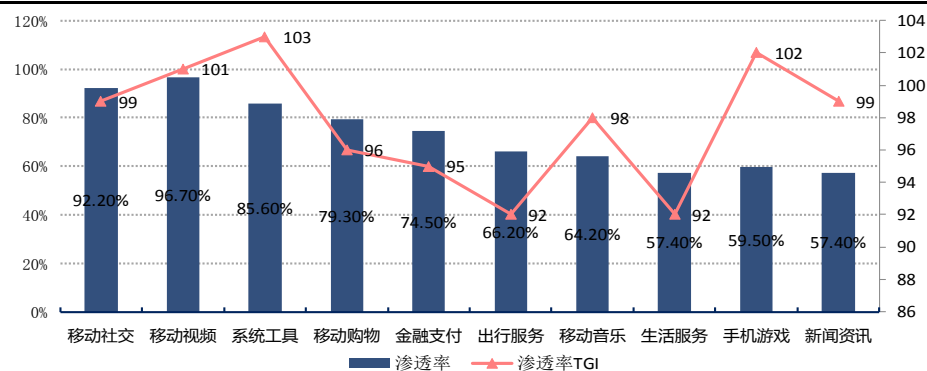
上游要素成本在下降，平台对整个上游制作端管控在加强，成本拐点有望出现。原因1：之前大量资本涌入导致资本多于人力，现在资本对盈利的期望加强，成本上升的条件已不再存在，目前演员薪酬已出现下降，头部演员成本从原来的8000万-1亿元下降到4000-5000万。原因2：视频平台在产业链中更加强势，平台出于成本考虑正在加紧参与艺人经纪布局，打通艺人孵化、剧集自制自播的产业链闭环，比如爱奇艺与刘天池表演工坊携手，启动演员培训“天鹅计划”，目前已上线定制剧《恋恋江湖》，以“实验网剧”模式挖掘新人，有望降低平台成本。

差异化的自制内容对平台愈加重要。单平台付费会员已突破一亿，用户付费意愿已得到培养，差异化内容成为用户对平台忠诚度的主要原因，尤其是正在兴起的单片付费模式更考验内容对用户的吸引力。

平台未来会员增量在下沉市场。下沉市场用户规模超6亿，占总互联网人口比重超过一半，使用人均时长超过非下沉市场用户，且增长更快，行业普遍认为下沉市场是下一个增长点。但目前来看长视频在下沉市场的用户增长速度不及短视频，抖音MAU超2亿，高于爱奇艺，下一步视频平台将在下沉市场挖掘新增流量，并提高付费用户规模。

图 19 2019 年 3 月移动互联网各行业下沉用户渗透率情况

注：根据 Questmobile 注释，渗透率
 $TGI = \text{某目标行业用户群体启动某个应用分类的月活跃渗透率} / \text{全网该应用分类的月活跃渗透率} * 100$

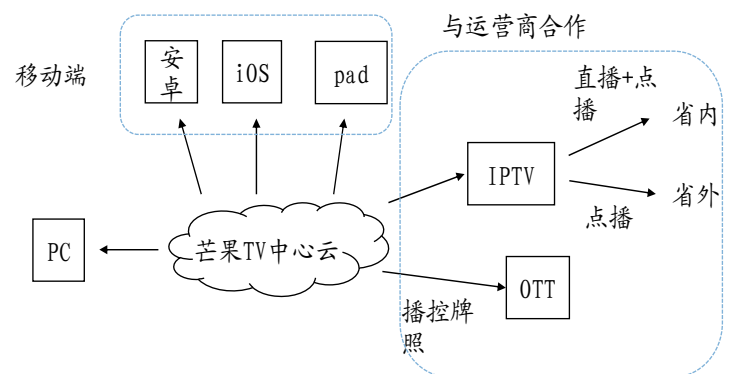


资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

三、公司业务：完善内容矩阵，打造全新芒果新生态

1、平台端：MPP 端芒果 TV 与 BAT 平台的差距在逐渐缩小

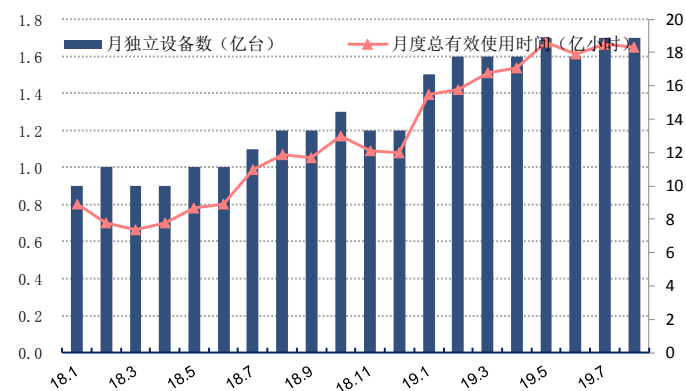
公司以芒果 TV 为核心平台，渠道覆盖互联网全终端，目前移动端用户数最多。公司构建起“一云多屏”总平台，覆盖手机（Mobile）、PAD、PC（三者合称 MPP）、TV、IPTV、OTT 全终端用户，并且拥有 OTT 播控平台牌照、IPTV 省内播控牌照和 OTT 内容服务牌照等稀缺牌照，形成了“一云多屏+多屏联动”的终端战略部署，建立起 APP、网络电视、内容生态三者相结合的新型主流媒体架构。

图 20 芒果 TV “一云多屏”体系


资料来源：信达证券研发中心

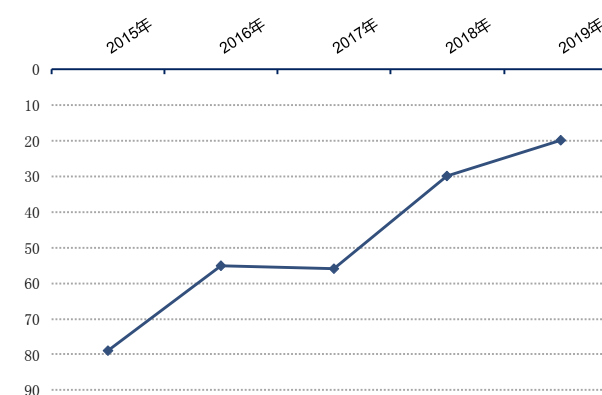
芒果TV流量增长方面显著高于行业，与BAT差距在逐步缩小。根据mUserTracker数据，截至2019年8月，芒果TV月独立设备数同比增长48.7%，月总有效使用时长同比增长54.1%，显著高于行业增速，成为行业流量全新增长极。2019年9月公司全平台日活突破7200万，作为由传统媒体平台转型而来的互联网公司，媒体融合成绩斐然，2019年芒果TV运营主体快乐阳光在全国互联网公司中排名20名，较去年上升10名，表现出芒果TV在行业中越来越重要的地位。

图 21 芒果TV移动端月独立设备数和月度总有效使用时间



资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心

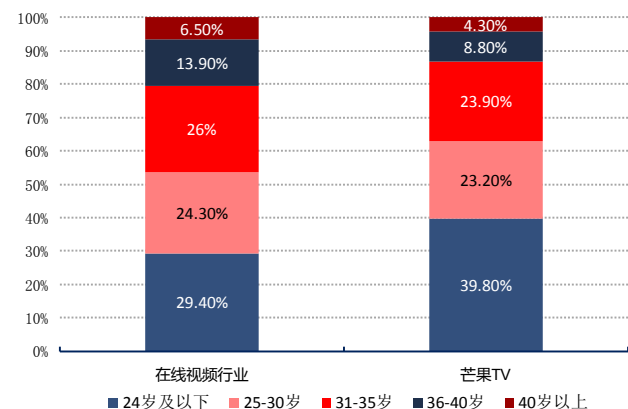
图 22 芒果TV在互联网公司中排名情况



资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心

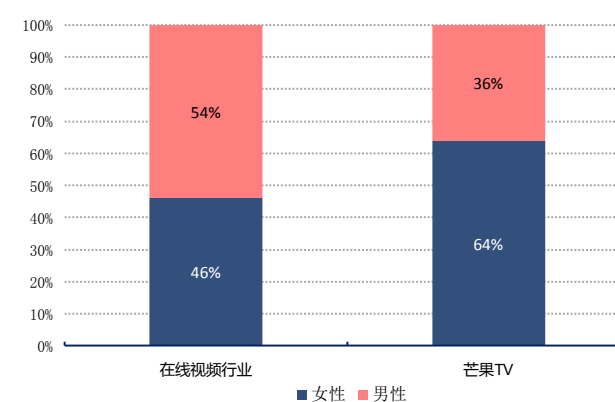
平台内容定位“青春、都市、女性”，女性和“Z世代”占比明显高于视频行业平均水平。在内容类型方面，公司在自制和精选购买的内容上均体现其差异化的内容定位，平台用户女性及年轻用户占比显著高于行业其他视频平台。

图 23 2019年8月互联网视频行业与芒果TV用户年龄画像



资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心

图 24 2019年8月互联网视频行业与芒果TV用户性别画像



资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心

2、内容端：拥有头部综艺自制能力，发力剧集产业，完善内容矩阵

综艺：爆款制作能力持续验证，头部内容播放量领先全网

公司自制综艺能力强大，网综在数量上和质量上均处于领先地位。根据骨朵数据，2019年上半年全网共推出网综49档，较上年减少13档，在竞争激烈程度加剧的环境下，芒果TV上半年共上线网综18部，其中S级网综10部。在质量上，芒果TV网综艺恩播映指数全网领先，讨论量排名靠前并多次登顶热搜。

表 1 2019 年上半年平台独播网络综艺排名

序号	平台名称	网综数量	均值观看度	均值播映指数
1	芒果 TV	18	42.32	35.54
2	平台 A	10	35.54	36.49
3	平台 B	21	41.22	35.38
4	平台 C	42	36.23	32.78

资料来源：艺恩，信达证券研发中心

芒果TV综艺类型上丰富多样，题材创新能力强，经常引领新品类综艺节目热潮。芒果TV综艺题材有不同与市场其他主体的独特风格，《爸爸去哪儿》开创亲子类综艺潮流，《我家那闺女》带领行业迎来情感观察类综艺的井喷，《明星大侦探》+《密室大逃脱》为国内首个探案侦查类综艺，差异化让芒果TV成为不同于BAT视频平台的独特一级，2019年上半年芒果TV自制网综前台播放量全面迈入10亿+，在版权交换市场也成为了市场硬通货。

表 2 2019 年上半年芒果 TV 播出的 S 级综艺及类型

综艺名称	综艺类型
明星大侦探	悬疑、探案
密室大逃脱	悬疑、密室
野生厨房	美食、野外
妻子的浪漫旅行	观察、夫妻关系
哈哈农夫	生活体验
我最爱的女人们	观察、婆媳关系
童言有计	成长、观察、脱口秀
女儿们的恋爱	观察、父女关系
少年可期	师徒关系、体验
新生日记	孕期观察

资料来源：芒果TV广告资源手册，信达证券研发中心

在“亲综艺”制作方面，芒果 TV 已经占据先发优势。《爸爸去哪儿》开辟了我国情感观察类节目的先河，芒果 TV 之后不断推陈出新，IP 化、系列化趋势明显，芒果官方广告手册上数据显示，《妻子的浪漫旅行》两季播放量达 46 亿（仅含芒果 TV 端数据），《女儿们的恋爱》第一季播放量达 13 亿，之后又相继推出了《我最爱的女人们》、《新生日记》、《一路成年》等微观观察真人秀节目，芒果 TV 在核心 IP 上不断加大竞争壁垒。

剧集：聚焦精品青春剧，播映符合市场规律

芒果 TV 剧集类型以青春偶像剧为主，聚焦年轻人成长空间。平台的偶像甜宠剧已成为行业标杆，2019 年上半年平台独播剧《陪你到世界之巅》总播放量 21.9 亿，黑马剧《奈何 boss 要娶我》20 集总播放量 13.8 亿。同时平台无缝衔接湖南卫视，网罗一线卫视大剧，扩充版权装备，版权剧包括 S 级台网大剧《我们都要好好的》、《少年派》、《流淌的美好时光》无缝衔接平台受众类型，IP 大剧《山月不知心底事》《青春斗》未播先热，精选剧集的高质量充分展示了平台选剧能力。

表 3 七月芒果 TV 平台新用户观看 TOP10

新用户观看	UV%	7 月上榜周数
《向往的生活》第三季	11%	3
《少年派》	10%	4
《大宋少年志》	10%	3
《奋斗吧，少年》	9%	1
《陪你到世界之巅》	9%	4

资料来源：芒果 TV 广告资源手册，信达证券研发中心

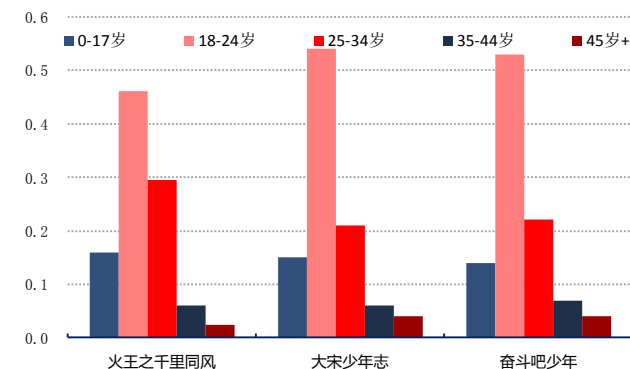
排播上与湖南卫视无缝衔接，青春进行时剧场为行业内首个台网剧场，有利于平台强化品牌和流量导入。青春进行时剧场集结了湖南卫视超一流的挑剧能力，《楚乔传》、《花千骨》、《古剑奇谭》、《漂亮的李慧珍》、《新流星花园》等爆款剧集均出自本剧场，该剧场 2015-2017 年全国网蝉联同时段第一，2018 年省级卫视全国第一，每年平均的观众规模高达 6 亿，网台联动有利于芒果 TV 无缝衔接湖南卫视的累积观众，强化芒果 TV 品牌影响力。

图 25 青春进行时剧场观众男女比例

图 26 青春进行时剧场观众年龄



资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心



资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心

背靠芒果生态,在剧集制作运营方面使用生态内艺人等制作资源,完成全生态的联动。芒果TV联动芒果影视、芒果娱乐、天娱传媒等生态内影视制作工作,从制片投资、剧集选角再到后期宣传、播放、流量营销等各个方面均可在芒果体系内完成,从该意义上讲,芒果在细分领域对上游要素的强把控能力较BAT平台形成更早。

公司逆势进入影视产业上游,已成为市场上最大的影视剧投制方。2017-2019年期间,芒果TV一方面大力扩张自制剧板块,全力孵化自有IP影视化,孵化芒果超媒自家艺人演员,另一方面加大影视剧投资与IP生产制作,在行业内与多家头部影视公司开启战略合作,如观达影视、华策影视、欢娱影视、欢瑞世纪、完美影视等,搜罗一手优质大剧项目。

表 4 芒果TV与头部影视公司合作项目

战略合作方	合作出品作品
华策影视	《都是好时光》《八零90》《下一站是幸福》《以家人之名》《我和我们在一起》
完美影视	《千屿千寻》《忽而今夏》

资料来源:芒果TV广告资源手册,信达证券研发中心

2020年平台剧集将在巩固核心圈层基础上扩展更丰富题材,辐射更广用户,编播升级强化,全面启动“418”编排模式。芒果TV将布局都市、悬疑、古装仙侠等多元大剧,同时继续深耕互动剧内容创新,2019年推出首个综艺IP衍生“互动微剧”《明星大侦探之头号嫌疑人》,豆瓣评分破9,共2.5亿视频观看量,2020年将全新升级互动剧交互玩法,推出以《头号嫌疑人2》为代表的多部互动剧。在编播上将打造四大剧场,每季度编播至少一部S级剧集,确保全年平台流量的持续稳定增长。

表 5 2020年芒果TV将推出的新剧场

新剧场	剧场定位
金芒大剧场	台网联动的“新高位巅峰牌”。精挑一线卫视头部剧集,每季度爆款搞定,台网的“高

	峰”+网剧的“高原”时间段的线性交叉，定时的排播模式，构建稳固占领的高位矩阵。
青芒鲜剧场	芒果出品的“新青春厂牌”——30 部定制网剧蓄势待发，以青春偶像剧作为主打，增加都市现实、古风、悬疑等内容类别，通过多元化剧目拓展受众，开辟出周间的次黄金档，培养出专属芒果的青春“好时段”
亚泰剧场	周五至周日晚海外剧场的“新蓝海能量牌”。拓宽用户，输出优质内容、海外内容，打造最强周末场，构建出全新的海外爆款剧场板块。
互动剧场	周三周四的“互动轻松牌”将会持续续航，全面拉动年轻用户，加强参与感。而每晚零点的“时代价值牌”将继续弘扬平台正能量，聚焦大屏熟龄用户。

资料来源：芒果 TV 广告资源手册，信达证券研发中心

3、生态：优质资产注入，拥有全产业链生态圈

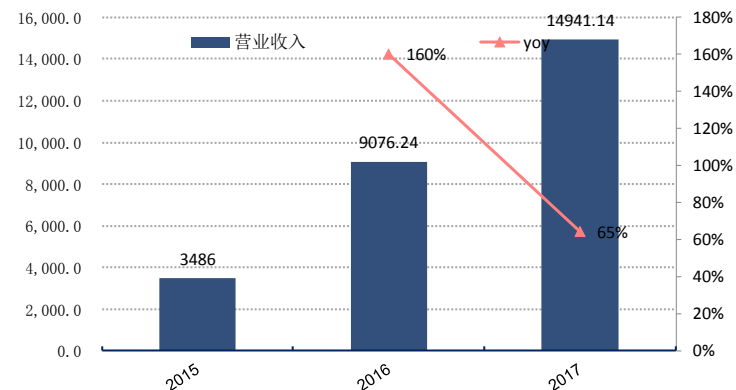
优质资产注入上市公司后，芒果超媒形成了以芒果 TV 平台为核心，拥有影视制作、艺人经纪、游戏开发、广告营销、终端播放渠道于一体的全产业链生态体系。

芒果互娱主营业务为游戏业务和互动营销业务。游戏业务包括游戏 IP 合作、游戏研发和游戏发行，产品涵盖移动单机游戏、移动网络游戏、网页游戏等，游戏 IP 合作授权模式为最主要的游戏业务，公司主要收取授权保底费和流水分成费用，游戏 IP 的来源主要是芒果体系内的原有 IP，比如综艺类的《爸爸去哪儿》、影视类的《宫》等。互动营销业务为湖南卫视和其他电视制作互动广告产品，比如电视端的“摇一摇”产品、制作移动端 H5 互动界面等。

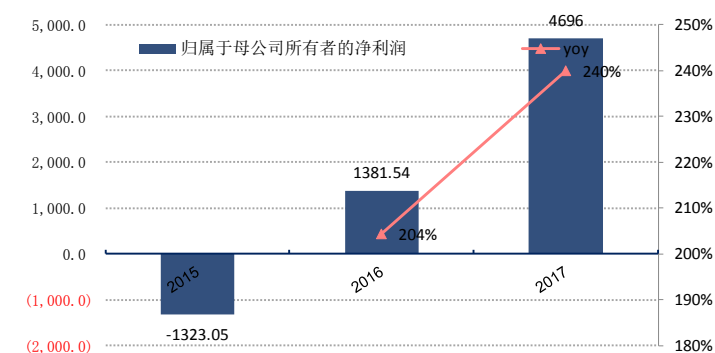
2015-2017 年，芒果互娱收入利润持续增加。2017 年芒果互娱总收入达到 1.5 亿元 (yoy+65%)，归母净利润 4696 万元 (yoy+240%)，净利率为 31.43%。其中游戏业务贡献公司的主要收入，其次是互动营销业务，2017 年游戏业务占比达到 53.2%，互动营销业务占比为 15.2%。

图 27 2015-2017 年芒果互娱营业收入 (万元) 及增速

图 28 2015-2017 年芒果互娱归母净利润 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 6 芒果互娱 2015-2017 年收入构成

	2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
游戏业务	7948.23	53.2%	5941.69	65.5%	1132.42	32.5%
互动营销业务	2269.95	15.2%	1868.8	20.6%	1512.28	43.4%
增值业务	2375.54	15.9%	947.7	10.4%	841.3	24.1%
其他业务	2347.43	15.7%	318.05	3.5%	-	-
合计	14941.14	100.0%	9076.24	100.0%	3486	100.0%

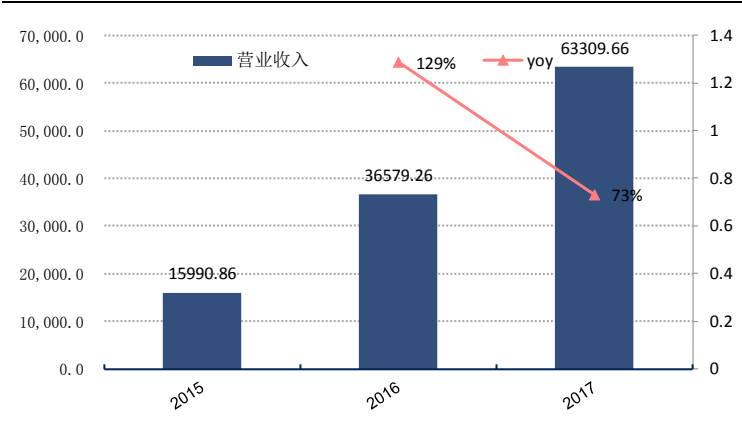
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

芒果娱乐为专业的全媒体娱乐内容制作公司, 主营业务包括电视剧业务、综艺节目业务和艺人经纪业务, 为各大视频网站及卫视频道提供内容产品。芒果娱乐的主要影视剧作品有《欢喜密探》、《我们的少年时代》、《青春最好时》、《别那么骄傲》等。

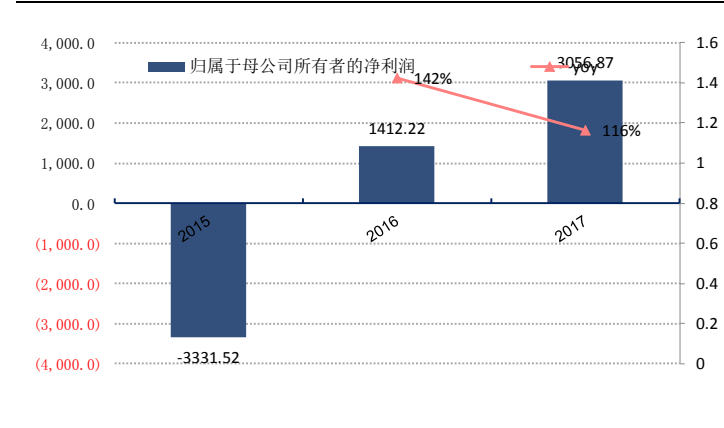
2015-2017 年芒果娱乐业绩稳健增长, 电视剧及衍生业务贡献主要收入。2017 年芒果互娱实现营业收入 6.33 亿元 (yoy+73%), 实现归母净利润 3057 万元 (yoy+116%), 净利率为 4.8%, 其中主要收入来自于电视剧业务, 2017 年该业务收入占比 70%。

图 29 2015-2017 年芒果娱乐营业收入 (万元) 及增速

图 30 2015-2017 年芒果娱乐归母净利润 (万元) 及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 7 2015-2017 年芒果娱乐各业务收入情况

	2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
屏幕节目	6200.97	9.8%	8465.08	23.1%	8200.1	51.3%
电视剧及衍生	44335.11	70.0%	20654.96	56.5%	4703.36	29.5%
电影及衍生	87.08	0.1%	26.12	0.1%	-	-
节目及衍生	6721.52	10.6%	4865.98	13.3%	2056.59	12.9%
艺人经纪	5964.97	9.4%	2567.07	7.0%	1011.75	6.3%
合计	63309.66	100.0%	36579.22	100.0%	15971.79	100.0%

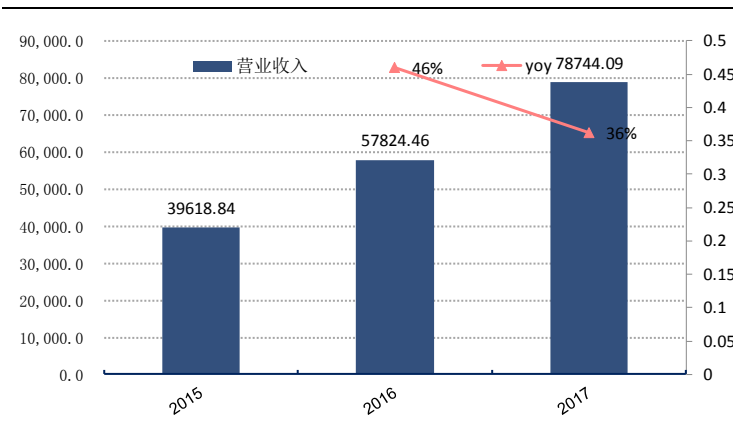
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

芒果影视原为湖南台的影视剧生产主力，内容生产以精品青春剧为品牌特色，专注精品影视剧的投资、制作、发行。影视剧业务方面，芒果影视以主投主控模式为主，既参与组织生产，也参与剧目的投资制作，作品主要有《宫》、《宫锁珠帘》、《风华正茂》、《爱的妇产科》《旋风少女》、《漂亮的李慧珍》等，芒果影视为湖南卫视“青春进行时”定制栏目剧场唯一生产组织方和资源协调方。

目前芒果影视已形成具备项目、编创、发行、商务、宣传、版权、技术、财务、艺人等各方面职能的完整运营架构，拥有专业的影视剧创作生产团队和宣传策划团队以及完善的发行渠道、完备的技术设备、成熟的拍摄基地，打造了国内首家室内影视拍摄基地“芒果 STUDIO”，能够自主制作完成各类题材的影视剧，也能够围绕 IP 进行全产业链生态开发。

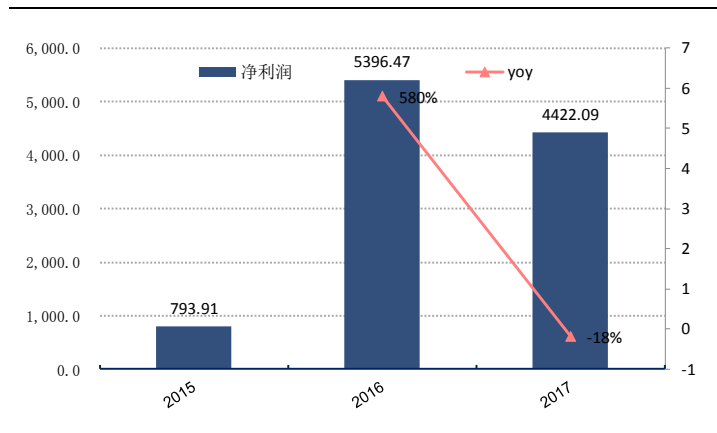
芒果影视销售收入 90%以上来源于电视剧收入，2017 年影视利润率有所下滑。2017 年实现营业收入 7.87 亿元 (yoy+36%)，净利润 4422 万元 (-18%)，净利率为 5.62%，上年净利率为 9.33%，同比下降 3.71 个百分点。

图 31 2015-2017 年芒果影视营业收入 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 32 2015-2017 年芒果影视归母净利润 (万元) 及增速



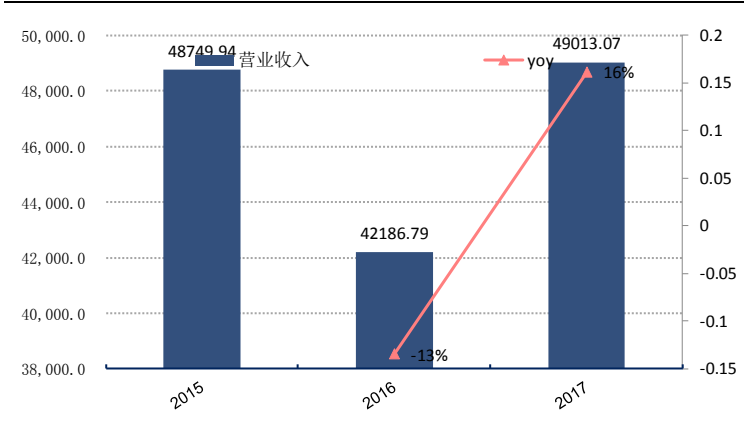
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

天娱传媒是大型青年偶像娱乐公司，主要业务包括艺人经纪、节目及影视剧制作业务、其他无线增值授权业务，推出过《超级女声》《快乐男声》和《快乐女声》等选秀节目，以打造青春偶像的艺人经纪业务为核心发展方向，拓展至影视及综艺节目产业，旗下签约艺人包括华晨宇、欧豪、白举纲、张新成、范世琦、武艺等知名艺人。

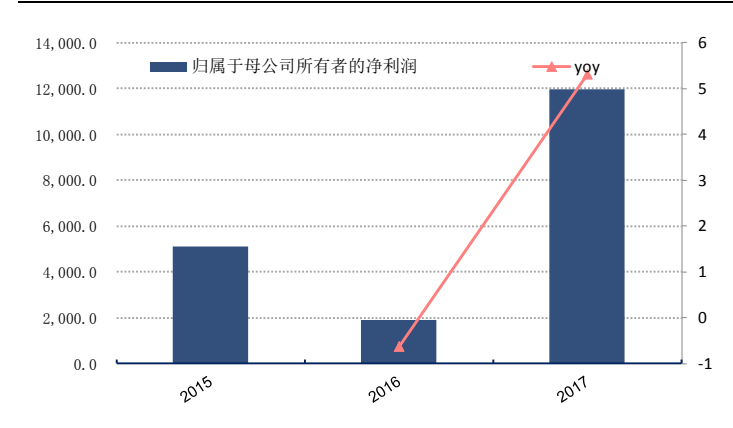
艺人经纪业务和节目及影视剧制作业务贡献主要收入。2017 年天娱传媒实现总收入 4.9 亿元 (yoy+16%)，实现归母净利润 1.2 亿元 (yoy+531%)，净利率为 24.45%，其中艺人经纪和节目及影视剧制作业务贡献收入超 90%。

图 33 2015-2017 年天娱传媒营业收入 (万元) 及增速

图 34 2015-2017 年天娱传媒归母净利润 (万元) 及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 8 天娱传媒各业务收入情况

	2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
艺人经纪	25720.03	52.5%	16331.84	38.7%	21137.55	43.4%
其他无线增值授权	4691.34	9.6%	5154.33	12.2%	678.91	1.4%
节目及影视剧制作	18568.51	37.9%	20544.53	48.7%	26803.24	55.0%
其他	33.2	0.1%	156.1	0.4%	130.25	0.3%
合计	49,013.07	100.0%	42,186.79	100.0%	48,749.94	100.0%

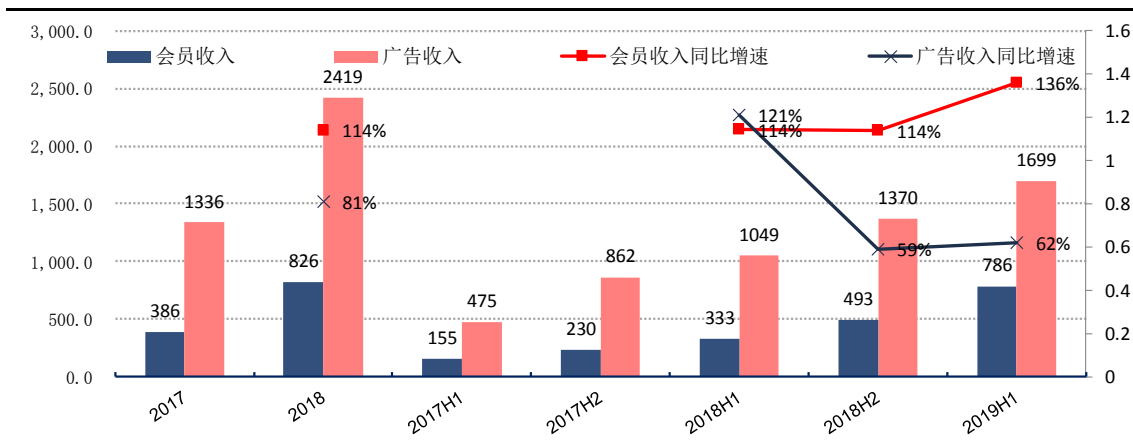
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4、市场表现：广告逆势增长，用户和会员稳定扩张

广告业务：

芒果 TV 基于独特的内容和特点鲜明用户群体，广告收入逆势上扬。尽管 2019H1 视频平台广告增速放缓或有所下降，公司仍保持 62% 的同比增速，其中品效广告收入占比超 70%，品牌广告投放数近 200 个，同比增长 14%，说明广告主看好芒果 TV 内容在特定用户中的影响力和变现水平。

图 35 2017-2019H1 公司会员收入和广告收入 (百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

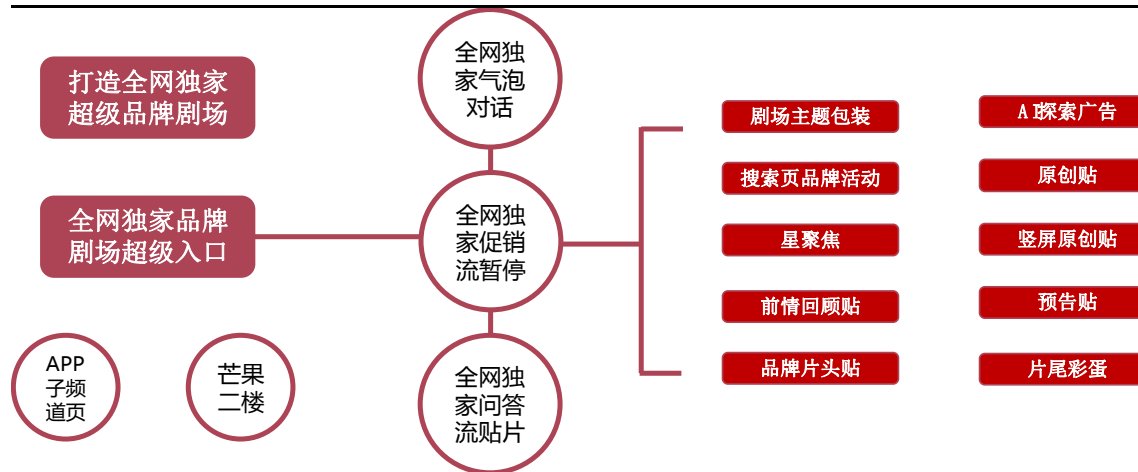
我们认为芒果 TV 广告业务逆势上扬的原因主要有以下几点：

芒果 TV 软广占比较高，不受会员增长的影响。软广主要指植入广告，综艺为植入广告的主要内容载体，芒果 TV 行业领先的综艺制作能力保证了广告载体的质量和数量，渠道能力保证了广告流量。对硬广来说，会员的免广告权益直接导致片前贴片广告的库存相对下降，而软广则不受此限制，随着公司综艺内容的播放量和关注度的增加，每年招商金额中占大比例的软广收入也在增加。

芒果 TV 不断更新营销技术，丰富广告产品。

- **综艺广告植入方面，节目制作团队拥有内容营销的强大策划能力。**在节目制作过程中广告与综艺内容结合方式增加沉浸感，在节目外运用微博热搜、活动参与等方式不间断进行品牌的曝光等方式提高广告效果，达到品效合一的广告效果。比如在《明星大侦探》中，节目组将广告品牌 OPPO 以“探案神器”的角色融入至剧情之中，对品牌进行反复高频曝光强化效果，成为了 3C 营销的标杆案例。
- **剧集广告方面，芒果通过超级品牌剧场模式分散 IP 选择风险。**对单一 IP，芒果通过大剧 IP+明星短期代言+线上线下联动方式挖掘剧集商业价值，同时提供品牌剧场模式，可以供品牌选择某一题材、时间集中推广，在 1-2 个月内集中覆盖，解决单一资源曝光零散问题。

图 36 芒果 TV 剧集广告产品



资料来源：芒果TV广告资源手册，信达证券研发中心

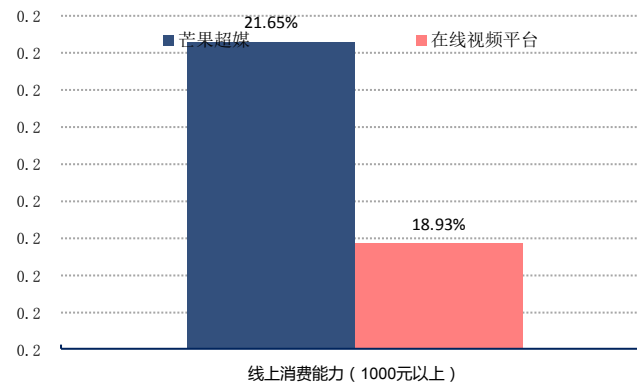
- 在新技术的应用方面，芒果升级了 DMP 数据中心，能够定位更准确的人群。2019 年初，芒果将内容推送模式由人工编辑转向人工智能分发和编辑推荐相结合的模式，使人均 VV 提高超 20%，人均观看市场提升 6.08%，首页点击转化率提升超 50%，与内容分发效率提高的是广告分发的高效转化，芒果升级了 DMP 数据中心，对用户特征标签分类更加精准，有助于提高广告转化率。

图 37 芒果 TV DMP 系统

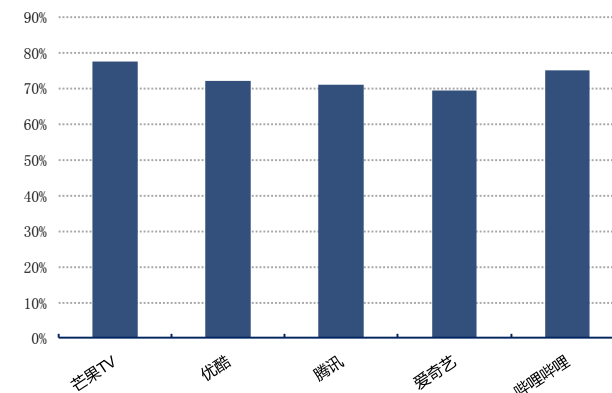


资料来源：芒果TV广告资源手册，信达证券研发中心

芒果 TV 本身差异化的用户群体让广告的投放更有针对性，变现效率更高。平台拥有高比例的女性和年轻群体用户标签，根据 Questmobile 数据，芒果 TV 为 Z 世代偏好 APP 榜第五名，为女性偏好 APP 榜第四名，并且芒果用户中高消费能力用户占比高于行业平均水平，因此平台吸引了 3C、美妆、母婴、旅行、食品饮料等众多品类的广告主。

图 38 芒果 TV 线上用户消费能力


资料来源：芒果 TV 广告资源手册，信达证券研发中心

图 39 各平台线上中高消费水平用户占比


资料来源：芒果 TV 广告资源手册，信达证券研发中心

会员业务：

会员数量直接反应用户对内容的认可度，随着公司版权库的不断扩大，公司会员业务收入快速增长。截至 2019H1 芒果 TV 付费会员达到 1501 万，较年初增长 426 万，DAU 均值为 4736 万，较去年同期增长 1179 万。经测算，平台单用户付费在 2018 年为 108.2 元，2019H1 为 61.02 元。我们对公司 2019、2020 年收入做如下测算：

假设一：基于公司在内容方面的独特优势，预期 2019 年末会员达到 1800 万 (yoy+67.4%)，2020 年末会员 2400 万 (yoy+33.3%)；

假设二：公司维持目前会员价格和折扣，单用户付费为 108.2 元/年；

测算得出会员收入预期在 2019 年为 15.55 亿元 (yoy+88.3%)，2020 年为 22.72 亿元 (yoy+46.1%)。

2016、2017 年 ARPU 值为各月相加的真实值，2018 年之后 ARPU 值为会员收入*2/(期初会员数+期末会员数)。按此方法计算 2016、2017 年 ARPU 值小于真实值，因会员增速递增。

表 9 芒果 TV 会员业务收入测算

	2016	2017	2018	2018H1	2019H1	2019E	2020E
会员收入 (万元)	16979	38589	82581	33305	78600	155540	227223
yoy		127.3%	114.0%		136.0%	88.3%	46.1%
会员人数 (万)	191	451	1075	601	1501	1800	2400
yoy		136.4%	138.1%		149.8%	67.4%	33.3%
ARPU	180	141	108.20	63.29	61.02	108.20	108.20

DAU (万)	2869	3588	3557	4736
---------	------	------	------	------

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心测算

敏感性分析:

假设 1: 假设 2019 年 ARPU 值与 2018 年持平, 2020-2021 年 ARPU 值年平均增长率分别为 0%、10%、20%, 分别对应悲观、中性和乐观预期;

假设 2: 对付费会员人数的悲观预期为 2019 年 1700 万、2020 年 2300 万、2021 年 2800 万人, 中性预期为 2019 年 1800 万、2020 年 2400 万、2021 年 2900 万人, 乐观预期为 2019 年 1900 万、2020 年 2500 万、2021 年 3000 万人;

表 10 对付费会员收入的敏感性测算表

2018 年			
ARPU (元)	108.2	付费会员人数 (万)	1075
ARPU 增长率	会员人数 (万)		
2019 年			
会员收入	1700	1800	1900
0%	150130	155540	160950
2020 年			
会员收入	2300	2400	2500
0%	216403	227223	238043
10%	238043	249945	261848
20%	259683	272668	285652
2021 年			
会员收入	2800	2900	3000
0%	275914	286734	297554
10%	333856	346948	360040
20%	397316	412897	428478

资料来源: 信达证券研发中心测算

综合上述假设, 根据我们的测算, 2019 年会员收入在 15-16 亿之间, 2020 年会员收入在 21.6-28.6 亿之间, 2021 年会员收入在 27.6-42.8 亿之间。会员收入的中性预期为 2019 年 15.6 亿元 (yoy+88.3%), 2020 年实现 25.0 亿元 (yoy+60.7%), 2021 年实现 34.69 亿元 (yoy+38.8%)。

四、竞争优势：拥有领先的内容自制能力和高效的内容变现效率

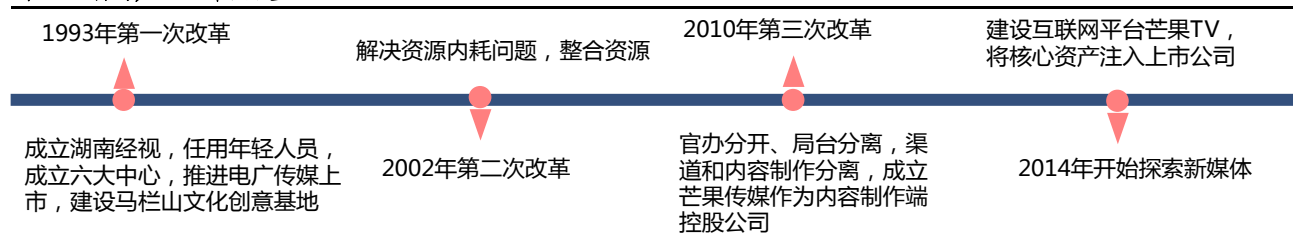
1、自制能力来源及可持续性

芒果 TV 超强自制能力是成熟媒体集团模式的直接复制和与时俱进的结果，其脱胎于传统成熟媒体集团湖南广电，运营主体快乐阳光共享集团内部成熟的制作模式和内容创新生态。

内容创新需要相匹配的制度支撑，湖南广电集团历经三次改革打造了适应现代传媒集团的制度模式。第一次改革为扩张，建成了湖南广电集团文化创意生态的雏形，第二次改革为整合，减少内耗，第三次改革为内容与渠道分开管理，确立“双平台”的发展模式，把芒果 TV 提到与电视端同等重要的高度。

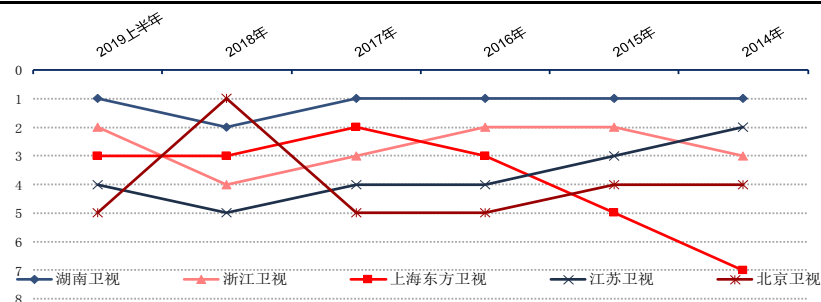
- 1993 年开始了第一次改革，成立了湖南经视，欧阳长林任台长，推出了《还珠格格》、《越策越开心》等著名影视综艺作品。经视的成功倒逼老湖南电视台开始了一系列的改革：在体制上湖南卫视十几个部室撤并为六大中心，任用年轻人员，于 1997 年元旦上星，同年推出著名综艺节目《快乐大本营》。为解决建造影视城的资金问题，1999 年湖南电广传媒上市，上市后在马栏山建造了世界之窗、海底世界、国际会展中心、圣爵菲斯酒店等组成的影视文化城，建成了马栏山文化创意生态的雏形。
- 2002 年开始第二次改革，为解决广电集团内部频道众多，资源内耗严重的问题，湖南广电成立了电视剧交易管理中心和广告经营管理中心，价格统管，集约化运营。2006 年开始湖南卫视收视一直领跑于省级卫视。
- 2010 年开始第三次改革，贯彻上级局台分离、管办分开的要求，湖南广电成立湖南台作为渠道端，仅管播放，成立芒果传媒，控股旗下内容制作公司，比如芒果影视、芒果娱乐等。2014 年贯彻“新兴媒体融合发展”方针，成立互联网视频平台芒果 TV，明确“湖南卫视、芒果 TV ‘双平台’ 带动、全媒体发展的战略布局”。

图 40 湖南广电改革历史



资料来源：芒果 TV 广告资源手册，信达证券研发中心

湖南广电旗下湖南卫视多年蝉联省级卫视收视率第一，形成了强大的内容力和品牌力。根据收视率排行网站数据，2009 年-2017 年，湖南卫视连续 9 年收视排行第一，2018 年第二，2019 上半年重回第一。

图 41 2014-2019H1 头部卫视收视排名情况


资料来源：收视率排行网，信达证券研发中心

芒果 TV 核心创作团队继承湖南广电节目制作基因。从人员上看，芒果 TV 的高管多人曾在湖南广电就职，在生态上看，芒果 TV 与湖南卫视共享内容制作生态，比如马栏山周围丰富的创意工作室，为芒果 TV 提供充足的新鲜血液。

表 11 快乐阳光部分高管履历

高管	职位	履历
蔡怀军	总经理	中国国籍，1977 年 12 月出生，硕士学历。历任湖南台计财部计划统计科副科长、科长，芒果传媒改制上市办公室副主任，湖南台财务部副主任，芒果传媒战略投资部部长。2017 年 4 月，担任芒果传媒副总经理；2017 年 7 月起担任快乐阳光总经理。
刘琛良	副总经理	中国国籍，1974 年 3 月出生，本科学历。历任天娱传媒副总经理，湖南卫视总编室副主任，2014 年 7 月担任快乐阳光常务副总经理，负责芒果 TV 平台运营、节目和市场推广工作。
柏林泗	副总经理	中国国籍，1964 年 2 月出生，硕士学历。历任长沙矿冶研究院项目组长、湖南信息频道副总监、体育频道副总监、湖南广播影视集团驻北京办事处副主任。2006 年任湖南卫视拓展部副主任，参与组建快乐阳光。2014 年 7 月担任快乐阳光副总经理，分管党务工作。
谢邻	副总经理	中国国籍，1963 年 6 月出生，本科学历。历任湖南电视台体育节目总制片人，湖南体育频道副总监，湖南卫视新闻中心副主任，湖南卫视拓展部副主任。2014 年 7 月担任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司副总经理，分管行政、信息安全等工作。
袁罡弘	副总经理	中国国籍，1974 年 10 月出生，毕业于中南工大。曾在湖南卫视广告部负责推广，策划，整合营销。2015 年 8 月，出任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司副总经理，分管广告业务工作。
张志红	财务负责人	中国国籍，1977 年 9 月出生，硕士学历，快乐阳光财务负责人。历任湖南电广传媒股份有限公司资金管理部总经理助理、电广传媒投资有限公司副总份有限公司（有线）网络分公司决策综合部副经理。经理、财务总监、湖南有线电视集团公司财务中心副主任、湖南电广传媒股份有限公司（有线）网络分公司决策综合部副经理。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为公司目前的自制能力已经持续的得到兑现，对于湖南台的内容库的依赖程度已经逐渐减弱，未来甚至有望反哺台端，主要原因有以下几点：

1、根据芒果 TV “自制+精选” 战略，以及重组发行书中对增资价格合理性的说明，**我们假设目前芒果 TV 自制和购买版权的内容投入得到的收益相差不大**。在此假设下，芒果 TV 与湖南卫视 2021 年协议到期之后若要维持内容的投入产出率不变，不至于因大股东内容的涨价而降低 ROI，芒果的自制能力需要足够强大，从而可以填补台综的空缺，把台综当成一种精选内容进行购买，维持现在的 ROI。

假设的依据：增资节目 VV 值在芒果 TV 平台的 VV 值占比，与增资节目价格在快乐阳光整体版权采购金额中的占比较为匹配，而且芒果 TV 采用外购“精选”模式，如果内容成本过高可能会放弃购买，因此我们假设芒果 TV 每一种内容的投入得到的收益相差不大。

表 12 2015-2017 年快乐阳光整体版权采购情况（万元）

类别	2017 年 7-12 月	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
湖南台增资或采购投入版权	19415.86	19414.6	38207.28	37584.91
自制版权	24247.74	19588.39	59748.04	13104.45
外购版权	81584.42	37635.54	52500.44	25611.33
小计	125248	76638.53	150455.8	76300.69
湖南台增资或采购投入的版权占比	15.5%	25.3%	25.4%	49.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 13 湖南台增资节目 vv 在芒果 TV 总 vv 中占比

端口	2017 年 7-12 月	2017 年 1-6 月	2016 年 7-12 月	2016 年 1-6 月
OTT	3.9%	5.1%	3.9%	3.2%
MPP	26.2%	28.8%	27.7%	23.8%
合计占比	18.7%	21.1%	21.7%	18.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司自制内容已能实现规模化，2020 年综艺和剧集储备丰富。2020 年自制节目共推出 17 个 S 级重点综艺，12 个精品综艺，5 部重点网剧和 13 部精品网剧，从数量上已经可以与版权节目和剧集抗衡。

表 14 芒果 TV2020 年综艺片单

类别	类型	节目系列	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	
综艺	疗愈综	治愈解压系列	《朋友请听好》(S级) 《小葱秀》	《你怎么这么好看 2》(S级) 《新生日记 2》(A级)	《一路成年 2》(S级) 《小小的追球 2》(S级)	《奇妙的小世界》(S级) 《谁来帮帮我》	
	发烧综	烧脑益智系列	《头号玩家》 《我最爱的女人们 2》(S级)	《密室大逃脱 2》(S级) 《妻子的浪漫旅行 4》(S级)	- 《乘风破浪的姐姐们》	《明星大侦探 6》(S级)	
	她综	女性成长系列	《婚前 21 天》(A级)	-	《女儿们的恋爱 3》(S级)	-	
	乐活综	居家生活系列	-	《在当地吃得开》(S级) 《初次见面》	《哎呀好身材 2》 《唱给世界听》	《跟着老板去团建》 《野生厨房 3》	
	燃综	年少有为系列	-	《全职高考》(S级)	《少年的法则》(S级) 《变形记 20》	《青春合唱团》(S级)	
	Z世代综	青春热血系列	《八英里》(S级)	-	《欢迎来到我们的世界》	-	
		青春狂欢盛典	《红人节》	-	《青春芒果节》(S级)	-	
		全年常规综艺	《甜蜜的任务》《芒果捞星闻》				
		纪录片、专题片	《石榴花开 2》《行走的铜锅》《跟上中国考古队》《建党百年微纪录片》《以律师之名》 《穿越你, 塔克拉玛干》《大秀青春派》《中国志愿者》《中国》等				

资料来源: 芒果 TV 广告资源手册, 信达证券研发中心

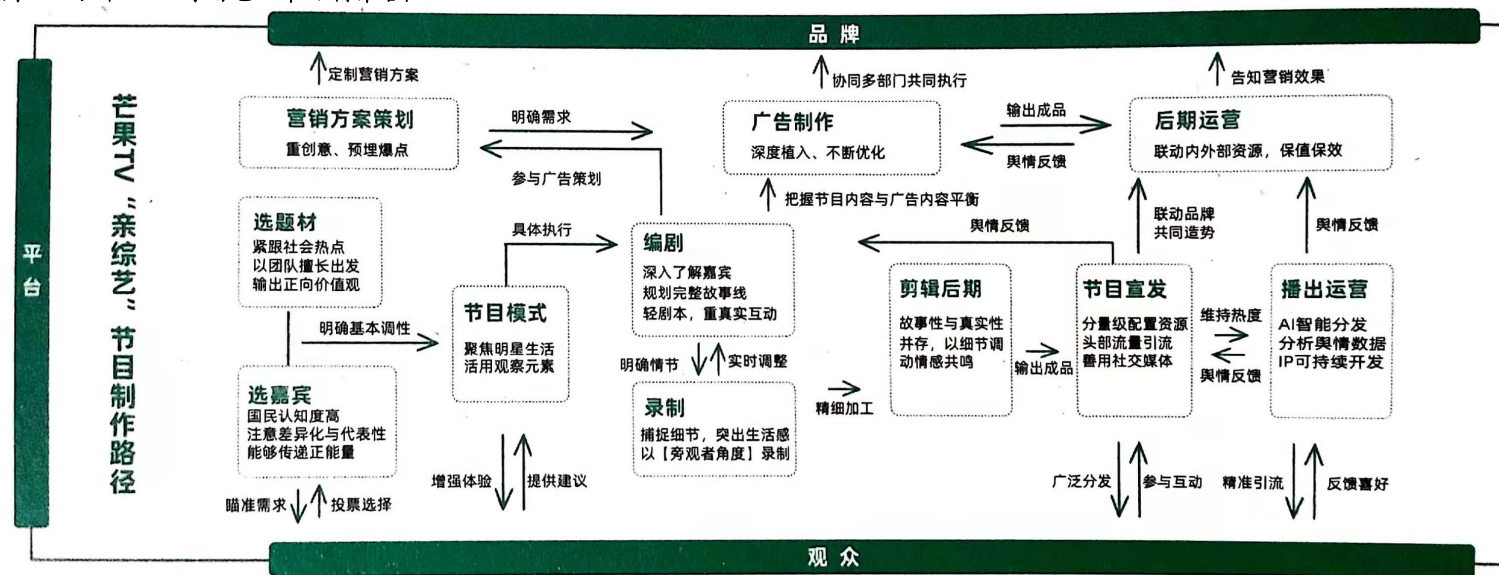
表 15 芒果 TV2020 年剧集片单

电视剧	重磅剧集	台网剧	《尚食》《心爱的戎装》《下一站幸福》《热血传奇》《八零 90》《掌中之物》《我和我们在一起》《以家人之名》 《起跑线》《蜗牛与黄鹌鸟》《都是好时光》《因为相爱才上演》《少年巴比伦》
		网剧	《奈何 BOSS 又如何》《六爻》《刀上糖心上霜》《喜欢的少年是你》《我的妄想症男友》
	精品剧集	台网剧	《隐秘而伟大》《锦衣之下》《瞄准》《初晨, 是我故意忘记你》《如果岁月可回头》《爱我, 你敢吗》 《海上繁花》《秋蝉》《我不是购物狂》《这就是生活》《那时的我们》
		网剧	《拾光的秘密》《拜托拜托请你爱我》《头号嫌疑人 2》《谢谢让我遇见你》《我有特殊的沟通技巧》《那小子来自冰箱》 《彗星来的那一夜 2》《韞色过浓》《心动的瞬间》《良辰多喜欢》《完美先生和差不多小姐》《贺少的闪婚暖妻》《地球上 线》

资料来源: 芒果 TV 广告资源手册, 信达证券研发中心

2、在核心综艺品类制作上已经形成成熟的节目制作路径。在领先的亲综艺品类上, 公司已形成资源池, 可将启动资金、主创团队、综艺题材、宣传资源、商业化等元素进行有效组合, 保证了优质节目的持续产出。

图 42 芒果 TV “亲综艺” 节目制作路径



资料来源：芒果 TV 广告资源手册，信达证券研发中心

3、在人才建设上，公司推出工作室制度，与湖南卫视工作室有人才上的协同。2018 年开始，湖南卫视授权了两批共 12 个工作室，工作室制度有助于发挥头部效应，在 2018 年湖南卫视上 70% 的播放内容来源于第一批授权的 7 个工作室。湖南卫视鼓励内部工作室承接芒果 TV 工作，实质与芒果 TV 共享优秀人才，同时芒果 TV 采用市场化的运作方式，“创新机制”+“奖励机制”+“竞争机制”模式给人才自我发展的空间，成功留住了一大批优秀人才。

表 16 湖南卫视工作室

工作室名称	代表作品
王琴工作室	《我想和你唱》《儿行千里》《金鹰节颁奖晚会》
沈欣工作室	《天天向上》《2018 小年夜春晚》
刘建立工作室	《汉语桥》《全球华侨华人春节大联欢》
陈歆宇工作室	《亲爱的·客栈》《2016-2017 跨年演唱会》
徐晴工作室	《声临其境》《一年级》
刘伟工作室	《快乐大本营》
王恬工作室	《中餐厅》《透鲜滴星期天》

孔晓一工作室	《少年说》《汉语桥》《夏日甜心》
洪啸工作室	《舞蹈风暴》
安德盛工作室	《嗨唱转起来》《百变大咖秀》
秦明工作室	《中华文明之美》
卞合江工作室	后期制作

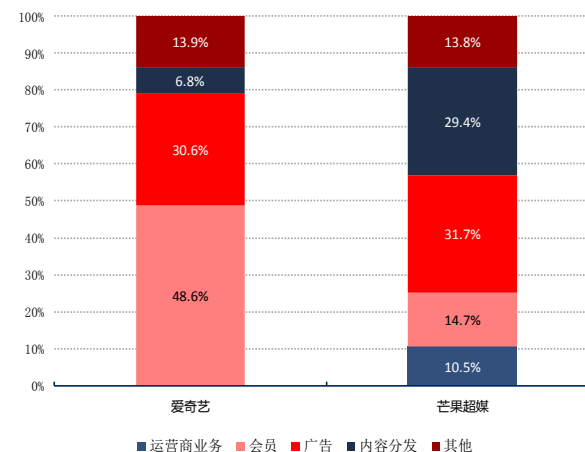
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2、高效的内容变现效率

与行业其他公司相比，公司的变现手段更加多样。公司内容有四种变现手段：会员收入、广告收入、运营商业务和内容分发。与爱奇艺相比，公司变现方式多了运营商业务，且每项收入的占比有明显差别，其中爱奇艺会员占比为 48.6%，远高于芒果超媒的 15%，爱奇艺内容分发业务占比仅 6.8%，而芒果超媒占比 29.4%，也说明公司强大的自制能力。

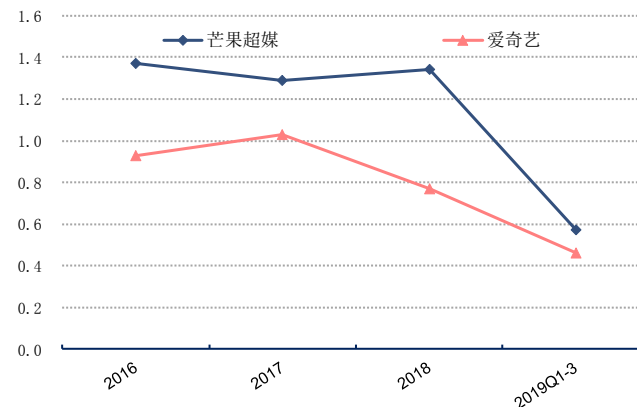
注：爱奇艺的其他业务包括游戏、直播、文学、IP 授权等，芒果超媒其他业务包括媒体零售、其他业务。

图 43 2019H1 芒果超媒和爱奇艺各项业务占比情况

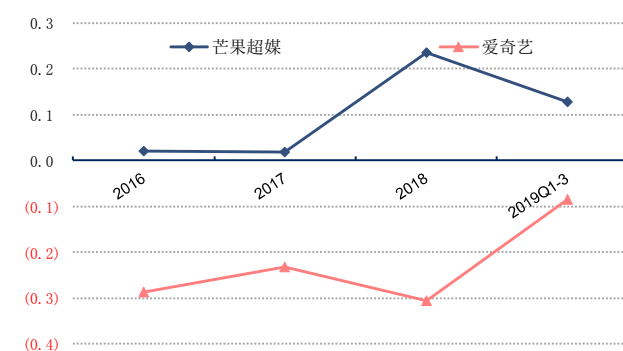


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从变现结果看，芒果 TV 在 2017 年已实现盈利，为我国第一个盈利的视频平台。视频平台以内容为核心资产，芒果 TV 该项资产产生收入包括在互联网视频平台收入（会员+广告）、运营商平台收入（OTT/IPTV）、互联网新媒体内容制作收入（版权分销+影视投资）收入三部分中，在成本分摊时，内容成本包含在互联网视频平台收入和新媒体内容制作收入（版权分销）两部分成本中，而运营商平台收入对应的成本仅包括电信分成成本。由于公司并不披露内容成本具体金额（只能了解 2018 年外购版权摊销成本为 21.71 亿元，并使用 31.44 亿元现金流购买版权，无法知晓自制成本），因此我们采用全部资产周转率和投入资本报酬率与爱奇艺进行对比，芒果超媒的总资产周转率和投入资本报酬率均高于爱奇艺。

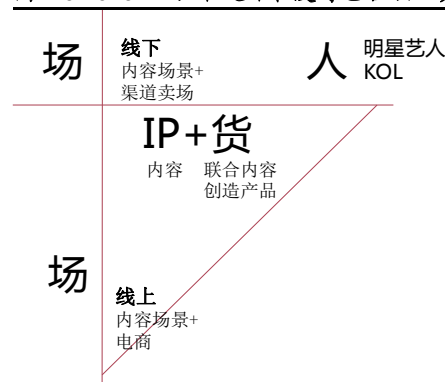
图 44 公司和爱奇艺总资产周转率比较


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 45 公司和爱奇艺投入资本报酬率比较


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在广告变现方面，公司营销理念提前，将生态理念引入营销进行运营。公司提出多渠道营销生态理念，品牌与芒果 TV 一起构建基于内容的“人-货-场”销售模式，“场”包括线上内容场景+电商，线下内容场景+卖场，“人”包括自带流量的 KOL 和明星，形成面向流量的多渠道销售模式，线上通过 KOL 围绕 IP 内容流量中心驱动社交转化，缩短消费者决策路径，线下通过开发渠道实现线上线下联动。

图 46 2019H1 芒果超媒和爱奇艺各项业务占比情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在线上的“人+内容”方面，公司推出“大芒计划”，面向流量风口，以 KOL 为中心+内容 IP 为品牌提供一站式营销解决方案。平台为广告主提供 IP 合作+KOL 赋能带货效果营销模式，从 KOL 筛选、创意制作、投放策略制作到效果监测一站式的全链路营销解决方案。“大芒计划”的优势在于：

- **聚合流量+多渠道:** 合作对象包括全网各大互联网平台+一线 MCN, 突破平台限制, 完成链路流量支持, 构建细分芒果系 IP 明星+KOL 矩阵。
- **数据支持:** 布局与第三方数据平台公司深度合作, 在投放前、中、后的监测品牌声量变化及相关品牌声量维度, 全方位验证品牌投放效果。提供 KOL 红人榜, 供品牌营销参考。
- **玩法多样+内容全阶段转化:** 可在广告转化的整个流程上执行 IP+KOL 带货, 完成效果转化的链路闭环。另外在 IP 合作的不同阶段可实现不同方式的广告展示。

除 KOL 带货外, 公司搭建了全链路营销闭环, 以期在转化的各个节点拉近品牌与消费者距离。在“渠道+内容”方面, 芒果与京东合作, 缩短消费者决策路径, 搭建营销链路闭环, 在线下场景中借助 IP 线下活动完成推广, 同时基于公司在 IPTV/OTT 上的领先优势, 家庭营销场景也是营销生态内的一环。

五、IPTV/OTT 业务：与中国移动深度合作，拥有全牌照运营资质

1、IPTV/OTT 行业介绍

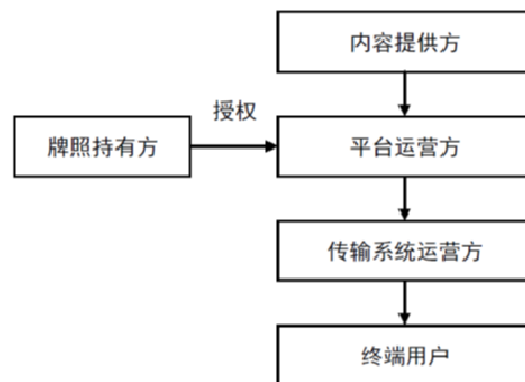
IPTV/OTT 行业为非自由市场，实行牌照准入制度。 IPTV/OTT 的共同点是终端为电视机，信号的监管方为广电总局，而以上介绍的互联网视频平台业务为互联网业务，监管方为工信部，因此造成了尽管两者内容可以部分共享但业务模式差异很大。为保证传输过程可控，防治盗版，广电总局发布了一系列的文件确立了目前 IPTV 和 OTT 行业的牌照准入制度。

IPTV 和 OTT 电视相同点表现在终端均为电视机，均通过运营商网络传输且结算方式相同（电信运营商结算，取得分成收入），但在传输网络、牌照、管理架构和内容来源上有所不同：

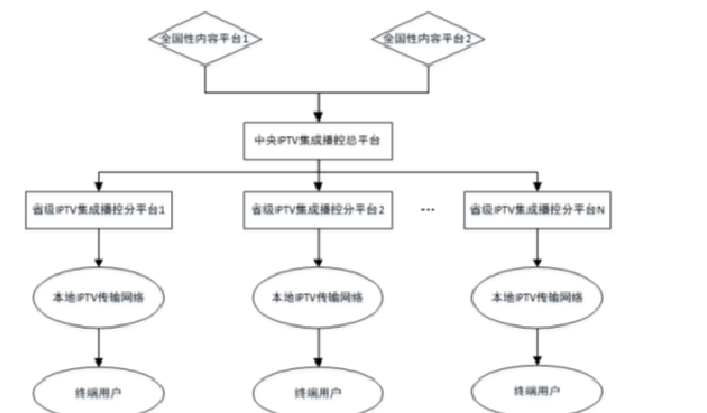
- **IPTV 产业链**包括内容提供、集成播控、信号传输等环节，主要由内容提供方、牌照持有方、平台运营方、传输系统运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。**在管理架构上，IPTV 行业实行“中央+省级”两级集成播控平台的架构**，我国目前存在 32 张播控平台牌照，1 张全国性牌照，31 张省级播控平台牌照，一般由当地电视台持有，省级牌照采用后置审核模式，先建平台发展用户，再根据检验效果进行牌照的发放，有利于省级 IPTV 平台建设的落地。目前广东、湖南、重庆等省份取得该牌照。IPTV 的信号传输牌照由电信、联通持有，移动暂时未取得该牌照。播控牌照持有方可授权公司运营，但 IPTV 业务具有省级垄断性，每省只能有一个播控运营方。

图 47 IPTV 产业链

图 48 IPTV 二级播控架构



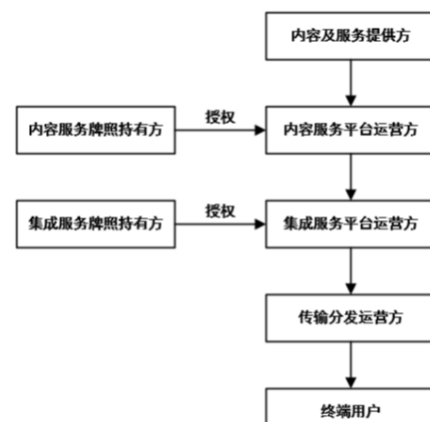
资料来源：新媒股份公司公告，信达证券研发中心



资料来源：新媒股份公司公告，信达证券研发中心

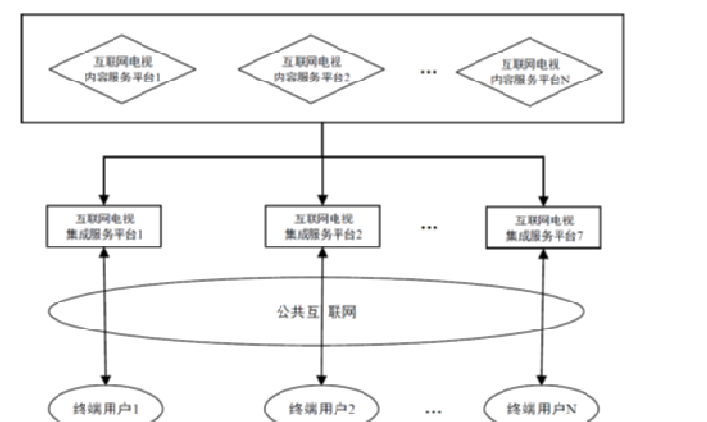
- 互联网电视（OTT）产业链主要包括内容提供、内容服务、集成服务、传输分发等环节，主要由内容及服务提供方、牌照持有方、平台运营方、传输分发运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。**OTT电视的管理方式为“集成服务+内容服务”的管理模式**，互联网电视节目需经广电总局批准设立的互联网电视内容服务平台和集成服务平台后，才能通过公共互联网传输分发至终端用户。两种平台的运营须取得相应牌照，目前已发放7个集成服务平台牌照和16个内容服务平台牌照。

图 49 OTT TV 产业链



资料来源：新媒股份公司公告，信达证券研发中心

图 50 OTT TV 播控架构



资料来源：新媒股份公司公告，信达证券研发中心

表 17 16 家互联网电视内容服务牌照

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视内容服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台 (联合开办)	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络(北京)有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司
8	江苏电视台	银河互联网电视有限公司
9	国家广播电影电视总局电影卫星频道节目制作中心	公开资料中未查询到相关信息
10	湖北广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
11	城市联合网络电视台	公开资料中未查询到相关信息
12	山东电视台	山东广电新媒体有限责任公司
13	北京广播电视台	北京歌华有线电视网络股份有限公司
14	云南广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
15	重庆网络广播电视台	重庆广电数字传媒股份有限公司
16	贵州广播电视台	公开资料中未查询到相关信息

资料来源: 新媒股份公司公告, 信达证券研发中心

表 18 7 家互联网电视集成服务牌照

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视集成服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司

6	中国国际广播电台	中国广东方网络(北京)有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

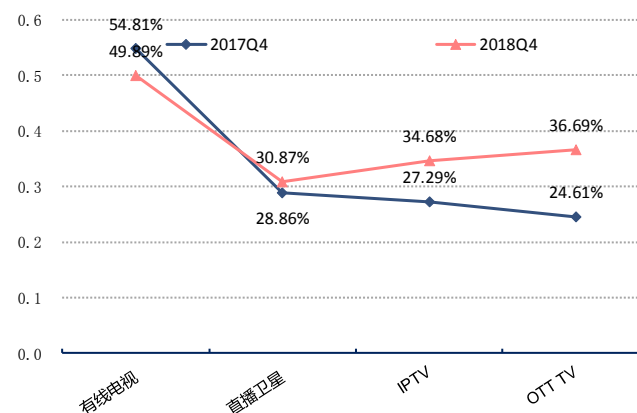
资料来源: 新媒股份公司公告, 信达证券研发中心

- **传输网络:** IPTV 采用运营商虚拟网络传输, 而 OTT 采用公共互联网传输
- **提供内容:** IPTV 内容由电视台和第三方内容提供商共同提供, 因此可观看直播、回看、点播等, 而 OTT 内容由内容服务牌照持有方提供, 按规定不开放直播技术接口, 不能观看直播内容, 仅可在内容库中进行点播。

2、IPTV/OTT 行业格局: 有线电视用户下降加速, IPTV/OTT 需求有望提高

我国电视收视多元化特征愈加明显, IPTV/OTT 电视占比上升。截至 2018Q4, 我国电视家庭用户 4.47 亿, 其中有线电视用户规模 2.23 亿户, 收视份额下降至 49.89%, 并且每年下降幅度有加速趋势, 与此同时 IPTV/OTT 电视仍在高速增长, OTT 用户总数同比增长 48.2%, 用户规模 1.64 亿户, 收视份额占比 36.69%, 排名第二, IPTV 用户总数同比增长 27.1%, 用户规模 1.55 亿户, 收视份额 34.68%, 排名第三。

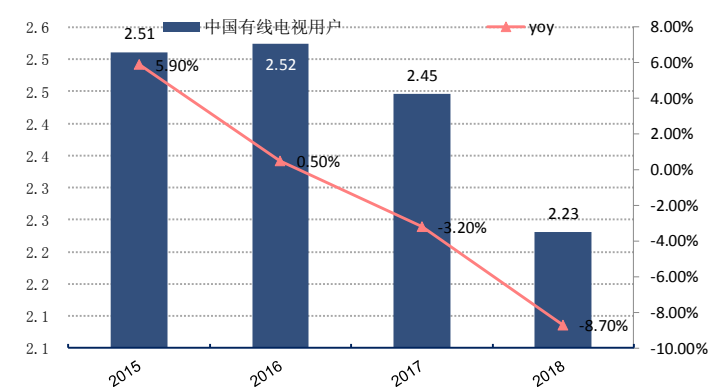
图 51 2018Q4 我国电视收视格局



资料来源: 《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》, 信达证券研发中心

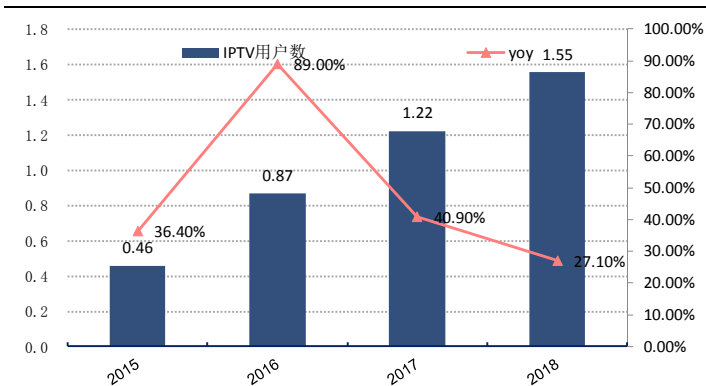
图 53 2015-2018 年 IPTV 用户数量 (亿户)

图 52 2015-2018 年中国有线电视用户数量 (亿户)

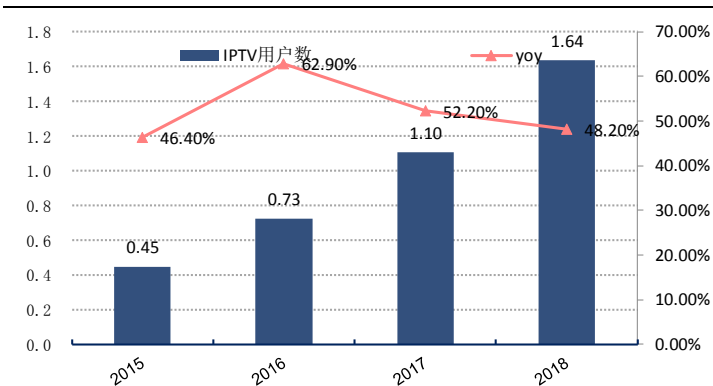


资料来源: 《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》, 信达证券研发中心

图 54 2015-2018 年 OTT 用户数量 (亿户)



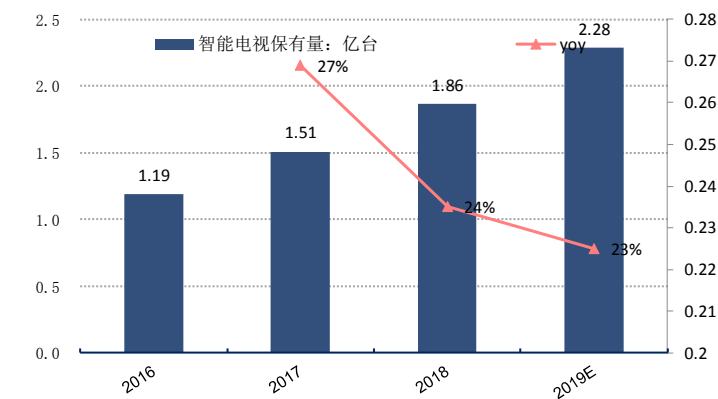
资料来源:《2018年第四季度中国有线电视行业发展公报》,信达证券研发中心



资料来源:《2018年第四季度中国有线电视行业发展公报》,信达证券研发中心

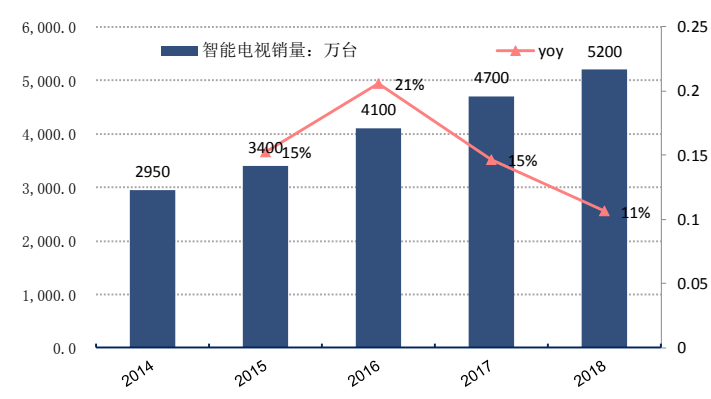
我国智能电视保有量和联网率逐年提升,用户观看时长有所回暖。2018年,我国彩色电视行业整体增速约为3.4%,整体销售量在4300万台左右,跌势有所扭转,其中智能电视销量增速仍维持在12%左右,经过几年销售量的快速增长,智能电视保有率在2019年将超过2亿台,同时智能电视的联网率逐年增长,预期2019年将达到84%,观看时长有所回暖,截止到2018年10月份日均观看时长比2017年增加9分钟至328分钟。从终端设备的数据看,智能电视市场需求端逐年增加,IPTV/OTT潜在用户数仍有较大空间。

图 55 2016-2018 年中国智能电视保有量及增长率

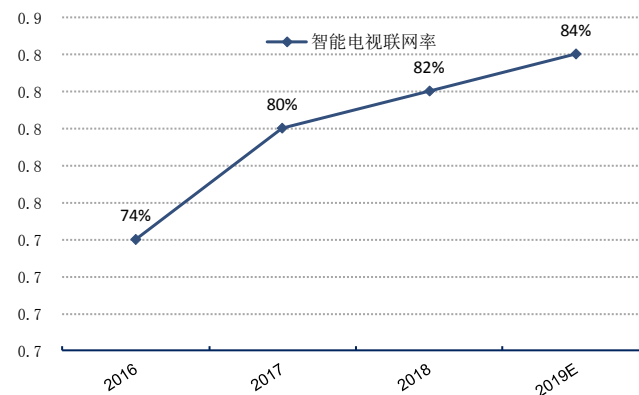


资料来源:中国产业信息网,信达证券研发中心

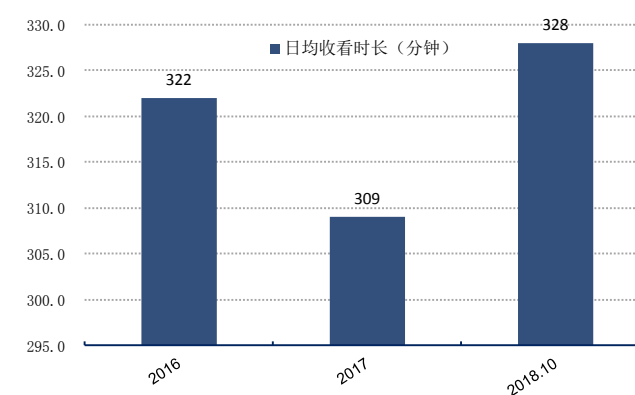
图 56 2014-2018 年中国智能电视销量及增长率



资料来源:中国产业信息网,信达证券研发中心

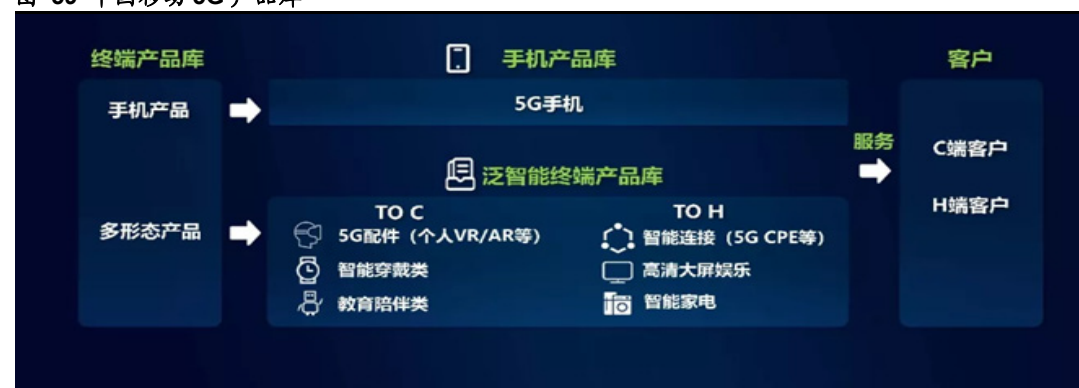
图 57 2016-2018 年中国智能电视联网率


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 58 智能电视日均收看时长（分钟）


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

5G 将对大屏终端需求有促进作用。首先 5G 的低延时、高带宽将促进 4K、8K 视频的普及，这些视频形式更适合用大屏观看，能带来更舒适的体验，其次大屏将使娱乐重新回归家庭，电视作为家庭娱乐场景的重要入口，将被科技赋予更多的使命，未来的电视可能转化成集多种功能于一体的智慧大屏。根据中国移动 5G 产品规划，智慧大屏为家庭娱乐的重要一环。

图 59 中国移动 5G 产品库


资料来源：中国移动，信达证券研发中心

在互联网电视终端，爱腾优内容点播量排名靠前。互联网内容提供商与内容牌照方联合推出了电视端产品，比如爱奇艺与银河互联网电视合作推出银河奇异果，腾讯视频与南方新媒体合作推出云视听极光，优酷与国广东方合作推出 CIBN 酷喵影视。根据奥维互娱《2018 年 12 月 OTT 大屏用户行为月报》显示，电视端点播排名与移动端相差不大，前四名产品分属爱奇艺

艺、腾讯视频、优酷和芒果 TV。

表 19 OTT 电视内容服务产品点播排名

排名	内容服务产品
1	银河奇异果
2	云视听极光
3	CIBN 酷喵影视
4	芒果 TV
5	云视听 MoreTV
6	CIBN 聚体育
7	HDP 直播
8	CIBN 聚精彩
9	电视家
10	CIBN 微视听

资料来源：勾正数据，信达证券研发中心

目前互联网平台参与 OTT 电视端的收入模式有两种：

- 会员业务：用户在电视端购买的会员，内容提供商和牌照方、硬件方进行分成，以爱奇艺为例，奇异果会员价值 330 元（折后），分成后平台方获得 200 元左右。
- 运营业务：电信运营商作为结算方，按照内容点播次数向内容提供方分成，比如芒果 TV 的运营业务。

3、公司在 IPTV/OTT 业务上拥有内容和全牌照双优势

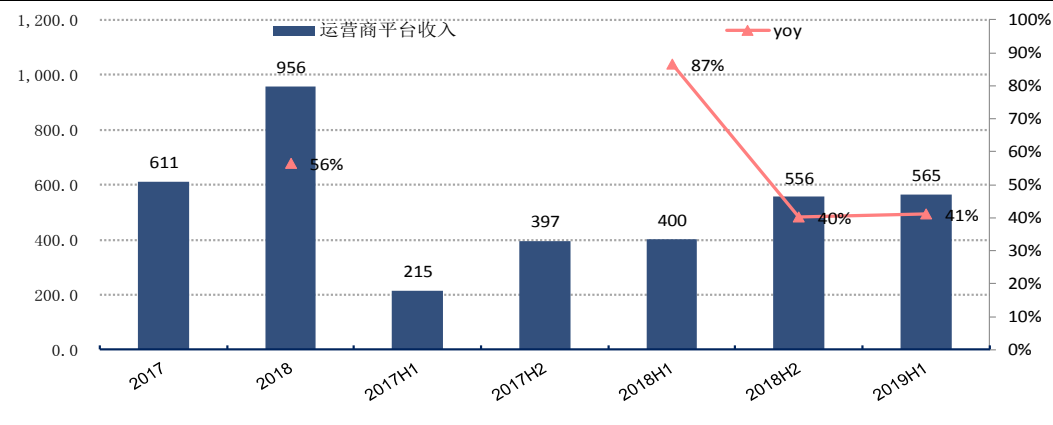
芒果 TV 拥有开展 IPTV/OTT 电视的全部牌照。湖南广电将湖南省内的 IPTV 省级播控牌照和 OTT 集成牌照、内容牌照均授权快乐阳光运营，每年向湖南广电按收入分成 1%，因此芒果 TV 在 IPTV/OTT 运营中可收到内容+牌照的收入，高于纯内容提供方毛利率。

与运营商合作，扩展用户资源。中移资本入股芒果超媒后，最先带给芒果的改变可能是利用移动网络的用户和渠道资源，扩展 IPTV/OTT 端芒果 TV 内容的覆盖率。截至 2019H1，公司运营业务已经覆盖全国 31 个省级行政区域，合作省级运营商达 91 个，覆盖用户达 1.47 亿。除与运营商合作外，公司还通过内容定制和拓展省外业务等方式提高 IPTV/OTT 业务。

运营业务收入快速增长，收入主要来自电信运营商渠道分成。公司与电信运营商就 IPTV 和 OTT 平台的用户订阅收入进行分成，基础包收入包括省内 IPTV 基础直播回看业务，增值包包括 IPTV 和 OTT 的点播业务，电信移动增值服务为向电信运

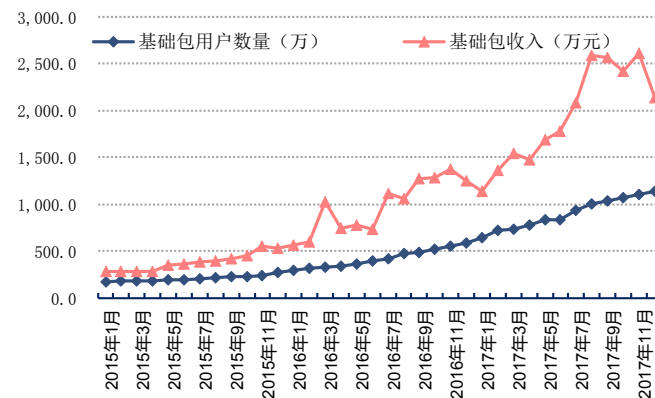
营商视频基地提供内容等。收入增长主要由订阅数量提高推动，随着芒果 TV 不断加大版权投入，已成为国内重要的运营商电视业务供应商之一，2015-2017 年间公司 IPTV 和 OTT 业务的订阅人数持续增加，2019H1 运营商业实现收入 5.65 亿元，同比增加 41%。

图 60 2017-2019H1 运营商业收入（百万）及增速



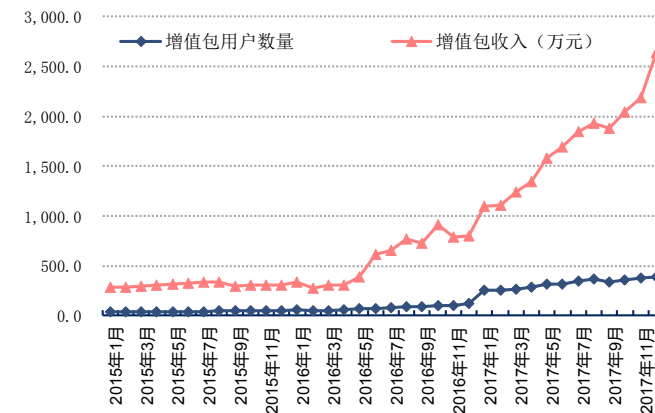
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 61 2015-2017 年 IPTV 基础包订阅情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 62 2015-2017 年 IPTV/OTT 增值包订阅情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

六、盈利预测、估值与投资评级

1、公司收入预测

公司收入包括三部分，新媒体平台收入（会员、收入、运营商收入）、内容制作收入、媒体零售收入。明年公司自制内容进一步丰富，推出 17 部 S 级自制综艺和 12 部精品综艺，5 部重点网剧和 13 部精品网剧，版权库也在扩大，有 10 部版权综艺和 13 部台网剧和 11 部精品台网剧，预计明年会员和广告招商收入持续提高。

会员收入按中性预期假设，ARPU 在 19-21 三年的增长率分别为 0%、10%、10%，年末会员人数增加到 1800 万、2400 万、2900 万，会员收入增长率分别为 88.3%、60.7%、38.8%。

广告方面，根据我们的调研，快乐阳光在综艺、剧集内容植入、明星和 kol 带货方面的收入均计入广告收入，我们预计 19-21 年广告收入增速为 30%、30%、25%。

表 20 互联网平台运营收入预测

单位：万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
互联网平台运营收入		322358	470012	658760	857966
YOY			45.8%	40.2%	30.2%
会员收入	38,589	82581	155540	249945	346948
		114.0%	88.3%	60.7%	38.8%
会员人数	451	1075	1800	2400	2900
YOY		138.1%	67.4%	33.3%	20.8%
单会员收入	141	108.20	108.20	119.02	130.92
YOY		-23.3%	0%	10%	10%
广告收入	133,648	241902	314473	408815	511018
YOY		81.0%	30%	30%	25%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

2019 年 5 月公司引入移动为公司第二大股东，在运营业务上有望借助移动的渠道用户优势，增加用户终端点播量，并且公司在湖南省内的 IPTV 建设有望进一步扩大，在 19-21 年，我们给予运营业务 20%、13%、10% 的增速。

内容制作收入包括版权分发和影视投资收入，版权分发收入与当年收入节奏有重要关系，并且非货币化趋势愈加明显，我们假设同比持平。公司目前在布局影视投资项目，假设 19-21 年该部分增速为 20%、15%、10%。由于公司并未披露各部分收入情况，我们推断内容制作收入总增速在 5%、5%、5%。

媒体零售收入为快乐购公司收入，预计 19-21 年媒体零售收入增速为-10%、5%、5%。

表 21 芒果超媒收入测算

单位: 万元	2018 年	2019E	2020E	2021E
收入:				
总营业收入	966,066.14	1,131,608.67	1,363,414.53	1,604,336.14
新媒体平台运营	417,971.59	584,748.71	788,412.04	1,000,583.52
互联网视频业务	322,358.03	470,012.44	658,760.06	857,966.34
运营商业务	95,613.55	114,736.27	129,651.98	142,617.18
新媒体互动娱乐内容制作	324,861.64	341,104.73	358,159.96	376,067.96
媒体零售	199,004.81	179,104.33	188,059.55	197,462.52
其他	24,228.10	26,650.91	28,782.98	30,222.13
增长率:				
总增长率		17.1%	20.5%	17.7%
新媒体平台运营	78.33%	39.9%	34.8%	26.9%
互联网视频业务	86.05%	45.8%	40.2%	30.2%
运营商业务	56.44%	20%	13%	10%
新媒体互动娱乐内容制作	11.88%	5%	5%	5%
媒体零售	-29.74%	-10%	5%	5%
其他	26.68%	10%	8%	5%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心测算

2、其他假设条件

- (1) 假设毛利率小幅提高, 上游演员成本下降, 营业成本有望降低。
- (2) 假设期间费用率不变。
- (3) 假设业绩对赌能够完成。
- (4) 假设非常损益维持 18 年水平。
- (5) 坏账计提率和存货减值计提率维持上年水平。

表 22 盈利预测各项费用率假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
--	-------	-------	-------	-------

营业成本率	62.96%	61.00%	60.20%	60.20%
营业税金及附加率	1.01%	1.01%	1.01%	1.01%
销售费用率	18.65%	18.65%	18.65%	18.65%
管理费用率	4.78%	4.78%	4.78%	4.78%
研发费用率	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

根据以上假设条件，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 113.2、136.3、160.4 亿元，同比增长 17.1%、20.5%、17.7%，归属母公司股东的净利润分别为 11.73、15.52、18.30 亿元，同比增长 35.56%、32.26%、17.95%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 0.66 元、0.87 元和 1.03 元，对应 2019 年 12 月 3 日收盘价（31.22 元/股）的动态 PE 分别为 47 倍、36 倍和 30 倍。

3、公司估值及评级

公司为 A 股视频平台优质稀缺标的，看好公司赛道的高成长性及公司娱乐生态的布局，享受龙头估值溢价，给予“增持”评级。

表 23 芒果超媒可比公司估值情况

排名	证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE			营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		预测 PEG	
				TTM	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
2	300413.SZ	芒果超媒	555.83	54.10	47.43	36.78	96.61	113.16	136.34	11.73	15.52	1.40	1.09
1	002027.SZ	分众传媒	848.38	35.74	42.66	26.76	145.51	121.34	137.40	19.89	31.70	-0.65	0.45
3	002624.SZ	完美世界	463.69	24.87	21.92	18.88	80.34	84.87	98.43	21.16	24.56	0.91	1.17
4	000681.SZ	视觉中国	137.59	43.55	41.78	33.22	9.88	9.05	11.18	3.29	4.14	16.36	1.29

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算 注：股价为 2019 年 12 月 3 日收盘价，除芒果超媒外，可比公司未来两年各项估值指标取万得一致预测值，芒果超媒 PEG 计算的 G 值使用 2018-2020 年归母净利润的复合增长率 33.9%，排名按市值。

七、风险因素

- 1、会员价格的提高低于预期；
- 2、宏观环境持续恶化，广告收入低于预期；
- 3、上游要素价格上涨；

- 4、影视投资风险;
- 5、人才流失风险;
- 6、业绩对赌不能完成风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,995.18	8,665.36	12,738.66	15,175.83	18,181.52
货币资金	1,104.92	2,526.41	5,439.25	6,560.70	8,128.87
应收票据	0.00	93.20	109.17	131.53	154.78
应收账款	215.59	1,340.88	1,570.65	1,892.39	2,226.78
预付账款	200.34	2,010.09	2,281.08	2,712.31	3,191.59
存货	73.71	2,214.81	2,858.54	3,398.93	3,999.54
其他	400.64	479.97	479.97	479.97	479.97
非流动资产	279.10	3,446.01	3,626.93	4,035.16	4,275.98
长期股权投资	16.65	215.54	215.54	215.54	215.54
固定资产(合计)	115.64	207.01	204.16	201.03	197.58
无形资产	47.11	2,856.32	3,037.39	3,444.09	3,681.75
其他	99.70	167.14	169.84	174.49	181.11
资产总计	2,274.28	12,111.38	16,365.60	19,210.99	22,457.50
流动负债	551.08	6,179.46	6,957.10	8,139.49	9,424.53
短期借款	35.95	196.10	196.10	196.10	196.10
应付票据	46.50	266.52	302.45	359.63	423.18
应付账款	246.54	3,363.28	3,816.69	4,538.22	5,340.14
其他	222.08	2,353.56	2,641.86	3,045.55	3,465.11
非流动负债	3.95	257.67	506.90	506.90	506.90
长期借款	0.00	0.00	249.23	249.23	249.23
其他	3.95	257.67	257.67	257.67	257.67
负债合计	555.02	6,437.12	7,463.99	8,646.39	9,931.43
少数股东权益	40.32	34.88	118.93	230.10	361.22
归属母公司股东权益	1,678.94	5,639.37	8,782.67	10,334.50	12,164.85
负债和股东权益	2,274.28	12,111.38	16,365.60	19,210.99	22,457.50

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,983.76	9,660.66	11,316.09	13,634.15	16,043.36
同比(%)	-7.32%	223.77%	17.14%	20.48%	17.67%
归属母公司净利润	72.54	865.57	1,173.34	1,551.83	1,830.36
同比(%)	9.03%	1093.27%	35.56%	32.26%	17.95%
毛利率(%)	22.72%	37.04%	39.00%	39.80%	39.80%
ROE%	4.40%	23.65%	16.27%	16.23%	16.27%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.49	0.66	0.87	1.03
P/E	766	64	47	36	30
P/B	33.11	9.86	6.33	5.38	4.57
EV/EBITDA	154.28	9.66	11.14	9.31	8.05

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,983.76	9,660.66	11,316.09	13,634.15	16,043.36
营业成本	2,305.79	6,082.77	6,902.81	8,207.76	9,658.10
营业税金及附加	14.35	97.90	114.68	138.17	162.59
销售费用	526.29	1,801.46	2,110.16	2,542.41	2,991.67
管理费用	113.69	461.55	540.64	651.39	766.49
研发费用	0.00	220.56	258.35	311.27	366.27
财务费用	-30.74	-24.20	-39.08	-86.84	-125.14
减值损失合计	1.26	104.44	121.70	146.59	172.50
投资净收益	2.14	31.40	31.40	31.37	31.39
其他	6.84	29.60	29.60	29.60	29.60
营业利润	62.11	977.18	1,367.83	1,784.36	2,111.87
营业外收支	4.35	-30.18	-30.18	-15.22	-25.19
利润总额	66.46	947.00	1,337.65	1,769.14	2,086.68
所得税	2.68	19.43	80.26	106.15	125.20
净利润	63.78	927.57	1,257.39	1,663.00	1,961.48
少数股东损益	-8.76	62.01	84.05	111.17	131.12
归属母公司净利润	72.54	865.57	1,173.34	1,551.83	1,830.36
EBITDA	81.38	3,221.12	5,027.77	6,015.91	6,956.80
EPS(当年)(元)	0.18	0.87	0.66	0.87	1.03

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-60.07	-376.92	735.05	1,186.50	1,632.82
净利润	63.78	927.57	1,257.39	1,663.00	1,961.48
折旧摊销	30.75	2,260.40	3,665.50	4,202.48	4,830.89
财务费用	-15.83	13.72	24.62	44.28	39.23
投资损失	-2.14	-31.40	-31.40	-31.37	-31.39
营运资金变动	-140.80	-509.13	-504.52	-279.92	-324.98
其它	4.17	-3,038.08	-3,676.54	-4,411.97	-4,842.41
投资活动现金流	240.56	1,073.83	-16.77	-20.77	-25.42
资本支出	-28.42	-31.87	-48.18	-52.14	-56.81
长期投资	2.70	0.00	31.40	31.37	31.39
其他	266.28	1,105.69	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	22.44	-120.56	2,194.57	-44.28	-39.23
吸收投资	5.10	4.60	1,969.96	0.00	0.00
借款	35.95	160.14	249.23	0.00	0.00
支付利息或股息	18.61	33.97	24.62	44.28	39.23
现金流净增加额	202.75	576.79	2,912.84	1,121.44	1,568.17

分析师简介

程远，北京大学工商管理学硕士，2008 年开始从事证券行业。现任信达证券研发中心负责人。曾任华泰证券研究所首席研究员，东兴证券基金业务部投资总监、研究总监、基金经理等职务。中央电视台财经频道特邀嘉宾，中证报特约撰稿人。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。