

**芒果超媒 (300413.SZ) / 传媒**
**内容延播影响部分业绩, 重点综艺 Q4 陆续上线**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 28.54

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 朱骏楠

执业证书编号: S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1780.3775
流通股本(百万股)	834.0202
市价(元)	28.54
市值(百万元)	50811.9742
流通市值(百万元)	23802.9379

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 【中泰传媒】芒果超媒 (300413) 中报点评: 精准优质内容, 带动广告+会员高增

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,984	9,661	11,282	13,317	15,411
增长率 yoy%	-7.32%	223.77%	16.78%	18.03%	15.73%
净利润	73	866	1,136	1,488	1,888
增长率 yoy%	9.03%	1093.27%	31.19%	31.03%	26.89%
每股收益(元)	0.04	0.49	0.66	0.86	1.10
每股现金流量	-0.03	-0.21	0.67	1.80	1.69
净资产收益率	4.32%	15.35%	15.34%	17.02%	17.81%
P/E	700.49	58.70	43.31	33.05	26.05
PEG	3.64	1.98	0.26	0.17	0.88
P/B	30.26	9.01	6.64	5.63	4.64

备注:

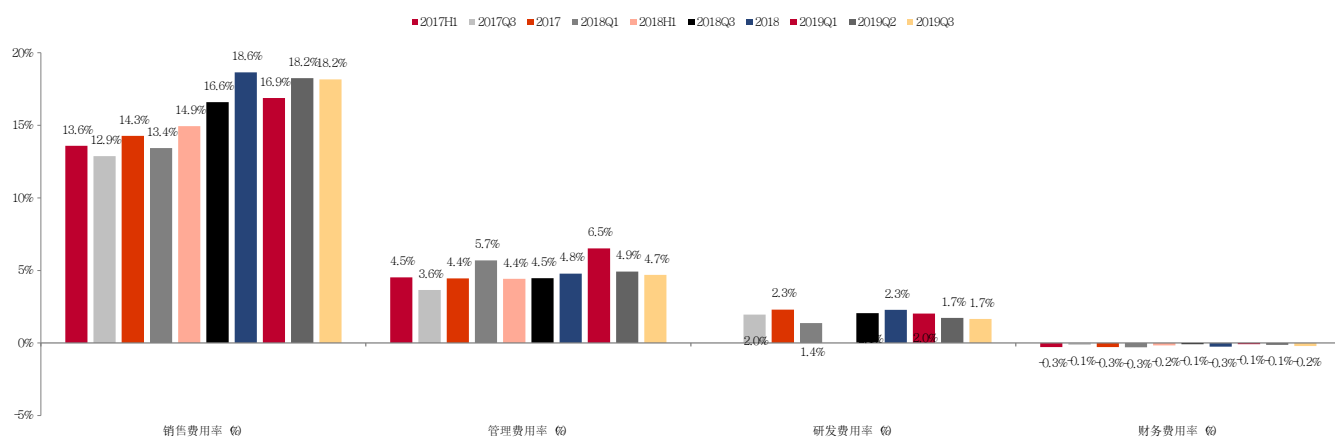
**投资要点**

- 事件:** 芒果超媒发布三季度报告, 前三季实现营业总收入 82.32 亿 (YoY+14.63%), 归母净利润 9.75 亿 (YoY+19.92%), 扣非后归母净利润 9.55 亿 (YoY+312.17%), EPS 为 0.56 元/股。三季度单季实现营业总收入 27.28 亿 (YoY+24.23%, QoQ-9.64%), 归母净利润 1.71 亿 (YoY-28.77%, QoQ-55.7%)。
- 内容播出延期致使收入增长放缓, 重点综艺 Q4 陆续上线。** 公司三季度上线综艺包括分销给腾讯联播的《中餐厅第三季》、《声入人心第二季》、《我家小两口》, 以及芒果 TV 自制独播的《一路成年》、《女儿们的恋爱第二季》、《哎呀! 好身材》等, 其中《中餐厅第三季》播映热度排名全网第三季度第一 (艺恩数据), 保持一贯高制作水准。
- 《亲爱的客栈第三季》(10月25日首播)、《妻子的浪漫旅行第三季》(定档2019年11月6日)、《明星大侦探第五季》(定档2019年11月8日) 以及《野生厨房第二季》等重点综艺由于排播安排有所延期, 导致三季度收入增速有所放缓, 预计随着王牌综艺的陆续上线, 公司四季度收入将有明显提升。**
- 内容摊销成本上升, 毛利率有所下降。** 截至三季度末公司无形资产达到 42.26 亿, 较去年同期大幅增长, 收入增速放缓摊销成本上升导致三季度单季毛利率为 31.16%, 对比近 4 个季度有较为明显下降。
- 期间费用率方面维持稳定。** 公司前三季度销售费用率为 18.17% (较去年同期增加 1.57pct), 管理费用率为 6.35% (较去年同期下降 0.17pct), 财务费用率-0.22% (较去年同期基本持平)。
- 影视剧投入节奏有所控制, 资金储备充裕。** 公司截至三季度末存货为 24.52 亿, 预付账款为 14.6 亿, 应付账款为 47.04 亿, 环比均基本持平, 经营性净现金流为-4.08 亿, 较去年同期-9.38 亿也有一定改善, 同时公司二季度配套募资到位后整体的现金储备非常充裕, 账面货币资金为 45.54 亿。
- 盈利预测与估值:**
- 我们预计芒果超媒 2019~2021 年实现归母净利润分别为 11.36 亿、14.88

亿、18.88 亿，同比增长 31.19%、31.03%、26.89%，对应 EPS 为 0.66 元/股、0.86 元/股、1.10 元/股，目前股价对应 19、20 年 PE 为 43x、33x，作为 A 股唯一一家视频平台业务公司，拥有明显稀缺性，同时背靠湖南卫视，拥有天然的资源禀赋优势，政策端由于传统媒体出身，内容把控更为出色，继续维持“买入”评级。

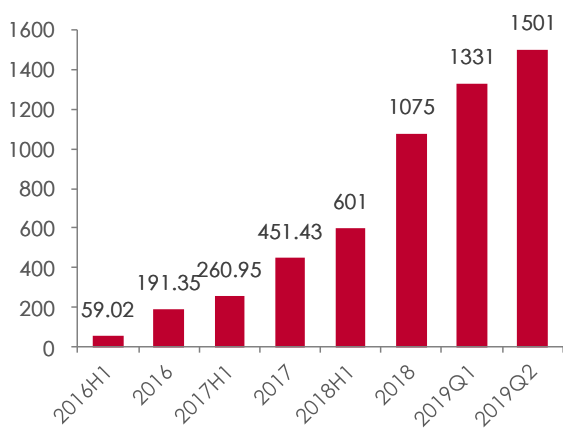
- **风险提示：**1) 内容政策风险；2) 湖南卫视版权授权到期不续约风险；3) 关联交易风险；4) 行业激烈竞争，导致会员、广告增长不达预期风险。

图表 1: 芒果超媒各项费用率对比 (%)



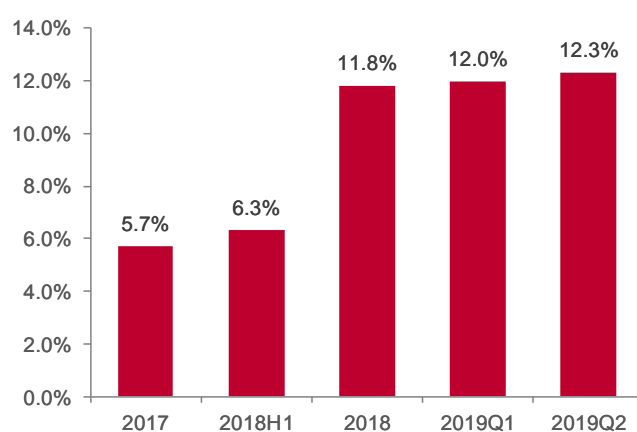
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 芒果超媒付费会员数 (万)



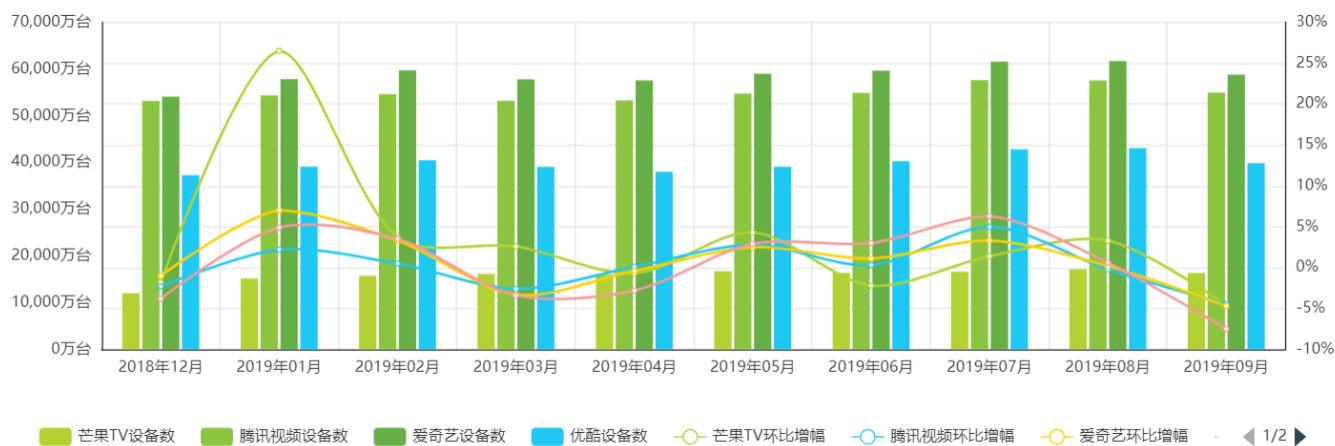
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 芒果超媒付费会员渗透率 (%)



来源: Questmobile, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 芒果TV、爱奇艺、优酷、腾讯视频月度独立设备对比



来源: 艾瑞 app 指数, 中泰证券研究所

图表 5: 2019Q3 电视剧播映指数排名前 30 (网台综合)

2019Q3 电视剧播映指数排名前 30 (网台综合)					
序号	名称	上线时间 (天)	播映指数	播出平台	备注
1	陈情令	123	77.4	腾讯视频	网播
2	小欢喜	89	72	腾讯视频、爱奇艺	
3	全职高手	96	71.3	腾讯视频	网播
4	长安十二时辰	123	70.5	优酷	网播
5	在远方	36	68.2	爱奇艺、优酷、腾讯视频	
6	陆战之王	62	68	腾讯视频、优酷	
7	老酒馆	63	67.9	腾讯视频	
8	九州缥缈录	104	67.3	优酷、腾讯视频	
9	空降利刃	42	67.3	腾讯视频、爱奇艺	
10	十年三月三十日	39	66.4	爱奇艺、腾讯视频	网播
11	激荡	35	64.9	爱奇艺、优酷、腾讯视频	
12	亲爱的, 热爱的	111	64.9	腾讯视频、爱奇艺	
13	宸汐缘	105	64.7	爱奇艺	网播
14	加油, 你是最棒的	88	63.9	爱奇艺、优酷、腾讯视频	
15	遇见幸福	62	63.6	爱奇艺、腾讯视频	
16	我的莫格利男孩	60	63	爱奇艺	网播
17	烈火军校	83	62.6	爱奇艺	网播
18	国民老公 2	35	61.6	腾讯视频	网播
19	山月不知心底事	69	61.3	芒果 TV、优酷	
20	外交风云	39	60.6	腾讯视频、优酷、爱奇艺	
21	飞行少年	35	59.2	腾讯视频、爱奇艺	
22	你是我的答案	48	58.9	优酷视频、芒果 TV	
23	我们不能是朋友	122	58.6	爱奇艺、腾讯视频	网播
24	世界欠我一个初恋	33	58.5	爱奇艺	网播
25	奋斗吧, 少年!	98	58.1	芒果 TV	
26	时间都知道	104	57.5	腾讯视频、爱奇艺	
27	我在未来等你	49	57	爱奇艺	网播
28	归还世界给你	101	56.5	腾讯视频、爱奇艺、优酷	
29	大宋少年志	146	56.4	芒果 TV、爱奇艺	
30	飞虎之雷霆极战	52	55.7	优酷	网播

来源: 艺恩, 中泰证券研究所 (上线时间截至 2019 年 10 月 28 日)

图表 6: 2019Q3 综艺播映指数排名前 30 (网台综合)

2019Q3 综艺播映指数排名前 30 (网台综合)					
序号	名称	上线时间 (天)	播映指数	播出平台	备注
1	中餐厅第三季	94	59.9	腾讯视频、芒果 TV	
2	中国好声音 2019	101	57.3	爱奇艺、优酷、腾讯视频	
3	明日之子第三季	135	56.6	腾讯视频	
4	声入人心第二季	101	56.1	芒果 TV、腾讯视频	
5	脱口秀大会第二季	99	56.1	腾讯视频	网播
6	中国新说唱第二季	136	55.9	爱奇艺	网播
7	这! 就是街舞第二季	163	54	优酷	网播
8	乐队的夏天	156	53.6	爱奇艺	网播
9	做家务的男人	87	53.4	爱奇艺	
10	圆桌派第四季	133	52.9	优酷	网播
11	心动的信号第二季	131	52.6	腾讯视频	网播
12	我家小两口	114	52.4	腾讯视频、芒果 TV	
13	一路成年	62	52.2	芒果 TV	
14	我要打篮球	68	51.9	腾讯视频	网播
15	女儿们的恋爱第二季	60	51.7	芒果 TV	网播
16	快乐大本营 2019	-	51.1	芒果 TV	
17	天天向上 2019	-	51	芒果 TV	
18	中国达人秀第六季	78	50.6	腾讯视频、爱奇艺、优酷	
19	哎呀! 好身材	64	50.5	芒果 TV	网播
20	遇见天坛	66	50	优酷、芒果 TV	
21	新生日记	131	49.6	优酷、芒果 TV	网播
22	合唱吧 300	92	49.6	腾讯视频	网播
23	极限青春	130	49.6	腾讯视频	网播
24	各位游客请注意	86	49.5	爱奇艺、优酷	
25	爱情保卫战 2019	-	48.7	优酷、芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺	
26	笑傲江湖第四季	156	48.5	优酷、芒果 TV	
27	一起乐队吧	72	48.4	优酷	网播
28	非诚勿扰 2019	-	48	优酷	
29	极限挑战第五季	169	47.6	优酷、腾讯视频、爱奇艺	
30	我们长大了	132	47.4	腾讯视频	网播

来源: 艺恩, 中泰证券研究所 (上线时间截至 2019 年 10 月 28 日)

**图表 7: 芒果超媒财务报表及盈利预测**

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,984	9,661	11,282	13,317	15,411
增长率	-7.3%	223.8%	16.8%	18.0%	15.7%
营业成本	-2,306	-6,083	-6,943	-8,012	-9,085
% 销售收入	77.3%	63.0%	61.5%	60.2%	58.9%
毛利	678	3,578	4,339	5,304	6,327
% 销售收入	22.7%	37.0%	38.5%	39.8%	41.1%
营业税金及附加	-14	-98	-113	-133	-154
% 销售收入	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-526	-1,801	-2,146	-2,482	-2,873
% 销售收入	17.6%	18.6%	19.0%	18.6%	18.6%
管理费用	-114	-682	-880	-1,112	-1,287
% 销售收入	3.8%	7.1%	7.8%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	24	996	1,201	1,577	2,013
% 销售收入	0.8%	10.3%	10.6%	11.8%	13.1%
财务费用	31	24	27	28	28
% 销售收入	-1.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	1	104	40	42	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	31	64	67	70
% 税前利润	3.6%	3.4%	5.1%	4.1%	3.4%
营业利润	55	948	1,251	1,630	2,067
营业利润率	1.9%	9.8%	11.1%	12.2%	13.4%
营业外收支	4	-30	-6	-6	-6
税前利润	60	917	1,246	1,624	2,060
利润率	2.0%	9.5%	11.0%	12.2%	13.4%
所得税	-3	-19	-25	-32	-41
所得税率	4.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	64	928	1,221	1,591	2,019
少数股东损益	-9	62	85	103	131
归属于母公司的净利润	73	866	1,136	1,488	1,888
净利率	2.4%	9.0%	10.1%	11.2%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	64	928	1,221	1,591	2,019
加: 折旧和摊销	31	2,260	1,756	2,545	2,843
资产减值准备	1	104	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-16	14	-27	-28	-28
投资收益	-2	-31	-64	-67	-70
少数股东损益	-9	62	85	103	131
营运资金的变动	29	272	-1,688	-836	-1,760
经营活动现金净流	-60	-377	1,197	3,205	3,004
固定资本投资	5	-91	-60	-60	-50
投资活动现金净流	241	1,074	-1,401	-1,960	-2,929
股利分配	-20	-20	0	-149	-77
其他	42	-101	628	-141	126
筹资活动现金净流	22	-121	628	-289	49
现金净流量	203	576	424	956	124

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,105	2,526	2,950	3,907	4,030
应收款项	228	1,510	1,733	2,317	2,241
存货	74	2,215	2,799	2,987	3,574
其他流动资产	589	2,414	3,023	3,394	4,091
流动资产	1,995	8,665	10,505	12,605	13,936
% 总资产	87.7%	71.5%	77.1%	83.0%	83.6%
长期投资	77	312	312	312	312
固定资产	116	207	185	161	167
% 总资产	5.1%	1.7%	1.4%	1.1%	1.0%
无形资产	47	2,856	2,557	2,032	2,163
非流动资产	279	3,446	3,129	2,584	2,727
% 总资产	12.3%	28.5%	22.9%	17.0%	16.4%
资产总计	2,274	12,111	13,634	15,189	16,663
短期借款	36	196	169	0	50
应付款项	433	5,359	5,060	5,341	4,775
其他流动负债	82	625	625	625	625
流动资产	551	6,179	5,853	5,966	5,449
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	258	258	258	258
负债	555	6,437	6,111	6,223	5,707
普通股股东权益	1,679	5,639	7,403	8,742	10,601
少数股东权益	40	35	120	224	355
负债股东权益合计	2,274	12,111	13,634	15,189	16,663

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.04	0.49	0.66	0.86	1.10
每股净资产(元)	0.94	3.17	4.30	5.07	6.15
每股经营现金净流(元)	-0.03	-0.21	0.67	1.80	1.69
每股股利(元)	0.01	0.01	0.00	0.09	0.04
回报率					
净资产收益率	4.32%	15.35%	15.34%	17.02%	17.81%
总资产收益率	2.80%	7.66%	8.96%	10.48%	12.12%
投入资本收益率	5.70%	169.53%	37.76%	34.12%	40.42%
增长率					
营业总收入增长率	-7.32%	223.77%	16.78%	18.03%	15.73%
EBIT增长率	30.36%	3663.71%	32.55%	30.86%	27.30%
净利润增长率	9.03%	1093.27%	31.19%	31.03%	26.89%
总资产增长率	-2.72%	432.54%	12.57%	11.41%	9.70%
资产管理能力					
应收账款周转天数	24.3	30.6	50.0	53.0	51.5
存货周转天数	10.6	42.6	80.0	78.2	76.6
应付账款周转天数	43.1	106.8	170.0	150.0	140.0
固定资产周转天数	14.2	6.0	6.3	4.7	3.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-144.86%	-48.54%	-49.69%	-44.95%	-61.53%
EBIT利息保障倍数	-0.8	-38.2	-44.5	-57.3	-73.9
资产负债率	24.40%	53.15%	44.82%	40.97%	34.25%

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。