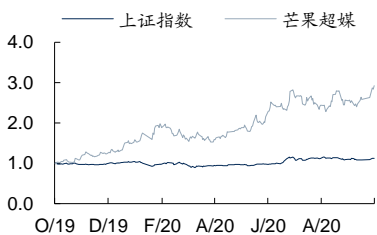


证券研究报告—动态报告
传媒
影视娱乐
芒果超媒(300413)
买入
2020Q3 业绩预告点评

(维持评级)

2020年10月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,780/931
总市值/流通(百万元)	136,252/71,277
上证综指/深圳成指	3,341/13,691
12个月最高/最低(元)	79.33/25.35

相关研究报告:

《芒果超媒-300413-重大事件快评：“破圈”进行时，布局内容电商打造第二增长曲线》——2020-09-10

《芒果超媒-300413-2020年中报点评：“破圈”进行时，“多元”变现打开新成长空间》——2020-09-01

《芒果超媒-300413-2020年半年报业绩预告点评：业绩强劲，《姐姐》霸屏，“芒果模式”乘风破浪》——2020-07-13

《芒果超媒-300413-重大事件快评：《姐姐》首播破亿，持续爆款验证独特成长逻辑》——2020-06-15

《芒果超媒-300413-2019年年报和20Q1季报点评：稳定向上，观影业绩验证“芒果模式”》——2020-04-27

证券分析师：张衡

电话：021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517060002

证券分析师：夏妍

电话：021-60933162
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520030003

证券分析师：高博文

电话：
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520030004

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评
Q3 业绩超预期，成长逻辑不断验证
● 20Q3 业绩预告超预期，综艺影视齐头并进

公司发布 2020 年前三季度业绩预告：预计前三季度实现归母净利润 15.3~16.3 亿，同比增长 56.99%~67.25%，去年同期 9.75 亿，前三季度非经常损益 1.6 亿。其中 20Q3 实现归母净利润 4.27 亿~5.27 亿，同比增长 149.52%~208.01%。公司 Q3 业绩超预期，报告期内，公司持续发挥内容创新和自制优势，综艺节目和影视剧齐头并进。

● 台网合力，启动“芒果季风计划”，重构剧集生产模式

湖南广电针对长视频内容启动“芒果季风计划”，联动湖南卫视与芒果 TV，以“高创新、高品质、高稀缺”为标准，共同打造国内首个台网联动周播剧新样态。“四大季风、四季联播”，十部短剧贯通 2021 年，其中每季 12 集，每周 2 集，每集 70 分钟。除此以外，芒果还全力打造基于长视频内容的“小芒电商”，深化内容、平台和品牌的联合影响力；升级“大芒计划”，打造“芒果学院”，将 UGC 内容爱好者培养成顶级 PGC 制作人；聚焦悬疑 IP，打造明侦剧本杀主题店，探索线下实景娱乐。

● 拟“定增+协议转让”引入资金 45 亿，加码内容制作

公司拟以非公开发行方式募资不超过 45 亿元，公司控股股东芒果传媒拟通过公开征集受让方的方式，协议转让 0.94 亿股。通过本次“定增+协议转让”，公司拟引入未来发展重要战略资源，继续加码内容自制，其中内容资源库扩建投入 40 亿，拟采购 6 部 S 级影视剧的网络独家版权，并自制（含定制）11 部 A 级影视剧版权、自制 18 部 S 级综艺节目版权。公司持续锁定行业核心生产要素，加深构建内容竞争“护城河”。

● 投资建议：持续看好芒果向上新周期，维持“买入”评级。

下一个阶段看公司影视剧业务深化后的内容及人群“破圈”，看“芒果好物”为代表的多元变现新模式的落地，看技术升级下的新业态演变。我们上调公司 20 年业绩预期+5%，21-22 年业绩预期暂维持不变，综合以上，预计公司 20-22 年归母净利润 16.55/19.90/24.03 亿，EPS 为 0.93/1.12/1.35 元，对应 PE 为 82/68/57X，继续维持“买入”评级。

● 风险提示：对赌期后业绩下滑；人才流失风险；行业政策风险。
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9660.66	12500.66	16566.97	20667.31	25432.65
(+/-%)	223.77%	29.40%	32.53%	24.75%	23.06%
净利润(百万元)	865.57	1156.29	1654.58	1989.82	2402.50
(+/-%)	1093.27%	33.59%	43.09%	20.26%	20.74%
摊薄每股收益(元)	0.87	0.65	0.93	1.12	1.35
EBIT Margin	10.05%	9.71%	9.74%	9.43%	9.21%
净资产收益率(ROE)	15.35%	13.16%	15.90%	16.10%	16.33%
市盈率(PE)	87.53	117.84	82.33	68.46	56.70
EV/EBITDA	25.44	28.99	51.64	51.83	49.89
市净率(PB)	13.44	15.51	13.09	11.03	9.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

1、20Q3 业绩超预期，发布“芒果季风计划”

公司发布 2020 年前三季度业绩预告：预计前三季度实现归母净利润 15.3~16.3 亿，同比增长 56.99%~67.25%，去年同期 9.75 亿，前三季度非经常损益 1.6 亿。其中 20Q3 实现归母净利润 4.27 亿~5.27 亿，同比增长 149.52%~208.01%。

公司 Q3 业绩超预期，报告期内，公司持续发挥内容创新和自制优势，综艺节目和影视剧齐头并进。《乘风破浪的姐姐》《密室大逃脱(第二季)》《妻子的浪漫旅行(第四季)》《奇妙小森林》《说唱听我的》等热门综艺和《以家人之名》《亲爱的自己》《琉璃》《蜗牛与黄鹌鸟》等热播剧集，有效带动公司广告收入和会员收入增长。

表 1：芒果超媒业绩概览

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1	2020Q3
新媒体互动娱乐内容制作(百万)	2903.66	3248.62	3902.24	1574.32	831.08	-
yoy(%)	-	11.88	20.12	-20.00	-47.21	-
互联网视频(原新媒体平台运营业务)(百万)	2343.81	4179.72	6318.24	3049.15	3946.21	-
yoy(%)	-	78.33	51.16	71.13	29.42	-
媒体零售(百万)	2832.29	1990.05	2007.36	738.37	953.97	-
yoy(%)	-	-29.74	0.87	-40.18	29.20	-
其他(百万)	151.47	242.28	272.93	142.16	42.60	-
yoy(%)	-	59.95	12.65	-70.03	-70.03	-
合计收入(百万)	8231.24	9660.67	12500.77	5504.00	5773.87	-
yoy(%)	-	17.37	29.40	27.05	4.90	-
毛利率(%)	22.72	37.04	33.73	40.78	36.59	-
期间费用率(%)	20.42	25.46	23.63	24.77	19.20	-
—销售费用率(%)	17.64	18.65	17.12	18.25	14.13	-
—管理费用率(%)	3.81	7.06	6.80	6.64	5.56	-
—财务费用率(%)	-1.03	-0.25	-0.29	-0.12	-0.49	-
净利率(%)	2.14	9.60	9.26	14.59	19.10	-
经营性活动现金流(百万)	-60.07	-376.92	292.87	-348.88	11.51	-
归母净利润(百万)	715.17	865.57	1156.29	803.60	1103.38	1530-1630
yoy(%)	-	21.03	33.59	40.33	37.30	56.99-67.25

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

根据第八届中国网络视听大会主论坛张华立总关于《应对长视频危机的芒果方案》的发言，长视频的危机体现在：1) 传统电视台步履维艰；2) 长视频网站连年亏损；3) 长视频内容公司陷入生存困局。行业危机之下公司突出长视频的长板优势，即长视频特有的自洽的、完整的戏剧结构以及大型直播。

湖南广电针对长视频内容启动了“芒果季风计划”。具体做法是联动湖南卫视与芒果 TV，以“高创新、高品质、高稀缺”为标准，共同打造国内首个台网联动周播剧新样态。“四大季风、四季联排”，十部短剧贯通 2021 年，其中每季 12 集，每周 2 集，每集 70 分钟。“芒果季风计划”若实现台网联动，有望尝试探索真正的剧集工业化发展，甚至有望脱羂区别于美剧的发行路径。

图 1：湖南广电启动“芒果季风计划”



资料来源:湖南广播电视台, 国信证券经济研究所整理

芒果不断探索新业态，除了重构影视剧生产体系，启动“芒果季风计划”，芒果还全力打造基于长视频内容的“小芒”垂直电商平台，进一步深化内容、平台和品牌的联合影响力；升级“大芒计划”，打造“芒果学院”，将 UGC 内容爱好者培养成顶级 PGC 制作人；聚焦悬疑 IP，打造明侦剧本杀主题店，探索线下实景娱乐。

图 2：芒果超媒“小芒电商”正式发布



资料来源:芒果 TV, 国信证券经济研究所整理

图 3：芒果超媒“小芒电商”正式发布



资料来源:芒果 TV, 国信证券经济研究所整理

2、综艺作品占据国内半壁江山，后续全面发力影视剧

2020 年上半年芒果 TV 在用户观看时长综艺前 10 榜单中占据 5 席，前 100 名榜单中占 46 席。

展望 2020 年下半年及 21 年布局情况：芒果 TV 将全面发力影视剧，综艺储备丰富。剧集方面，2020H2 正在播出和播出完毕的剧集共 8 部，下半年待播出剧集约 15 部，2021 年初步统计拍摄及待播影视剧共 15 部，除了青春爱情剧，公司开始加强现实主义题材和悬疑题材剧集的布局；综艺方面，2020H2，正在播出或播出完毕的综艺项目合计 11 部，待播出综艺约 16 部。

表 2: 2020H2 芒果 TV 影视剧进展梳理

类型	名称	演职人员	制作班底	上线时间	进度	计划渠道
都市/甜宠/奇幻	《替星来的那一夜 2》	张雨剑、鲁照华、虞祎杰	导演: 孙恺凯; 编剧: 禾白三少、宋金娟	2020 年 7 月 12 日	播出完毕	芒果 TV 独播
奇幻/都市/爱情	《拾光的秘密》	赵奕欢、李浩菲	导演: 蔡晓卉、国浩	2020 年 7 月 22 日	播出完毕	芒果 TV 独播
爱情/古装/奇幻	《离人心上》	郑业成、胡意旋、黄灿灿、杨霖、林昕宜	监制: 邓科; 导演: 高琮凯; 编剧: 董珂	2020 年 7 月 30 日	正在播出	芒果 TV 独播
都市/青春/爱情	《我好喜欢你》	言承旭、沈月、辣目洋子、魏哲鸣	导演: 林子平; 编剧: 高巍	2020 年 8 月 3 日	播出完毕	优酷、芒果 TV 联合网播
古装/爱情	《琉璃美人煞》	成毅、袁冰妍	导演: 尹涛; 编剧: 刘芳、李惠敏	2020 年 8 月 6 日	正在播出	芒果 TV、优酷上映
都市/青春/成长/治愈	《以家人之名》	谭松韵、宋威龙、张新成	导演: 丁梓光	2020 年 8 月 10 日	播出完毕	芒果 TV 独播, 一线卫视上星
古代传奇	《青青子衿》	范世琦、吕小雨	导演: 徐飞	2020 年 8 月 17 日	正在播出	芒果 TV, 湖南卫视上星
女性/励志/都市/情感	《亲爱的自己》	刘诗诗、朱一龙、阚清子、彭冠英等	导演: 丁黑、符策欣、任重; 编剧: 苏晓苑	2020 年 9 月 7 日	正在播出	芒果 TV 独播, 湖南卫视上星
悬疑/青春/热血/推理	第二季《目标人物》	白敬亭、魏晨、张雨剑、代露娃等	芒果 TV 盒子工作室	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
医疗/都市/成长	《了不起的儿科医生》	陈晓、王子文、贾青、于小伟	导演: 杨磊	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV, 一线卫视上星
青春/校园/偶像	《暗恋橘生淮南》	胡一天、胡冰卿、张逸杰	导演: 李木戈; 编剧: 好故事创意编剧团队	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播, 一线卫视上星
都市/爱情/甜宠	《从结婚开始恋爱》	周雨彤、龚俊、金泽、吴曼思	编剧: 陈丽雯、江月华	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
都市奇幻/爱情/悬疑	《我有特殊的沟通技巧》	范世琦、罗予彤	导演: 沈文帅; 编剧: 快嘟小分队、吕阳、罗钰婷	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
浪漫/养成/治愈	《完美先生和差不多小姐》	魏哲鸣、徐若晗、代云帆、赵珞然	导演: 李爽	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
校园/情感/励志	《谢谢让我遇见你》	郭俊辰、万鹏	导演: 詹成霖; 编剧: 高琳	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
青春/爱情/校园/励志	《心动的瞬间》	凌美达、张凌赫	导演: 黄元达; 编剧: 赵越	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
都市/爱情	《海上繁花》	窦骁、李沁	导演: 花箐	2020Q3	拍摄完毕	网台剧
年代剧	《隐秘而伟大》	李易峰、金晨、王泷正、牛骏峰	导演: 王伟	2020Q3	拍摄完毕	网台剧
古代宫廷	《尚食》	许凯、白鹿	导演: 于正	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV
都市	《初晨, 是我故意忘记你》	白敬亭、孙怡	导演: 林柯	2020Q4	拍摄完毕	网台剧
都市/健康/话题	《向阳而生》	蒋欣、高伟光	导演: 刘家成	2020Q4	拍摄完毕	芒果 TV, 湖南卫视上星
剧情/都市/爱情	《我的妄想症男友》		完颜洛绒、庄达菲	2020Q4	拍摄中	芒果 TV
高甜励志青春剧	《原来是你》	张轩睿、罗予彤、刘凯	导演: 罗惠德	2020Q4	拍摄完毕	芒果 TV

资料来源: 芒 TIME, 芒果 TV 招商会, 骨朵数据, 国信证券经济研究所整理

表 3: 2021 芒果 TV 影视剧进展梳理

类型	名称	演职人员	制作班底	上线时间	进度	计划渠道
当代/涉案	《狂猎》	秦昊、尹昉	导演: 曹盾、高翔	暂定 2021Q1	拍摄中	芒果 TV 独播
悬疑/爱情/时尚	《不能恋爱的秘密》	拟邀: 宋妍霏	导演: 拟邀蔡聪; 编剧: 王籽璇	暂定 2021Q1	拍摄中	芒果 TV 独播
都市/职场/轻喜	《住在我隔壁的甲方》	张新成、吴宣仪	导演: 陈戎晖	暂定 2021Q1	前期筹备	芒果 TV 独播
都市/爱情/亲子	《贺少的闪婚爱妻》	待定	导演: 李玉磊; 编剧: 肖翠娥	暂定 2021Q2	前期筹备	芒果 TV 独播
悬疑/喜剧	《双面神探》	待定	导演: 赵天宇; 编剧: 胡杨编剧团队	暂定 2021Q3	拍摄中	芒果 TV 独播
都市/情感/话题	《好女好男》	万茜、佟大为	导演: 梦继	暂定 2021Q3	拍摄中	芒果 TV 独播, 一线卫视上星
古装/仙侠	《落花时节又逢君》	拟邀: 陈伟霆、任嘉伦、孙怡	编剧团队: 司命文化	暂定 2021Q3	拍摄中	芒果 TV 独播, 一线卫视上星
都市/情感	《我和我们在一起》	孙怡、张彬彬、李泊文	导演: 崔亮	2021 年	拍摄完毕	网台剧
当代军旅	《亲爱的戎装》	黄景瑜、李沁	导演: 天毅	2021 年	拍摄完毕	网台剧
当代/都市	《起跑线》	刘涛、李光洁、颖儿	导演: 陈昆晖	2021 年	拍摄完毕	网台剧

当代青少	《你好，对方辩友2》		翟子路、吴佳怡、王路晴	2021年	拍摄完毕	芒果TV
古装/轻喜/仙侠	《亲爱的吾兄》	待定	导演：邱钰	暂定2021	前期筹备	芒果TV独播
都市/喜剧/励志/爱情	《我亲爱的小洁癖》	沈月、刘以豪	导演：蔡聪	2022年	拍摄中	芒果TV
都市/情感/悬疑	《掌中之物》	彭冠英、蔡文静、刘凯	导演：闫宇彤	待定	拍摄完毕	网台剧
当代都市	《人民的正义》	于和伟、韩雪、吴刚、宋楚炎等	导演：李路	待定	拍摄完毕	网台剧

资料来源：芒 TIME，芒果TV招商会，骨朵数据，国信证券经济研究所整理

表 4：2020H2 芒果 TV 的综艺项目进展梳理

类型	名称	嘉宾	上线时间	进度
夫妻观察治愈	《妻子的浪漫旅行4》	蔡少芬、沙溢、胡可、郎朗、吉娜等	2020年6月6日	正在播出
萌娃教育治愈	《奇妙小森林》	郑爽、吴奇隆、张新成、谭松韵	2020年6月6日	正在播出
说唱音乐	《说唱听我的》	王琳凯、袁娅维、刘嘉裕、杨长青、艾热	2020年6月7日	正在播出
女团养成	《乘风破浪的姐姐》	宁静、王霏霏、孟佳、张雨绮、张含韵、金晨等	2020年6月12日	播出完毕
实景解密体验	《密室大逃脱2》	杨幂、邓论、黄明昊	2020年6月5日	正在播出
美食综艺	《中餐厅第四季》	黄晓明、赵丽颖、张亮、林述巍、李浩菲	2020年7月31日	正在播出
代际互动观察类游戏	《元气满满的哥哥》	吴昕、胡军（队长）、蔡国庆、李维嘉、吴奇隆、王耀庆等	2020年7月31日	正在播出
原创驾考纪实类	《新手驾到》	戚薇、周深、霍尊、吴宣仪、王琳凯等	2020年8月13日	正在播出
孕期生活观察	《新生日记2》	周延、刘璇、应采儿、陈小春	2020年8月25日	正在播出
原创育儿观察类	《谁知盘中餐》	李锐	2020年8月26日	正在播出
村庄脱贫故事	《青春在大地》	何炅	2020年8月30日	正在播出
明星健身挑战	《哎呀好身材2》	杨迪母子、李湘夫妇	2020Q3	录制中
父子远行真人秀	《一路成年2》	待定	2020Q3	前期筹备
代际情感观察	《女儿们的恋爱3》	萧亚轩、宋祖儿、马思纯等	2020Q3	前期筹备
儿童运动会	《小巨人运动会》	刘翔（发起人）、田亮（领队召集人）、陈立农、汪苏泷	2020Q3	录制中
探索实验	《岛上友人》	待定	2020Q3	前期筹备
带货实战PK	《超级学徒》	吴晓波、辛有志等	2020Q3	前期筹备
明星推理悬疑	《明星大侦探6》	何炅、撒贝宁、白敬亭等	2020Q4	前期筹备
明星音乐真人秀	《姐姐的爱乐之程》	乘风破浪的姐姐	2020Q4	前期筹备
野生料理纪实	《野生厨房3》	李诞、林彦俊、姜妍等	2020Q4	前期筹备
综艺直播	《女人的秘密花园》	薇娅、章子怡、小S、谢娜等	2020Q4	前期筹备
职场观察真人秀	《跟着老板去团建》	待定	2020Q4	前期筹备
音乐类养成	《朋友请听好2》	待定	2020Q4	前期筹备
家庭真人秀	《初次见面的父亲》	待定	2020Q4	前期筹备
原创情歌CP	《小情歌》	待定	2020Q4	前期筹备
探秘挑战	《去冒险吧》	待定	2020Q4	前期筹备
素人生活纪实	《变形记2020》	待定	2020Q4	前期筹备

资料来源：芒 TIME，芒果TV招商会，骨朵数据，国信证券经济研究所整理

3、拟“定增+协议转让”引入资金45亿，加码内容制作

公司拟以非公开发行方式募资不超过45亿元，公司控股股东芒果传媒拟通过公开征集受让方的方式，协议转让0.94亿股。根据方案，通过本次“定增+协议转让”，公司拟引入未来发展重要战略资源，并继续加码内容自制，持续锁定行业核心生产要素，加深构建内容竞争“护城河”。

表 5：公司定增方案

序号	项目名称	项目总投资金额(万)	募集资金拟投入金额(万)
1	内容资源库扩建项目	400,980	400,000
2	芒果TV智慧视听媒体服务平台项目	58,142	50,000
合计		459,122	450,000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) 内容资源库扩建项目：本项目总投资金额为400980万元，拟使用募集资金40亿元，采取影视剧版权采购及影视剧、综艺自制及定制的策略，丰富版权库内容资源，以巩固公司在内容领域的优势地位，进一步提升公司的综合竞争力；

本项目拟采购 6 部 S 级影视剧的网络独家版权，并自制（含定制）11 部 A 级影视剧版权、自制 18 部 S 级综艺节目版权。项目建设期为 24 个月。

表 6: 内容资源库扩建项目计划

序号	项目名称	部数	总投资金额	募集资金拟投入金额
一	影视剧版权	17	174,180	173,200
1.1	采购 S 级影视剧版权	6	109,200	109,200
1.2	自制（含定制）A 级影视剧版权	11	64,980	64,000
二	自制 S 级综艺版权	18	226,800	226,800
合计		35	400,980	400,000

资料来源: 资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目: 本项目总投资金额为 58142 万元, 拟使用募集资金 5 亿元, 利用自有技术研发搭建芒果 TV 智慧视听媒体服务平台, 包括: 芒果 TV 基础服务平台、芒果 TV 智能内容制作平台、芒果 TV 智能内容加工平台、芒果 TV 内容分发平台、芒果 TV 应用服务平台等模块。

本项目总投资金额为 58142 万元, 拟使用募集资金 50000 万元, 利用自有技术研发搭建芒果 TV 智慧视听媒体服务平台。项目建设期为 24 个月。

表 7: 芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目计划

序号	项目名称	总投资金额(万)	募集资金拟投入金额(万)
一	建设投资	50,000	50,000
1.1	硬件设备	9,872	9,872
1.2	软件开发投入	31,108	31,108
1.3	软件采购	9,020	9,020
二	技术服务费	200	0.00
三	机房租赁	900	0.00
四	带宽费用	4,273	0.00
五	预备费用	2,769	0.00
合计		58,142	50,000

资料来源: 资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司第一阶段的媒体平台的逻辑已被验证, 下一个阶段看公司影视剧业务深化后的“破圈”, 看“芒果好物”多元变现的落地和执行力, 看技术升级下的新业态演变, 我们认为随着公司内容生态不断巩固深化, 公司下一阶段的成长空间将不断被打开。根据公司 Q3 业绩预告, 上调公司会员和广告的业务预期, 从而上调公司 20 年业绩预期+5%, 21-22 年业绩预期暂维持不变, 预计 21 年利润 19-20 亿, 22 年 23-24 亿, 综合以上, 预计公司 20-22 年归母净利润 16.55/19.90/24.03 亿, EPS 为 0.93/1.12/1.35 元, 最新股价对应 PE 为 82/68/57X, 继续维持“买入”评级。

风险提示: 业绩不达预期风险; 内容制作风险; 行业政策风险; 人才流失风险; 技术革新风险; 新业务不达预期风险。

表 8: 芒果超媒盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9660.66	12500.66	16566.97	20667.31	25432.65
(+/-%)	223.77%	29.40%	32.53%	24.75%	23.06%
净利润(百万元)	865.57	1156.29	1654.58	1989.82	2402.50
(+/-%)	1093.27%	33.59%	43.09%	20.26%	20.74%
每股收益(元)	0.87	0.65	0.93	1.12	1.35
EBIT Margin	10.05%	9.71%	9.74%	9.43%	9.21%
净资产收益率(ROE)	15.35%	13.16%	15.90%	16.10%	16.33%
市盈率(PE)	87.53	117.84	82.33	68.46	56.70
EV/EBITDA	25.44	28.99	51.64	51.83	49.89

市净率 (PB)	13.44	15.51	13.09	11.03	9.26
----------	-------	-------	-------	-------	------

资料来源: 公司资料和国信证券预测

表 9: 可比公司 PS 估值 (海外)

公司代码	公司名称	总市值 (亿美元)	收入 (亿美元)				PS (倍)				投资评级
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
IQ.O	爱奇艺	168.74	42.37	45.21	52.39	60.32	3.98	3.73	3.22	2.80	暂未评级
BILI.O	哔哩哔哩	143.35	9.91	15.94	22.58	30.41	14.47	8.99	6.35	4.71	买入
NFLX.O	奈飞	2387.88	201.56	251.49	297.06	343.64	11.85	9.49	8.04	6.95	暂未评级

资料来源:wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

表 10: 可比公司 PE 估值 (A 股)

公司代码	公司名称	前收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300770.SH	新媒股份	97.72	222.05	3.08	2.52	3.25	31.73	38.78	30.07	买入
300133.SZ	华策影视	7.89	131.68	-0.84	0.28	0.35	-9.39	28.18	22.54	买入
002343.SZ	慈文传媒	8.42	39.28	0.35	0.43	0.53	24.06	19.58	15.89	增持
002291.SZ	星期六	23.10	168.01	0.20	0.37	0.72	115.50	62.43	32.08	增持

资料来源:wind 一致预测, 国信证券预测, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5064	8600	11709	14975	营业收入	12501	16567	20667	25433
应收款项	3128	4085	5039	6132	营业成本	8285	11159	13944	17190
存货净额	1916	2476	3093	3813	营业税金及附加	96	166	207	254
其他流动资产	1619	2319	3100	4069	销售费用	2141	2850	3575	4425
流动资产合计	11728	17480	22941	28989	管理费用	4295	1991	1902	1903
固定资产	181	256	298	324	财务费用	(37)	(55)	(56)	(77)
无形资产及其他	4851	3638	2729	2047	投资收益	6	10	20	30
投资性房地产	108	108	108	108	资产减值及公允价值变动	(1)	(20)	(30)	(40)
长期股权投资	210	215	220	225	其他收入	3451	1213	910	682
资产总计	17078	21698	26296	31693	营业利润	1178	1659	1995	2409
短期借款及交易性金融负债	360	500	600	700	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	5374	7427	9202	11250	利润总额	1178	1659	1995	2409
其他流动负债	2201	2985	3736	4609	所得税费用	20	3	3	4
流动负债合计	7936	10912	13539	16559	少数股东损益	1	2	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1156	1655	1990	2402
其他长期负债	323	343	363	383					
长期负债合计	323	343	363	383	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8258	11255	13901	16941	净利润	1156	1655	1990	2402
少数股东权益	36	38	40	42	资产减值准备	(53)	26	10	8
股东权益	8784	10405	12355	14710	折旧摊销	3745	1241	948	728
负债和股东权益总计	17078	21698	26296	31693	公允价值变动损失	1	20	30	40
					财务费用	(37)	(55)	(56)	(77)
关键财务与估值指标					营运资本变动	1139	666	204	166
每股收益	0.65	0.93	1.12	1.35	其它	54	(24)	(8)	(5)
每股红利	0.01	0.02	0.02	0.03	经营活动现金流	6042	3584	3174	3339
每股净资产	4.93	5.85	6.94	8.26	资本开支	19	(150)	(120)	(120)
ROIC	18%	19%	23%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	16%	16%	16%	投资活动现金流	24	(155)	(125)	(125)
毛利率	34%	33%	33%	32%	权益性融资	1988	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	17%	14%	12%	支付股利、利息	(16)	(33)	(40)	(48)
收入增长	29%	33%	25%	23%	其它融资现金流	(5485)	140	100	100
净利润增长率	34%	43%	20%	21%	融资活动现金流	(3528)	107	60	52
资产负债率	49%	52%	53%	54%	现金净变动	2538	3536	3109	3266
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2526	5064	8600	11709
P/E	117.8	82.3	68.5	56.7	货币资金的期末余额	5064	8600	11709	14975
P/B	15.5	13.1	11.0	9.3	企业自由现金流	6115	3369	2977	3112
EV/EBITDA	29.0	51.6	51.8	49.9	权益自由现金流	630	3564	3134	3289

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032