消费升级与娱乐研究中心

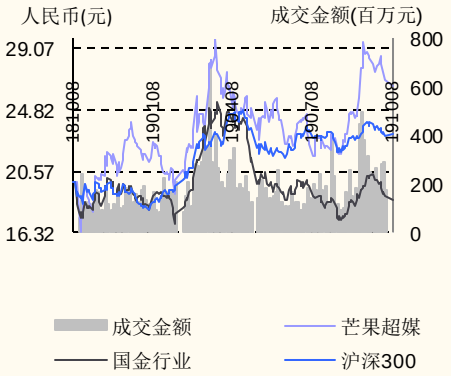
芒果超媒 (300413.SZ) 买入（维持评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：26.40 元
目标价格（人民币）：32.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	834.02
总市值(百万元)	47,001.97
年内股价最高最低(元)	28.77/26.40
沪深 300 指数	3837.68



相关报告

1.《优质互联网视频平台优势凸显，网红带货或将为其注入新活力-芒果...》，2019.8.30

2.《综艺优势愈发强劲，发展持续向好-芒果超媒 2019 中期业绩预告...》，2019.7.15

3.《芒果 TV 发展势头良好，持续看好-芒果超媒公司点评》，2019.5.8

4.《芒果 TV 高速增长，广告会员双双发力-芒果超媒业绩快报点评》，2019.3.3

5.《芒果 TV 发展势头良好，平台属性愈加凸显-芒果超媒 2018 业绩...》，2019.2.12

裴培 分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

焦杉 联系人
jiaoshan@gjzq.com.cn

无日不趋新，长视频的硬仗看芒果怎么打

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.181	0.874	0.629	0.861	1.026
每股净资产(元)	4.19	5.70	4.92	5.78	6.81
每股经营性现金流(元)	-0.15	-0.38	-0.30	0.26	0.51
市盈率(倍)	165.02	42.33	41.97	30.66	25.74
净利润增长率(%)	9.03%	1093.27%	29.38%	36.88%	19.12%
净资产收益率(%)	4.32%	15.35%	12.79%	14.89%	15.07%
总股本(百万股)	401.00	990.02	1,780.38	1,780.38	1,780.38

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **逆水行舟，不进则退，变革创新是唯一的不变因素。**运营战略、内容创意、市场嗅觉和技术革新，芒果超媒在方方面面持续“颠覆”自己。芒果 TV 早已不仅仅是湖南卫视的网络分发渠道。多个工作团队的协力下，如《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《女儿们的恋爱》等优质网综内容频出，播放量和口碑实现双丰收。芒果 TV 网综播放量份额从 2018 年的 22.9%增长至 2019 年 1 至 9 月的 36.3%。不止步于综艺，芒果 TV 在自制剧集的道路上也在不断发力，预计 2019 年第 4 季度和 2020 年即将上线约 17 部自制剧集。长期来看购买剧集更重要的是效率和回报，芒果 TV 对于用户需求的把握精准优势突出。根据我们的统计，芒果 TV 的电视剧平均播放水平在 2019 年有明显提高，网络剧更是名列前茅。而且其所购剧集的隔月留存率也处于行业中上水平，尤其是在非独播的剧集中留存优势表现更为明显。以《夜空中最闪亮的星》举例，芒果 TV 在播放量级不小的情况下隔月留存率也有 68.3%，分别高出联播平台腾讯视频和爱奇艺 36.9pct 和 2.7pct。
- **视频服务是从被动向主动的迁移，是用户全方位需求的满足，大屏端家庭需求的价值在稀缺牌照的优势下正在逐步被兑现。**移动端与大屏端的平衡，也是用户个人和家庭生活的平衡，长期来看是均衡的。一方面，芒果超媒拥有省级 IPTV 集成播控牌照以及 OTT 内容服务牌照和集成服务牌照。而 IPTV 和 OTT 普及率省间差异较大，芒果超媒仍有省外拓展和下沉的空间。另一方面，2019 年 8 月，四大视频平台的移动端女性用户占比中芒果 TV 居于首位，为 77.1%，远超过其他三家平台。而女性角色在家庭的家电以及日常运营商套餐选择上拥有较大的话语权，抓住了女性的心不仅为芒果 TV 带来更强的用户粘性，也为其多渠道发展提供助力。芒果 TV 在 30 岁以下人群占比也最高（75.3%），在未来 5 至 10 年的发展历程中，年轻群体的付费能力更强，芒果 TV 也或将享受来自年轻群体组建新家庭带来的渠道铺设红利。

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 11.20/15.33/18.26 亿元，分别对应 2019-2021 年 PE 42/31/26 倍。我们持续看好公司新媒体业务的发展，按照 2020 年 37 倍 PE 给予目标价 32 元，维持“买入”评级。

风险

- 政策监管风险；付费会员数增长可能不及预期；限售股解禁风险

内容目录

时时刻刻求变，扬帆就不会停下 5
巨头环伺，从内容传播者到内容创造者 5
长视频行业尚未定局，内容的变数是行业发展的变数 5
觊觎者虎视眈眈，综艺的自制优势仍在不断兑现 8
群雄逐鹿，剧集之战如火如荼 12
个人与家庭的平衡，IPTV 与 OTT 的突围 17
借力稀缺牌照，内容和播控环节参与方或将持续受益 17
美国有线电视替代的历史发展也是从被动到主动的过程 22
芒果超媒运营商业务覆盖面尚有空间，高毛利率特性突出 24
财务分析 27
新媒体业务带动收入持续增长，仍在不断尝试创新模式 27
盈利能力持续向好，经营费率稳定 28
盈利预测 29
收入预测 29
毛利率预测 30
投资建议 31
风险提示 31

图表目录

图表 1：网络长视频行业移动端 MAU（亿）趋势 6
图表 2：网络长视频行业移动端 DAU（亿）趋势 6
图表 3：2018 年至 2019 年 9 月网络长视频热播内容播放量趋势 6
图表 4：付费渗透率：芒果超媒 vs. 爱奇艺 7
图表 5：版权相关资产（亿元）：芒果超媒 vs. 爱奇艺 8
图表 6：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播电视综艺累计播放量占比 8
图表 7：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播网络综艺累计播放量占比 8
图表 8：2018 年至 2019 年 9 月热播电视综艺独播比例 9
图表 9：2018 年至 2019 年 9 月热播网络综艺独播比例 9
图表 10：2018 年至 2019 年 9 月热播电视综艺平均播放量（亿次） 9
图表 11：2018 年至 2019 年 9 月热播网络综艺平均播放量（亿次） 9
图表 12：芒果超媒 2017 年和 2018 年员工构成 10
图表 13：爱奇艺 2017 年和 2018 年员工构成 10
图表 14：2018 年至 2019 年 9 月热播网络综艺自制比例 10
图表 15： 湖南卫视及芒果 TV 工作室/工作团队 11
图表 16：芒果 TV《明星大侦探》第 1 至 4 季累计播放量及口碑 12
图表 17：2019 年芒果超媒自制综艺储备 12
图表 18：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播电视剧累计播放量占比 13

图表 19：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播网络剧累计播放量占比.....13
图表 20：2018 年至 2019 年 9 月热播电视剧平均播放量（亿次）.....13
图表 21：2018 年至 2019 年 9 月热播网络剧平均播放量（亿次）.....13
图表 22：热播网络剧生命周期及留存率测算：芒果 TV 与竞争对手对比.....14
图表 23：1Q17 至 2Q19 国产电视剧取得发行许可证的数量趋势.....14
图表 24：2019 年 2 至 7 月网络剧完成备案的数量趋势.....14
图表 25：芒果 TV 2019 年 1 至 9 月热播非古装电视剧和网络剧数量占比.....15
图表 26：剧集产业链图谱一览.....15
图表 27：2018 年至 2019 年 9 月热播电视剧自制比例.....16
图表 28：2018 年至 2019 年 9 月热播网络剧自制比例.....16
图表 29：2019 年芒果超媒自制剧集储备.....16
图表 30： 2008 年至 1H19 网络长视频用户规模及渗透率.....17
图表 31：2018 年和 1H19 各类应用使用时长占比.....17
图表 32：2019 年 8 月视频平台移动端用户画像：性别.....18
图表 33：2019 年 8 月视频平台移动端用户画像：年龄.....18
图表 34：内容渠道双优势，互联网视频和运营商业务的多元变现.....19
图表 35：有线电视、IPTV 与 OTT TV 对比列表.....20
图表 36：IPTV 与 OTT 平台架构及各环节牌照列表.....20
图表 37：中国有线电视 1Q16 至 2Q19 用户数量趋势.....21
图表 38：中国 4Q16 至 4Q18 收视结构（渗透率对比）.....21
图表 39： 中国 3Q16 至 2Q19 IPTV 用户规模.....21
图表 40：中国 1Q18 至 1Q19 OTT 日均活跃终端数.....21
图表 41：中国收视各分类 2017 年和 2018 年收入体量.....22
图表 42：美国各收视渠道收费情况（每月）.....22
图表 43：美国 4Q16 至 2Q19 付费电视订阅用户数.....23
图表 44：奈飞 4Q16 至 2Q19 国内付费订阅用户数.....23
图表 45：美国 2018 年付费电视服务与流媒体服务渗透率：分年龄层.....24
图表 46：芒果超媒 2015 年至 1H19 运营商业务收入.....24
图表 47：芒果超媒 2015 至 2017 年运营商业务收入构成.....24
图表 48：芒果超媒的运营商业务收入驱动因素拆解.....25
图表 49：芒果超媒运营商业务收入（亿元）及同行对比.....26
图表 50：芒果超媒运营商业务毛利率及同行对比.....26
图表 51：部分省份 2015 年至 2018 年 IPTV 普及率.....26
图表 52：华为智慧屏内容合作方：芒果 TV.....27
图表 53：芒果超媒 2017 年至 1H19 营业收入.....28
图表 54：芒果超媒 2017 年至 1H19 营业收入构成.....28
图表 55：芒果超媒 2017 年至 1H19 归母净利润.....28
图表 56：芒果超媒 2017 年至 1H19 毛利率和归母净利率.....28
图表 57：芒果超媒 2017 年至 1H19 分业务毛利率.....29

图表 58：芒果超媒 2017 年至 1H19 经营费率.....29
图表 59：芒果超媒互联网视频业务收入拆分预测.....29
图表 60：芒果超媒运营商业务收入拆分预测（分省份）.....30
图表 61：芒果超媒毛利率预测分业务拆分.....31

时时刻刻求变，扬帆就不会停下

- **遥控器不能掌控电视，手机也不能掌控视频平台。**简单来讲，长视频的本质上是对内容的消费，内容的差异化最终体现在用户转移成本提高，平台品牌口碑效应增强，这一点从有线电视时代到网络视频时代，皆有迹可循。而在网络长视频行业发展的历程中，芒果超媒目前的用户基数（MAU 角度）还有很大提升空间。并且作为一个企业而言，其从决策到执行，从战略到运营皆有独特优势。率先实现盈利是结果，更重要的是，芒果超媒在有线电视时代到网络视频时代的几乎每个关键节点，都在寻求变革和机遇，都在迎难而上，这是企业发展的长期动力。
- **芒果超媒的创新落实在运营战略、内容创意、市场嗅觉和技术革新，“颠覆”自己的决心很难做，但不得不做。**2014 年 4 月 20 日，尚处于移动互联网大面积普及的前夕，芒果 TV 全新亮相，这是湖南广电一个艰难的决定，也是不得不做出的决定，“芒果独播”战略启动。在当时，如果将湖南卫视的内容分发给头部视频平台如爱奇艺、优酷和腾讯视频，是一笔可观的收入。而如今，芒果 TV 确实也做出一些成绩，不仅仅依靠湖南卫视的综艺内容，如《快乐大本营》、《天天向上》、《我是歌手》等，更重要的是在多个工作团队的协力下，如《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《女儿们的恋爱》等自制网综内容频出，收获了播放量和口碑。近年来，芒果 TV 的综艺之于网络长视频行业，不亚于与湖南卫视的综艺之于有线电视综艺。并且，芒果 TV 在自制电视剧和网络剧的道路上还在马不停蹄地发展，预计 2019 年第 4 季度以及 2020 年即将上线的还有约 17 部自制剧集。芒果超媒，在国有媒体企业的背景下，仍在不断强化技术创新，好创意+大数据的革命性探索正在前行中。
- **构建一个观看体验内容的娱乐平台，而不仅仅是一种观看方式。**随时随地观看想要看的内容是网络长视频开始时崛起的驱力，而这并不仅是手机作为移动端工具性革新所带来的，即并不仅是观看方式的变化，更深层次是将用户的自主选择权提到了前所未有的高度。相比于有线电视的被动性，网络长视频平台交给用户的自由更多，而年轻一代用户对于自由自主的追求也更强。那么，小屏端和大屏端就不是本质冲突的，其实是用户对个人消费选择和家庭消费选择的平衡，自由和自主性的核心只要留存，这就是渠道的多元拓展。年轻一代，如 95 后和 00 后，他们在 5 至 10 年之后也会组建自己的家庭，一个长视频平台满足了用户全方位对于长视频内容的需要后，平台生态属性会越来越突出。芒果超媒在移动端和 IPTV 以及 OTT 的大屏端的双双发力正是在构建平台和生态，而非某一种观看方式。我们在下文中，会详细地从公司内容自制能力的不断加码到大屏端 IPTV 和 OTT 的普及空间进行阐述，并佐以网络长视频行业在播放量和自制比例的对比方面较为细致的数据分析。最后，我们对于公司互联网视频业务和运营商业务进行了拆分预测测算，其中运营商业务的测算拆分至重点省份的量价预测。

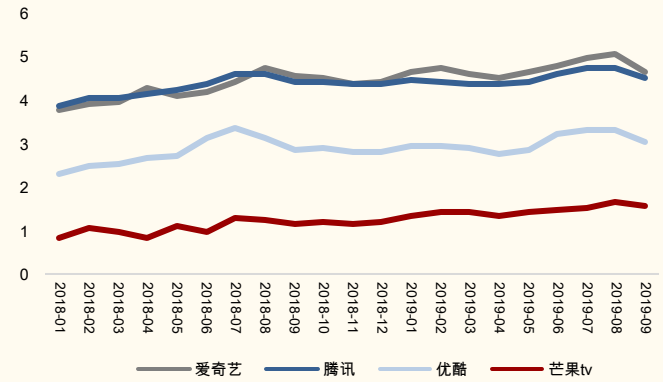
巨头环伺，从内容传播者到内容创造者

长视频行业尚未定局，内容的变数是行业发展的变数

- **网络长视频行业的流量头部玩家主要有四家，其中芒果 TV 的流量基数仍在高速增长。**爱奇艺和腾讯视频处于第一梯队，优酷处于第二梯队，芒果 TV 在不断追赶中处于第三梯队。现阶段，网络长视频各移动端应用吸引用户主要依靠差异化的高质量内容来实现，如爆款的剧集和综艺等。因为用户对于长视频的娱乐需求弹性比较大，电视剧和综艺目前仍处于供给导向的格局，即使每年剧集和综艺的产量保持稳定，但高质量的内容还是非常稀缺。自 2018 年以来，行业的整体流量趋势呈上升态势。具体从四家在同比增速来看，芒果 TV 仍处于快速增长阶段，在 2019 年 9 月 MAU 和月均 DAU 同比增速分别为 36.1%和 47.62%，爱奇艺、腾讯视频和优酷三家

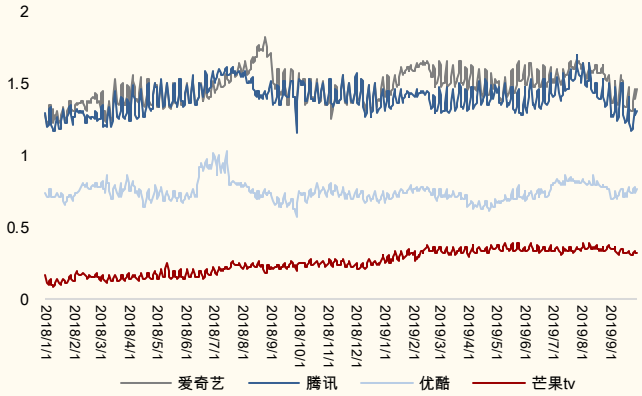
2019 年 9 月的 MAU 同比增速分别为 2.7%、1.5%和 7.3%，月均 DAU 同比增速分别为-5.2%、-7.7%和 10.5%。

图表 1：网络长视频行业移动端 MAU（亿）趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

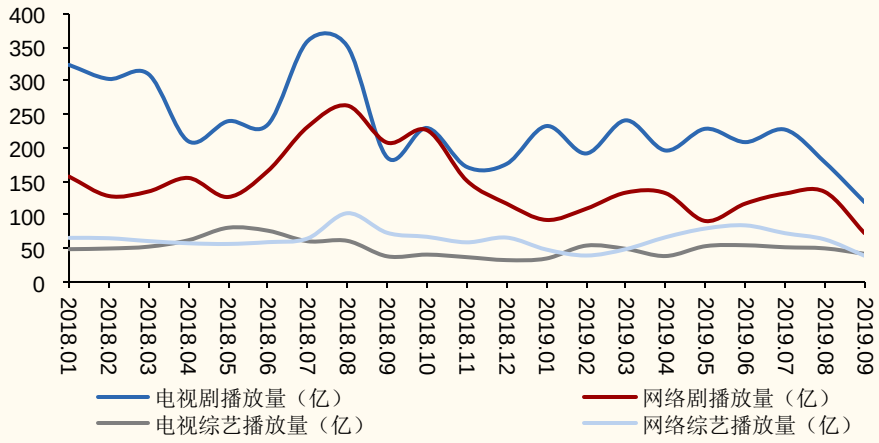
图表 2：网络长视频行业移动端 DAU（亿）趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

■ **网络长视频平台的变现方式主要依靠会员收入和广告收入，两者分别与剧集和综艺的播放量趋势有一定联动性，2019 年 Q1 至 Q3 内容监管收紧对行业整体影响不小。**我们统计了在 2018 年 1 月至 2019 年 9 月腾讯视频、爱奇艺、优酷和芒果 TV 每月的电视综艺、网络综艺、电视剧和网络剧四板块播放量数据。电视综艺和电视剧指网台多渠道播放的内容，而网络综艺和网络剧指仅在网络端播放的内容。剧集的播放量趋势与付费用户新增规律较为吻合。除了内容供给和监管因素外，在考虑季节性因素时，四个季度中需求最强为 Q3，最弱为 Q2，Q4 和 Q1 处于中间水平。综艺播放量趋势与广告收入趋势大致相符，最强劲季度也是 Q3，其次是 Q2 或 Q4，Q1 是全年最弱的。剧集由于日播的节奏，以及各视频平台采买的力度较大的原因，整体月度播放量要高于综艺的播放量。细看电视剧和网络剧，电视剧的播放量通常高于网络剧播放量。一部剧如果实现多平台联播（电视剧和网络端），尤其是上了卫视（湖南、江苏、东方、浙江和北京卫视），一方面关注度会水涨船高，另一方面卫视尤其是一线卫视对于电视剧采买的标准把控更强，对于观众喜好度的把控也更强，那么芒果 TV 在具有一线卫视基因的基础上是战略占优的。而综艺方面，电视综艺整体播放量是小于网络综艺的，近年来电视综艺综 N 代的影响力已经大大降低，上新频率和创新形式也不如网络综艺。芒果 TV 在这四个板块战略部署和行业地位是不同的，纵向来看其发展轨迹也不能一概而论。

图表 3：2018 年至 2019 年 9 月网络长视频热播内容播放量趋势



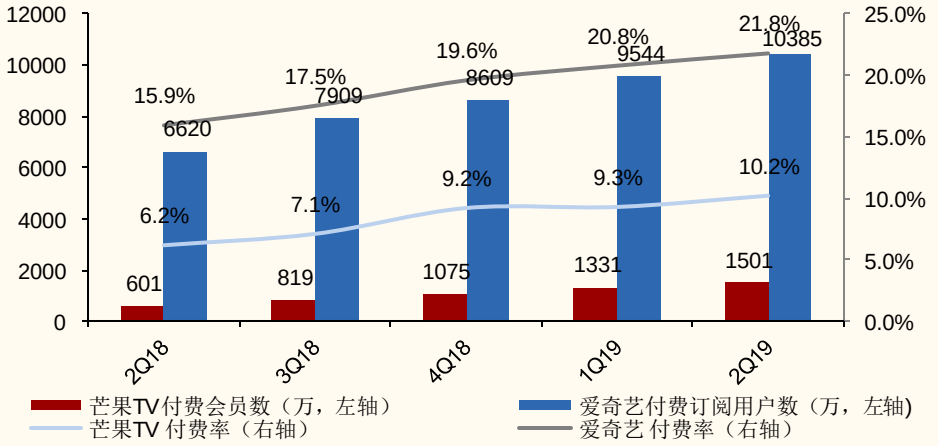
来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播内容为当月各视频平台播放量进入细分板块（电视剧、网络剧、电视综艺和网络综艺）前 50 名的内容。

- **长期来看，作为内生发展因素的优质内容还是拉动用户增长和留存的关键，也是“迫使”用户付费和吸引广告主的驱力。**无论是电视剧还是综艺都是专业化程度很高的视频内容，不同于以 UGC 内容为主的平台，长视频平台需要资金实力，也需要源源不断的专业高质量内容。由此一来，视频平台的“平台性”会越来越弱，“资产性”其实会越来越强。资产投入在剧集的加码上体现尤为突出，因为剧集播放行业的发展趋势是对于内容的直接付费。从免费看+视频前贴片广告，到免费看去广告，再到会员抢先看+过往爆款剧集会员专享，付费率的提升几乎是现阶段所有视频平台都在专注的方向。

- **尤其是用户付费的直接付费，长期来看是直接与内容质量相挂钩的。**根据腾讯视频 2019 年度会议公布，截至 1Q19，腾讯视频的付费用户为 8900 万，计算可得付费渗透率约为 20.4%，与爱奇艺不相上下。2Q18 至 2Q19 爱奇艺和芒果 TV 付费渗透率持续提升，芒果 TV 付费渗透率水平约为爱奇艺和腾讯视频的一半左右。但其实，各家平台付费渗透率短期背后驱动力并不完全一样。2018 年 5 月，爱奇艺与京东达成付费会员领域的合作，实现双方付费会员权益的互通，合作达成首周双方会员数就实现超过百万的增长，目前此协议仍维持，这在一定程度上助力了 2Q19 爱奇艺实现订阅会员破亿的里程碑。而芒果 TV 付费会员的增长更多依靠的还是内容吸引的内生增长，体现在会员收入层面，1H19 爱奇艺和芒果超媒分别为 68.58 亿元和 7.86 亿元，分别同比增长 50.1%和 136.1%。

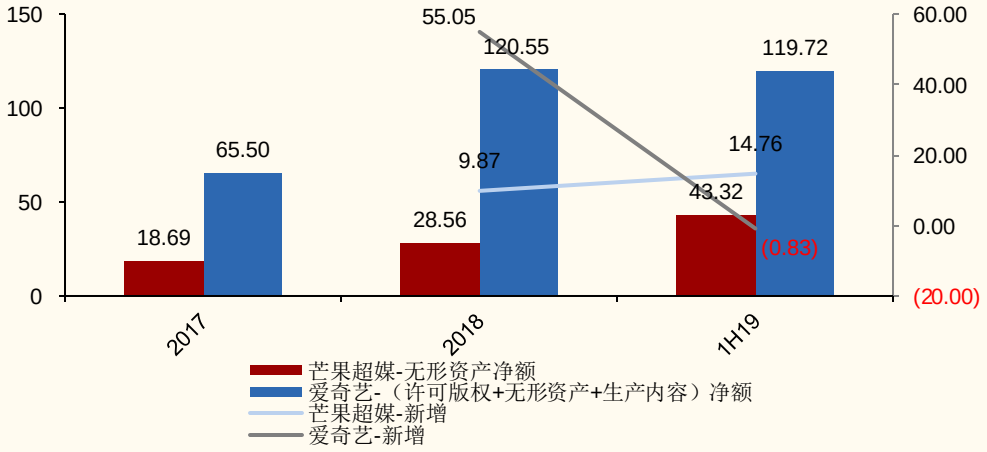
图表 4：付费渗透率：芒果超媒 vs. 爱奇艺



来源：公司公告，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **芒果 TV 的高速发展离不开内容加码，体现在与版权资源相关的无形资产在不断增加。**芒果超媒 1H19 无形资产 43.32 亿元，较期初增加 14.76 亿元，仍处于发展扩张期。对比来看，爱奇艺在美国 GAAP 准则下与版权相关的资产科目体现为许可版权、无形资产和生产内容，1H19 三者净额合计为 119.72 亿元，较期初其实略有下降 0.83 亿元。因为采购剧集的播出通常要延迟 6 至 12 个月，自制剧集内容周期更长，通常要 12 至 18 个月播出。爱奇艺大规模采购现在力度已经降低，目前也主要在消化库存。

图表 5：版权相关资产（亿元）：芒果超媒 vs. 爱奇艺

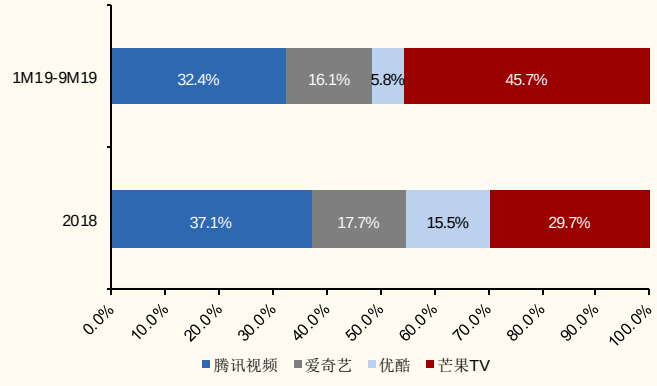


来源：公司公告，国金证券研究所

觊觎者虎视眈眈，综艺的自制优势仍在不断兑现

- **芒果 TV 2018 年至今的快速发展离不开爆款综艺的层出不穷，抢走的其实是原本属于优酷的“蛋糕”。**从播放量占比来看，芒果 TV 以湖南卫视为主的电视综艺优势最为突出。其他三家电视综艺主要是外采版权综艺，集中在浙江卫视、东方卫视、江苏卫视和湖南卫视等。除了湖南卫视与芒果 TV 的合作比较密切外，其他三家一线卫视在电视综艺的分销上对爱优腾三家没有明显的偏好，大部分电视综艺还是以多平台联播为主，播放量的分流比较明显。优酷在近 2 年，采买电视综艺投入力度较小，市场份额的收缩比较明显。腾讯视频和爱奇艺水平基本不变，芒果 TV 市场份额的扩大其实直接抢夺的是优酷懈怠的部分。而网络综艺部分，芒果 TV 份额从 2018 年的 22.9%增长至 36.3%，腾讯视频和爱奇艺的自制网综实力不容小觑，尤其是选秀类和音乐类爆款节目对于其市场份额的维持功不可没。优酷除了《这！就是街舞》系列稍有成绩外，从上新数量上来说是远远不足以支撑激烈竞争的。

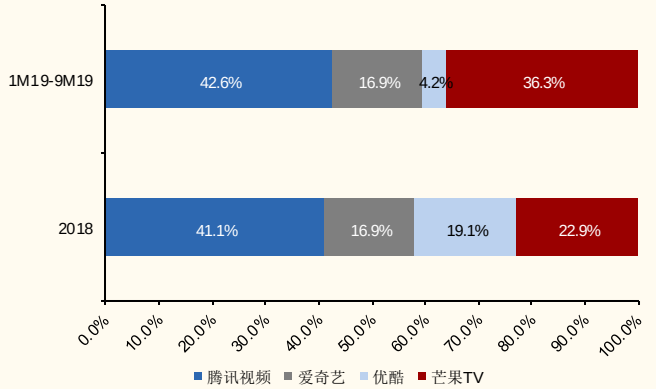
图表 6：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播电视综艺累计播放量占比



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播电视综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的电视综艺。

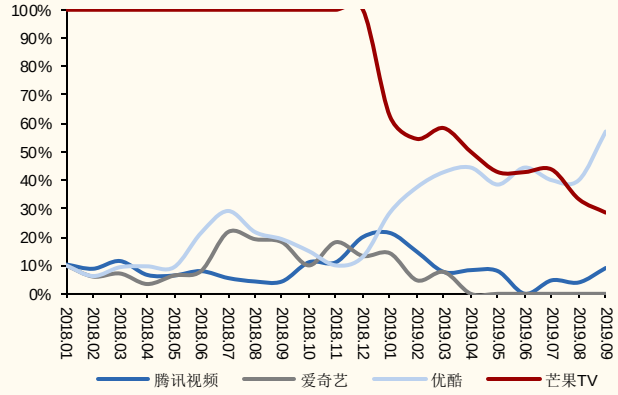
图表 7：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播网络综艺累计播放量占比



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播网络综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络综艺。

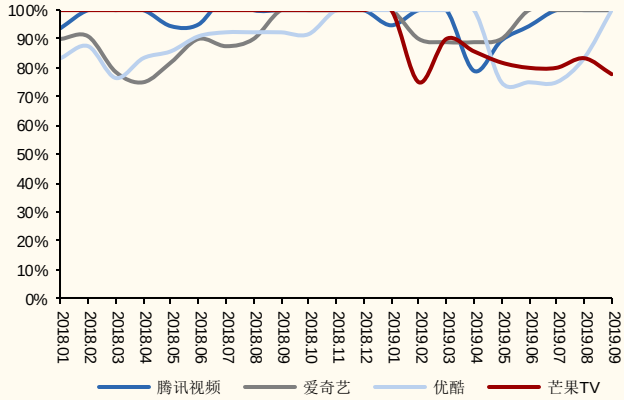
图表 8：2018 年至 2019 年 9 月热播电视综艺独播比例



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播电视综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的电视综艺。

图表 9：2018 年至 2019 年 9 月热播网络综艺独播比例

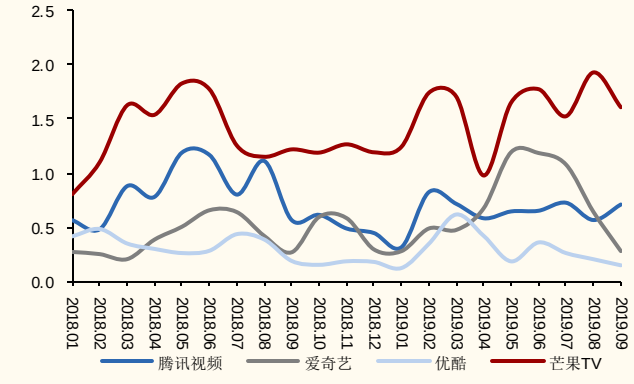


来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播网络综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络综艺。

- **综艺流量份额的不断提升是结果，细究芒果 TV 实现高速发展的原因还是内容和运营。**综艺的创新性体现为产品的迭代创新，紧跟或是引领大众娱乐需求的日新月异。与传统商品或服务不同之处的在于：首先，客户（观众）的需求较难预测，观众的“胃口”仿佛永远无法满足，产品的价值很难事先预期；其次，规范的流程很难落实，长期稳定产出高质量网综的公司少之又少。很多制作公司都是昙花一现。“流程化制作”和“专业化分工”是落实规范流程的解决方案。而芒果超媒对于市场需求的把控力拥有长期经验，通过较为健全的工作室制度也在尽可能地落实规范化制作流程，和保质保量的稳定产出。2018 年芒果超媒和爱奇艺的生产内容人员占比分别为 44.6%和 29.4%（1858 人和 2523 人）。目前，芒果超媒的生产内容人员权重最高，而爱奇艺的生产内容人员比例仅次于研发技术人员比例。芒果超媒在 2018 年之前侧重点在于“想法”（内容创意），而今年以来公司对于技术人员也更为看重，在“市场感知”（数据、用户反馈）也在发力。长期来看，从两个方向同时努力是所有视频平台的必经之路。在通过数据和运营得知观众预期之后，还要通过创意去“超预期”。

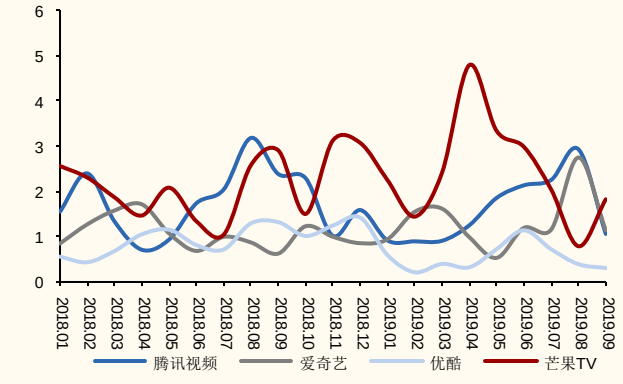
图表 10：2018 年至 2019 年 9 月热播电视综艺平均播放量（亿次）



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播电视综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的电视综艺。

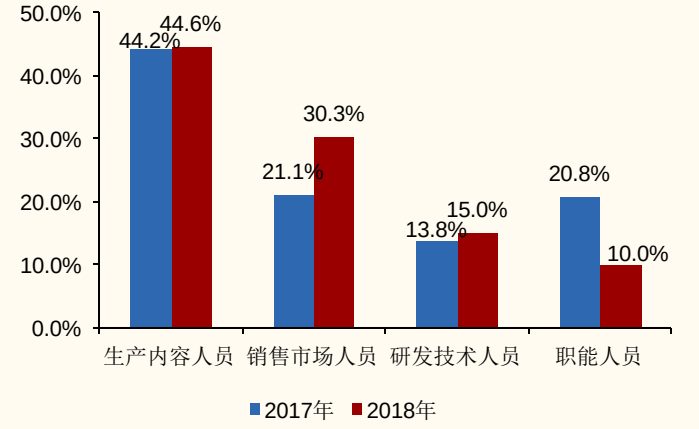
图表 11：2018 年至 2019 年 9 月热播网络综艺平均播放量（亿次）



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播网络综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络综艺。

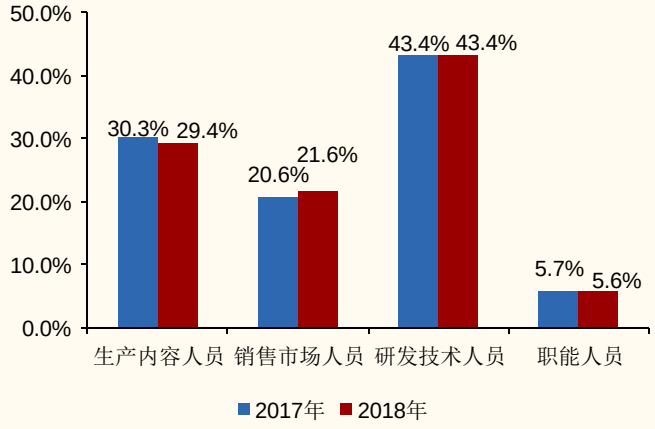
图表 12：芒果超媒 2017 年和 2018 年员工构成



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年芒果超媒员工包括快乐购、快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐公司的员工。

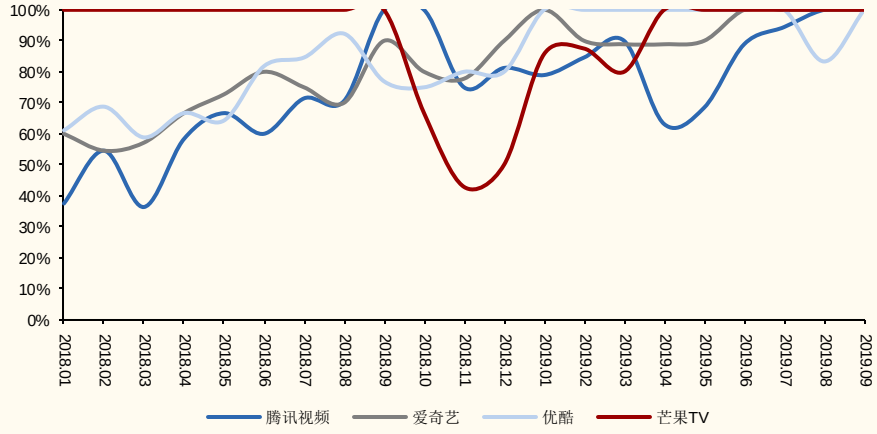
图表 13：爱奇艺 2017 年和 2018 年员工构成



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **从成本效益和质量可控的角度而言，视频行业网综的长期趋势是更注重自制，芒果超媒的优势有望继续保持。**根据我们统计，2018 年以来四家视频平台的网综自制比例皆呈上升趋势。自制实力的比拼是持久战，不仅依靠强大的广告招商实力，也要依靠稳定且高水平的自制工作团队。行业内来看，爱奇艺目前有 3 个中心和 21 个工作室。在综艺方面，主要有陈伟、车澈负责的节目制作中心，姜滨负责的节目开发中心以及偏向体育综艺的奇观工作室。车澈自 2017 年加入爱奇艺成立 YOH 幼虎工作室以来，打造了《中国有嘻哈》、《中国有说唱》第 1、2 季和《热血街舞团》等。2019 年 3 月，腾讯 PCG（平台与内容事业群）将旗下企鹅影视更名为 Scripted 内容制作部和 Unscripted 内容制作部，分别对应剧集、综艺业务。原企鹅影视天相工作室（即现在的 Unscripted 内容制作部）参与制作了《创造 101》、《创造营 2019》《明日之子》《明日之子之水晶时代》《吐槽大会》《拜托了冰箱》《放开我北鼻》《奇遇人生》等，但不同于爱奇艺的工作室制度，腾讯视频自制综艺更多采用外部合作开发模式，如与哇唧唧哇合作的《明日之子》等。而芒果 TV 的工作室团队更加细分到具体负责人，落实到小组执行，工作室和团队的数量也相较更多，负责的领域和节目类型有所区分，也会尽量避免“内部打架”。

图表 14：2018 年至 2019 年 9 月热播网络综艺自制比例



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播网络综艺为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络综艺。

■ **芒果系工作团队持续迸发活力，尤其是芒果 TV 的工作团队的作品有口皆碑。**2018 年 5 月以来，湖南卫视总监会陆续审核通过了 12 个团队创立工

作室。这 12 个工作室拥有湖南卫视 26 个节目团队中 51%的导演人数，主创完成了湖南卫视接近 80%的自办节目量，贡献超过 90%的频道营收。原创节目《声临其境》和《声入人心》都是创新“飙”计划的冠军方案。在推动工作室创立自主品牌的过程中，工作室人员招录和用工权力被下放，并奖励机制的核心要素是“投入产出”。湖南卫视也支持工作室承接芒果 TV 的制作项目。2019 年 7 月，湖南卫视推出工作室制度 2.0 版，强化对头部人才的保护，每个工作室 7 名核心成员可分享全工作室 70%的项目价值奖；工作室“签约成员”须签订《特殊人才保护协议》，设定竞业禁止和限制条款，每个工作室可以挑选最多 15 人的核心成员签署条款，也就意味着可至少锁定四分之一的头部制作人才；实行制作人与总导演分设，鼓励制作人优先指派 35 岁以下导演担任项目总导演。而芒果 TV 自身的几个核心制作团队，例如何忱团队、晏吉团队、李甜团队、袁白丽团队、单丹霞团队等一直在出品兼具流量和口碑的佳作。

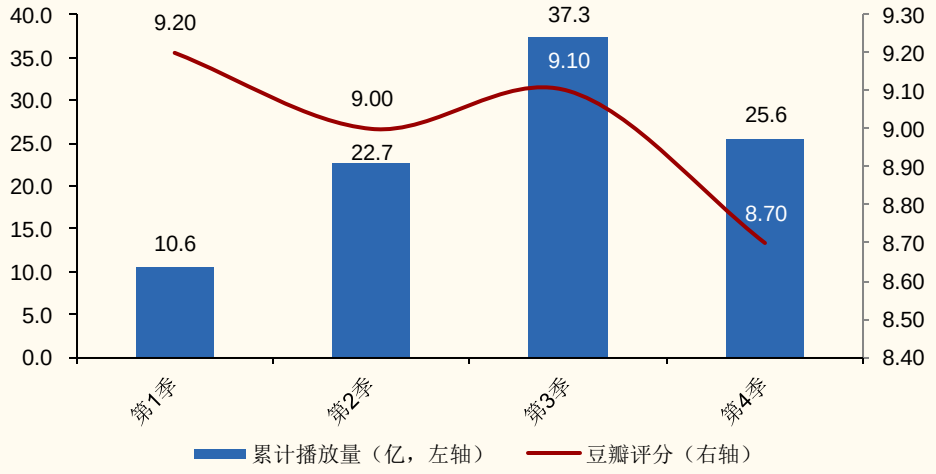
图表 15：湖南卫视及芒果 TV 工作室/工作团队

工作室名称	出品代表的综艺节目
湖南卫视工作室	
刘伟工作室	《快乐大本营》
沈欣工作室	《天天向上》
洪啸工作室	《歌手 2019》
陈歆宇工作室	《亲爱的客栈》《我家那小子》《我家那闺女》
徐晴工作室	《声临其境》《一年级》
安德胜工作室	《百变大咖秀》《全员加速中》《2017-2018 跨年演唱会》《幻乐之城》
王恬工作室	《中餐厅》《透鲜滴星期天》
王琴工作室	《我想和你唱》《儿行千里》《金鹰节颁奖晚会》
秦明工作室	《放学后》
刘建立工作室	《汉语桥》
孔晓一工作室	《少年说》《我们的师父》
卞合江工作室	后期工作室
芒果 TV 工作团队	
何忱团队	《明星大侦探》《密室大逃脱》
单丹霞团队	《爸爸去哪儿》《婆婆和妈妈》《最爱的女人们》
晏吉团队	《女儿们的恋爱》
李甜团队	《妻子的浪漫旅行》
袁白丽团队	《妈妈是超人》《哈哈农夫》
郝爽团队	《少年可期》
田海团队	《萌仔萌萌宅》《我是歌手 谁来踢馆》
李晓丹团队	《哥哥别闹啦》《新生日记》

来源：公司官网，公司新闻，国金证券研究所

- **独立放权的制作人工作室制度不仅可以激活创新，而且有利于专业分工和经验累积加成，资源共享降低边际成本。**例如，芒果 TV 主要的综艺类型为悬疑益智类、家庭亲子类、新型情感类等，算是在网综内容垂直化、主题化的道路上先行一步。我们会发现，工作室制度的优势是有利于累积制作同类节目的经验。例如制作《明星大侦探》的何忱团队（盒子工作室），何忱担任《明星大侦探》第 1、2 季节目总导演后，3、4 季转为制片人。根据芒果超媒公司公告，《明星大侦探》第 1 和 3 季的 VV 数（Video View，视频播放次数）分别为 2.88 亿和 4.55 亿，是不折不扣的头部网综。2019 年，何忱团队又带来悬疑益智类网综《密室大逃脱》，播放量也很高。《明星大侦探》第 5 季也预计于 2019 年 10 月上线。我们梳理了 2019 年芒果超媒自制综艺的储备，今年储备资源丰富，预计 Q4 即将上线的还有 6 至 9 部。

图表 16：芒果 TV《明星大侦探》第 1 至 4 季累计播放量及口碑



来源：芒果 TV，豆瓣，国金证券研究所

注：累计播放量及豆瓣评分统计截至 2019 年 6 月 30 日。

图表 17：2019 年芒果超媒自制综艺储备

内容名称	预计播出时间	播出期数	负责团队
女儿们的恋爱	2019 年 1 月 23 日	12	晏吉团队
我最爱的女人们	2019 年 5 月 4 日	12	单丹霞工作室
变形计	2019 年 5 月 14 日	24	胡蓉团队
新生日记	2019 年 6 月 26 日	12	李晓丹团队
青春芒果节	2019 年 7 月 27 日	1	晏吉团队
一路成年	2019 年 8 月 27 日	12	单丹霞团队
哎呀好身材	2019 年 8 月 25 日	10	陈杏团队
女儿们的恋爱第二季	2019 年 8 月 29 日	12	晏吉团队
功夫学徒	2019 年 9 月 16 日	12	DISCOVERY 联合出品
闪耀的路人甲	2019Q3	12	何忱工作室
青春初耳学	2019Q3	12	银河酷娱联合出品
肌战	2019Q3	10	荆一嵘团队
妻子的浪漫旅行 3	2019Q4	12	李甜团队
勇敢的世界 2	2019Q4	12	唐梁团队
明星大侦探 5	2019Q4	12	何忱工作室
婚前 21 天	2019Q4	12	袁白丽团队
老板的紧箍咒	2019Q4	10	荆一嵘团队
野生厨房 2	2019Q4	12	待定
芒果捞星闻	全年	日播	杨思远团队
甜蜜的任务	全年	48	杨思远团队
音乐奇遇记	待定	12	待定
你怎么这么好看	待定	待定	待定

来源：芒果 TV，国金证券研究所

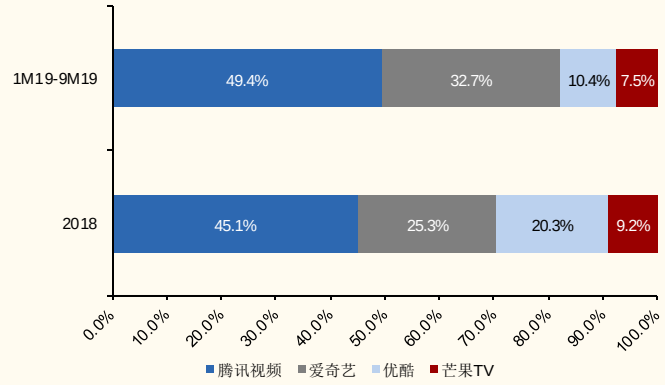
注：图表中标蓝的节目为已播出节目。

群雄逐鹿，剧集之战如火如荼

- **芒果 TV 的网络剧的播放量份额相较上年提升了 6.4pct，在电视剧和网络剧的市场上还有很大的增长空间。**视频平台的“烧钱”的特性其实主要体现在剧集的投入上。相比于腾讯视频和爱奇艺的 “买买买”策略，过去芒果 TV 在剧集上是比较节制的，风格也偏稳健。2018 年，腾讯视频、爱奇艺、优酷和芒果 TV 上新电视剧数量分别为 72、76、58 和 43 部，上新网络剧数量分别为 55、36、39 和 9 部。2019 年 1 至 9 月，腾讯视频、爱奇艺、优酷和芒果 TV 上新电视剧数量分别为 58、61、53 和 33 部，上新网络剧数量分别为 36、35、20 和 14 部。虽然 2018 年 8 月之后，行业上游内容采购和制作成本开始明显下降。前两年行业平均水平来说，S 级剧集采购成本为每集 1000 至 1500 万元（以 50 集来算，总成本为 5 至 7.5 亿

元），目前回落至 800 万元以下（以 50 集来算，总成本在 4 亿元以下）。而自制剧的成本也伴随演员片酬降低而有所降低，目前一线演员最高片酬的限价是一部剧 5000 万元，而以前一部剧最高有超过 1.5 亿元的。在成本更为可控的条件下，我们预计芒果 TV 准备在剧集上的赶超进度也会加快，尤其是自制剧方面。

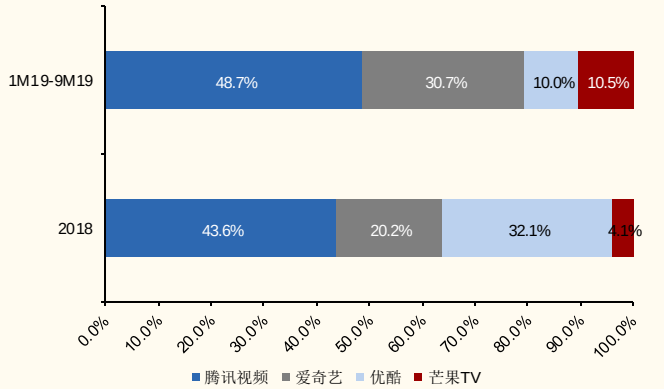
图表 18：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播电视剧累计播放量占比



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播电视剧为当月各视频平台播放量进入前 50 名的电视剧。

图表 19：2018 年和 2019 年 1 至 9 月热播网络剧累计播放量占比

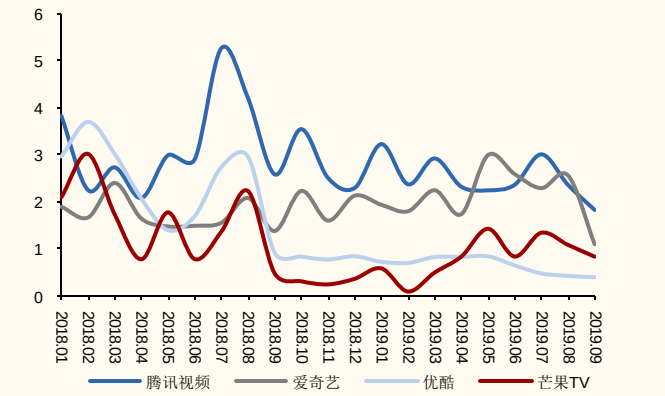


来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播网络剧为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络剧。

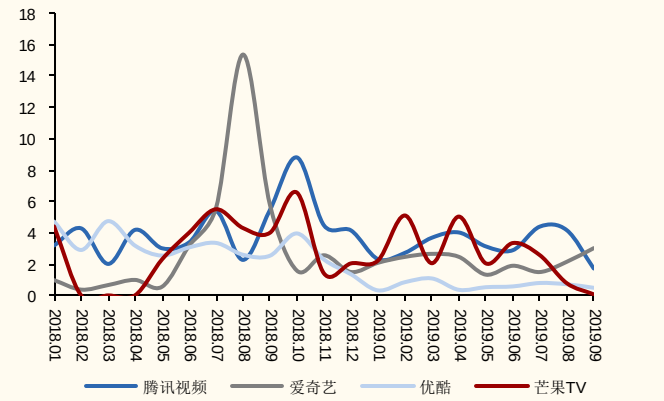
- **买的多不如买的好，长期来看购买剧集更重要的是效率和回报。**我们统计了 2018 年至 2019 年 9 月，四大视频平台月度电视剧和网络剧平均每部的播放量数据，发现芒果 TV 的电视剧平均播放水平在 2019 年开始有明显提高。因为电视剧的播放一般是多平台多渠道联播，每家电视剧的上新重叠度很高。所以其实每部剧平均播放衡量的是平台的影响力以及作为流量入口的品牌优势。从这个层面上讲，芒果 TV 品牌力和影响力确实是在提高的。网络剧方面，腾讯视频、爱奇艺和芒果 TV 的平均每部播放量不分伯仲，而优酷的平均每部播放量逊色一些，在 2019 年以来在持续走弱。分析网络剧板块中芒果 TV 以及其竞争对手同等量级的独播和非独播的剧集具体产品生命周期时，我们发现芒果 TV 所购剧集的隔月留存率也处于行业中上的水平，尤其是在非独播的剧集中留存优势表现更为明显。以《夜空中最闪亮的星》举例，该剧为芒果 TV、腾讯视频和爱奇艺联播，芒果 TV 在播放量级不小的情况下隔月留存率也有 68.3%，分别高出腾讯视频和爱奇艺 36.9pct 和 2.7pct。

图表 20：2018 年至 2019 年 9 月热播电视剧平均播放量（亿次）



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 21：2018 年至 2019 年 9 月热播网络剧平均播放量（亿次）



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播电视剧为当月各视频平台播放量进入前 50 名的电视剧。

注：热播网络剧为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络剧。

图表 22：热播网络剧生命周期及留存率测算：芒果 TV 与竞争对手对比

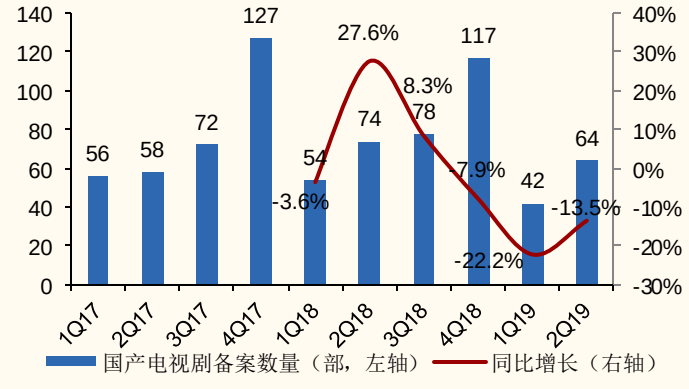
序号	名称	首播日期	播出平台	M0	M1	M2	M3
非独播							
1	《奈何 boss 要娶我》	2019/1/17	芒果 TV	6.34	4.61	0.56	0.07
			留存率	*100.0%*	*72.7%*	*8.9%*	*1.0%*
2	《夜空中最闪亮的星》	2019/3/25	芒果 TV	9.00	6.15	0.89	0.02
			留存率	*100.0%*	*68.3%*	*9.9%*	*0.2%*
			腾讯视频	13.93	4.38	0.52	0.10
			留存率	*100.0%*	*31.5%*	*3.7%*	*0.7%*
			爱奇艺	3.42	2.25	0.46	0.17
			留存率	*100.0%*	*65.6%*	*13.3%*	*5.0%*
独播							
1	《陪你到世界之巅》	2019/6/9	芒果 TV	11.55	6.01	0.30	0.00
			留存率	*100.0%*	*52.0%*	*2.6%*	*0.0%*
2	《人生若只如初见》	2018/3/2	腾讯视频	17.04	8.63	0.61	0.21
			留存率	*100.0%*	*50.6%*	*3.6%*	*1.3%*
3	《结爱一千岁大人的初恋》	2018/5/9	腾讯视频	14.12	8.27	0.42	0.15
			留存率	*100.0%*	*58.6%*	*3.0%*	*1.1%*
4	《芸汐传》	2018/6/25	爱奇艺	16.52	10.67	2.75	0.87
			留存率	*100.0%*	*64.6%*	*16.6%*	*5.2%*
5	《新白娘子传奇》	2019/4/3	爱奇艺	13.25	6.75	1.22	0.22
			留存率	*100.0%*	*50.9%*	*9.2%*	*1.7%*
6	《武动乾坤之英雄出少年》	2018/8/7	优酷	20.50	12.11	10.22	4.60
			留存率	*100.0%*	*59.1%*	*49.8%*	*22.4%*

来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：①每月播放量已按首播日期进行时间加权处理，例如如果该剧集于当月 25 日播放，则首月加权后播放量=首播日历月播放量*（1/6）+下个日历月播放量*（5/6）。②留存率=隔月加权后播放量/首月加权后播放量。③因《奈何 boss 要娶我》由芒果 TV 和搜狐同时播放，但是搜狐播放量较小（为芒果 TV 播放量的十分之一以下），故而不做列示。④标黄为芒果超媒参与自制剧集。⑤表中播放量数据单位皆为亿次。

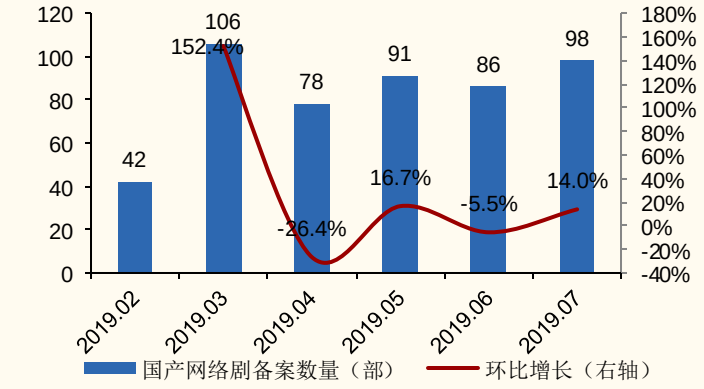
■ **剧集内容消费需求仍然强劲，内容监管政策可能会进入新常态，多种创新题材预计不断冒出，内容供给的放量会有一定结构性的变化。**2019 年以来，互联网娱乐各版块，如剧集、音频、网文等都或多或少受到了内容监管趋严的影响。从电视剧和网络剧的数量来看，数量没有明显的下降，整体的供给仍较为强劲。其实，因为剧集的生产会经历立项、开机以及后期有 12 至 18 个月的周期，所以短期内容监管的影响在剧集方面主要体现在平台端的延迟上线。2019 年 10 月中旬之后，我们预计内容监管整体政策会进入新常态。长期来看，监管层面对于剧集还是会有一定结构性的影响，体现在内容类型更加偏向现实、都市题材。我们统计了 2019 年 1 至 9 月热播剧集中非古装剧数量占比，发现芒果 TV 的这一指标均在 65%以上。

图表 23：1Q17 至 2Q19 国产电视剧取得发行许可证的数量趋势



来源：国家广播电视总局，国金证券研究所

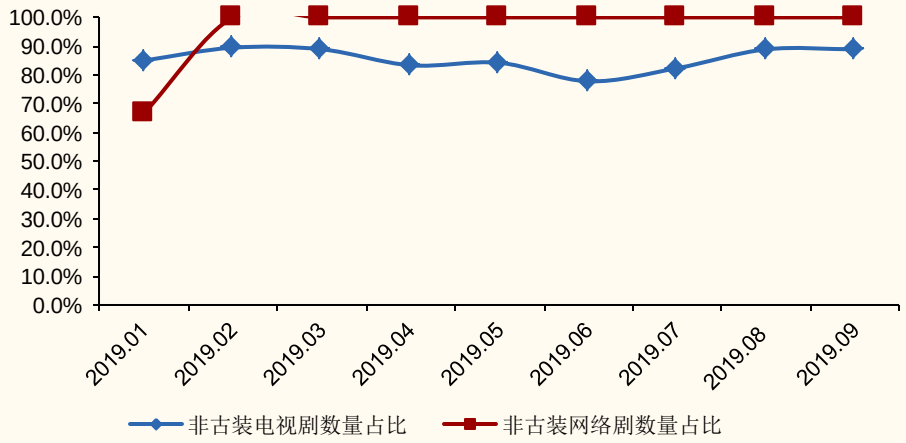
图表 24：2019 年 2 至 7 月网络剧完成备案的数量趋势



来源：国家广播电视总局，国金证券研究所

注：按照新备案要求，投资总额超过 500 万元的网络剧的剧本及成片都要经省级广电局审核，过审后发放备案号。

图表 25：芒果 TV 2019 年 1 至 9 月热播非古装电视剧和网络剧数量占比



来源：芒果 TV，国金证券研究所

注：①电视剧和网络剧类型划分依据芒果 TV 官网剧集详细页分类，非古装电视剧和网络剧排除古装和穿越分类剧集。②热播剧集为当月各视频平台播放量进入前 50 名的剧集。

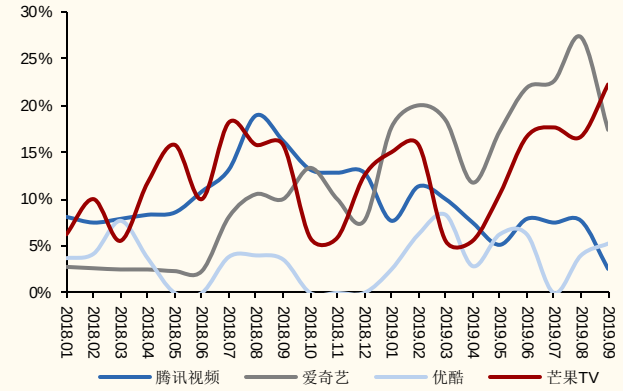
- **视频平台正在深度参与剧集的整个产业链，为了提高对内容的把控，向上游制作延伸的步伐也在加快。**2018 年至 2019 年 8 月，各家视频平台电视剧和网络剧的自制比例整体呈上升趋势，而网络剧的自制比例目前高于电视剧。在生产制作环节，虽然参与者较多，但是由于剧集制作周期较长，尤其是 S 级剧集还是较为稀缺。第三方剧集制作机构如华策影视、正午阳光、慈文传媒和新丽传媒等属于在艺人经纪和制作实力层面较为突出的公司。芒果超媒旗下快乐阳光、芒果影视和天娱传媒子公司对于剧集制作上也一直有参与竞争，尤其是都市爱情类，特别在甜宠向题材颇为擅长。芒果超媒在 2019 年第 4 季度及 2020 年有较多剧集储备，剧集自制能力或将获得持续验证。目前，我们梳理了 2019 年芒果超媒自制综艺的储备，今年储备资源丰富，预计 2019 年第 4 季度或 2020 年即将上线的还有约 17 部剧集，其中台网独播剧 3 部，台网自制剧 4 部，自制网剧 10 部。

图表 26：剧集产业链图谱一览



来源：国金证券研究所绘制

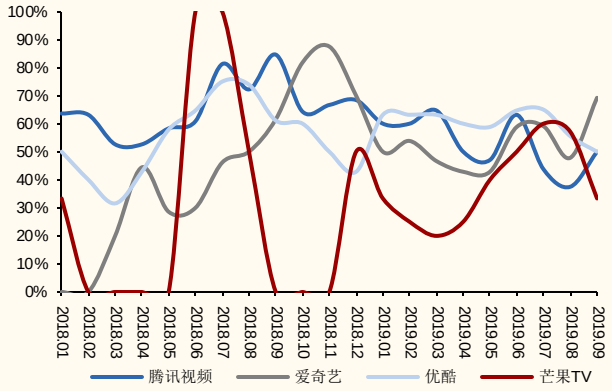
图表 27：2018 年至 2019 年 9 月热播电视剧自制比例



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播电视剧为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络剧。

图表 28：2018 年至 2019 年 9 月热播网络剧自制比例



来源：芒果 TV，腾讯视频，优酷，爱奇艺，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：热播网络剧为当月各视频平台播放量进入前 50 名的网络剧。

图表 29：2019 年芒果超媒自制剧集储备

	内容名称	预计播出时间	集数	上星平台	制作班底
台网独播剧	奋斗吧！少年	2019 年 7 月 22 日	40	湖南卫视	腾讯影业、天娱传媒、万德芙、欢娱影视、亚细亚
	海棠经雨胭脂透	2019 年	52	浙江卫视	广厦传媒
	让全世界听见	2020 年	50	湖南卫视	天娱传媒、真合时代、元一传媒
	资深少女的初恋	2019 年至 2020 年	40	湖南卫视	华策影视
台网自制剧	最后的我们	2019Q4	41	待定	芒果 TV 彭丹工作室
	鳄鱼与牙签鸟	2019 年	50	一线卫视	上海堃娱文化传媒
	因为相爱才上演	2020Q4	40	一线卫视	芒果 TV 彭丹工作室
	少年巴比伦	2020 年	40	一线卫视	宁波霄然影业
自制网剧	奈何 boss 要娶我	2019 年 1 月 17 日	24	芒果 TV 独播	银河酷娱、芒果 TV 华晨美创工作室
	陪你到世界之巅	2019 年 6 月 9 日	40	芒果 TV 独播	观达影视
	不可思议的晴朗	2019 年 7 月 7 日	30	芒果 TV 独播	凯荣传媒
	食分喜欢你	2019 年 8 月 15 日	20	芒果 TV 独播	湖州博宇影视
	楼上女友请签收	2019Q4	36	芒果 TV 独播	深蓝影业
	时光与你都很甜	2019 年 11 月	30	芒果 TV 独播	芒果 TV 不可能的世界工作室
	身为一个胖子	2019 年 12 月	24	芒果 TV 独播	蓝港影视
	彗星来的那一夜 2	2019 年 12 月底	20	芒果 TV 独播	芒果 TV 不可能的世界工作室
	一夜新娘	2019Q4 或 2020Q1	24	芒果 TV 独播	芒果 TV 华晨美创工作室
	那小子来自冰箱	2019Q4 或 2020Q1	28	芒果 TV 独播	海宁风驰
	无法恋爱的殿下大人（冷殿下 3）	2020Q1	30	芒果 TV 独播	莱可传媒
	我有特殊沟通技巧	2020Q1	26	芒果 TV 独播	国韵文化
	三千鸦杀	2020Q1	30	芒果 TV 独播	新力量影视
	良辰多喜欢	暂无	24	芒果 TV 独播	霍尔果斯魔法星球

来源：芒果 TV，国金证券研究所

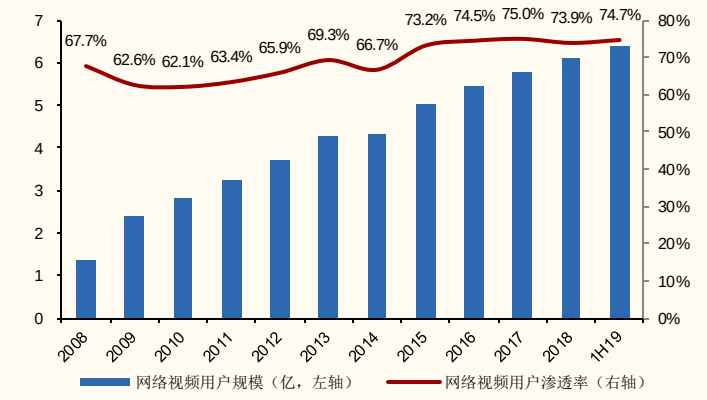
注：图表中标蓝的剧集为已播出剧集。

个人与家庭的平衡，IPTV 与 OTT 的突围

借力稀缺牌照，内容和播控环节参与方或将持续受益

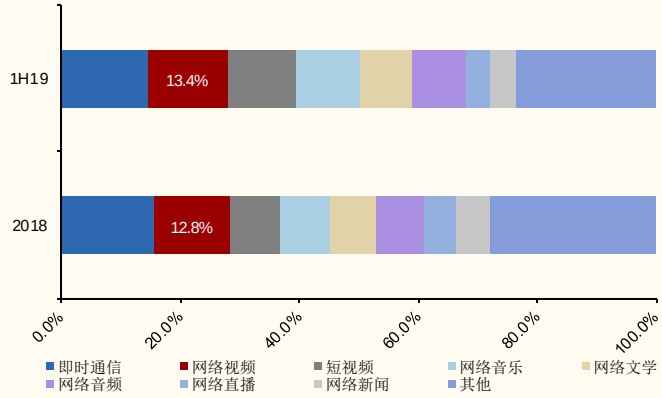
- **网络长视频用户渗透率达 74.7%，时长份额约占 13.4%，移动端红利流量进入存量博弈，大屏端仍具有增量开发空间。**得益于移动互联网的迅速发展，网络长视频用户渗透率自 2016 年起约稳定在 74%-75%的水平。虽然，随着短视频等新玩法层出不穷，但是我们以看到网络长视频的时长份额比较稳定，还略有提升。在网络长视频如此高渗透率的情况下，移动端趋势在于存量变现，提高付费率。但是，网络长视频的内容不外乎是电视剧、综艺和电影等，除了移动端的变现形式外，还有很大的空间其实来自多场景的延伸，尤其是在有线电视的换代更迭的现阶段。也就是，我们所说的 IPTV（交互式网络电视）和 OTT（互联网电视）的大屏端在未来的强势发展具备潜力。

图表 30：2008 年至 1H19 网络长视频用户规模及渗透率



来源：CNNIC，国金证券研究所

图表 31：2018 年和 1H19 各类应用使用时长占比



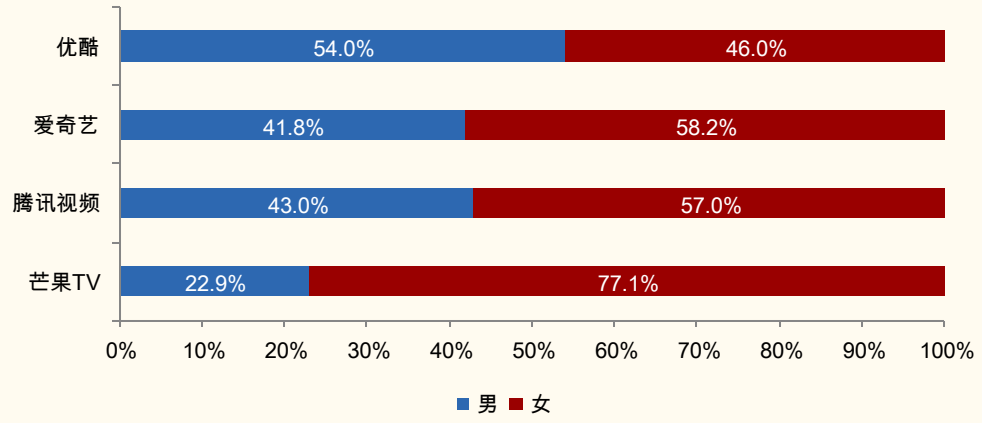
来源：CNNIC，国金证券研究所

注：①网络视频用户指网络长视频用户，排除短视频用户。

②网络视频用户渗透率=网络视频用户规模/网民规模

- **视频服务是从被动向主动的迁移，是用户全方位需求的满足，而非简单的从大屏向小屏，大屏端的家庭需求很难被完全侵蚀。**不可否认的一点是，移动端的迅速铺开对获客拉新的作用非凡。但我们往往会忽略长视频娱乐消费不仅是个人娱乐消费，也是家庭娱乐消费。移动端与大屏端的平衡，也是用户个人和家庭生活的平衡，长期来看其实是均衡的。电视在家庭生活场景里随处可见，只是人们的长视频娱乐需求从以往被动式地接受电视直播，逐步转向更多自主可控的主动选择内容。大屏端硬件设备商和运营商也一直在进行自我革新，从有线电视到 IPTV 再到 OTT 的发展正是印证了这一过程。而中国女性角色在家庭的家电以及日常运营商套餐选择上拥有较大的话语权，抓住了女性的心不仅为芒果 TV 带来更强的用户粘性，也为其多渠道发展提供助力。2019 年 8 月，四大视频平台的移动端女性用户占比中芒果 TV 居于首位，为 77.1%，远超过其他三家平台。

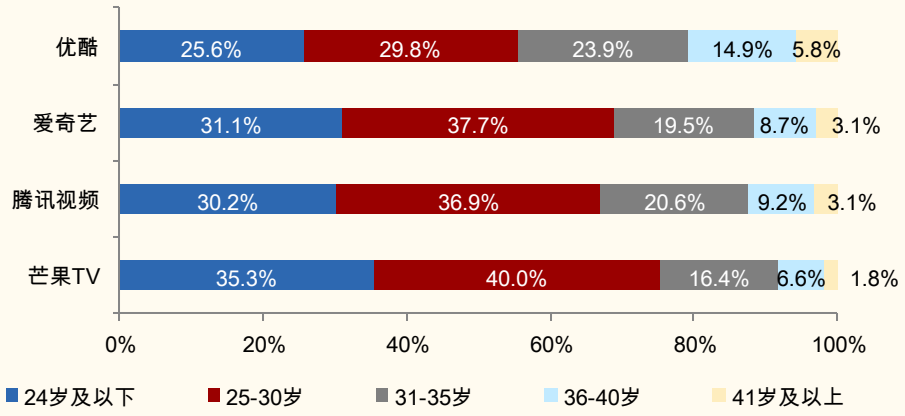
图表 32：2019 年 8 月视频平台移动端用户画像：性别



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **从年龄层面来看，长视频娱乐消费的长期战略性还体现在陪伴性上。**芒果 TV30 岁以下人群占比也最高，为 75.3%，在未来 5 至 10 年的发展历程中，年轻群体的付费能力更强，而且伴随 IPTV 和 OTT 的进一步发展，芒果 TV 也或将享受来自年轻群体组建新家庭带来的渠道铺设红利。也就是说现在的 14 至 21 岁人群在 5 到 10 年后会成长为 22 至 35 岁人群，而现在的 22 至 35 岁人群会成长为 36 至 52 岁人群。届时，他们不仅会有成长后的年龄层特征，例如会拥有自己的家庭等，然后有家庭娱乐的需求，他们很可能会保留部分年轻时候的特征，例如对某个娱乐媒体服务商或对某种娱乐内容的偏好留存。当一代人成长起来，他们对内容的偏好会部分转移到成立家庭后的娱乐需求上。以优质内容为导向兼具小屏和大屏渠道优势的服务商更容易脱颖而出，最好是统一账号聚合内容，可以做到个人和家庭需求满足方式的打通。

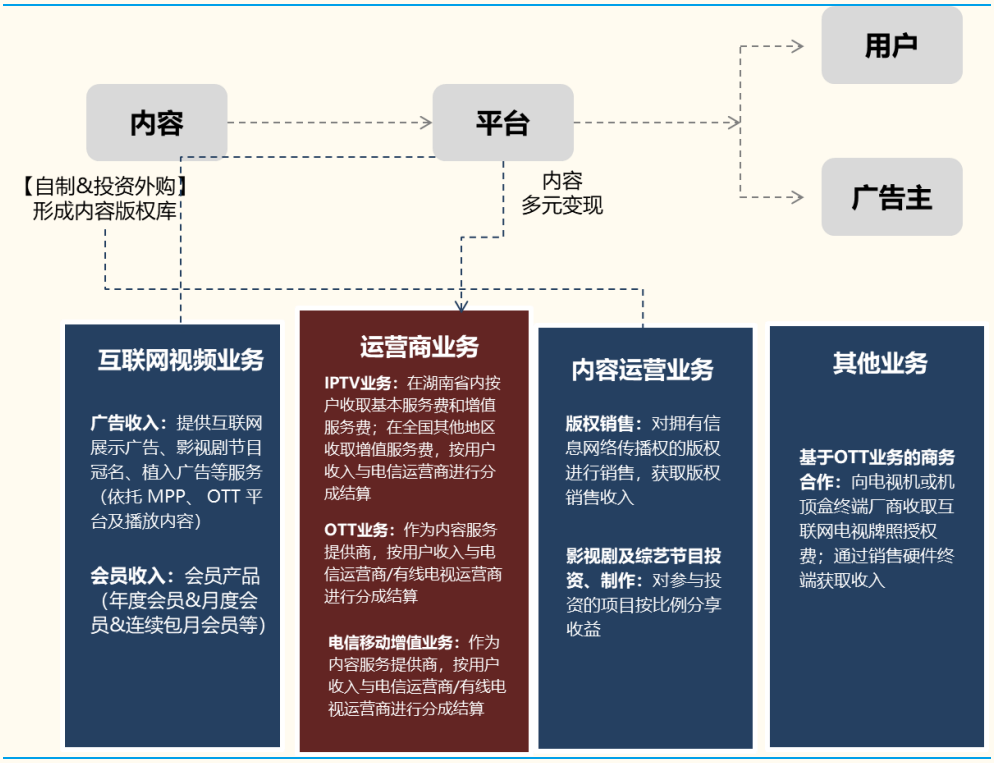
图表 33：2019 年 8 月视频平台移动端用户画像：年龄



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **芒果超媒作为率先实现盈利的长视频平台，其核心竞争也在于内容+牌照双优势，运营商业务未来的发展潜力不容小觑。**内容优势不仅体现在芒果系强大的自制能力，还有较好的成本费用管控能力。而牌照优势是依托 IPTV/OTT 的稀缺牌照，充分变现内容优势，实现除移动端和 PC 端外，家庭电视渠道（IPTV/OTT）的运营商分成收入。牌照和内容的二者缺一不可，芒果超媒正在逐步完成长视频全产业链的布局。

图表 34：内容渠道双优势，互联网视频和运营商业务的多元变现



来源：公司公告，国金证券研究所

注：MPP 指 Mobile、 Pad、 PC。

- **现阶段家庭电视收视主要有三种形式，分别是有线电视、IPTV 和 OTT TV。**有线电视服务由广电运营，属于传统电视服务。而 IPTV 和 OTT TV 则归类到网络电视的范畴之中。IPTV 主要利用宽带网络，主要是以三大运营商（中国电信、中国联通和中国移动）绑定宽带套餐进行推广。OTT TV 是全开放式平台，搭载操作系统，用户在观看电视内容的同时，可自行安装和卸载各类应用软件。也就是说，IPTV 信号通过专网传输，需要购买运营商盒子或者宽带，而 OTT 是通过公网传输，连接家庭 WIFI 即可。以 IPTV 和 OTT TV 为代表的网络电视是一种互动式的电视服务，添加了用户可以回看、点播，或接入例如游戏等其他的功能。而传统的电视服务用户只能被动地接受电视直播，不具有网络电视互动优势。目前，OTT TV 由于政策限制的原因，无法提供电视直播业务。根据尼尔森数据，IPTV 用户中 80 后和 90 后用户占比为 40%，而传统有线电视服务用户年龄层偏大一些。而现阶段 IPTV 与三大运营商宽带业务绑定，根据我们草根调研数据，各省资费差异较大，运营商收费整体水平在每月 10-35 元，部分省份不针对 IPTV 单独收费而是将其涵盖在宽带套餐中。

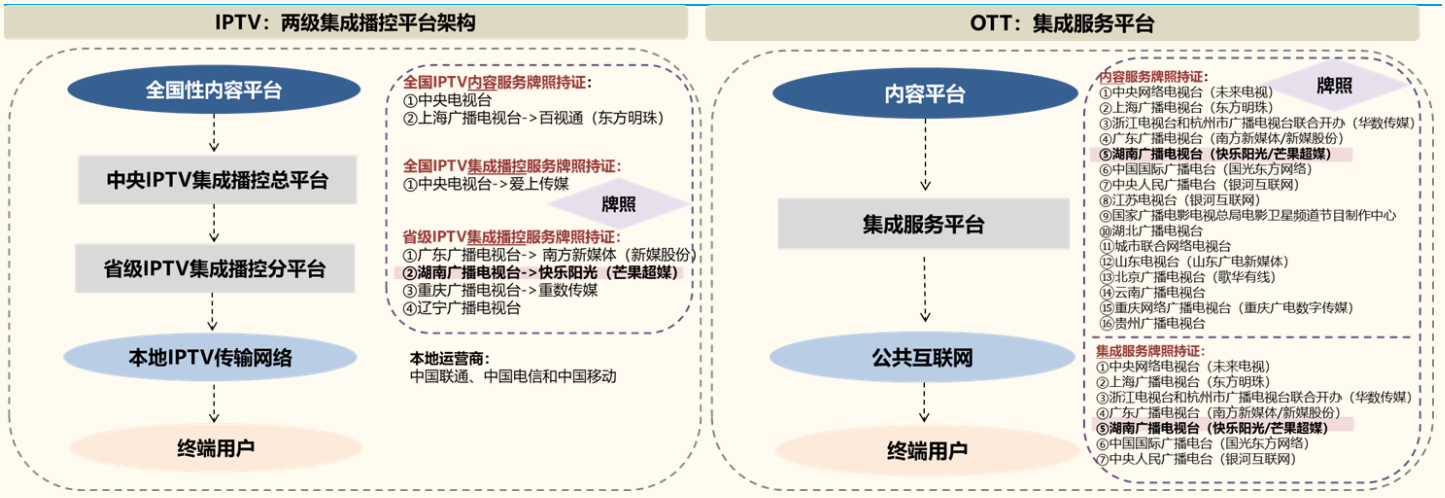
图表 35：有线电视、IPTV 与 OTT TV 对比列表

项目	有线电视	IPTV	OTT TV
传输网络	线缆	IP 城域网（信号通过虚拟专网传输，保证了节目信号的清晰、流畅，用户需到运营商单独开通）	互联网（节目通过公共互联网传输，用户终端设备接入广域互联网即可收看）
管理架构	-	采用总分集成播控平台的架构分省管理	采用“内容服务平台+集成服务平台”的架构管理
接收终端	电视	电视+机顶盒	电视+机顶盒/电视一体机
内容提供	电视台	牌照商的内容（涵盖传统电视台的内容）+部分点播内容	牌照商的内容+互联网视频网站内容
细分牌照	-	需取得《信息网络传播视听节目许可证》项下 IPTV 集成播控服务牌照	需取得《信息网络传播视听节目许可证》项下互联网电视集成服务或内容服务牌照
运营及播控	广电	运输网络依靠电信运营商；全国 IPTV 集成播控服务总平台 1 个，31 个省级播控分台。目前，已有 4 家广电机构获得 IPTV 分平台业务许可	7 家互联网集成平台牌照商（CNTV、百视通、华数、南方传媒、湖南广电、中央人民广播电台、中国国际广播电台）
主要业务形态	视频直播	视频直播、回看、点播及增值业务等。业务开展，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	资源库内容观看（不可直播）、扩展性业务接入（游戏、购物等）。业务开展范围为全国。
收费模式	安装费用+按照月度或年度缴纳费用	多为电信运营商赠送，增值服务另外收费	一次性购买 OTT 盒子费用，增值服务另外收费

来源：新媒股份公司公告，公开资料整理，国金证券研究所

- **牌照稀缺性巩固进入壁垒，兼具内容和牌照的企业具有长期优势。**IPTV 与 OTT 其实并没有显著的技术差异，重点在于两者的政策松紧度。目前，IPTV 采取两级集成播控平台架构，内容平台牌照目前发放 2 张，中央 IPTV 集成播控发放 1 张牌照，省级 IPTV 集成播控牌照发放 4 张（包括芒果超媒获得的湖南广播电视台授权），本地 IPTV 传输网络牌照发放三大运营商牌照。而 OTT 采取集成服务平台，内容服务牌照发放 16 张（包括芒果超媒获得的湖南广播电视台授权），集成服务牌照发放 7 张（包括芒果超媒获得的湖南广播电视台授权）。因为从内容到运输再到终端的不同路径和牌照松紧度，IPTV 未来量增主要依靠各省运营商宽带绑定下渗透率的提高。而 OTT 与智能电视（家电端）和盒子绑定下从硬件的规模扩张到用户规模渗透的提升，硬件厂商目前以创维、海信、乐视、华为为代表。

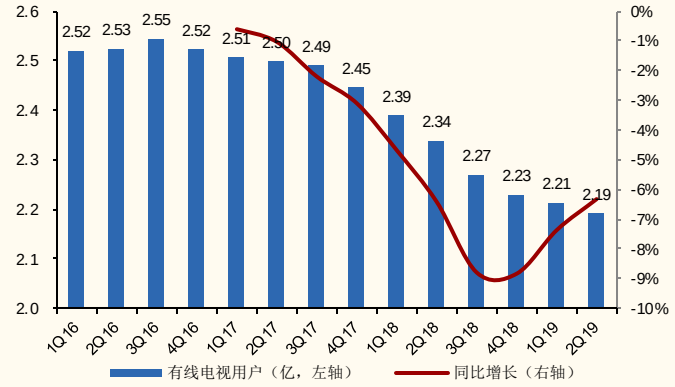
图表 36：IPTV 与 OTT 平台架构及各环节牌照列表



来源：新媒股份公司公告，公开资料整理，国金证券研究所绘制

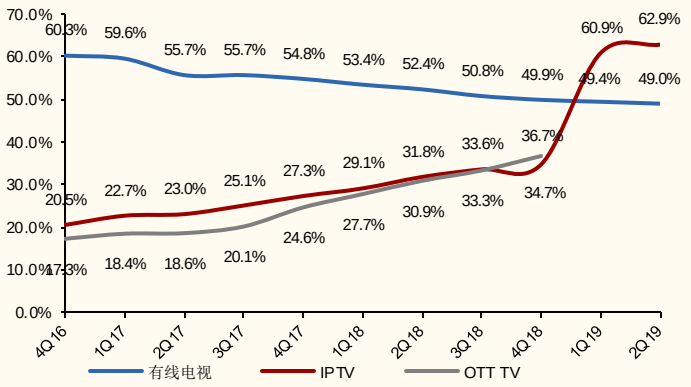
■ **IPTV 和 OTT 正在逐步替代有线电视，2019 年 IPTV 和 OTT 用户规模快速增长，在 1Q19 分别达 2.72 亿和 9028 万。**首先，随着 2010 年有关“三网融合”的文件先后出台，电信网、广播电视网和互联网三网融合作为国务院层面的战略被推出，而 IPTV 是三网融合的典型业务。IPTV 由运营商发力大面积推广始于 2016 年，在 2019 年又取得了突破性进展。2016 年和 2017 年是中国联通和中国电信 IPTV 用户增长最为迅猛，2018 年 6 月中国移动获批 IPTV 牌照加入战局，我们预计未来三家运营商共同发力还会推动 IPTV 继续增长。自 1Q19，IPTV 的收视渗透率其实已经超过有线电视，两者分别为 60.9%和 48.4%。有线电视用户数量在 1Q16 至 2Q19 呈明显的下降趋势。而 OTT 伴随着诸多硬件厂商（智能电视+盒子）的铺货，1Q19 日均活跃终端数为 9028 万，同比增长 41.3%。

图表 37：中国有线电视 1Q16 至 2Q19 用户数量趋势



来源：中国广播电视网络有限公司，格兰研究，国金证券研究所

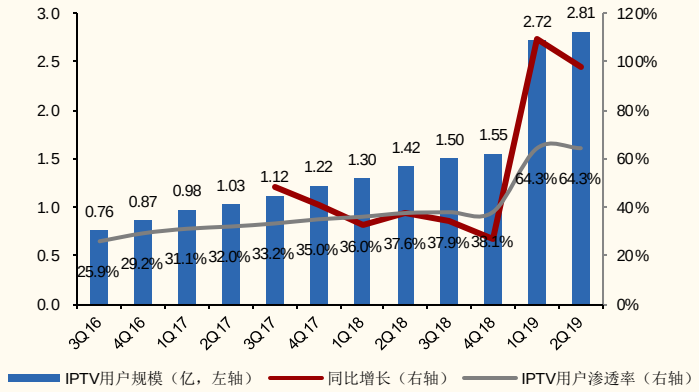
图表 38：中国 4Q16 至 4Q18 收视结构（渗透率对比）



来源：中国广播电视网络有限公司，格兰研究，国金证券研究所

注：base（分母）=我国家庭电视用户为 4.47 亿，假设分母不变，并且分子不排重。1Q18OTT 数据缺失，使用 4Q17 和 2Q18 平均渗透率替代，1Q19 和 2Q19OTT 数据缺失。

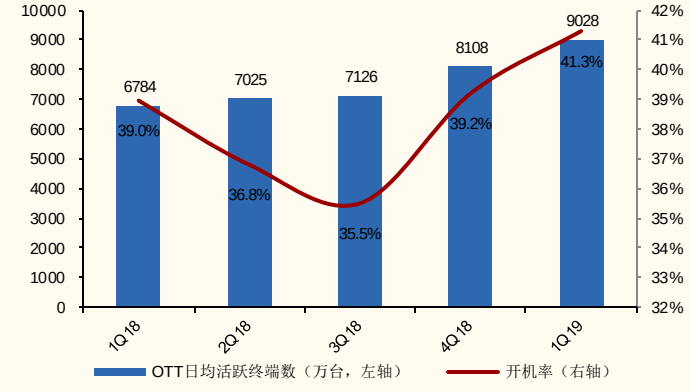
图表 39：中国 3Q16 至 2Q19 IPTV 用户规模



来源：工信部，国金证券研究所

注：IPTV 用户规模指三家基础电信企业发展 IPTV（网络电视）用户数。IPTV 用户渗透率=IPTV 用户规模数/三家基础电信企业互联网宽带接入用户总数。

图表 40：中国 1Q18 至 1Q19 OTT 日均活跃终端数



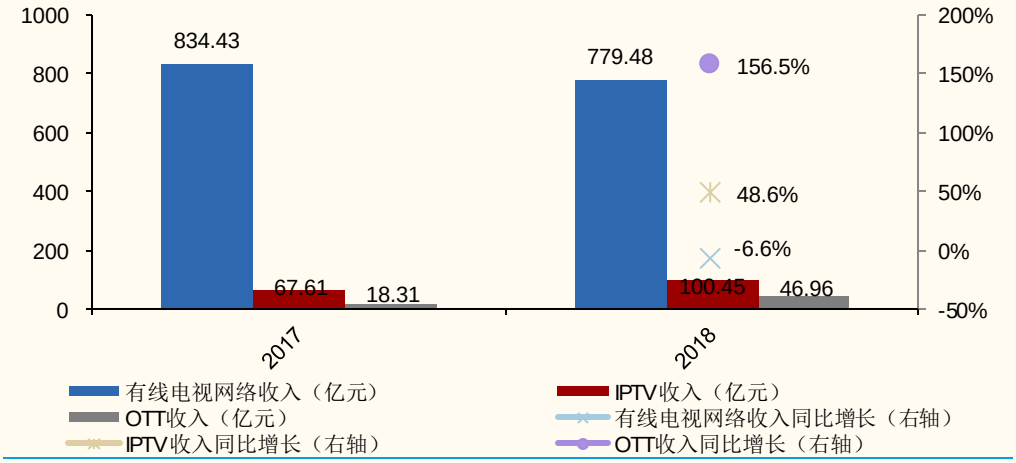
来源：奥维互娱，国金证券研究所

注：OTT 用户规模数指智能电视+盒子日均活跃开机数。

■ **有线电视网络收入持续下滑，IPTV 和 OTT 收入高速增长，2018 年同比增速分别为 48.6%和 156.5%。**有线电视没落，IPTV 和 OTT 的崛起不仅体现在用户基数上，在收入端也表现明显。2018 年整体来看，新媒体业务收入 467.76 亿元，同比增长 68.5%。新媒体业务主要包括广播电视 IPTV 运营机构、OTT 牌照机构和网络视听节目服务机构开展 IPTV、OTT、网络视听节目服务业务及各类客户端应用、微信、微博和网站等取得的业务收入。其中，IPTV 收入 100.45 亿元，同比增长 48.6%；OTT 收入 46.96 亿元，同比增长 156.5%。受新媒体业务竞争因素影响，全国有线电视网络收入继续下滑。2018 年有线电视网络收入 779.48 亿元,同比下降 6.6%。其中，

有线广播电视收视维护费收入 368.38 亿元，付费数字电视收入 56.85 亿元，三网融合业务收入 111.41 亿元。

图表 41：中国收视各分类 2017 年和 2018 年收入体量



来源：国家广播电视总局，国金证券研究所

美国有线电视替代的历史发展也是从被动到主动的过程

- **美国的电视节目渠道更迭更为明显，以奈飞和 Hulu 等为首的流媒体服务在猛烈冲击付费电视。**从有线电视到 IPTV 再到 OTT 这条路，美国其实也在走。IPTV 从属于付费电视，OTT 是依靠流媒体提供内容的互联网电视服务。2005 年，美国电信公司 Verizon 率先推出 IPTV 服务。2005 年至 2010 年美国 IPTV 取得高速发展，用户数突破 500 万。目前美国 IPTV 最大的运营商是 AT&T 和 Verizon。IPTV 的快速抢占市场主要是替代原本有线电视的逻辑。而自 2013 年起，受到奈飞等流媒体的影响，从内容和价格两方面冲击美国 IPTV 业务。根据我们对美国各运营商和平台的 TV 月资费统计，OTT 的价格是明显低于聚合频道的 IPTV 和有线电视渠道的。2019 年 9 月，苹果在发布会上公布视频服务将在 11 月上线，会员价格仅为 5 美元。从传统的有线电视到 IPTV 转移路径，从美国来看主要是因为服务性价比更高和大运营商的推广能力加成。无独有偶，我国从有线电视到 IPTV 主要也是依靠这两个因素在推进。现阶段，我国 IPTV 的发展时期可以大体上与美国 2005 年至 2010 年时期相比较。

图表 42：美国各收视渠道收费情况（每月）

	代表性服务	所属公司	套餐费用（美元/月）	提供内容	平均价格（美元/月）
有线电视	Xfinity	Comcast	$40	Economy Package：100 个频道	
			$50	Starter TV：140 个频道	
			$60	Preferred TV：220 个频道	$50
	DIRECTV	AT&T	$49.99	SELECT™：超过 155 个频道	
			$54.99	ENTERTAINMENT：超过 160 个频道	
			$59.99	CHOICE™：超过 185 个频道	
			$69.99	XTRA：超过 235 个频道	
			$74.99	ULTIMATE：超过 250 个频道	
			$124.99	PREMIER™：超过 330 个频道	$72.49
	Spectrum	Time Warner Cable	$45	TV Select：125 个频道	
			$65	TV Silver：175 个频道	
			$85	TV Gold：200 个频道	$65
	Optimum	Cablevision	$59.95	Core TV：220 个频道	
			$74.95	Select TV：340 个频道	
			$104.95	Premier TV：420 个频道	$79.95
IPTV	U-verse TV	AT&T	$35	U-Family TV：190 个频道	
			$55	U200：380 个频道	
			$60	U300：495 个频道	
			$110	U450：565 个频道	$65
	FiOS	Verizon	$75	Preferred HD：295 个频道	

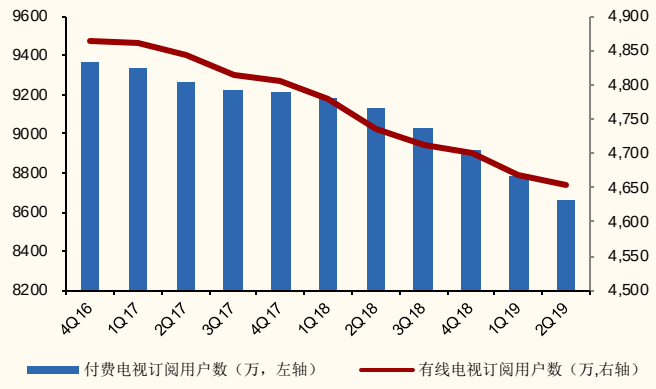
			$80	Extreme HD：365 个频道	
			$90	Ultimate HD：425 个频道	$82
多频道 OTT	Youtube TV	Alphabet	$49.99	超过 70 个频道	$49.99
	Hulu + Live TV	Disney	$44.99	超过 60 个频道	$44.99
	DIRECTV Now	AT&T	$40	超过 65 个频道	
			$75	超过 125 个频道	$58
OTT	Netflix	Netflix	$7.99	Basic：同时支持 1 台设备+标清	
			$10.99	Standard：同时支持 2 台设备+高清	
			$13.99	Premium：同时支持 4 台设备+高清和超高清	$10.99
	Hulu	Disney	$5.99	有广告	
			$11.99	无广告	
	Amazon prime video	Amazon	$12.99	-	$10.32

来源：各运营商和平台官网，国金证券研究所

注：各运营商和平台资费价格统计时间截至 2019 年 9 月。

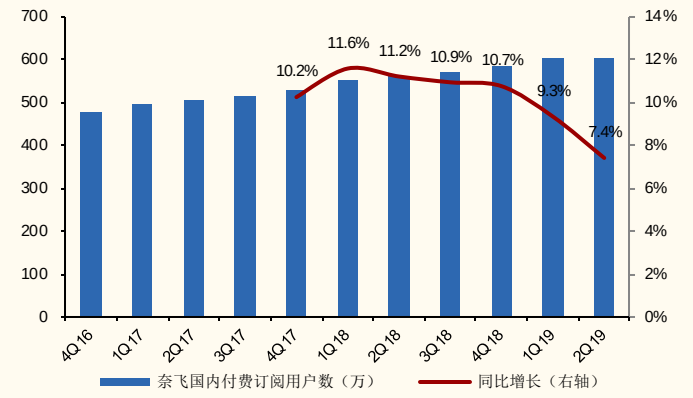
- **美国付费电视订阅用户数持续下滑，流媒体发力抢占这部分市场空间，2Q19 付费电视订阅用户数同比下滑 5.1%，奈飞同比增长 7.4%。**美国付费电视市场，我们将其划分为有线电视、卫星服务、电话运营商及多频道 OTT 这几部分。在 2Q19 这四部分头部公司的订阅用户数分别同比下滑 1.7%、10.4%、3.9%和 8.2%。多频道 OTT 的订阅用户数在 4Q17 至 1Q19 都是增长的，其余三部分一直在下滑。反观流媒体服务，通过统计奈飞 4Q16 至 2Q19 美国国内订阅用户数，季度间同比皆有小幅增长。付费电视用户数由于前期基数较大，所以体量上还是要比流媒体的大。另外，以奈飞为主的流媒体服务商，还是以内容为核心，在美国除了移动端的市场拓展，还有较大部分是大屏电视端的市场抢夺，家庭视频需求是不会被轻易侵蚀的。再加上，聚合流媒体播放硬件厂商的发展，如 Roku、Chromecast、Amazon Fire TV 和 Apple TV 等，流媒体在多场景多设备层面在美国都取得了阶段性胜利。

图表 43：美国 4Q16 至 2Q19 付费电视订阅用户数



来源：Leichtman Research Group，国金证券研究所

图表 44：奈飞 4Q16 至 2Q19 国内付费订阅用户数

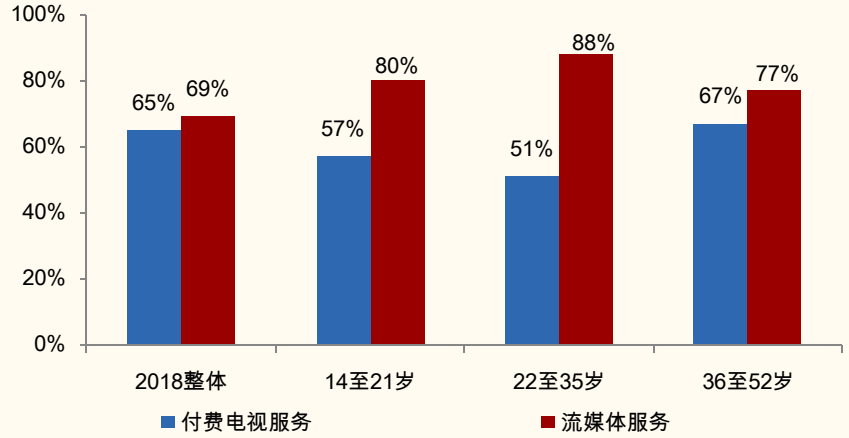


来源：公司公告，国金证券研究所

注：付费电视订阅用户数包括有线电视、卫星服务、电话运营商及多频道 OTT 头部公司用户数。

- **2018 年流媒体服务渗透率首次超过付费电视服务渗透率，在 22 至 35 岁人群最为突出，年轻家庭的渠道转移是未来的风向标。**根据德勤《2018 年数字媒体趋势调查》中统计，2018 年美国付费电视服务和流媒体服务的渗透率分别为 65%和 69%，在 14 至 21 岁、22 至 35 岁和 36 至 52 岁三类人群中，两种服务的渗透率差额分别为 23%、37%和 10%。但是，其实目前付费电视服务和流媒体服务在用户角度而言很大部分是两者兼有状态，还并未实现两者的完全替代。有 43%的美国家庭会同时订阅付费电视服务和流媒体服务。而其中 TV 与宽带的绑定性扮演着比较重要的角色。德勤《2017 年数字媒体趋势调查》中调查所示，56%现有的付费电视用户是因为电视付费与宽带的绑定性而续费。所以，这样来看，人们观看电视节目从渠道选择上来说，转移或是替代过程是一个相对长期的过程。

图表 45：美国 2018 年付费电视服务与流媒体服务渗透率：分年龄层



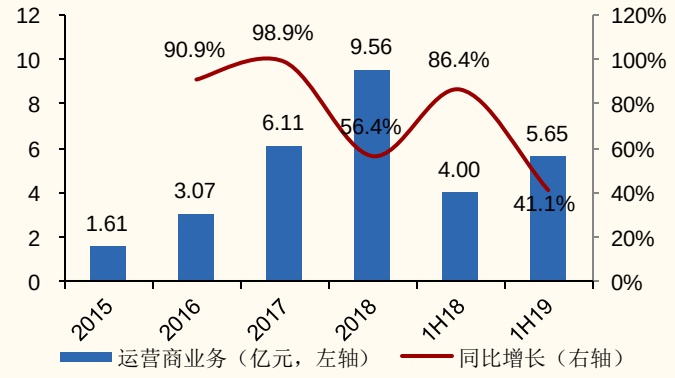
来源：德勤，国金证券研究所

注：图表中渗透率指标非排重。

芒果超媒运营商业务覆盖面尚有空间，高毛利率特性突出

- **芒果超媒的运营商业务处在高速增长期，2015 年至 2018 年收入复合增速为 81.1%。**芒果超媒运营商业务主要来自快乐阳光，2018 年和 1H19 分别实现收入 9.56 亿元和 5.65 亿元，分别同比增长 56.4%和 41.1%。而细拆来看，运营商收入主要由 IPTV 和 OTT 业务基础服务、IPTV 和 OTT 业务增值服务以及电信移动增值业务三部分构成，其中基础服务通常指央视和各省卫视等直播频道及回看服务和部分点播内容（类似传统的有线电视提供的服务），增值服务主要是点播内容，电信移动增值业务指采取专区搭建、包月订购、内容点播等多种运营方式与三大运营商下属的基地公司及部分省公司合作开展视频和阅读等业务，以及就芒果 TV 会员与三大运营商合作开展的会员+流量、积分商城等业务。而因为芒果超媒拥有 IPTV 集成播控服务牌照（省级）和互联网电视（OTT）内容服务牌照，也就意味着目前来看 IPTV 基础业务可以在湖南省内展开，IPTV 增值业务、OTT 基础业务和增值业务可以在全国范围展开。

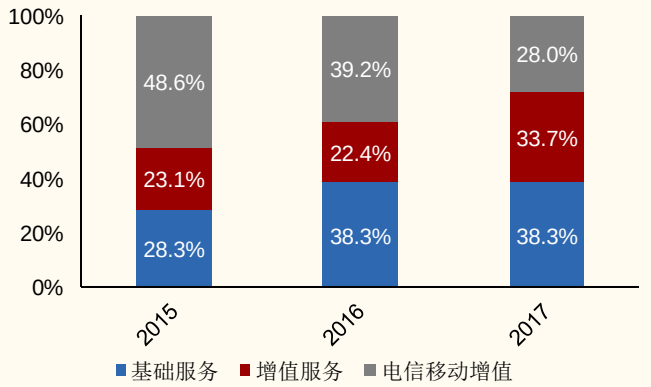
图表 46：芒果超媒 2015 年至 1H19 运营商业务收入



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2018 年以前数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体利润表科目。

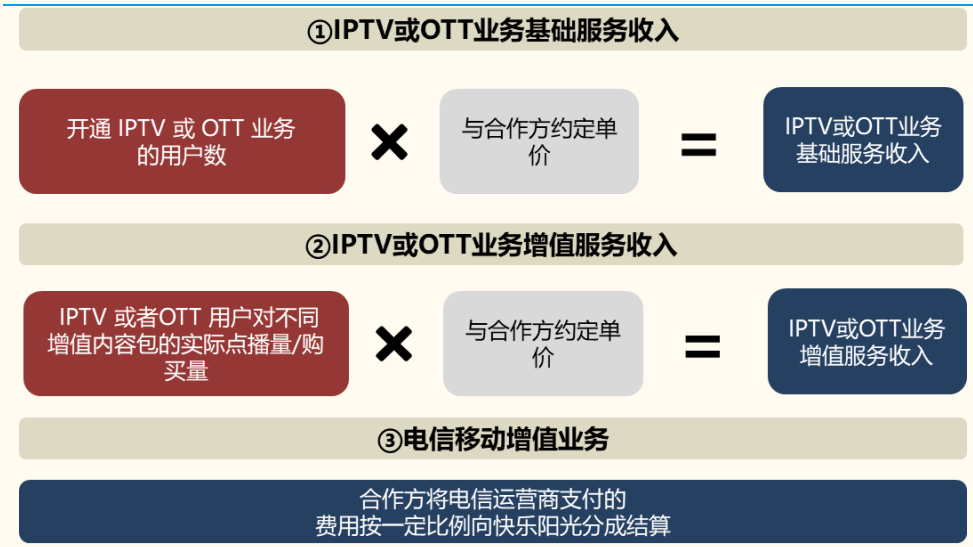
图表 47：芒果超媒 2015 至 2017 年运营商业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

注：2018 年以前数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体利润表科目。

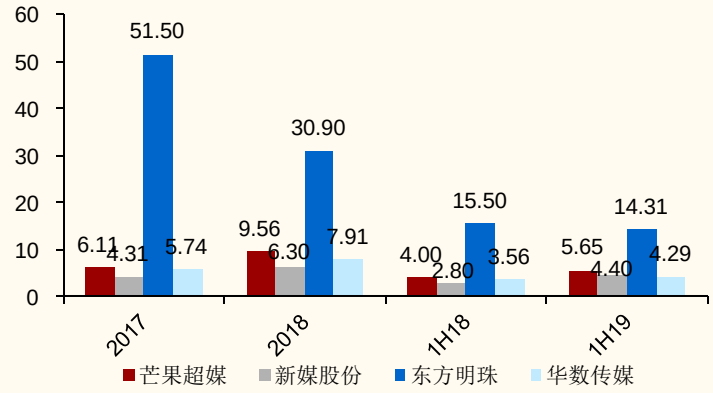
图表 48：芒果超媒的运营商业务收入驱动因素拆解



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

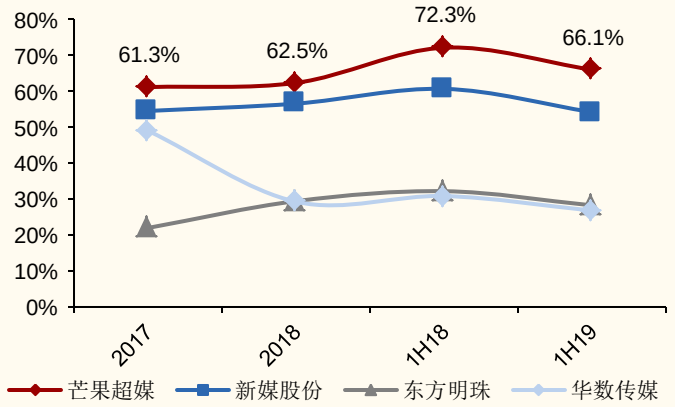
- **运营商业务收入主要由结算用户数量的量增驱动，IPTV 和 OTT 基础业务及增值业务的结算用户数量 2015 年至 2017 年的复合增速分别为 105.3%和 181.9%。**2015 年至 2017 年间，IPTV 业务及 OTT 业务的基础服务人均付费金额在 1.76 元至 3.03 元之间，增值服务人均付费金额在 5.05 元至 8.86 元之间，人均付费金额整体保持相对稳定水平。因为此业务目前还在铺渠道的过程中，我们估计 2018 年和 2019 年的单价仅有小幅上升。回顾历史，也可以发现单价的主要波动因素为促销活动，基础服务在 2016 年 12 月和 2017 年 1 月单价单月环比下降幅度分别为 15.2%和 16.5%，收入单月环比有一定幅度下降，分别为 8.8%和 9.3%。而增值服务在 2016 年 12 月和 2017 年 1 月单价单月环比下降幅度分别为 15.4%和 34.3%，实现了结算用户数量的跃升，收入单月环比增长幅度分别为 1.3%和 37.7%。公司在 2017 年 2 月 4 日取得 IPTV 集成播控服务牌照（省级）和互联网电视（OTT）内容服务牌照，加大了与运营商的合作力度和范围，IPTV 用户数尤其是湖南省内用户数大幅增长。而在大幅度促销活动后，整体基础服务和增值服务的单价呈波动上升趋势。
- **芒果超媒运营商业务有着领先于同行的盈利能力，内容优势加持下收入体量或有较大发展空间。**目前在运营商业务部分，芒果超媒现有竞争者有新媒股份、东方明珠和华数传媒。公司的收入体量居于中等水平，主要在于东方明珠旗下百视通拥有全国 IPTV 内容服务商牌照，而对比公司与其他几家仅具有省级集成播控牌照。但是公司的毛利率居于行业首位，2018 年和 1H19 运营商业务的毛利率分别为 62.5%和 66.1%。收入端，运营商分成单价依据具体合作模式而定，主要决定收入体量的因素还是业务覆盖面（量）。而在成本端，作为牌照运营方，芒果超媒和新媒股份分别向湖南广播电视台和广东广播电视台支付以公司从运营商取得的 IPTV 业务基本包收视费分成收入的 1%。而东方明珠旗下百视通支付上海文化广播影视集团的版权内容按照百视通 IPTV 业务基本包收视费分成收入的 2%。一般而言，牌照运营方依赖电视台内容越多，向其支付比例越高。芒果超媒自身还具备芒果 TV 的自制内容，故而成本端具备一定优势。

图表 49：芒果超媒运营商业务收入（亿元）及同行对比



来源：公司公告，国金证券研究所

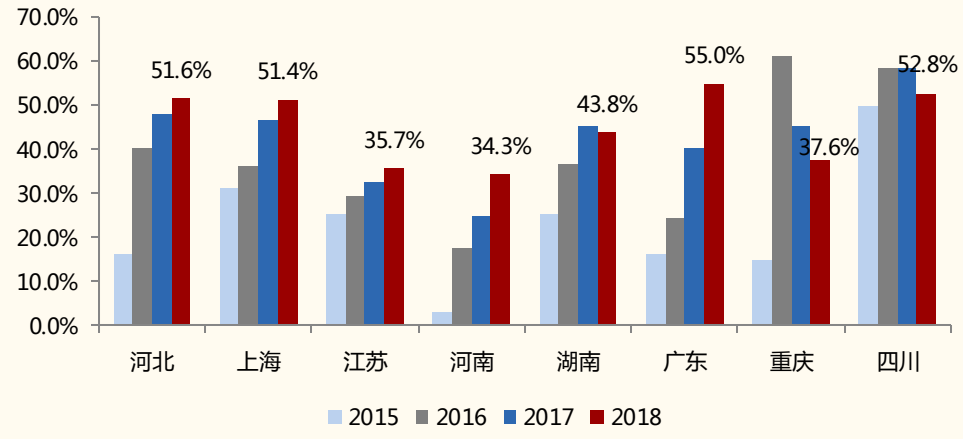
图表 50：芒果超媒运营商业务毛利率及同行对比



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **IPTV 普及率省间差异较大，芒果超媒还有省外拓展和下沉的空间。**因为 IPTV 与有线宽带的绑定性，所以在宽带套餐更换的过程中，固定互联网宽带的普及在一定程度上也会带动 IPTV 普及率进一步提升。国家对于 IPTV 的政策鼓励态度也比较明确。2019 年 8 月 19 日，国家广播电视总局发布《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》，提出“加快高清电视和 4K/8K 超高清电视采集制作、集成播出、互动分发、数据中心、管理平台等系统建设，推动高清、超高清电视频道建设，推动高清、超高清电视在有线电视、IPTV 和互联网电视的应用，推动普及高清、超高清机顶盒”。我们统计了河北、上海、江苏、河南、湖南、广东、重庆和四川的 IPTV 普及率，2018 年广东、四川、河北和上海的普及率位于前列，普及率水平超过 50%，湖南处于中间水平为 43.8%，江苏、河南和重庆普及率在 40%以下。芒果超媒运营商业务覆盖全国 31 个省级行政区域，合作省级运营商为 91 个，覆盖用户为 1.47 亿。我们预计在未来三年内随着政策层面的鼓励力度加大，IPTV 的普及范围会进一步拓展。而且，中国移动参与了芒果超媒募集配套资金非公开发行股份项目，投资了 16 亿元人民币，目前股份占比 4.37%，是公司的第二大股东，双方的合作有望进一步深化。

图表 51：部分省份 2015 年至 2018 年 IPTV 普及率



来源：各省级单位统计局，各省级单位通信管理局，国金证券研究所

注：IPTV 普及率=IPTV 用户数/固定互联网宽带接入用户数

■ **芒果 TV 与华为的战略合作，或将打开 OTT 发展新局面。**2018 年 12 月 29 日，芒果 TV 与华为签署合作协议，二者将围绕视频内容、会员及联合营销、大数据推荐、应用推广、IPTV 产品和华为云 CDN 服务等六大板块展开深度合作。首先，手机已进入存量时代，华为的领先优势在进一步扩大，根据我们创新中心独家监测数据，2019 年 8 月华为（包括荣耀）手机的销量环比持续上升，增量份额接近 39%，存量份额上升至 22%。双方的

战略合作，在内容领域的体现是芒果 TV 的精品内容将会注入华为视频，同时，华为视频会为芒果 TV 开放全端全入口，在此基础上，建立一个共享收益的内容合作模式。华为以硬件保有量为基础的内容分发能力，很大可能会进一步扩大芒果 TV 优质内容触达移动端用户的能力。而且，在大屏端，2019 年 9 月新发布的华为智慧屏的终端增长很大可能也会进一步带动内容合作方芒果 TV 在大屏端的发展。

图表 52：华为智慧屏内容合作方：芒果 TV



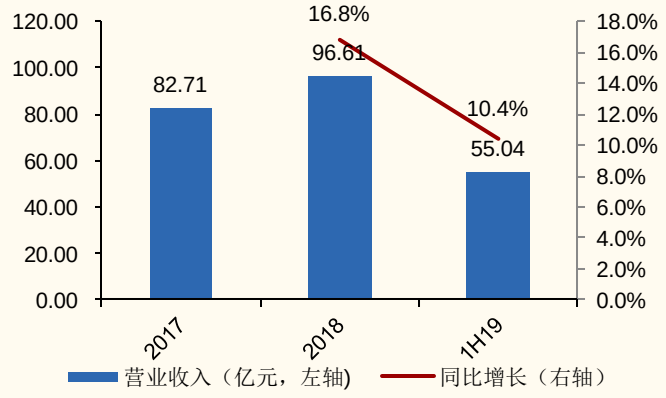
来源：公开资料整理，国金证券研究所

财务分析

新媒体业务带动收入持续增长，仍在不断尝试创新模式

- **互联网视频业务+运营商业务收入贡献占比不断提升，公司 1H19 营收同比增速为 10.4%。**公司营业收入主要由新媒体平台运营业务（互联网视频和运营商业务）、新媒体互动娱乐内容制作业务以及媒体零售业务构成。2019 年上半年，快乐阳光实现收入 39.74 亿元，其中广告和会员业务收入分别同比增长 61%和 136%。而作为行业内唯一拥有 IPTV 与 OTT 集成牌照的视频网站平台，牌照优势突出下运营商业务实现收入 5.65 亿元，同比增长 41.1%。2019 年 8 月 24 日，公司还公布了“大芒计划”，芒果 TV 将开放 70 多档自制综艺，其中包括 S 级综艺《女儿们的恋爱 2》、《妻子的浪漫旅行 3》和《明星大侦探 5》等，以及 40 多部影视剧核心内容，用以孵化芒果系 KOL，将与淘宝直播、抖音、快手、蘑菇街等平台合作实现带货销售，预计未来媒体零售业务可能有较大改观。其中，新综艺《你怎么这么好看》现已开始全国范围内海选，招募来自生活方式、美妆造型、家居美学、健康美食和情感治愈等多个领域的 KOL（网红），每期节目中 KOL 将对素人嘉宾进行“改造”，网红带货模式或将率先试水。

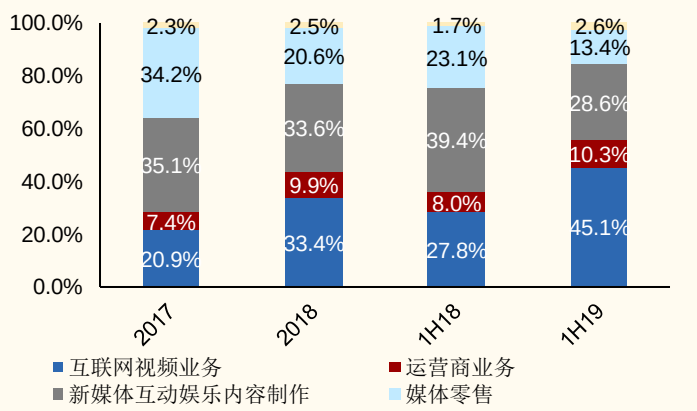
图表 53：芒果超媒 2017 年至 1H19 营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体收入。

图表 54：芒果超媒 2017 年至 1H19 营业收入构成



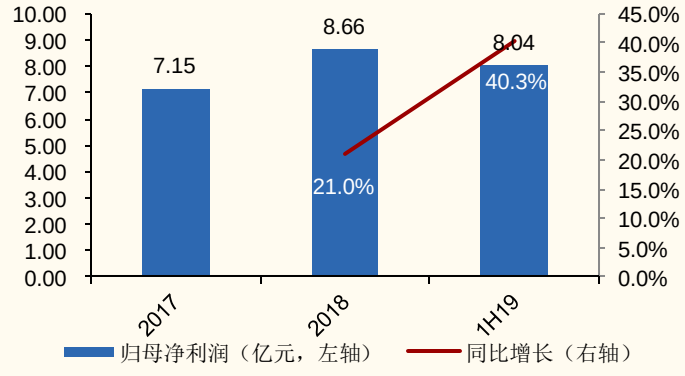
来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体收入。

盈利能力持续向好，经营费率稳定

- **作为率先实现盈利的互联网视频平台，公司整体盈利能力持续向好，经营费率较为稳定。**公司在 2018 年和 1H19 分别实现归母净利润为 8.66 亿元和 8.04 亿元，分别同比增长 21.0%和 40.3%。对比同业的竞争对手爱奇艺，近年来芒果超媒内容成本较低，而收入也更加多元化，故而公司整体毛利率在 2018 年和 1H19 分别为 37.0%和 40.8%，处于行业内较高水平。而单看互联网视频业务毛利率在 2018 年和 1H19 分别为 31.8%和 38.4%。对比而言，爱奇艺在 2018 年和 1H19 整体毛利率分别为-8.6%和-1.1%。公司经营费率方面，销售费用率、管理费用率和研发费用率较为稳定。

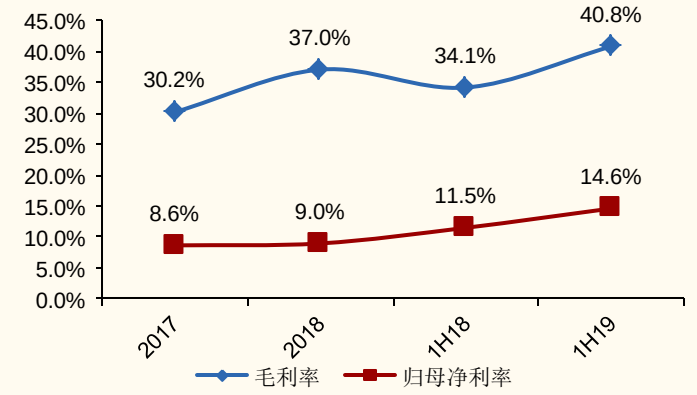
图表 55：芒果超媒 2017 年至 1H19 归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体归母净利润。

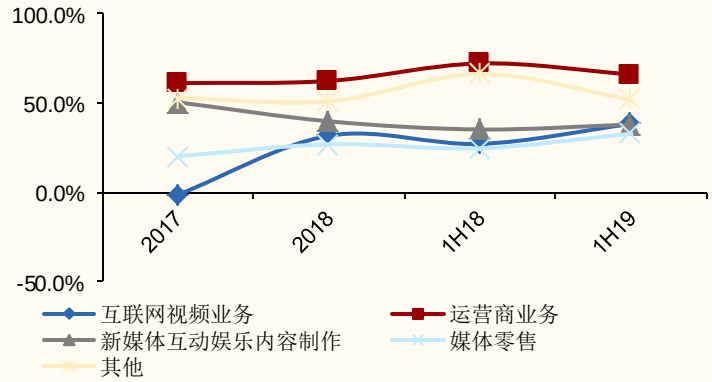
图表 56：芒果超媒 2017 年至 1H19 毛利率和归母净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体利润表科目。

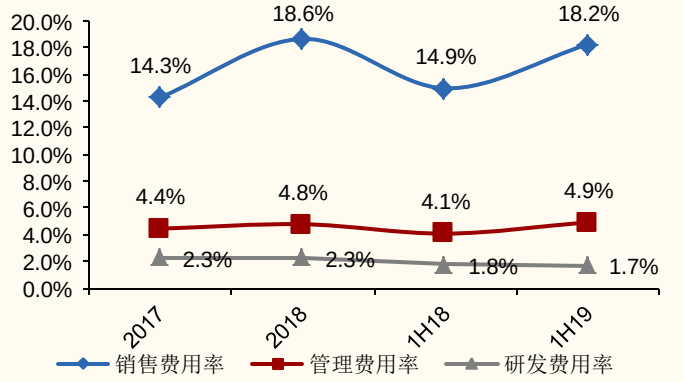
图表 57：芒果超媒 2017 年至 1H19 分业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体利润表科目。

图表 58：芒果超媒 2017 年至 1H19 经营费率



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体利润表科目。

盈利预测

收入预测

- **关键假设：**①芒果 TV 的 MAU 预计持续稳定增长，因为现阶段 MAU 基数较小，伴随优质内容（剧集和综艺），尚有较大增长空间。②广告收入部分，芒果 TV 综艺内容质量优势仍然保持并有预计持续进步，尤其是自制网综不断出新，软广植入不断深化。③会员收入部分，付费率预计进一步提升，单付费用户付费金额稳步提升。④运营商业务的覆盖面预计持续扩大，IPTV 和 OTT 基础包业务主要在湖南省内深化渗透，而增值包业务在省外覆盖面预计会持续扩大。
- 我们预计 2019 年至 2021 年 MAU 每年分别新增 1.92/1.62/1.56 亿。我们预计在 2019 年至 2021 年，广告收入分别实现收入 36.16/49.18/60.41 亿元；会员收入分别实现收入 14.76/23.12/29.44 亿元；直播收入分别实现收入 0.18/0.18/0.22 亿元。我们预计伴随 IPTV 和 OTT 业务覆盖面持续扩大，在 2019 年至 2021 年运营商业务分别实现收入 11.70/14.02/16.12 亿元。我们预计公司在 2019 年至 2021 年整体营业收入分别实现 110.83/131.97/152.07 亿元。

图表 59：芒果超媒互联网视频业务收入拆分预测

	2018	2019E	2020E	2021E
广告收入				
MAU（百万）	116.81	136.01	152.21	167.81
MAU 新增（百万）	38.07	19.20	16.20	15.60
单 MAU 广告贡献（元/年）	20.64	26.59	32.31	36.00
广告收入（亿元）	**24.11**	**36.16**	**49.18**	**60.41**
YoY	***81.0%***	***50.0%***	***36.0%***	***22.8%***
会员收入				
MAU（百万）	116.81	136.01	152.21	167.81
付费用户数（百万）	10.75	18.75	26.75	32.75
新增付费会员数	6.24	8.00	8.00	6.00
付费率	*9.2%*	*13.8%*	*17.6%*	*19.5%*
ARPPU（元/月）	6.47	6.56	7.20	7.49
会员收入(亿元)	**8.35**	**14.76**	**23.12**	**29.44**
YoY	***114.0%***	***76.7%***	***56.7%***	***27.3%***
直播收入				
直播收入	0.18	0.18	0.18	0.22
互联网视频业务收入总计（亿元）	**32.64**	**51.09**	**72.48**	**90.07**
YoY		***56.6%***	***41.9%***	***24.3%***

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 60：芒果超媒运营商业务收入拆分预测（分省份）

	2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E
基础包							
湖南				**云南**			
可达到用户数（万人）	600.82	609.57	616.56	可达到用户数（万人）	197.48	217.23	226.49
人均付费（元/月）	5.10	5.38	5.64	人均付费（元/月）	1.82	1.91	2.01
可实现收入（亿元）	3.68	3.93	4.18	可实现收入（亿元）	0.43	0.50	0.55
福建				**辽宁**			
可达到用户数（万人）	225.52	252.89	260.60	可达到用户数（万人）	179.89	211.07	219.77
人均付费（元/月）	1.30	1.37	1.43	人均付费（元/月）	1.56	1.64	1.72
可实现收入（亿元）	0.35	0.41	0.45	可实现收入（亿元）	0.34	0.41	0.45
其他省及业务合计							
可达到用户数（万人）	438.08	534.13	556.37				
人均付费（元/月）	0.92	0.97	1.02				
可实现收入（亿元）	0.48	0.62	0.68				
合计	**5.28**	**5.88**	**6.30**				
YoY		***11.4%***	***7.2%***				
增值包							
湖南				**江西**			
可达到用户数（万人）	189.28	190.91	213.61	可达到用户数（万人）	9.66	15.69	19.13
人均付费（元/月）	10.29	10.83	11.37	人均付费（元/月）	6.04	6.34	6.66
可实现收入（亿元）	2.34	2.48	2.91	可实现收入（亿元）	0.07	0.12	0.15
安徽				**山东**			
可达到用户数（万人）	25.99	28.97	34.66	可达到用户数（万人）	9.80	13.19	14.42
人均付费（元/月）	7.09	7.44	7.82	人均付费（元/月）	7.18	7.54	7.92
可实现收入（亿元）	0.22	0.26	0.33	可实现收入（亿元）	0.08	0.12	0.14
河北				**上海**			
可达到用户数（万人）	37.28	44.14	48.48	可达到用户数（万人）	13.86	18.38	20.23
人均付费（元/月）	6.26	6.57	6.90	人均付费（元/月）	6.25	6.56	6.89
可实现收入（亿元）	0.28	0.35	0.40	可实现收入（亿元）	0.10	0.14	0.17
湖北				**有线**			
可达到用户数（万人）	16.58	20.33	22.52	可达到用户数（万人）	71.40	113.75	146.34
人均付费（元/月）	5.66	5.94	6.24	人均付费（元/月）	7.00	7.00	7.00
可实现收入（亿元）	0.11	0.14	0.17	可实现收入（亿元）	0.60	0.96	1.23
江苏				**其他省及业务合计**			
可达到用户数（万人）	13.40	17.66	18.24	可达到用户数（万人）	124.93	192.31	227.10
人均付费（元/月）	6.53	6.86	7.20	人均付费（元/月）	6.71	7.04	7.37
可实现收入（亿元）	0.10	0.15	0.16	可实现收入（亿元）	1.01	1.62	2.01
合计	**4.92**	**6.34**	**7.66**				
YoY		***28.9%***	***20.8%***				
电信移动增值业务							
可实现收入（亿元）	**1.50**	**1.80**	**2.16**				
运营商业务收入总计（亿元）	**11.70**	**14.02**	**16.12**				
YoY		***19.8%***	***15.0%***				

来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率预测

- **关键假设：**①互联网视频成本中的版权投入增长仍较为快速，自湖南电视台采购版权、自制和外采版权三部分中后面两部分增速较快，芒果超媒对于湖南电视台的依赖逐步减弱。②其他成本，如职工薪酬、技术成本等有小幅增长。
- 我们预计在 2019 年至 2021 年，互联网视频业务毛利率分别为 40.0%/41.5%/41.8%;运营商业务毛利率分别为 62.0%/62.0%/62.0%。我们预计公司整体毛利率在 2019 年至 2021 年分别为 40.0%/41.3%/41.9%。

图表 61：芒果超媒毛利率预测分业务拆分

	2018	2019E	2020E	2021E
新媒体平台运营	38.8%	44.1%	44.8%	44.8%
其中：互联网视频业务	31.8%	40.0%	41.5%	41.8%
运营商业务	62.5%	62.0%	62.0%	62.0%
新媒体互动娱乐内容制作	39.9%	37.0%	36.0%	36.0%
媒体零售	27.0%	26.0%	25.3%	25.3%
其他业务	51.1%	51.0%	51.0%	51.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 11.20/15.33/18.26 亿元，分别对应 2019-2021 年 PE 42/31/26 倍。我们持续看好公司新媒体业务的发展，按照 2020 年 37 倍 PE 给予目标价 32 元，维持“买入”评级。

风险提示

- **数据准确性差异。**MAU 和 DAU 以及用户画像相关数据通过自有技术监测获得，力求客观准确地反映业务表现，因统计方法和口径的差异，不排除与官方数据稍有出入。
- **政策监管风险。**广电总局对于综艺节目和影视剧的内容监管趋严，可能会导致公司视频网站内容延迟上线、不能播出或下架的风险。
- **付费会员规模增长可能不及预期。**受到宏观环境影响，公司广告业务可能不及预期。
- **公司 2018 年关联交易中关联销售占收入比例为 23.09%。**湖南卫视对公司的支持力度如果不及预期，可能会影响盈利能力。
- **存货减值及应收账款坏账风险。**公司在影视剧制作过程中，可能出现无法通过备案、无法取得制作许可证、制作完成后由于题材等问题无法取得发行许可证、取得发行许可证后无法播出等情况。若出现以上情况，公司的经营业绩可能会受到影响，造成一定的存货减值和应收账款坏账的风险。
- **限售股解禁风险。**2019 年 7 月 17 日，公司解除限售股份数量为 1.95 亿股，占公司股本总数的 18.7%；实际可上市流通数量为 1.83 亿股，占公司股本总数的 17.4%。2019 年 7 月 20 日，高新创投持有公司股份 2242 万股（其中 1277 万股处于质押状态），占公司总股本 2.1%。高新创投计划在 7 月 20 日起 15 个交易日后的六个月内通过集中竞价方式及在 7 月 20 日起 3 个交易日后的六个月内通过大宗交易方式减持公司股份合计不超过 2242 股，占公司总股本 2.1%。2019 年 7 月 25 日，公司解除限售股份的数量为 3460 万股，占公司股本总数的 3.3%；实际可上市流通数量为 3460 万股，占公司股本总数的 3.3%。2019 年 9 月 17 日，公司解除限售股份的数量为 1489 万股，占公司股本总数的 1.4%；实际可上市流通数量为 1403 万股，占公司股本总数的 1.3%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**3,219**	**2,984**	**9,661**	**11,083**	**13,197**	**15,207**
增长率		-7.3%	223.8%	14.7%	19.1%	15.2%
主营业务成本	-2,537	-2,306	-6,083	-6,653	-7,744	-8,838
%销售收入	78.8%	77.3%	63.0%	60.0%	58.7%	58.1%
毛利	682	678	3,578	4,431	5,454	6,368
%销售收入	21.2%	22.7%	37.0%	40.0%	41.3%	41.9%
营业税金及附加	-12	-14	-98	-122	-145	-167
%销售收入	0.4%	0.5%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-561	-526	-1,801	-2,067	-2,376	-2,585
%销售收入	17.4%	17.6%	18.6%	18.7%	18.0%	17.0%
管理费用	-118	-114	-462	-754	-897	-943
%销售收入	3.7%	3.8%	4.8%	6.8%	6.8%	6.2%
研发费用	0	0	-221	-231	-275	-289
%销售收入	0.0%	0.0%	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%
息税前利润（EBIT）	-10	24	996	1,258	1,761	2,384
%销售收入	n.a	0.8%	10.3%	11.3%	13.3%	15.7%
财务费用	29	31	24	30	-7	-159
%销售收入	-0.9%	-1.0%	-0.3%	-0.3%	0.1%	1.0%
资产减值损失	0	-1	-104	-157	-201	-374
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	2	31	44	48	53
%税前利润	45.8%	3.2%	3.3%	3.9%	3.1%	2.8%
营业利润	48	62	977	1,175	1,601	1,904
营业利润率	1.5%	2.1%	10.1%	10.6%	12.1%	12.5%
营业外收支	16	4	-30	-33	-38	-42
税前利润	64	66	947	1,142	1,563	1,862
利润率	2.0%	2.2%	9.8%	10.3%	11.8%	12.2%
所得税	0	-3	-19	-23	-32	-38
所得税率	0.4%	4.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
净利润	64	64	928	1,119	1,531	1,824
少数股东损益	-3	-9	62	-1	-2	-2
归属于母公司的净利润	**67**	**73**	**866**	**1,120**	**1,533**	**1,826**
净利率	2.1%	2.4%	9.0%	10.1%	11.6%	12.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	64	64	928	1,119	1,531	1,824
少数股东损益	-3	-9	62	-1	-2	-2
非现金支出	35	32	2,365	1,891	2,231	2,577
非经营收益	-28	-15	-16	-5	49	174
营运资金变动	-122	-141	-3,653	-3,535	-3,353	-3,661
经营活动现金净流	**-51**	**-60**	**-377**	**-530**	**459**	**915**
资本开支	-30	-28	-32	-2,486	-2,483	-2,487
投资	246	12	-200	-119	-100	-200
其他	-588	257	1,306	44	48	53
投资活动现金净流	**-372**	**241**	**1,074**	**-2,561**	**-2,535**	**-2,634**
股权募资	0	5	5	2,000	0	0
债权募资	-50	36	160	-160	1,810	2,027
其他	-25	-19	-285	-6	-59	-185
筹资活动现金净流	**-75**	**22**	**-120**	**1,834**	**1,751**	**1,841**
现金净流量	**-499**	**203**	**577**	**-1,257**	**-326**	**122**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,025	1,105	2,526	1,269	944	1,066
应收款项	183	232	1,510	2,919	3,702	5,044
存货	102	74	2,215	2,552	3,076	3,874
其他流动资产	735	584	2,414	2,693	3,397	4,322
流动资产	2,044	1,995	8,665	9,432	11,119	14,307
%总资产	87.4%	87.7%	71.5%	69.7%	71.1%	75.0%
长期投资	71	77	312	250	250	250
固定资产	121	116	207	212	216	218
%总资产	5.2%	5.1%	1.7%	1.6%	1.4%	1.1%
无形资产	94	82	2,922	3,636	4,047	4,287
非流动资产	294	279	3,446	4,102	4,517	4,760
%总资产	12.6%	12.3%	28.5%	30.3%	28.9%	25.0%
资产总计	**2,338**	**2,274**	**12,111**	**13,535**	**15,636**	**19,066**
短期借款	0	36	196	12	1,822	3,848
应付款项	598	433	5,359	4,035	2,856	2,420
其他流动负债	71	82	625	438	375	387
流动负债	669	551	6,179	4,485	5,052	6,656
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	4	258	256	260	263
负债	674	555	6,437	4,742	5,311	6,918
普通股股东权益	1,620	1,679	5,639	8,759	10,292	12,118
其中：股本	401	401	990	1,780	1,780	1,780
未分配利润	470	518	923	2,043	3,576	5,402
少数股东权益	44	40	35	34	32	30
负债股东权益合计	**2,338**	**2,274**	**12,111**	**13,535**	**15,636**	**19,066**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.166	0.181	0.874	0.629	0.861	1.026
每股净资产	4.040	4.187	5.696	4.920	5.781	6.806
每股经营现金净流	-0.127	-0.150	-0.381	-0.297	0.258	0.514
每股股利	0.045	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.11%	4.32%	15.35%	12.79%	14.89%	15.07%
总资产收益率	2.85%	3.19%	7.15%	8.27%	9.80%	9.58%
投入资本收益率	-0.61%	1.29%	16.63%	13.99%	14.20%	14.60%
增长率						
主营业务收入增长率	15.07%	-7.32%	223.77%	14.73%	19.07%	15.23%
EBIT增长率	N/A	-330.83%	4113.23%	26.21%	40.05%	35.37%
净利润增长率	-30.04%	9.03%	1093.27%	29.38%	36.88%	19.12%
总资产增长率	-0.92%	-2.72%	432.54%	11.75%	15.52%	21.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.7	22.5	29.4	90.0	100.0	125.0
存货周转天数	24.1	13.9	68.7	140.0	145.0	160.0
应付账款周转天数	44.6	43.7	108.3	120.0	50.0	28.0
固定资产周转天数	13.6	14.1	7.8	7.0	6.0	5.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.59%	-62.18%	-41.07%	-15.03%	7.88%	22.38%
EBIT利息保障倍数	0.3	-0.8	-41.2	-41.4	260.8	15.0
资产负债率	28.82%	24.40%	53.15%	35.03%	33.97%	36.28%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	18	26	59
增持	0	0	8	14	26
中性	0	0	1	3	9
减持	0	0	0	1	1
评分	**0.00**	**1.00**	**1.37**	**1.52**	**1.49**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-27	买入	27.00	32.00～32.00
2	2018-10-22	买入	31.64	38.38～38.38
3	2018-10-29	买入	31.43	38.38～38.38
4	2019-02-12	买入	35.10	N/A
5	2019-03-03	买入	41.75	48.60～48.60
6	2019-05-08	买入	41.30	N/A
7	2019-07-15	买入	38.86	46.20～46.20
8	2019-08-30	买入	41.98	51.80～51.80

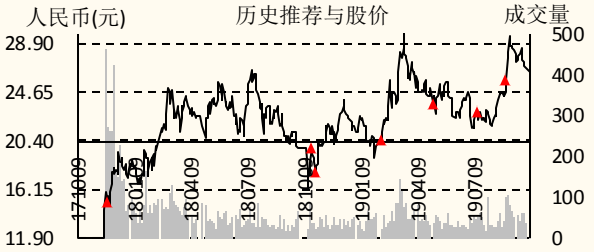
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH