消费升级与娱乐研究中心

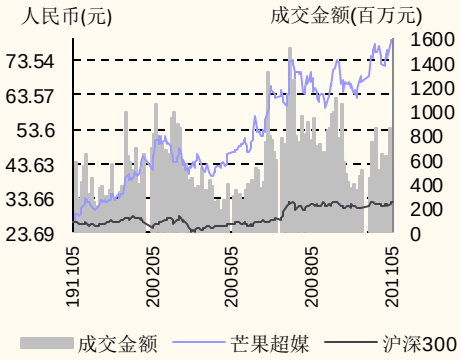
芒果超媒 (300413.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：79.82 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	17.80
已上市流通 A 股(亿股)	9.31
总市值(亿元)	1,421.10
年内股价最高最低(元)	79.82/26.86
沪深 300 指数	4885
创业板指	2788



相关报告

1.《《姐姐》火爆之后，下一站是“影视剧突破”-芒果超媒深度》，2020.6.2

2.《会员业务加速发展，Q1 业绩预增约 10%-芒果超媒 20Q1 业绩...》，2020.4.9

3.《会员业务高速增长，内容优势持续可期-芒果超媒 2019 年业绩快...》，2020.3.1

4.《优质内容助力成长，2019 年业绩预增 27%至 39%-芒果超媒...》，2020.1.13

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

季风计划台网齐发力，小芒电商打造新增长点

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,661	12,501	14,012	15,502	17,070
营业收入增长率	223.77%	29.40%	12.09%	10.63%	10.12%
归母净利润(百万元)	866	1,156	1,808	2,194	2,483
归母净利润增长率	1093.27%	33.59%	56.37%	21.35%	13.19%
摊薄每股收益(元)	0.874	0.649	1.016	1.232	1.395
每股经营性现金流净额	-0.38	0.14	1.52	2.23	2.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.35%	13.16%	17.07%	17.16%	16.26%
P/E	42.33	53.83	77.52	63.88	56.44
P/B	6.50	7.09	13.23	10.96	9.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩表现

- 芒果超媒发布 20 年前三季度业绩报告，报告显示，芒果超媒 2020 前三季度归母净利润为 16.12 亿元，同比增长 65.39%；Q3 归母净利润为 5.1 亿元，同比增长 197.41%。

点评

- **“季风计划”台网联动，助推芒果 TV 突破用户群体：**芒果推出“季风计划”，包括剧场和综艺两个部分，内容将在两个平台同步播出。芒果 TV 用户群体多为年轻女性，“季风计划”剧集为精品短剧，在题材的选择上多为现实题材，更易引发观众共鸣，用户覆盖面更广。此外，“季风计划”内容双平台同步播出有利于芒果 TV 吸收湖南卫视多样受众，拓宽其用户群体，带来会员增长。
- **部署电商赛道，打造新的业绩增长点：**芒果推出“小芒电商”，打造“内容电商第一平台”。**1）从用户来看：**目前芒果 TV 的主要用户群体为年轻女性用户，且渗透率极高，平台受众与核心消费人群较为契合，我们预计其将用户转化为电商用户的转化率较高。**2）从模式来看：**“小芒电商”将以芒果 TV 爆款内容为驱动，将电商业务与其影视、综艺形成联动，意在形成“人+内容+货”，“种草+拔草”的闭环，我们预计电商将成为盈利新增长点。
- **延续爆款影视剧和自制综艺创作，带动业绩增长：**大热综艺《姐姐》贡献 Q3 50%利润，爆款剧《以家人之名》《琉璃》《亲爱的自己》紧随其后，带动会员收入增长。Q4《女儿们的恋爱 3》《舞蹈风暴 2》等多部大火综艺回归，有望进一步带动会员增长。芒果 TV 独播爱情剧和自制综艺业务较为成熟，未来将延续热门 IP 创作能力，拉高会员订阅量的同时推动影视品类多方向发展。

投资建议

- 芒果开辟电商业务，我们认为其内容+电商联动模式有望成为下一个增长极，由于 Q3 上线爆款综艺《乘风破浪的姐姐》拉动会员增长，我们将 2020/2021/2022 年盈利预测分别上调 15.75%/17.76%/12.2%，预计 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 18.08/21.94/24.83 亿元，对应 P/E 分别为 77.52X/63.88X/56.44X，EPS 分别为 1.02/1.23/1.40 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 带货综艺表现不及预期；会员增长不及预期；行业政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,984**	**9,661**	**12,501**	**14,012**	**15,502**	**17,070**
增长率		223.8%	29.4%	12.1%	10.6%	10.1%
主营业务成本	-2,306	-6,083	-8,285	-8,996	-9,805	-10,734
%销售收入	77.3%	63.0%	66.3%	64.2%	63.3%	62.9%
毛利	678	3,578	4,216	5,016	5,696	6,336
%销售收入	22.7%	37.0%	33.7%	35.8%	36.7%	37.1%
营业税金及附加	-14	-98	-96	-140	-155	-171
%销售收入	0.5%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-526	-1,801	-2,141	-2,326	-2,527	-2,765
%销售收入	17.6%	18.6%	17.1%	16.6%	16.3%	16.2%
管理费用	-114	-462	-610	-715	-791	-888
%销售收入	3.8%	4.8%	4.9%	5.1%	5.1%	5.2%
研发费用	0	-221	-239	-168	-186	-205
%销售收入	0.0%	2.3%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润（EBIT）	24	996	1,129	1,667	2,038	2,308
%销售收入	0.8%	10.3%	9.0%	11.9%	13.1%	13.5%
财务费用	31	24	37	92	113	137
%销售收入	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-1	-104	-52	-10	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	2	31	6	81	85	89
%税前利润	3.2%	3.3%	0.5%	4.4%	3.8%	3.5%
营业利润	62	977	1,178	1,846	2,240	2,536
营业利润率	2.1%	10.1%	9.4%	13.2%	14.5%	14.9%
营业外收支	4	-30	0	1	2	2
税前利润	66	947	1,178	1,847	2,242	2,538
利润率	2.2%	9.8%	9.4%	13.2%	14.5%	14.9%
所得税	-3	-19	-20	-37	-45	-51
所得税率	4.0%	2.1%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	64	928	1,158	1,810	2,197	2,487
少数股东损益	-9	62	1	2	3	4
归属于母公司的净利润	**73**	**866**	**1,156**	**1,808**	**2,194**	**2,483**
净利率	2.4%	9.0%	9.2%	12.9%	14.2%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	64	928	1,158	1,810	2,197	2,487
少数股东损益	-9	62	1	2	3	4
非现金支出	32	2,365	3,771	2,042	2,255	2,481
非经营收益	-15	-16	15	-70	-87	-91
营运资金变动	-141	-3,653	-4,703	-1,083	-391	-614
经营活动现金净流	**-60**	**-377**	**242**	**2,699**	**3,975**	**4,264**
资本开支	-28	-32	-156	-2,505	-2,843	-3,043
投资	12	-200	64	-148	-130	-80
其他	257	1,306	201	81	85	89
投资活动现金净流	**241**	**1,074**	**109**	**-2,572**	**-2,889**	**-3,034**
股权募资	5	5	1,988	0	0	0
债权募资	36	160	153	-360	0	0
其他	-19	-285	-17	-11	0	0
筹资活动现金净流	**22**	**-120**	**2,124**	**-372**	**0**	**0**
现金净流量	**203**	**577**	**2,475**	**-245**	**1,086**	**1,229**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,105	2,526	5,064	4,819	5,906	7,135
应收款项	232	1,510	3,128	3,727	4,054	4,635
存货	74	2,215	1,916	2,218	2,418	2,647
其他流动资产	584	2,414	1,619	2,209	2,463	2,639
流动资产	1,995	8,665	11,728	12,974	14,840	17,056
%总资产	87.7%	71.5%	68.7%	68.8%	69.3%	70.3%
长期投资	77	312	217	297	377	457
固定资产	116	207	181	187	193	197
%总资产	5.1%	1.7%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
无形资产	82	2,922	4,951	5,410	5,994	6,554
非流动资产	279	3,446	5,350	5,894	6,565	7,208
%总资产	12.3%	28.5%	31.3%	31.2%	30.7%	29.7%
资产总计	**2,274**	**12,111**	**17,078**	**18,868**	**21,405**	**24,264**
短期借款	36	196	360	0	0	0
应付款项	324	3,810	5,577	5,753	5,969	6,215
其他流动负债	191	2,174	1,998	2,163	2,285	2,409
流动负债	551	6,179	7,936	7,916	8,254	8,624
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	258	323	322	324	325
负债	**555**	**6,437**	**8,258**	**8,238**	**8,578**	**8,949**
普通股股东权益	**1,679**	**5,639**	**8,784**	**10,592**	**12,786**	**15,270**
其中：股本	401	990	1,780	1,780	1,780	1,780
未分配利润	518	923	2,080	3,888	6,082	8,566
少数股东权益	40	35	36	38	41	45
负债股东权益合计	**2,274**	**12,111**	**17,078**	**18,868**	**21,405**	**24,264**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.181	0.874	0.649	1.016	1.232	1.395
每股净资产	4.187	5.696	4.934	5.949	7.182	8.577
每股经营现金净流	-0.150	-0.381	0.136	1.516	2.233	2.395
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.32%	15.35%	13.16%	17.07%	17.16%	16.26%
总资产收益率	3.19%	7.15%	6.77%	9.58%	10.25%	10.24%
投入资本收益率	1.29%	16.63%	12.09%	15.37%	15.57%	14.77%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.32%	223.77%	29.40%	12.09%	10.63%	10.12%
EBIT增长率	N/A	4113.23%	13.34%	47.63%	22.23%	13.24%
净利润增长率	9.03%	1093.27%	33.59%	56.37%	21.35%	13.19%
总资产增长率	-2.72%	432.54%	41.01%	10.48%	13.44%	13.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.5	29.4	63.3	92.0	90.0	90.0
存货周转天数	13.9	68.7	91.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	43.7	108.3	185.3	210.0	200.0	190.0
固定资产周转天数	14.1	7.8	5.3	4.9	4.5	4.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.18%	-41.07%	-53.33%	-45.34%	-46.04%	-46.59%
EBIT利息保障倍数	-0.8	-41.2	-30.9	-18.1	-18.1	-16.9
资产负债率	24.40%	53.15%	48.36%	43.66%	40.07%	36.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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	2019-08-30	买入	41.98	51.80～51.80
2	2019-10-09	买入	26.40	32.00～32.00
3	2019-10-15	买入	26.30	32.00～32.00
4	2019-10-28	买入	27.98	33.40～33.40
5	2020-01-13	买入	39.10	48.52～48.52
6	2020-03-01	买入	44.07	52.88～52.88
7	2020-04-09	买入	41.42	51.43～51.43
8	2020-06-02	买入	57.48	77.00～77.00

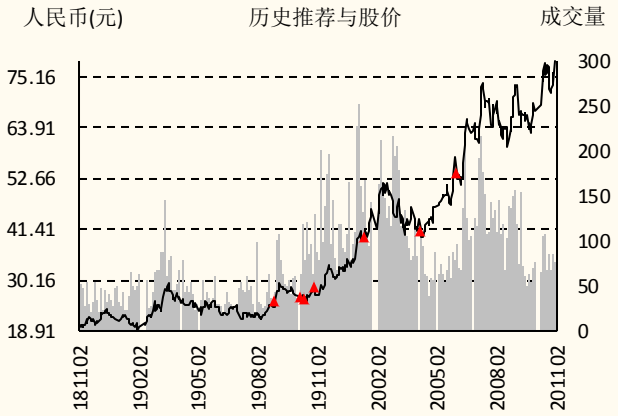
来源：国金证券研究所

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