芒果超媒（300413）

公司研究/点评报告

净利润同比高增长，“季风计划”及电商进展值得关注

—芒果超媒三季报点评

点评报告/传媒　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 29 日晚公司公布 2020 年三季报：公司前三季度实现营收 94.71 亿元，同比+15.05%，实现归母净利润 16.12 亿元，同比+65.39%。**单季度看：**公司第三季度实现营收 36.97 亿元，同比+35.53%，实现归母净利润 5.09 亿元，同比+197.41%，处于前期业绩预告 4.27 亿~5.27 亿区间上限。

二、分析与判断

➢ 财务端：利润增速远快于收入，主因《姐姐》等项目带动整体毛利率大幅提升

公司第三季度实现营收 36.97 亿元，同比+35.53%，归母净利润 5.09 亿元，同比+197.41%，利润增长远快于营收。具体来看，成本端：三季度毛利率 40.2%，同比+9.1pct，环比+2.6pct，预计主因高毛利综艺项目《乘风破浪的姐姐》（估算单项目毛利率超过 50%）的拉动。费率端：Q3 销售费用率 19.7%，同比+1.6pct，预计主因本季度青春芒果节等广告宣传活动导致广宣费增加所致；管理费用率 6.0%，同比+1.8pct；研发费用率 0.8%，同比-0.7pct。综上，公司 Q3 归母净利率 13.8%，同比+7.5pct。

➢ 业务端：预计 Q3 会员业务持续高增，广告收入同比大幅增长

具体拆分来看，会员业务预计 Q3 会员收入同比增长 80%以上。公司上半年会员已达 2766 万，同比+84%，带动上半年会员收入同比+80%；我们预计 Q3 受《姐姐》《中餐厅 4》《密逃》等热播综艺及《以家人之名》《琉璃》《亲爱的自己》等剧集热播的带动，三季度会员数将保持加速增长态势，预计会员数同比增长 80%以上达 3200~3500 万之间，带动三季度会员收入加速增长，预计同比增速在 80%以上。**广告业务：**我们预计三季度广告收入高增长，Q2 上线的较多 S 级综艺均在 Q3 大幅确认。公司 Q3 确认收入的核心自制综艺主要有《婆婆与妈妈》（共 12 期，Q3 确认 7 期，招商 6 家）/《妻子 4》（共 14 期，Q3 确认 10 期，招商 8 家）/《乘风破浪的姐姐》（共 12 期，Q3 确认 9 期，招商 14 家）/《密室大逃脱 2》（共 13 期，Q3 确认 11 期，招商 4 家），相比去年综艺的质量和确认数量均有大幅提升，预计拉动 Q3 广告收入高增长。**运营商业务：**由于上半年疫情影响运营商推广速度，我们预计三季度 IPTV+OTT 业务增速有所提升，至 30%以上。

➢ 展望 Q4：全年利润高增长确定性强

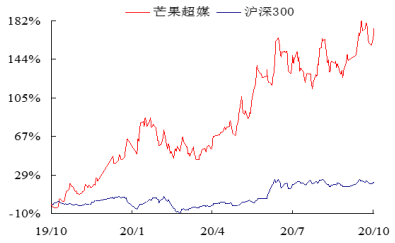
会员业务：前三季度出色成绩奠定全年会员收入高增长基础，预计 Q4 会员收入仍延续同比高增速。**广告业务：**根据公司已公布的综艺项目排期，Q4 较为重要的 S 级综艺有《姐姐的爱乐之程》（1 家独家冠名+4 家合作伙伴+2 家行业指定）、《明侦 6》、《女儿们的恋爱 3》，相比去年 Q4 上线的 S 级项目《妻子 3》《明侦 5》，我们预计 Q4 广告收入同比增速相比 Q3 略有回落，但多部 S 级综艺仍可保证四季度广告收入稳健增长。另外。公司计划于 2021 年正式推出内容电商平台“小芒”电商，预计前期投入于四季度有所体现。

推荐　维持评级

当前价格： 76.2 元

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	78.39/26.75
总股本（百万股）	1,780
流通股本（百万股）	931
流通股比例（%）	52.31
总市值（亿元）	1,357
流通市值（亿元）	710

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：S0100519030001

电话：010-85127513

邮箱：liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：010-85127513

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

1.【民生传媒】芒果超媒业绩预告点评：Q3 业绩同比高增长，会员广告增长乘风破浪

2.【民生传媒】芒果超媒：定增拟募资金 45 亿，芒果传媒拟转让总股本 5.3%引入战略股东

➢ “季风计划”将开启短剧播放模式，预计台网联动掀起精品化短剧集风潮

“季风计划”为湖南广电 2021 年针对剧集内容的重要战略布局。“季风计划”计划将 10 部短剧和芒果 TV 自制的 4 部 S 级综艺的内容资源在湖南卫视和芒果 TV 实现联动，剧集播放采取每周 2 集，单集 70 分钟，共 12 集的周播模式，预计 2021 年累计上线 10 部剧集，目前已公布的片单有《狂猎》《礼物》《海葵》等剧集。**我们认为“季风计划”是国内首次真正实现内容资源的媒体融合**，同时随着今年爱奇艺悬疑短剧“迷雾剧场”的成功（《沉默的真相》与《隐秘的角落》成功“出圈”，口碑播放双收），未来由平台主导的短剧播放模式将成为剧集行业播放的一大主流，芒果 TV 一方面背靠湖南广电国企平台在传播上具有台+网的优势，另一方面集合众多顶尖制作团队，内容制作能力有较强保障。看好芒果 TV 未来在电视剧内容“赛道”持续突围，实现用户和会员广告收入的持续增长。

➢ “小芒”电商平台上线提上日程，打造芒果第二增长曲线

“小芒”电商为湖南系继长视频平台芒果超媒后又一重要战略，预计将于明年年初作为独立 APP 正式上线。从人货场三个角度，用户层面：预计初期“小芒”电商平台的种子用户将主要依托芒果 TV 视频平台导流；货物层面：“小芒”电商将根据芒果 TV 用户特点整合上游供应链，甄选定制尖货；场景层面：定制产品将在综艺、电视剧 IP 中进行深度植入，并引入品牌主理机制，打造艺人联名品牌，组织包括艺人在内的大量 KOL 参与商品种草。我们认为“小芒”电商业务的探索是长视频平台拓展变现路径的一大尝试，看好未来电商业务成为芒果第二增长曲线。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 17.7、21.1、25.2 亿元，EPS 分别为 1.0、1.2、1.4 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 77X、64X 和 54X。公司 2020 年盈利确定性强，同时作为 A 股稀缺的国资背景互联网视频平台，背靠湖南广电集团拥有天然禀赋优势，采用分部估值法，芒果超媒 IPTV 和 OTT 业务部分对标新媒股份（2020 年 wind 一致预期 PE 38X），芒果超媒影视子公司对标 A 股影视行业（2020 年 PE 20X~30X），芒果 TV 部分对标美股 NETFLIX（2020 年彭博一致预期 PS 8~10X），媒体零售快乐购部分由于 2019 年扭亏为盈后盈利规模仍小，因此按照 PS 估值，综上，我们认为芒果超媒长期发展空间广阔，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

广告招商不及预期；剧集综艺内容上线节奏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,501	15,228	20,920	27,469
增长率（%）	29.4%	21.8%	37.4%	31.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,156	1,769	2,113	2,517
增长率（%）	33.6%	53.0%	19.5%	19.1%
每股收益（元）	0.66	0.99	1.19	1.41
PE（现价）	115.5	76.7	64.2	53.9
PB	15.4	12.9	10.7	8.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	12,501	15,228	20,920	27,469
营业成本	8,285	9,766	13,753	18,098
营业税金及附加	96	136	174	237
销售费用	2,141	2,589	3,556	4,752
管理费用	610	723	996	1,401
研发费用	239	320	420	564
EBIT	1,129	1,695	2,021	2,417
财务费用	(37)	(84)	(107)	(123)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	6	40	42	44
营业利润	1,178	1,819	2,170	2,584
营业外收支	(0)	(15)	(16)	(18)
利润总额	1,178	1,804	2,154	2,566
所得税	20	34	39	47
净利润	1,158	1,770	2,116	2,519
归属于母公司净利润	1,156	1,769	2,113	2,517
EBITDA	4,900	4,160	4,999	6,125

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5064	6189	6987	9445
应收账款及票据	3092	3014	4658	5776
预付款项	1128	2278	2540	3782
存货	1916	2356	4081	4113
其他流动资产	491	491	491	491
流动资产合计	11728	14435	18843	23776
长期股权投资	210	250	292	336
固定资产	181	154	128	101
无形资产	4851	5630	6845	8567
非流动资产合计	5350	6097	7284	8987
资产合计	17078	20531	26126	32763
短期借款	350	350	350	350
应付账款及票据	5374	6081	8743	11388
其他流动负债	79	79	79	79
流动负债合计	7936	9611	13091	17208
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	323	323	323	323
非流动负债合计	323	323	323	323
负债合计	8258	9934	13413	17531
股本	1780	1780	1780	1780
少数股东权益	36	38	40	43
股东权益合计	8820	10597	12713	15232
负债和股东权益合计	17078	20531	26126	32763

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	29.4%	21.8%	37.4%	31.3%
EBIT 增长率	13.3%	50.1%	19.3%	19.6%
净利润增长率	33.6%	53.0%	19.5%	19.1%
盈利能力				
毛利率	33.7%	35.9%	34.3%	34.1%
净利润率	9.2%	11.6%	10.1%	9.2%
总资产收益率 ROA	6.8%	8.6%	8.1%	7.7%
净资产收益率 ROE	13.2%	16.8%	16.7%	16.6%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.3	1.1	1.1
现金比率	0.6	0.6	0.5	0.5
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	62.5	45.7	54.1	49.9
存货周转天数	89.8	78.7	84.2	81.5
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标（元）				
每股收益	0.7	1.0	1.2	1.4
每股净资产	4.9	5.9	7.1	8.5
每股经营现金流	0.1	2.4	2.8	4.4
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	115.5	76.7	64.2	53.9
PB	15.4	12.9	10.7	8.9
EV/EBITDA	25.5	29.0	23.8	18.9
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,158	1,770	2,116	2,519
折旧和摊销	3,771	2,465	2,978	3,708
营运资金变动	(4,703)	94	(132)	1,643
经营活动现金流	242	4,322	4,953	7,861
资本开支	156	3,180	4,139	5,385
投资	64	0	0	0
投资活动现金流	109	(3,180)	(4,139)	(5,385)
股权募资	1,988	0	0	0
债务募资	153	0	0	0
筹资活动现金流	2,125	(17)	(17)	(17)
现金净流量	2,476	1,125	797	2,458

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。