东兴证券 DONGXING SECURITIES

芒果超媒如何进化？

——传媒系列报告之 17

2020 年 10 月 21 日

推荐/首次

芒果超媒 公司报告

自制内容已经成为视频网站的绝对战略重点，芒果超媒已进入自制 2.0 时代。自制内容端发力可以帮助视频网站改变以往单纯购买版权内容的被动局面，控制成本，增强平台自身对于内容把控能力，补充优质独家内容，提升用户忠诚度。另外，布局自制内容，有助于长视频平台把握全产业链资源，促进盈利多元化、提升资源利用效率。对比爱腾优芒四大平台自制体系可以发现，从人才专业度上、团队稳定性尤其是自制模式上，爱腾优三大平台均不及芒果 TV。芒果超媒已建立了难以被复制、相对闭环的内容创新生产体系，相较于“爱腾优”，其与艺人、制作团队、节目资源、品牌资源这些生产要素的绑定关系要更加紧密，拥有更高的自主权和控制力。

芒果超媒在综艺内容自制上已建立优势，或为芒果超媒逆势盈利的重要原因。从内容体量来看，芒果 TV 与其他几大平台有比较明显的差距，但在综艺内容品类中占据优势，截至 2020 年 8 月底，芒果 TV 剧集内容的储备量是 2309 部，在四平台中最少，而综艺内容的储备量是 1628 部，在四平台中位列第二。2020H1 全网综艺正片有效播放 201 亿，同比下滑 9%，爱奇艺、腾讯视频、优酷三平台综艺正片有效播放同比均下滑，降幅分别为 3%、9%、46%，而芒果 TV 综艺有效播放同比逆势增长 16%，有效播放 TOP10 的会员综艺内容中，芒果 TV 可实现全自制，远远领先于爱腾优三大平台。综艺内容的变现模式优于剧集，且芒果超媒尤为擅长更为吸金的真人秀类综艺。得益于较强的综艺自制能力，在长视频平台广告业务显著下滑的背景下，芒果 TV 的广告业务维持正增长。

以综艺见长的芒果 TV，逐渐展现在自制剧集方面的实力。2018 年之后芒果 TV 的剧集自制比例基本稳定在 10%以上。芒果 TV 在剧集方面主打都市、青春类剧集市场，垂直化深耕，优势显著。2018 年 Q3 开始，芒果 TV 自制剧进入热度榜数量持续提升，芒果超媒自制剧质量提升显著，未来芒果 TV 或将不断涌现爆款自制剧集。当前芒果 TV 在剧集方面坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的发展策略，剧集自制能力不断加强。内容升级+破圈，未来芒果超媒在剧集领域的自制能力仍将继续释放。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,660.66	12,500.6	15,302.5	18,773.5	22,039.3
增长率（%）	223.77%	29.40%	22.41%	22.68%	17.40%
归母净利润（百万	865.57	1,156.29	1,663.04	2,062.09	2,609.09
归母净利润增长率	1354.34	24.79%	43.68%	23.99%	26.53%
净资产收益率（%）	15.35%	13.16%	16.28%	17.20%	18.32%
每股收益(元)	0.92	0.66	0.93	1.16	1.47
PE	82.77	115.38	81.52	65.75	51.96
PB	13.37	15.43	13.27	11.31	9.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是湖南广播电视台旗下统一的新媒体产业及资本运营平台，与湖南卫视共同构成芒果生态内的双平台驱动、全媒体融合发展格局。公司聚焦媒体主业，以芒果 TV 融合媒体平台为主阵地，秉持平台精准内容与核心自主技术双轮驱动理念，充分发挥研发、生产、发行、牌照、政策优势，服务全国及海外亿级新媒体用户。

未来 3-6 个月重大事项提示：

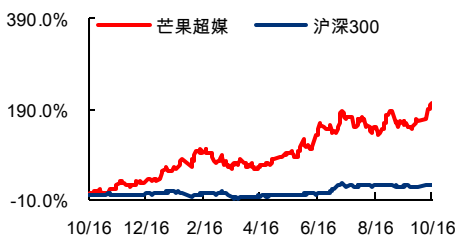
无

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	78.39-25.67
总市值（亿元）	1,347.03
流通市值（亿元）	704.67
总股本/流通 A 股（万股）	178,038/93,136
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.16

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070074

芒果 TV 的快速发展，离不开湖南卫视在制作人才、明星资源、品牌资源及渠道资源方面的大力支持。而今，芒果 TV 已经可以向湖南卫视反向输出内容，由“继承”到“反哺”，芒果 TV 逐渐从“网上的湖南台”变成一个独立的平台，越来越具有“引擎”价值。

利用好自制能力+广电资源是芒果最大的差异化机会。我们认为，芒果 TV 最大优势在于广电资源+互联网渠道的独特卡位。纯网综往往顶着不适合电视播出的头衔，芒果 TV 在综艺上往往可以做到“网上网下同标准”的自制能力在众多长视频网站中脱颖而出。芒果 TV 内容库有望从“自制+湖南卫视”扩充升级至“自制+湖南卫视+其他卫视”的新格局，差异化的内容引进将帮助芒果 TV 在非垂类用户群体中吸引力。芒果 TV 未来仍是坚定走自制之路，但变现模式将更为多元。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.63、20.62 和 26.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.16 和 1.47 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 82、66 和 52 倍。看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：（1）会员增长不及预期；（2）剧集及综艺内容上线（3）广告主投放意愿变化；（4）内容电商业务拓展进程缓慢；（5）长视频行业监管趋严。

目 录

1. 芒果超媒已进入自制 2.0 时代 4
1.1 长视频平台自制体系对比 4
1.1.1 自制能力是长视频平台的战略重点 4
1.1.2 四大平台自制体系对比 5
1.2 芒果超媒已进入自制 2.0 时代 6
1.3 芒果超媒在综艺内容自制上已建立优势 8
1.4 综艺助力芒果盈利 10
1.5 自制剧集垂类题材优势显著，逐步加码提升 12
2. 芒果 vs 湖南卫视：从继承到反哺 14
2.1 湖南卫视对芒果超媒的资源支持 14
2.1.1 制作人才 14
2.1.2 明星关系 16
2.1.3 品牌关系 17
2.1.4 渠道关系 18
2.2 芒果超媒在内容上已经可以反哺湖南卫视 19
3. 芒果如何进化？ 20
4. 盈利预测与估值 22
5. 风险提示 23
相关报告汇总 25

插图目录

图 1： 爱奇艺 2015-2019 年内容成本及占营收比重（百万元） 4
图 2： 腾讯视频 2015-2018 年网剧上线及播放量情况 5
图 3： 《乘风破浪的姐姐》节目嘉宾与湖南卫视及芒果 TV 合作情况 7
图 4： 《我们恋爱吧第二季》嘉宾海报 8
图 5： 《明星大侦探 4》衍生综艺 8
图 6： “姐姐”蓝盈莹 2020 年 4-6 月新增商业合作 8
图 7： 四大平台各类内容占比 9
图 8： 四大平台各类内容储备数量 9
图 9： 2019H1-2020H1 各平台综艺有效播放（亿） 9
图 10： 2020H1 各平台综艺会员内容有效播放 TOP10 自制比例 9
图 11： 2019 年综艺 TOP5 卫视品牌投放综艺类型占比 11
图 12： 在线视频前四大平台品牌投放综艺类型占比 11
图 13： 爱奇艺及腾讯视频广告业务收入（亿元） 12
图 14： 芒果 TV 广告业务收入（亿元） 12
图 15： 芒果 TV 中历年上新剧集中芒果出品占比 12
图 16： 2020H1 芒果 TV 上新剧集按题材分类有效播放占比 12

图 17： 芒果 TV 播出剧集及芒果自制剧集月度热度指数榜 TOP50 上榜数量情况 13
图 18： 2020 年 Q1 全国主持人综合影响力 TOP 10 16
图 19： 2013-2018 年湖南卫视广告创收（亿元） 18
图 20： 2017Q1-2018Q1 芒果 TV 移动端十大广告主 18
图 21： 《乘风破浪的姐姐》 19
图 22： 《妻子的浪漫旅行 第四季》 19
图 23： 芒果超媒对湖南卫视反哺剧 20
图 24： 《我最爱的女人们》 21
图 25： 芒果 TV 内容体系进化 22

表格目录

表 1： 四大长视频平台自制体系对比 5
表 2： 2020 年网络综艺有效播放榜单芒果 TV 上榜综艺类型 11
表 3： 芒果 TV 部分战略合作工作室合作情况 13
表 4： 湖南卫视 12 大工作室 15
表 5： 芒果 TV 主要工作室及制作团队 15
表 6： 湖南卫视主持人 16
表 7： 历年快男、超女十强 17
表 8： 历年快男、超女十强 17
表 9： 芒果 TV 反哺湖南卫视节目（部分） 19
表 10： 芒果 TV 引进的其他卫视综艺（部分） 21

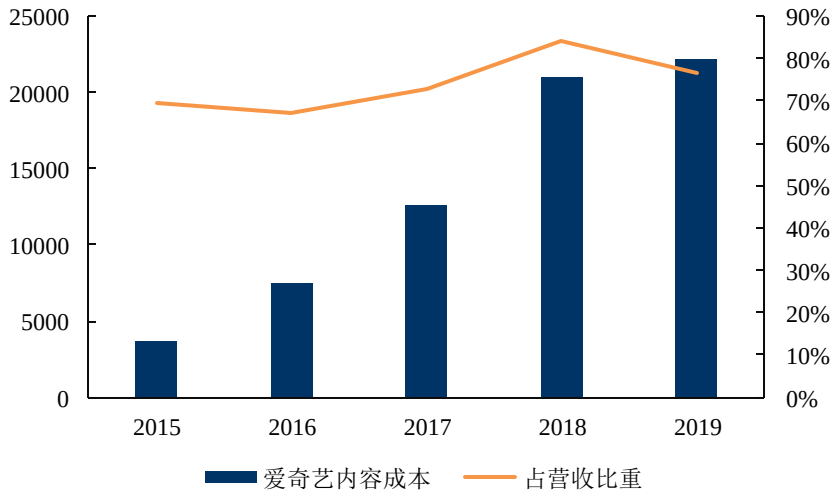
1. 芒果超媒已进入自制 2.0 时代

1.1 长视频平台自制体系对比

1.1.1 自制能力是长视频平台的战略重点

内容成本拖累视频网站盈利。对于以“爱腾优”等为代表的长视频网站来说，动辄数百亿的内容投入虽然带来了付费会员的持续增长，但也使其深陷亏损泥潭。以爱奇艺为例，2015-2019 年，爱奇艺内容成本由 36.94 亿上升至 222.47 亿元，占营收比重由 69.5%提升至 76.7%。

图1： 爱奇艺 2015-2019 年内容成本及占营收比重（百万元）

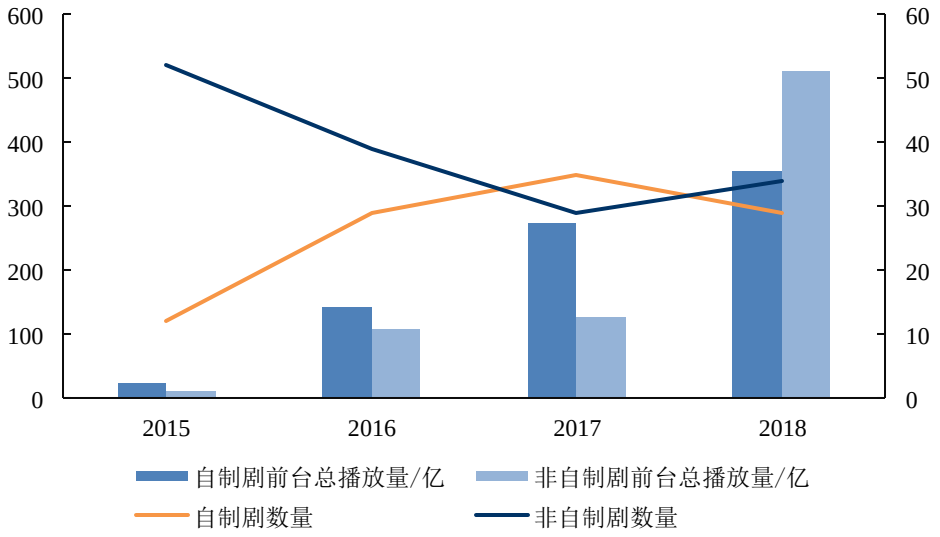


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

自制内容已经成为视频网站的绝对战略重点。在自制内容端发力可以帮助视频网站改变以往单纯购买版权内容的被动局面，控制成本，增强平台自身对于内容把控能力；补充优质独家内容，提升用户忠诚度。另外，布局自制内容，有助于长视频平台把握全产业链资源，促进盈利多元化、提升资源利用效率。

单就网剧而言，自制剧已经逐步成为各大平台流量的重要来源，2018 年，腾讯视频共上线网剧 63 部，其中自制剧为 34 部，自制剧前台总播放量为 355 亿，占网剧总播放量的 41.0%。

图2： 腾讯视频 2015-2018 年网剧上线及播放量情况



资料来源：骨朵数据，东兴证券研究所

1.1.2 四大平台自制体系对比

从人才专业度上，芒果 TV 专业性较强。爱奇艺和优酷以引进卫视、影视公司等的专业化人才为主；腾讯视频对腾讯内部资源依赖较多，少部分引进专业人才；芒果 TV 则主要依靠从湖南卫视引进及自己培养的芒果体系内人才。

从团队稳定性上，芒果 TV 团队稳定且形成了成熟的人才梯队。腾讯管理层主要来自于腾讯系的元老，龚宇自 2010 年爱奇艺创办伊始一直担任 CEO，经历过多次管理层更换的优酷管理团队目前正逐步开始稳定。芒果 TV 管理层和主要人员基本与湖南卫视打通，不仅保证了团队的稳定性，而且形成了成熟的人才梯队和培养体系。

从自制模式上，爱腾优三家多选择核心制片人模式。即视频网站与业内专业团队合作，长视频网站组局投资，专业团队承制，两者共同投资，以联合出品的形式实现利益共享，在这种模式下，长视频网站仍拥有主控权，可以把握作品的故事剧情、角色设定、拍摄进度等，但核心制作要素并不完全掌握在长视频网站手中。在综艺方面，爱奇艺的依托旗下工作室实现了比腾讯视频和优酷更高的全自制比例，但程度不及芒果 TV。芒果 tv 依托 20 个综艺自制团队在综艺领域基本可以实现纯自制，在剧集方面，芒果 TV 也正从版权采购升级到 IP 全产业链合作生产模式。

表1：四大长视频平台自制体系对比

平台	爱奇艺	腾讯视频	优酷	芒果 TV
自制团队	3 个中心和 21 个工作室。 综艺方面，节目制作中心、节目开发中心以及偏向体育综艺制作的奇观工作室 剧集方面，主要有自制剧	ed 内容制作部和 Uned 内容制作部，分别对应剧集、综艺业务 剧集方面，原有天同、天璇、天机工作室整合重组	剧集方面，原有天行、元气、星空三个工作室直接明确拆分成自制和版权两部分 综艺方面，拆分成各个小	综艺节目制作团队达 20 个 剧集方面，坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的发展策略，推出“新

	开发中心和爱奇艺奇星戏剧工作室，还有奇佳、新奕、灿然、爱上乐四大戏剧工作室 除此之外，还有致力于短视频、竖屏内容、互动内容等作品的艺匠、三始、莱特工作室，以及文学、游戏等其他内容制作 10 余个工作室	成 ed 内容制作部 综艺方面，原有天相工作室及张希、尚辉、李笑爱三大团队全部归结为 Uned 内容制作部	团队，没有继续设立单独工作室 内容制作外联为主	芒 S 编剧导演计划”，自有影视制作团队已达 12 个，战略合作工作室已达 15 个
团队人员	管理层：互联网人才，团队比较稳定 内容团队：从各大卫视和影视公司引进	管理层：腾讯系元老 内容团队：腾讯内部资深员工较多，少部分从各大卫视和影视公司引进	管理层：来自于阿里，相对不稳定 内容团队：外部引进专业化人才	管理层：基本和湖南卫视打通 内容团队：从湖南卫视引进 or 自主培养
自制模式	剧集：核心制作人制 综艺：核心制作人制，与优、腾相比自制更多	剧集：核心制作人制 综艺：核心制作人制	剧集：核心制作人制 综艺：核心制作人制	剧集：纯自制+外部合作， 综艺：基本可以实现纯自制
外部合作	五大合作模式：委托制作、联合投资、网剧分账、海豚计划定价招标、竖短片付费分账策略等 合作相对广泛	与腾讯影业等其他腾讯内部内容生产部门合作密切 对外投资包括耀客传媒、新丽传媒等	优酷内容开放平台 与阿里影业合作密切 对外投资包括银河酷娱、灿星文化等	合作为主，投资为辅，和华策影业、深蓝影业等影视制作公司深度合作从版权采购升级到 IP 全产业链合作生产模式

资料来源：公司公告，2019 爱奇艺世界·大会，优酷开放学院，东兴证券研究所整理

由此可见，一个优秀的自制体系，需要包括（且不限于）稳定的领导层、专业的内容团队以及掌控度较高的自制模式。而爱腾优三大平台的自制体系均存在各自的问题，尚未建立一个完善的自制体系。

我们认为，拨开成本控制的表象，长视频网站加码内容自制的主要目的在于将内容生产要素掌握在自己的手中，从而在内容生产和运用上获得更高的话语权以及在资源配置上取得更高的投入产出效率。从这一点来讲，**芒果超媒在内容自制领域显然已经走入 2.0 时代。**

1.2 芒果超媒已进入自制 2.0 时代

芒果超媒已建立了难以被复制、相对闭环的内容创新生产体系，相较于“爱腾优”，其与艺人、制作团队、节目资源、品牌资源这些生产要素的绑定关系要更加紧密，拥有更高的自主权和控制力。

第一是对于艺人资源的充分利用。

1）善用“芒果系”艺人是芒果自制内容的最大特点之一，以爆款《乘风破浪的姐姐》为例，据不完全统计，30 位参赛嘉宾中，有至少 25 位嘉宾曾以湖南卫视主持人、芒果选秀艺人或以综艺嘉宾、湖南卫视首播/独播剧的身份与湖南卫视及芒果 TV 有过深度合作。

图3：《乘风破浪的姐姐》节目嘉宾与湖南卫视及芒果 TV 合作情况

湖南卫视（原）签约主持人	天娱艺人或湖南卫视选秀艺人	综艺嘉宾	湖南卫视首播剧演员
沈梦辰	金晨	阿朵	海陆
吴昕	李斯丹妮	丁当	白冰
	许飞	黄圣依	张萌
	郁可唯	黄龄	
	张含韵	蓝盈莹	
	袁咏琳（节目播出后签约芒果 TV）	宁静	
		刘芸	
		王丽坤	
		王智	
		万茜	
		伊能静	
		张雨绮	
		朱婧汐	
		钟丽缇	

资料来源：芒果 TV，公司公告，百度百科，东兴证券研究所整理（有多类合作的以第一类为主）

2）芒果庞大的自制内容体系及对于体系内艺人的青睐，也是一条较为行之有效的艺人培育机制：艺人通过芒果自制内容获得曝光、迅速成长，而后艺人自身的流量又能反哺芒果体系。2019 年湖南广电特颁布“两个三分之一”制度，即：芒果艺人在芒果系公司自制剧中占比不少于三分之一、湖南卫视金鹰剧场采购芒果系自制剧不低于三分之一。

第二是节目的纯自制化。湖南卫视拥有市面上少见的庞大、配置齐全且高效的人才队伍，不仅包括专业的制作人、导演，还有专业服、化、道团队及庞大的后期工作室，且人才与芒果 TV 完全打通，并支持卫视团队承接芒果 TV 制作项目，背靠湖南广电，芒果 TV 也建立了成熟的内容制作梯队：20 个综艺节目制作团队形成了独立工作室、S 级团队、A 级团队、初创团队的四级管理体系。在综艺内容上，芒果系基本可以达到“纯自制”。而在剧集方面，凭借着湖南卫视的地位和与艺人间强大的联系，也与承制方及合作方的关系更加紧密。

第三是对于节目资源的充分利用。

1）借用热播综艺热度及时推出衍生综艺，如《乘风破浪的姐姐》中 15 位“姐姐”及评委杜华参与了其衍生谈话节目《定义》、成功成团的七位姐姐将参加的《花儿与少年之姐姐的爱乐之程》;《明星大侦探 4》的衍生综艺包括《头号嫌疑人》、《头号嫌疑人 剧情版》、《头号嫌疑人 真相版》及《大侦探 4 第一视角版》、《明星大侦探极速破案版》和《名侦探俱乐部 4》等 6 档。

2）爆款综艺与新综和其他节目充分联动，如 2020 年 8 月湖南卫视“青春芒果夜”成为浪姐专场、多位浪姐参与《湖南卫视 818 汽车夜》，芒果 TV 新综《我们恋爱吧第二季》请伊能静、黄圣依担任“恋爱观察团”成员，更以“姐姐教你谈恋爱”为口号继续利用《浪姐》的热度。

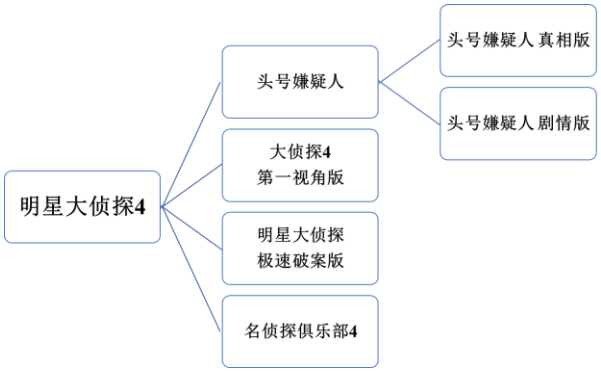
3）芒果 TV 在短内容中也充分利用节目资源，2018 年 8 月，湖南广电在芒果 TV 手机端开辟“短视频”板块，而短视频内容最主要来源是湖南广电旗下的所有版权内容。

图4：《我们恋爱吧第二季》嘉宾海报



资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

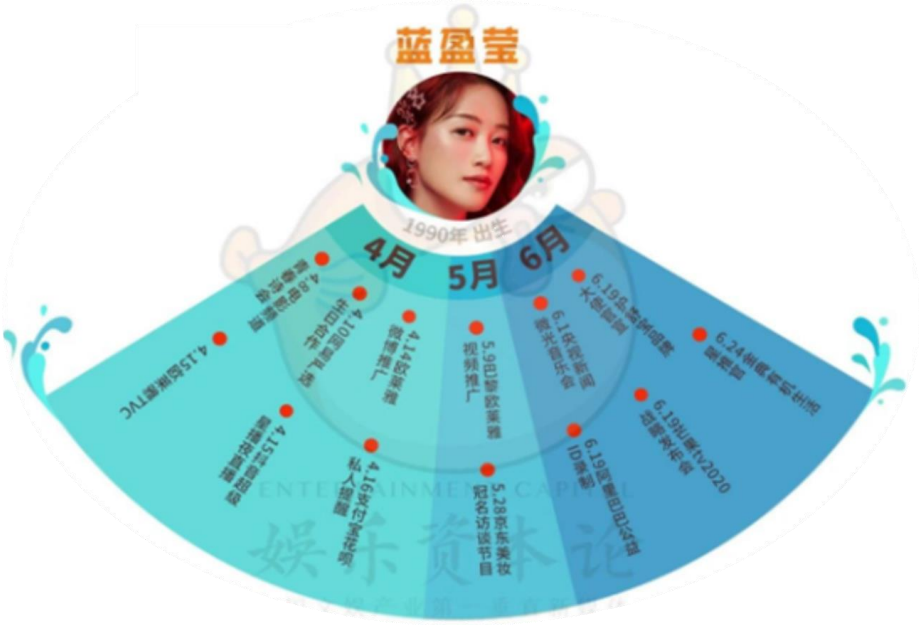
图5：《明星大侦探 4》衍生综艺



资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

第四是对于品牌资源的充分利用。以《我家那闺女第二季》为例，节目还未播出，艺人及品牌资源已经进行了充分对接，郭碧婷、徐璐、谢娜分别成为了伯爵旅拍、成为康师傅蜂蜜柚子茶、OLAY 的代言人，到节目播出时，已经实现了从内容植入、艺人合作到最后触达粉丝经济的全链条价值转化。而在《浪姐》播出期间，多位姐姐拿到了节目广告主金典有机奶、新氧、护舒宝的品牌商业，据公众号营销娱子酱统计，30 位姐姐从 4 月到 6 月的商务合作总数从 28 个增长到了 98 个。芒果 TV 和湖南卫视拥有庞大的广告主资源，将艺人与商业资源进行高效对接，能有效完成节目的营销转化，也帮助芒果与维系艺人关系，进行更深度的绑定。

图6：“姐姐”蓝盈莹 2020 年 4-6 月新增商业合作

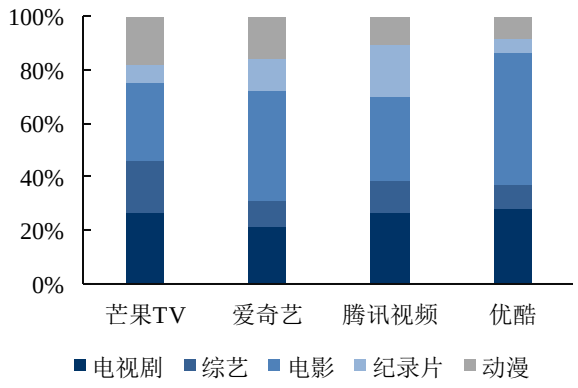


资料来源：娱乐资本论，东兴证券研究所

1.3 芒果超媒在综艺内容自制上已建立优势

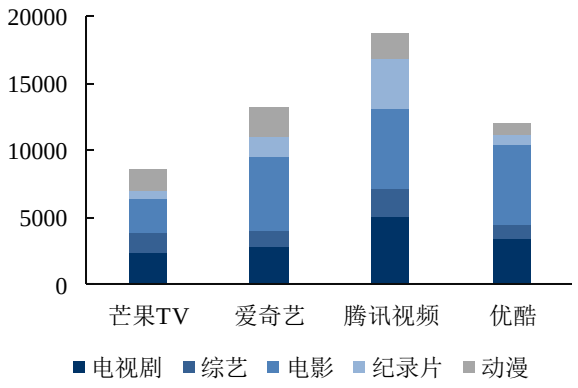
在内容储备上，芒果 TV 在综艺领域优势较为明显。我们统计了四大平台剧集、综艺、电影、纪录片和动漫五大类内容的储备情况。从内容体量来看，芒果 TV 与其他几大平台有比较明显的差距，但在综艺内容品类中占据优势，截至 2020 年 8 月底，芒果 TV 剧集内容的储备量是 2309 部，在四平台中最少，而综艺内容的储备量是 1628 部，在四平台中位列第二。也可以看出，芒果 TV 战略上更为重视综艺内容，芒果 TV 综艺内容/剧集内容值为 0.71，是四个平台中最大且唯一超过 0.5 的。（爱奇艺是 0.46，腾讯视频为 0.43，优酷为 0.31）。

图7： 四大平台各类内容占比



资料来源：芒果 TV，爱奇艺，腾讯视频，优酷，东兴证券研究所

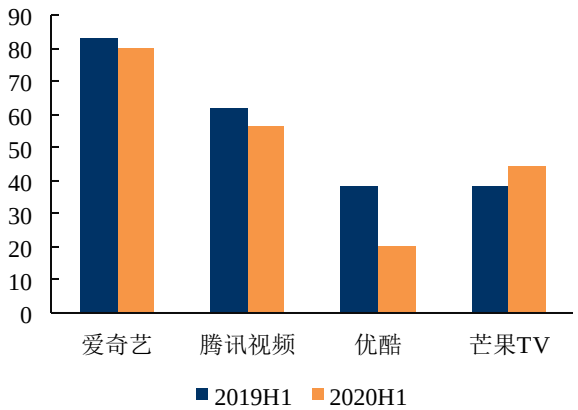
图8：四大平台各类内容储备数量



资料来源：芒果 TV，爱奇艺，腾讯视频，优酷，东兴证券研究所

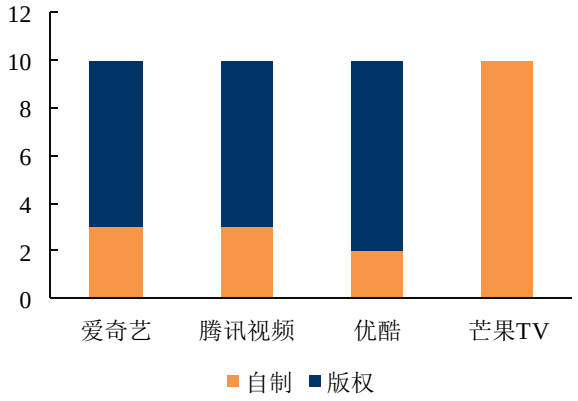
综艺方面，芒果超媒已建立起较强的自制能力。据云合数据，2020H1 全网综艺正片有效播放 201 亿，同比下滑 9%，爱奇艺、腾讯视频、优酷三平台综艺正片有效播放同比均下滑，降幅分别为 3%、9%、46%，而芒果 TV 综艺有效播放同比逆势增长 16%。2020H1 年有效播放 TOP50 综艺中，会员综艺数量为 46 部，可根据会员综艺自制情况观察各长视频平台的综艺自制情况。可以发现，2020 年 H1 各平台有效播放 TOP10 的会员综艺内容中，芒果 TV 的自制比例最高，为 100%，远远领先于“爱腾优”。

图9： 2019H1-2020H1 各平台综艺有效播放（亿）



资料来源：云合数据，东兴证券研究所

图10：2020H1 各平台综艺会员内容有效播放 TOP10 自制比例



资料来源：云合数据，东兴证券研究所

1.4 综艺助力芒果盈利

芒果超媒何以成为唯一盈利的长视频平台？我们认为一点重要的原因是，芒果超媒的在内容自制上的优势领域——综艺内容的变现模式优于剧集。主要表现在四个方面：

第一，综艺节目具备更高的营销价值。 相比于部分影视剧需要深入理解且题材限制潜在受众范围，综艺节目的观赏门槛较低，受众十分广泛；相较于剧集，综艺节目的受众群体更集中于年轻、女性群体，这类人群的营销价值更高；综艺节目在形式上具有更多的互动，无论是嘉宾之间或与观众之间，更利于原生广告内容的开发，营销效果要强于剧集内容中的贴片广告；同时综艺大多数采取边拍边播的模式，在生产过程中可以随时根据观众反响及社会热点调整内容，进一步放大综艺节目的营销价值。

第二，综艺内容更易控制成本。剧集需要专业的演员，但综艺中可以启用更多的素人和非流量艺人，人员成本更低。另外，综艺内容的制作周期普遍要短于影视剧，一般立项 6-8 月左右产品即可上线。同时，综艺节目更依赖于团队创意和制作能力，对外界的合作需求相较剧集更低，更易实现“纯自制”。

第三，综艺内容的收入先于或伴随制作过程产生。综艺的核心变现方式是广告，主要的广告主来自于提前招商，可以提前回收部分成本，而剧集一般是全部拍摄+审核完毕才开始回收成本。同时，由于综艺内容的生产方式为边播边拍，新的广告主可以随时加入，利于进一步提升节目的营收能力。比如芒果 TV 在 2020 年 6 月上线的《乘风破浪的姐姐》，在招商合作方面，据不完全统计首期节目品牌广告赞助数量为 13 家，而在节目播出后期，广告主已多达 21 个，且各广告主的露出方式（广告主权益）也经过调整。

图 1：《乘风破浪的姐姐》第一至四期广告主的植入权益

	梵蜜琳				金典				唯品会				佳贝艾特				VIVO				瓜瓜龙				奥利奥				护舒宝			
播放期数	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四
片头播报	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√						
产品摆件/LOGO露出	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
花字	√	√	√	√		√	√			√				√				√	√		√	√			√	√	√					
中插剧场	√		√		√		√			√		√						√										√				
片中播报	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
口播（台词植入）	√	√	√	√	√		√												√					√								
置景/道具植入	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√	√							√	√				√			√		√			
电商营销（单链）	√	√	√	√		√	√	√											√	√							√					
片尾鸣谢播报	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
片尾剧						√		√			√																					

	新氧				安居客				唱吧				微视				和平精英				益达			SKG按摩仪				阿道夫			
播放期数	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	一	二	三	四	二	三	四	二				四			
片头播报																															
产品摆件/LOGO露出		√	√	√	√		√	√			√	√		√	√	√		√	√	√		√	√								
花字		√	√	√				√			√		√	√										√							
中插剧场																															
片中播报	√	√	√	√	√		√		√		√	√	√	√	√	√		√													
口播（台词植入）																								√							
置景/道具植入																															
电商营销（单链）		√	√																									√			
片尾鸣谢播报	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√								
片尾剧																															

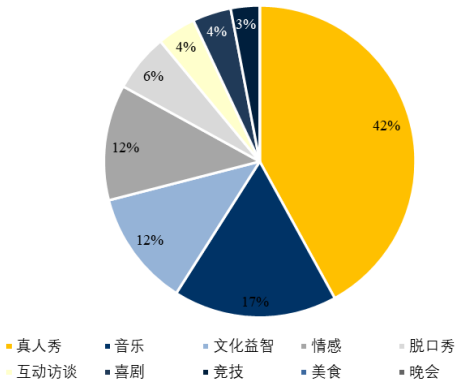
资料来源：营销鱼子酱，东兴证券研究所

第四，综艺内原生广告可以避免一部分会员增长带来的冲击。由于会员的本质是免广告，因此在某种程度上，剧集拉动的会员收入和广告收入是零和博弈。而综艺内容中具备更丰富的广告植入形式，有更多潜在的“广告位”可以不受会员付费免广告的影响。

真人秀类综艺更为吸金。据九合数据，2019 年综艺 TOP5 卫视（湖南卫视、东方卫视、浙江卫视、江苏卫视、北京卫视）的品牌综艺投放中，真人秀类排在第一位，占比 42%；而在线视频前四大平台品牌综艺投放

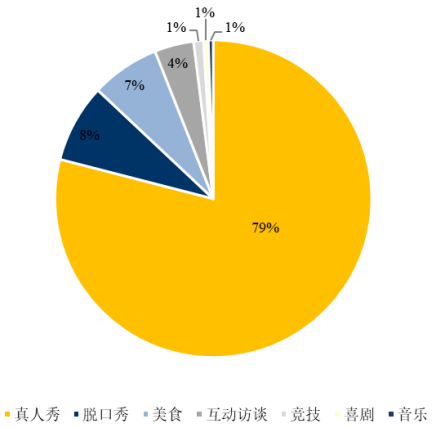
中，真人秀占比高达 79%。品牌主更为青睐真人秀类综艺的原因，在于真人秀类综艺为广告植入提供了更丰富、更自然的场景与形式，更贴近生活的桥段和更真实的体验，让产品以一种更温和的方式侵占观众心智。

图11：2019 年综艺 TOP5 卫视品牌投放综艺类型占比



资料来源：九合数据，东兴证券研究所

图12：在线视频前四大平台品牌投放综艺类型占比



资料来源：九合数据，东兴证券研究所

芒果 TV 擅长真人秀类综艺。芒果 TV 凭借完备的自制体系，生产了市面上近半数的爆款综艺，根据云合数据，2020 年上半年网络综艺有效播放市占率前 10 的综艺中，芒果 TV 占据 4 席，且这 4 部作品均带有真人秀元素。芒果 TV 独创了“亲综艺”系列产品，即嘉宾以家庭或类家庭进行录制，还原生活角色及生活场景，涉及恋爱、婚姻、育儿及家庭代际关系等题材的情感观察类综艺，《女儿们的恋爱》、《妻子的浪漫旅行》、《我最爱的女人们》、《新生日记》等爆款频出。

表2：2020 年网络综艺有效播放榜单芒果 TV 上榜综艺类型

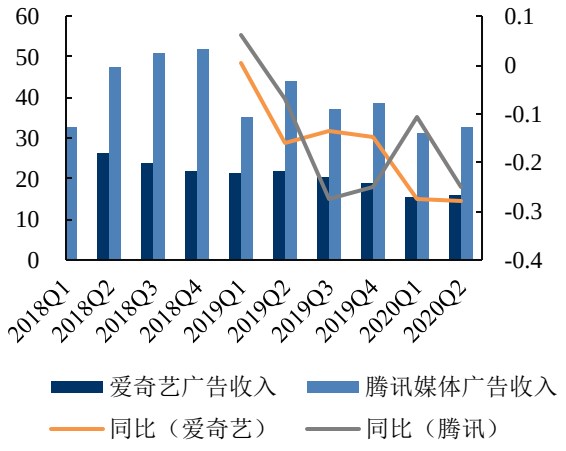
片名	类型	正片有效播放市场占有率	上映天数	上线时间	评论量	2020 年累计点击量
朋友请听好	真人秀	6.28%	218 天	2020-2-19	26.48 万	27.84 亿
乘风破浪的姐姐	音乐、真人秀	4.08%	104 天	2020-6-12	24.38 万	50.47 亿
密室大逃脱第二季	真人秀	2.35%	86 天	2020-6-30	20.99 万	21.51 亿
明星大侦探第五季	真人秀	2.12%	321 天	2019-11-8	18.11 万	21.63 亿

资料来源：云合数据、芒果TV，东兴证券研究所

截至 2020.09.25

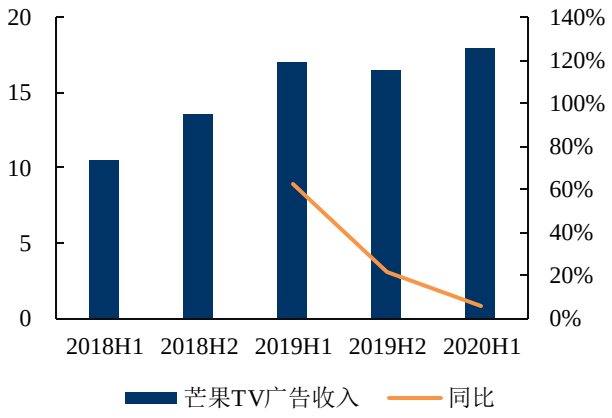
得益于较强的综艺自制能力，在长视频平台广告业务显著下滑的背景下，芒果 TV 的广告业务维持正增长。2019 年以来，受到短视频的冲击及经济不景气下广告主投放意愿降低的影响，长视频平台的广告收入快速下滑，2020 年 Q2，腾讯媒体广告收入 32.90 亿元，同比下滑 25%，爱奇艺广告收入也同比下滑 28%至 15.86 亿元。而芒果 TV 广告收入虽然增速有所降低，但仍能在长视频行业整体广告收入大幅下滑的背景下维持正增长，2020 年上半年，芒果 TV 广告收入 17.98 亿元，同比增长 5.83%，主要原因是一季度新冠疫情影响了公司的内容产品编排策略，随着复工复产，二季度广告业务收入环比增速达 32%。

图13：爱奇艺及腾讯视频广告业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图14：芒果 TV 广告业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

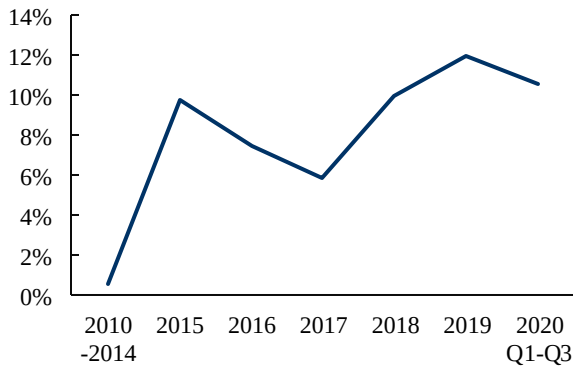
1.5 自制剧集垂类题材优势显著，逐步加码提升

以综艺见长的芒果 TV，逐渐展现在自制剧集方面的实力。2000-2014 年，芒果 TV 共上新 553 部剧集，集中芒果出品的仅 3 部，自制比例不足 1%，而 2018 年之后芒果 TV 的剧集自制比例基本稳定在 10%以上。

芒果 TV 在都市、青春类自制剧集方面垂直化深耕，优势显著。芒果 TV 在剧集方面主打都市、青春类剧集市场，根据云合数据，2020 年上半年，芒果 TV 上新的剧集中，都市+青春题材的剧集有效播放占比为 75%，远超过爱奇艺（39%）、腾讯视频（26%）、优酷（39%）。

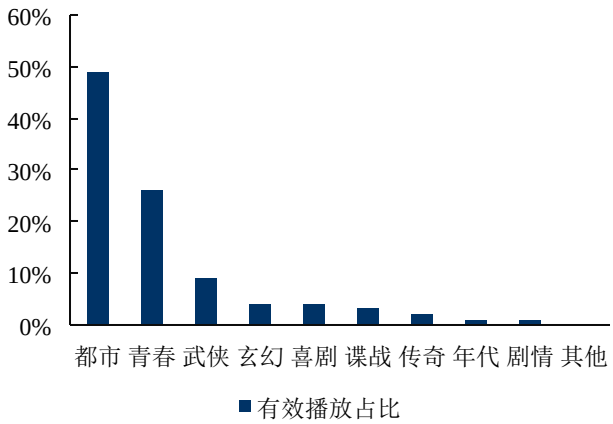
芒果 TV 热播的都市题材剧集内容包含《下一站是幸福》、《韫色过浓》、《楼下女友请签收》、《奈何 BOSS 又如何》，青春类题材剧集包括《时光与你都很甜》、《我才不要和你做朋友呢》等，除《下一站是幸福》外，均为芒果自制。

图15：芒果 TV 中历年上新剧集中芒果出品占比



资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

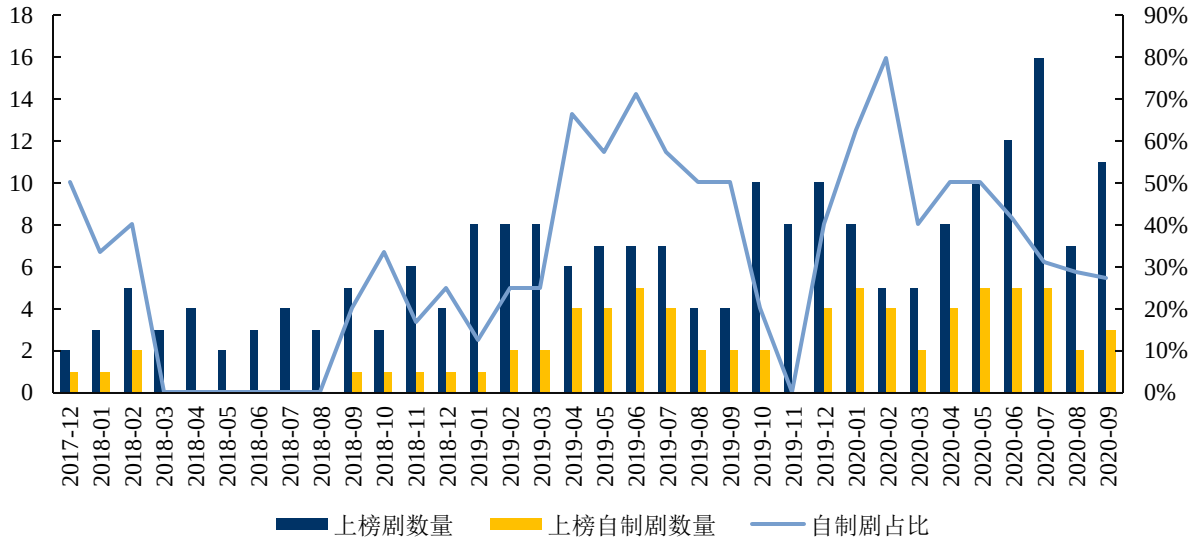
图16：2020H1 芒果 TV 上新剧集按题材分类有效播放占比



资料来源：云合数据，东兴证券研究所

芒果超媒自制剧质量提升显著，显示其自制爆款剧的潜力在提升。根据 2017 年 12 月-2020 年 9 月芒果 TV 播出剧集进入骨朵数据月度热度排行榜的情况来看，2018 年 Q3 开始，芒果 TV 自制剧进入热度榜数量持续提升，说明制作能力上升；同时芒果 TV 播出剧集的上榜数提升显著，说明芒果 TV 选剧眼光也在提升，未来芒果 TV 或将不断涌现爆款剧集。

图17：芒果 TV 播出剧集及芒果自制剧集月度热度指数榜 TOP50 上榜数量情况



资料来源：骨朵数据，东兴证券研究所

芒果超媒加强剧集自制能力建设。当前芒果 TV 在剧集方面坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的发展策略。

1）注重自有影视自制团队建设，截至 2020 年 8 月公司目前自有影视制作团队已达 12 个；

2）加大对外合作，增加自制能容生产力。芒果超媒对外战略合作工作室已达 15 个，既包括华策影业、好酷影视、深蓝影业等重量级的影视制作公司，也包括霄然影业、耐飞影视、博娱影视、颖立传媒等成立不足 5 年的中小影视制作公司，这些公司大多已与芒果 TV 合作推出了比较优秀的作品；

3）推出“新芒 S 编剧导演计划”，与福得文化编剧室、花菜剧社导演工作室、沈文帅导演工作室、观山编剧工作室、蒋渝编剧工作室、闪光体创作组等签约。

表3：芒果 TV 部分战略合作工作室合作情况

工作室/团队	与芒果 TV 合作剧集（部分，加粗为自制）	其他主要作品（部分）
华策影业	**《我和我们在一起》（已开机）**、《下一站是幸福》、《以家人之名》	《微微一笑很倾城》、《何以笙箫默》、《杉杉来了》、《三生三世十里桃花》、《亲爱的，热爱的》等
好酷影视	**《哪吒降妖记》、《她和他的恋爱剧本》（2020H2）**	《大明风华》
深蓝影业	**《楼下女友请签收》**	《我不是精英》、《我站在桥上看风景》、《武动乾坤》、《庆余年》等
美百馥影业	**《在黑暗中》（已开启筹备）**	--

耐飞影视		《悍城》、《时光教会我爱你》、《逐影》等
星光国韵	**《我亲爱的小洁癖》（2020H2）**	《启航》等
博娱影视	**《食分喜欢你》**	--
观达影视	**《只为遇见你》、《旋风少女》、《旋风少女2》**	《一见不钟情》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》、《温暖的弦》等
颖立传媒	**《我的波塞冬》、《你好，对方辩友》、《你好，对方辩友2》（2020H2）**	--
晨星盛世	**《时光与你都很甜》、《彗星来的那一夜》**	--
霄然影业	《二分之一美少年》	《月半爱丽丝》、《谎言真探》
华晨美创	**《奈何 Boss 又如何》《夏夜知君暖》、《玲珑狼心》（已开机）**	《奈何 boss 要娶我》等
同旭传媒	--	--
星莲影视	--	--

资料来源：芒果 TV2020 招商会，芒果 TV 战略发布会，公司公告，公司官网，东兴证券研究所整理

内容升级+破圈，未来芒果超媒在剧集领域的自制能力仍将继续释放。公司 9 月 17 日发布定增预案，拟以非公开发行方式募资不超过 45 亿元，且拟将 40 亿元用于采购 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、自制 18 部 S 级综艺节目。芒果 TV 剧集内容（包括自制内容）之前以“小而美”的都市、青春剧居多，此次定增计划在内容资源库扩建中加大 S 级和 A 级剧集项目，可见芒果超媒自制内容有升级趋势。而在剧集题材上，公司加强了对现实类题材、军旅类题材的探索，如公司下半年储备剧集《狂猎》、《冰雨火》《亲爱的戎装》等。

2. 芒果 vs 湖南卫视：从继承到反哺

芒果 TV 的快速发展，离不开湖南卫视在制作人才、明星资源、品牌资源及渠道资源方面的大力支持。而今，芒果 TV 已经可以向湖南卫视反向输出内容，由“继承”到“反哺”，芒果 TV 逐渐从“网上的湖南台”变成一个独立的平台，越来越具有“引擎”价值。

2.1 湖南卫视对芒果超媒的资源支持

2.1.1 制作人才

湖南卫视拥有市面上少见的庞大、配置齐全且高效的人才队伍。湖南卫视拥有导演接近 600 人，节目团队 26 支，具有包括制片、演播、艺统、导摄、服化道等 100 多人的支撑保障系统，制作支撑体系独立完整，工种齐全，作业流程成熟规范，与节目制作团队磨合顺利。在人员增长控制得当的情况下（从 2017 年到 2019 年 H1，员工总数仅增加 60 人（+3.6%）），湖南卫视的节目生产规模却大幅攀升：2019 年，湖南卫视在 2018 年编排的基础上，减少外制节目，增加频道自制，2018 年上半年播放量为 1.03w 分钟，2019 年上半年播放量为 1.94w 分钟，增长 9098 分钟（+88%）。

工作室制度有效激励人才创新。自 2018 年初湖南卫视宣布试行工作室制起，至今已授牌 12 个工作室。为顺利推行工作室制，湖南卫视制定了一系列激励措施，包括：推动工作室创立自主独立品牌；增加频道创新节目版面、推行各类创新计划，为工作室增加创新出口；下放工作室人员招录、用工权力；以“投入产出”为依据制定奖励机制；支持工作室承接芒果 TV 的制作项目等。截至 2019 年末，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，主创完成了频道接近 80%的自办节目量，创造超过 90%的频道营收，进入样片制作和上档播出的所有创新方案中的 70%来自这 12 个工作室。

表4：湖南卫视 12 大工作室

工作室	主要作品
刘伟	《快乐大本营》等
徐晴	《变形计》、《我是冠军》、《成人礼》、《非常靠谱》、《书香中国》、《一年级》、《声临其境》等
王琴	《快乐女声》、《快乐男声》、《天声一队》、《我想和你唱》、湖南卫视历届金鹰节颁奖晚会等
王恬	《中餐厅》、《透鲜滴星期天》、《娱乐无极限》、多次制作湖南卫视跨年演唱会等
沈欣	《天天向上》、《声入人心》等
陈歆宇	《我家那闺女》、《我家小两口》、《花儿与少年》、 《亲爱的·客栈》、《我家那小子》、《2019 湖南卫视 818 全球汽车夜》等
刘建立	《超级歌会》、《好好生活》、《我们都爱笑》、《神奇的汉字》等
安德胜	《百变大咖秀》、《全员加速中》、《幻乐之城》等
洪啸	《歌手 2019》等
孔晓一	《少年说》、《夏日甜心》、《我们的师父》等
秦明	《放学后》、《中华文明之美》等
卞合江	后期工作室，承担湖南卫视每年近一半节目的后期任务

资料来源：综艺报、影视前哨、百度百科、《媒体融合的芒果实践报告》，东兴证券研究所整理

背靠湖南广电，芒果 TV 建立了成熟的内容制作梯队。湖南卫视与芒果 TV 间的人才流动完全打通，湖南卫视明确提出支持旗下制作工作室承接芒果 TV 项目制作，两平台间人才流通便捷。背靠湖南广电，芒果 TV 建立了成熟的内容制作梯队：目前芒果 TV 综艺节目制作团队已达 20 个，以何忱、单丹霞两大工作室领衔，形成了独立工作室、S 级团队、A 级团队、初创团队的四级管理体系。

芒果 TV 核心人员多来自湖南卫视。首先是管理人员，如芒果 TV 前 CEO 丁诚（原湖南卫视总编室主任，现任湖南广播电视台党委委员、副台长）；其次是核心制作人员，如《乘风破浪的姐姐》的总导演吴梦知、《明星大侦探》制片厂何忱、《爸爸去哪儿》单丹霞团队等。除了制作人才，湖南卫视还将自有的经典综艺 IP 移植给芒果 TV 进行制作，如《爸爸去哪儿》、《变形记》、《超级女声》等。

表5：芒果 TV 主要工作室及制作团队

工作室/团队	主要作品
何忱（盒子工作室）	《明星大侦探》、《我是大侦探》、《密室大逃脱》
单丹霞	《婆婆和妈妈》、《我最爱的女人们》、《一路成年》
袁白丽	《妈妈是超人》、《哈哈农夫》
李甜	《妻子的浪漫旅行》、《真心大冒险》
晏吉	《女儿们的恋爱》、《明星大侦探》、《真心大冒险》

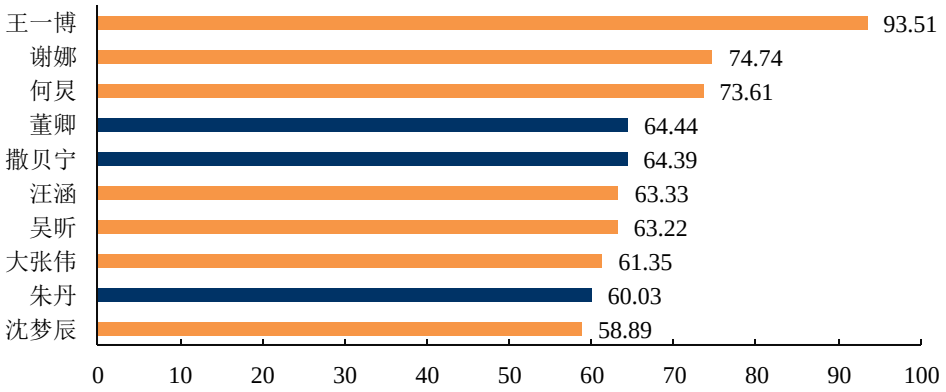
郝爽	《少年可期》
田海	《萌仔萌萌宅》、《我是歌手 谁来踢馆》
李晓丹	《新生日记》
吴梦知	《超级女声》《花儿与少年》第三季、《乘风破浪的姐姐们》

资料来源：综艺报、影视前哨，东兴证券研究所整理

2.1.2 明星关系

湖南卫视拥有超强主持人阵容。在美兰德统计的 2020 年 Q1 全国主持人综合影响力排行榜中，TOP10 中湖南卫视主持人上榜 7 位，其中王一博、谢娜和何炅的网络人气甚至超过“央视 boys”和“央视 girls”，湖南卫视主持人微博粉丝数总和超过 4 亿，在 2020Q1 登上微博热搜超 70 次。

图18：2020 年 Q1 全国主持人综合影响力 TOP 10



资料来源：美兰德，东兴证券研究所

表6：湖南卫视主持人

团队	主持人	微博粉丝数（w）	团队	主持人	微博粉丝数（w）
快乐家族	何炅	12038	天天四小花	梁田	225
	谢娜	12776		沈梦辰	905
	李维嘉	3222		靳梦佳	396
	吴昕	3873		刘烨	103
	杜海涛	3868	主持新人	马思超	432
天天兄弟	汪涵	--		李浩菲	573
	大张伟	1202		侯朋岩	111
	王一博	3598		刘承林	103
	钱枫	621			

资料来源：湖南卫视，微博，东兴证券研究所整理（日期截止 2020.10.11）

湖南卫视的娱乐“江湖地位”还体现在超强明星嘉宾阵容。湖南卫视具有超强的造星能力，无论是当年红极一时的 “超级女声”、“快乐男生”，还是可以将素人带火、明星翻红的真人秀综艺，都批量生产了大量的明

星、创造了强劲的流量，且这些明星大多或签约天娱、芒果娱乐、芒果 TV 或与芒果进行了大量的后续合作。另外，《快乐大本营》、《天天向上》等长生命周期综艺在运行进 20 年来，也积累了海量的明星资源。

表7：历年快男、超女十强

历年超级女声全国十强						历年快男男声全国十强			
2004 年	2005 年	2006 年	2009 年	2011 年	2016 年	2007 年	2010 年	2013 年	2017 年
安又琪	李宇春	尚雯婕	江映蓉	段林希	圈 9	陈楚生	李炜	华晨宇	魏巡
王媞	周笔畅	谭维维	李霄云	洪辰	方圆	苏醒	武艺	欧豪	养鸡
张含韵	张靓颖	刘力扬	黄英	刘忻	张晓钰	魏晨	刘心	白举纲	尹毓恪
Strings	何洁	艾梦萌	郁可唯	苏妙玲	王金金	张杰	谭杰希	宁桓宇	焦迈奇
孙一卜	纪敏佳	厉娜	刘惜君	杨洋	黄汐源	吉杰	陈翔	于湉	黄榕生
杨暘	黄雅莉	许飞	谈莉娜	李斯丹妮	汪睿	俞灏明	李行亮	张阳阳	王广允
陈文娅	叶一茜	韩真真	潘辰	王艺洁	李雨	王栎鑫	王野	饶威	王南钧
张琛	易慧	REBORN	潘虹樾	付梦妮	金雯昕	阿穆隆	张建波	左立	洪雨雷
郭娟	赵静怡	唐笑	曾轶可	喻佳丽	袁子仪	张远	吴俊余	贾盛强	杨梓鑫
张玥	朱妍	阳蕾	李媛希	陆翊	强东玥	王铮亮	玉米提	于朦胧	赵英博

资料来源：百度百科，东兴证券研究所整理

而芒果 TV 除了制作团队可以和湖南卫视共享，明星资源基本也是互联互通。以芒果 TV 上榜 2020 年 H1 网络综艺有效播放市占率 TOP10 的综艺为例，大部分节目的主持或嘉宾中均有湖南卫视主持人或湖南卫视选秀艺人，其他嘉宾也大部分多次登上《快本》舞台。

表8：历年快男、超女十强

片名	上线时间	类型	嘉宾
朋友请听好	2020-2-19	真人秀	主持：**何炅、谢娜、**易烊千玺 助播：周震南、王锵、范丞丞、董又霖、汪苏泷、鞠婧祎、**张新成、**郭麒麟、太一、杨迪、张小厚、秦昊、沈凌、张颜齐、李俊濠、**李维嘉、吴昕、杜海涛等**
乘风破浪的姐姐	2020-6-12	真人秀	**吴昕、沈梦辰、张含韵、李斯丹妮、许飞**等 30 位嘉宾
密室大逃脱第二季	2020-6-30	真人秀	常驻嘉宾：杨幂、邓伦、**大张伟**、黄明昊、郭麒麟 飞行嘉宾：张雨剑、张国伟、**何炅、**刘昊然、张若昀
明星大侦探第五季	2019-11-8	真人秀	常驻嘉宾：**何炅**、撒贝宁、王鸥、吴映洁、白敬亭 飞行嘉宾：杨蓉、**魏晨、**刘昊然、张若昀、魏大勋、Papi 酱等

资料来源：百度百科，东兴证券研究所整理

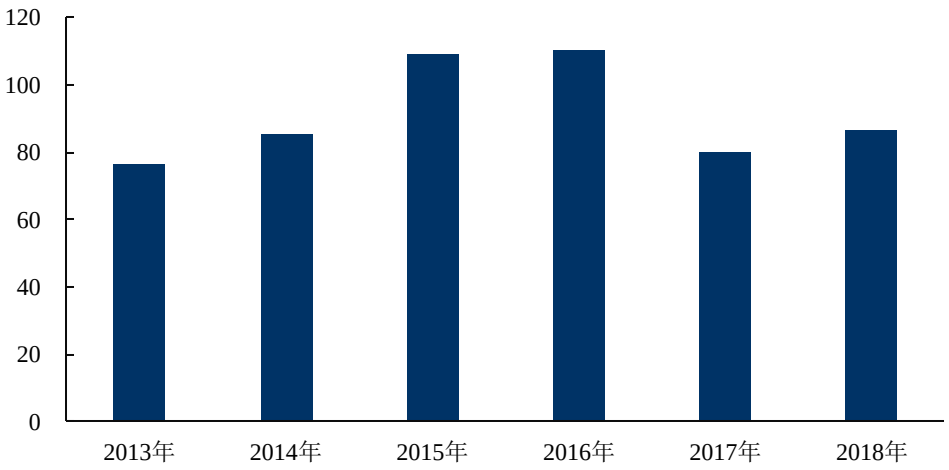
注：黑色加粗为湖南卫视主持人活湖南卫视选秀艺人

芒果超媒本身也形成了层次丰富的签约艺人梯队。公司旗下共有签约艺人 112 人，包括天娱传媒华晨宇、张新成、欧豪、于朦胧、李斯丹妮，芒果娱乐佟梦实、吕小雨、王润泽、邢菲、齐思钧，芒果 TV 赵昭仪、罗予彤、完颜洛绒、代云帆，芒果影视郑伟、刘昱晗、苏梦迪等。

2.1.3 品牌关系

湖南卫视广告吸金能力强。湖南卫视广告收入在省级卫视中一直名列前茅，2018 年湖南卫视广告创收 86.8 亿元，2019 年 H1，湖南卫视位列省级卫视广告主投放榜第一。

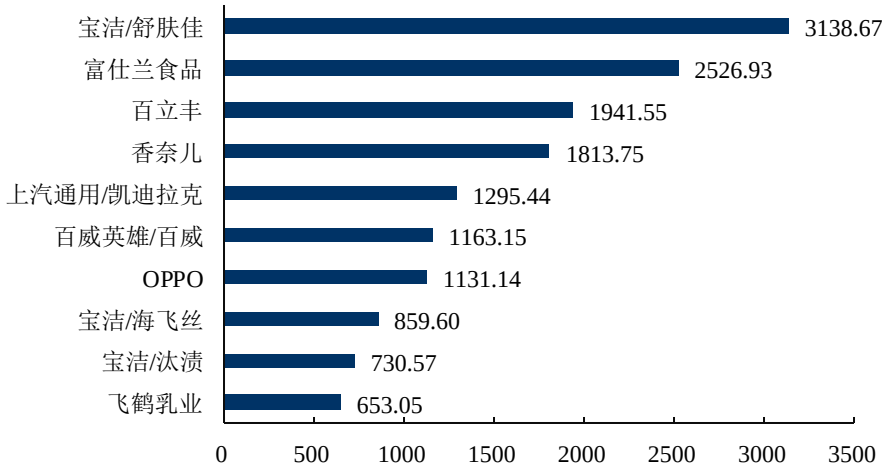
图19：2013-2018 年湖南卫视广告创收（亿元）



资料来源：湖南卫视公众号，东兴证券研究所

芒果 TV 的主要广告主为也是湖南卫视合作伙伴。依靠湖南卫视的强广告销售力，芒果 TV 可以承接部分广告主对于网络视频的投放需求。根据艾瑞的数据，2017-2018 年宝洁的舒肤佳、富仕兰视频、百立丰、乐 phone 手机等芒果 TV 的大金主，都是湖南卫视的合作伙伴。

图20：2017Q1-2018Q1 芒果 TV 移动端十大广告主



资料来源：艾瑞，东兴证券研究所（芒果TV 移动端，时间：2017-04-03-2018-04-03）

2.1.4 渠道关系

审核便利。一般网络综艺要由国家广电总局审核，但地方台综艺节目的审批职能归省广电，芒果 TV 背靠湖南卫视，审批流程和实际标准上都相对便利。如《乘风破浪的姐姐》于 5 月 1 日发布大众评审团招募令，5

月启动录制，6 月 12 日即上线，即是“先台后网”（即：先在湖南娱乐的地方台上线，然后芒果 TV 再转播）的播放模式。

图21：《乘风破浪的姐姐》



资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

图22：《妻子的浪漫旅行 第四季》



资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

湖南卫视平台兜底，便于芒果 TV 和中小影视公司绑定。在于芒果 TV 绑定、进行战略合作的影视公司中，有不少是成立 5 年以内的中小影视公司，而这些影视公司愿意与芒果 TV 绑定的原因，除了“新芒计划”专项基金的项目支持外，更在于入选“新芒计划”的优秀项目会优先打通湖南卫视和芒果 TV 双平台播出渠道：“上星”扩展了剧集内容分发的渠道，增加收回成本的可能性，且利于提升作品影响力和美誉度。

2.2 芒果超媒在内容上已经可以反哺湖南卫视

芒果超媒自制内容已经可以对卫视进行反向输出。芒果 TV 以“差异化”奇袭网综市场，频频打造爆款产品，自制内容话语权不断提升，从纯网综到反哺湖南卫视，体现芒果 TV 自制综艺节目品质日益精良。芒果 TV 反哺给湖南卫视的综艺亦取得了不俗的成绩，如 2020 年 2 月上线的《朋友请听好》，不仅帮助湖南卫视连续领跑四周晚间档双网三域收视同时段第一，也取得了开播豆瓣评分 9.4（最终 8.4）及光明日报、人民网等权威媒体点赞的好口碑。

表9：芒果 TV 反哺湖南卫视节目（部分）

片名	芒果 TV 上线时间	湖南卫视上线时间	成绩
朋友请听好	2020-2-19	2020-02-27	上线第三期正片页面播放量近 8 亿，并让湖南卫视连续领跑四周晚间档双网三域收视同时段第一，收视率破 1。 获光明日报、人民网等权威媒体点赞 节目开播豆瓣评分高达 9.4，知乎评分上升至 9.3，连续三周蝉联微博综艺热播榜、抖音综艺榜、知乎影视榜、骨朵影视榜四大榜单 TOP1
乘风破浪的姐姐	2020-6-12	2020-6-12	首播当周话题量超 44 亿 截至 2020 年 10 月，总播放量超 51 亿
我是大侦探	2018-03-24	2018-03-24	首播便以 CMS 全网收视率 0.83、收视份额 6.3%的成绩拿下同时段所有上星频道第一 第 8-13 期均拿下周六晚间 CMS 全网收视率第一 最高收视率 0.87

妻子的浪漫旅行 第四季	2020-06-06	2020-06-06	--

资料来源：芒果 TV，骨朵数据，百度百科，东兴证券研究所整理

芒果自制剧反哺湖南卫视。2017 年 11 月上线的周播剧《路从今夜白》，是芒果 TV 第一次向湖南卫视反向输出作品，也是长视频领域首部“网台反哺剧”。考虑到电视剧剧本的规格和要求较纯网剧更加严格，芒果自制剧“上星”成功也意味着芒果 TV 内容制作和 IP 孵化能力的进一步升级及趋于成熟。

图23：芒果超媒对湖南卫视反哺剧





资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

3. 芒果如何进化?

芒果 TV 与湖南卫视之外的其他一线卫视的合作愈加频繁，芒果 TV 内容库有望从“自制+湖南卫视”升级至“自制+湖南卫视+其他卫视”的新格局。

首先是芒果 TV 的节目早已实现向其他卫视输出。2019 年 3 月，东方卫视总监王磊卿到访芒果 TV，提出双方就综艺节目和电视剧进行联动合作，后续《我最爱的女人们》上线东方卫视，这是芒果 TV 首个反向输出给非湖南卫视的综艺节目。而后，在芒果 TV 上线的《朋友请听好》分别于电视平台湖南卫视、江苏卫视播出。

图24：《我最爱的女人们》



资料来源：传媒圈百家号，东兴证券研究所

2020 年起，芒果 TV 大举引入其他卫视综艺节目，且不少为独播形式。江苏卫视垂直类乐队音乐选秀综艺《我们的乐队》，主打乐队选拔，核心嘉宾有萧敬腾、谢霆锋和王俊凯等，芒果 TV 为该节目网络独播平台，和一般电视节目播出完毕后上线网络版不同，芒果 TV 仅在电视播出 5 分钟后就开始线上播出，值得一提的是，《我们的乐队》由芒果 TV、远景影视联合出品。

其他卫视的综艺节目在芒果 TV 独播有：北京卫视《跨界喜剧王第四季》、《跨界歌王 2019》、安徽卫视《星动亚洲》等。此外，还有多家联合播出的节目。

表10：芒果 TV 引进的其他卫视综艺（部分）

片名	来源	播出平台	卫视上线时间	芒果 TV 上线时间
《我们的乐队》	江苏卫视	芒果 TV、江苏卫视	2020-03-14	2020-03-14
《星动亚洲》第一季	安徽卫视	安徽卫视、韩国 MBC 电视台海豚 TV、中国安徽网络电视台、芒果 TV、	2015-07-10	--
《跨界喜剧王第四季》	北京卫视	北京卫视、芒果 TV	2019-07-13	2019-07-13
《跨界歌王 2019》	北京卫视	北京卫视、芒果 TV	2019-10-12	2019-10-12
《青春环游记》	浙江卫视	浙江卫视、芒果 TV、优酷、腾讯、爱奇艺、中国蓝 TV	2019-05-04	2019-05-04
《周游记》	浙江卫视	浙江卫视、Netflix、芒果 TV、中国蓝 TV	2020-03-21	2020-03-21
《笑傲江湖》	东方卫视	东方卫视、芒果 TV、乐视网,爱奇艺、腾讯视频、搜狐视频、风行网、优酷土豆	--	--
《最强大脑》	江苏卫视	江苏卫视、芒果 TV、优酷、土豆、腾讯、爱奇艺	--	--

资料来源：芒果 TV，百度百科，东兴证券研究所整理

我们认为，芒果 TV 最大优势在于广电资源+互联网渠道的独特卡位。纯网综往往顶着不适合电视播出的头衔，是因为很多网综在题材、受众上与传统电视综艺有所差异，芒果 TV 在综艺上往往可以做到“网上网下同标准”的自制能力在众多长视频网站中脱颖而出，一方面，芒果 TV 自制综艺可以输出到其它卫视，扩充自制内容的播放渠道。而另一方面，东方卫视、北京卫视、江苏卫视等一线卫视也储备了很多优秀的内容资源，但尚未建立较有影响力的互联网播放平台，出身于广电系统的芒果 TV 是一个成熟、影响力广泛的网播渠道，且可以用卫视内容和“芒果出品”内容进行置换。芒果 TV 内容库有望从“自制+湖南卫视”扩充升级至“自制+湖南卫视+其他卫视”的新格局，差异化的内容引进将帮助芒果 TV 在非垂类用户群体中提升吸引力。

芒果 TV 未来仍是坚定走自制之路，但变现模式将更为多元。与内容采购的道路相比，自制之路无疑成本压力更小，也更适合芒果 TV。相较于其他长视频平台，芒果超媒的自制体系相对闭环且难以被复制，“芒果生态”中各项要素紧密绑定，实现了较高的投入产出水平和资源利用效率，全产业链的把控能力有助于芒果 TV 在盈利端进行多元化升级。目前，芒果 TV 发布了最新孵化的视频内容电商平台“小芒”。依托强大的自制能力和平台资源，加上平台自身大量的、天然营销价值更高的年轻女性用户，芒果 TV 有望在内容电商领域实现突破。

图25：芒果 TV 内容体系进化



资料来源：芒果 TV，东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

关键假设：

（1） 公司未来增长的核心为互联网视频平台业务，未来随着优秀自制内容持续上线，尤其是剧集内容自制力的释放，芒果 TV 用户数量将持续上升，付费渗透率也将相应提高，我们预测 2020-2022 年芒果 TV 付费用户数分别为 3319 万、4481 万和 5826 万，同比增长 81%、35%、30%。公司定增计划在内容资源库扩建中加大 S 级和 A 级剧集项目，优质内容增加促进付费会员 APRU 值增长，且随着用户粘性增加，会员平均订阅时长可能出现增长。广告业务方面，头部综艺内容助力广告业务维持高速增长；

（2） 运营商业务受益于省内 IPTV 用户增加和省外市场的拓展，维持相对以及省外拓展等带来的增值业务收入的增长；

（3） 新媒体互动娱乐内容制作业务：2020 年 H1，受新冠疫情影响，公司新媒体互动娱乐内容制作业务收入同比下降 47%，未来，公司继续贯彻“芒果独播”策略，预计版权分销业务将进一步萎缩，但剧集发力，总体维持较为平稳增长。

（4） 媒体零售业务：电视购物市场萎缩，但内容电商业务的崛起或成为第二驱动力，媒体零售业务整体稳步增长。

综上，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.63、20.62 和 26.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.16 和 1.47 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 82、66 和 52 倍。看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

（1） 会员增长不及预期；

（2） 剧集及综艺内容上线

（3） 广告主投放意愿变化；

（4） 内容电商业务拓展进程缓慢；

（5） 长视频行业监管趋严。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	8665	11728	14446	18579	23326	**营业收入**	9661	12501	15303	18774	22039
货币资金	2526	5064	6121	7704	9813	**营业成本**	6083	8285	9966	12085	13995
应收账款	1341	2997	2725	3343	3925	营业税金及附加	98	96	122	150	176
其他应收款	76	36	44	54	63	营业费用	1801	2141	2693	3304	3967
预付款项	2010	1128	2124	3333	4732	管理费用	462	610	765	901	1014
存货	2215	1916	2730	3311	3834	财务费用	-24	-37	-42	-66	-88
其他流动资产	404	491	575	679	777	研发费用	221	239	306	394	463
非流动资产合计	3446	5350	5003	4713	4440	资产减值损失	104.44	-0.62	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	216	210	210	210	210	公允价值变动收益	0.00	-1.37	0.00	0.00	0.00
固定资产	207	181	166	152	137	投资净收益	31.40	6.47	100.00	50.00	50.00
无形资产	2856	4851	4560	4286	4029	加：其他收益	29.60	58.72	100.00	50.00	100.00
其他非流动资产	0	1	0	0	0	**营业利润**	977	1178	1692	2104	2662
资产总计	12111	17078	19449	23292	27766	营业外收入	14.85	25.84	50.00	50.00	50.00
流动负债合计	6179	7936	8888	10955	13182	营业外支出	45.03	26.04	50.00	50.00	50.00
短期借款	196	350	120	0	0	**利润总额**	947	1178	1692	2104	2662
应付账款	3363	5048	5461	6622	7668	所得税	19	20	29	42	53
预收款项	1549	1192	1958	2896	3998	**净利润**	928	1158	1663	2062	2609
一年内到期的非流动	0	10	10	10	10	少数股东损益	62	1	0	0	0
非流动负债合计	258	323	308	308	308	归属母公司净利润	866	1156	1663	2062	2609
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6437	8258	9197	11264	13490	**成长能力**					
少数股东权益	35	36	36	36	36	营业收入增长	223.77%	29.40%	22.41%	22.68%	17.40%
实收资本（或股本）	990	1780	1780	1780	1780	营业利润增长	1473.22%	20.52%	43.65%	24.37%	26.53%
资本公积	3641	4839	4839	4839	4839	归属于母公司净利润	1093.27%	33.59%	43.83%	23.99%	26.53%
未分配利润	923	2080	3512	5288	7535	**获利能力**					
归属母公司股东权益	5639	8784	10216	11992	14240	毛利率(%)	37.04%	33.73%	34.88%	35.63%	36.50%
负债和所有者权益	12111	17078	19449	23292	27766	净利率(%)	9.60%	9.26%	10.87%	10.98%	11.84%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	总资产净	7.15%	6.77%	8.55%	8.85%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.35%	13.16%	16.28%	17.20%	18.32%
经营活动现金流	-377	293	1357	1881	2340	**偿债能力**					
净利润	928	1158	1663	2062	2609	资产负债率(%)	53%	48%	47%	48%	49%
折旧摊销	2260.40	3770.62	314.76	296.96	280.26	流动比率	1.40	1.48	1.63	1.70	1.77
财务费用	-24	-37	-42	-66	-88	速动比率	1.04	1.24	1.32	1.39	1.48
应收账款减少	-1125	-1656	272	-618	-582	**营运能力**					
预收帐款增加	1439	-356	765	939	1102	总资产周转率	1.34	0.86	0.84	0.88	0.86
投资活动现金流	1074	109	132	43	43	应收账款周转率	12	6	5	6	6
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	应付账款周转率	5.35	2.97	2.91	3.11	3.08
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	31	6	100	50	50	每股收益(最新摊薄)	0.92	0.66	0.93	1.16	1.47
筹资活动现金流	-121	2125	-433	-340	-274	每股净现金流(最新摊	0.58	1.42	0.59	0.89	1.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.70	4.93	5.74	6.74	8.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	589	790	0	0	0	P/E	82.77	115.38	81.52	65.75	51.96
资本公积增加	2963	1198	0	0	0	P/B	13.37	15.43	13.27	11.31	9.52
现金净增加额	576	2527	1057	1583	2109	EV/EBITDA	22.88	26.78	66.27	54.96	44.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	传媒系列报告之16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之9- 网易游戏：520产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动MCN提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	传媒系列报告之3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526