民生证券 MINSHENG SECURITIES

研究报告
（推荐）

守正出新 民生在勤

芒果超媒
——发力电商业务的芒果未来估值如何看？

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

2020年09月14日

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；电商行业竞争加剧，电商业务进展不及预期。



- **引言**：从2014年4月成立至今，芒果TV依靠自身强大的内容制作能力，在爱优腾三大平台中“异军突起”，六年时间成长为一家月活2亿、日活超4000万（*QM 7月数据，仅次腾讯视频和爱奇艺排名No.3*），且行业内唯一盈利的长视频平台。
- **回顾历史**：我们认为伴随芒果超媒市值从不及400亿到目前1300亿成长的背后，是市场对芒果TV依托湖南广电的媒体基因持续强化内容自制能力，从而持续做大做强平台这一商业模式不断认可的过程；（*该部分主要参考我们2019年7月的深度报告，对芒果独特的内容生态做了详细的分析*）
- **展望未来**：我们认为基于互联网逻辑的多元化变现（除了会员和广告，未来探索电商变现模式）将为公司打开第二成长空间。
  - **看目前——芒果电商业务的布局**：①带货综艺的尝试；②综艺+直播带货；③芒果好物IP衍生业务。
  - **展未来——芒果电商业务的可能性**：①对第三方品牌——基于广告基本盘向电商探索，天猫超品日模式；②对自有品牌的探索——打造具有“芒果”标签的自营爆品，类似网易严选模式。
- **三角度测算芒果超媒估值：**
  - **分部估值法**：按分部估值法给予芒果TV平台1040亿市值，运营商业务268亿市值，芒果互娱、天娱传媒、芒果娱乐、芒果影视四家公司50亿市值，电商业务500亿市值。综上，给予2021年芒果超媒1858亿市值。
  - **稳态利润空间**：远期芒果TV收入体量在210亿元，净利率水平约为28%，净利润约为60亿。给予长期稳态40XPE估值，芒果TV远期价值约为2400亿。
  - **市值/用户数**：给予远期稳态下芒果超媒平台3亿日活用户（目前为2亿），中性假设市值/月活跃用户由0.7提升至1（仍低于当前哔哩哔哩的市值/月活用户系数），估算芒果超媒平台市值3000亿元。

公司财务报表数据预测汇总

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5064	5945	6860	8843
应收账款及票据	3092	3170	4765	5943
预付款项	1128	2453	2634	3925
存货	1916	2684	3990	4512
其他流动资产	491	491	491	491
流动资产合计	11728	14857	18822	23892
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	20954	26105	32879
短期借款	350	350	350	350
应付账款及票据	5374	6549	9064	11815
其他流动负债	79	79	79	79
流动负债合计	7936	10263	13520	17804
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	10585	13843	18126
股本	1780	1780	1780	1780
少数股东权益	36	38	40	42
股东权益合计	8820	10361	12255	14745
负债和股东权益合计	17078	20947	26099	32872

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	12,501	16,019	21,401	28,260
营业成本	8,285	10,516	14,258	18,778
营业税金及附加	96	143	178	244
销售费用	2,141	2,789	3,695	4,900
管理费用	610	774	1,039	1,368
研发费用	239	336	429	580
EBIT	1,129	1,461	1,801	2,390
财务费用	(37)	(84)	(102)	(120)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	6	40	42	44
营业利润	1,178	1,586	1,945	2,554
营业外收支	(0)	(15)	(16)	(18)
利润总额	1,178	1,571	1,929	2,536
所得税	20	29	34	46
净利润	1,158	1,541	1,894	2,490
归属于母公司净利润	1,156	1,540	1,892	2,487
EBITDA	4,900	3,927	4,779	6,098

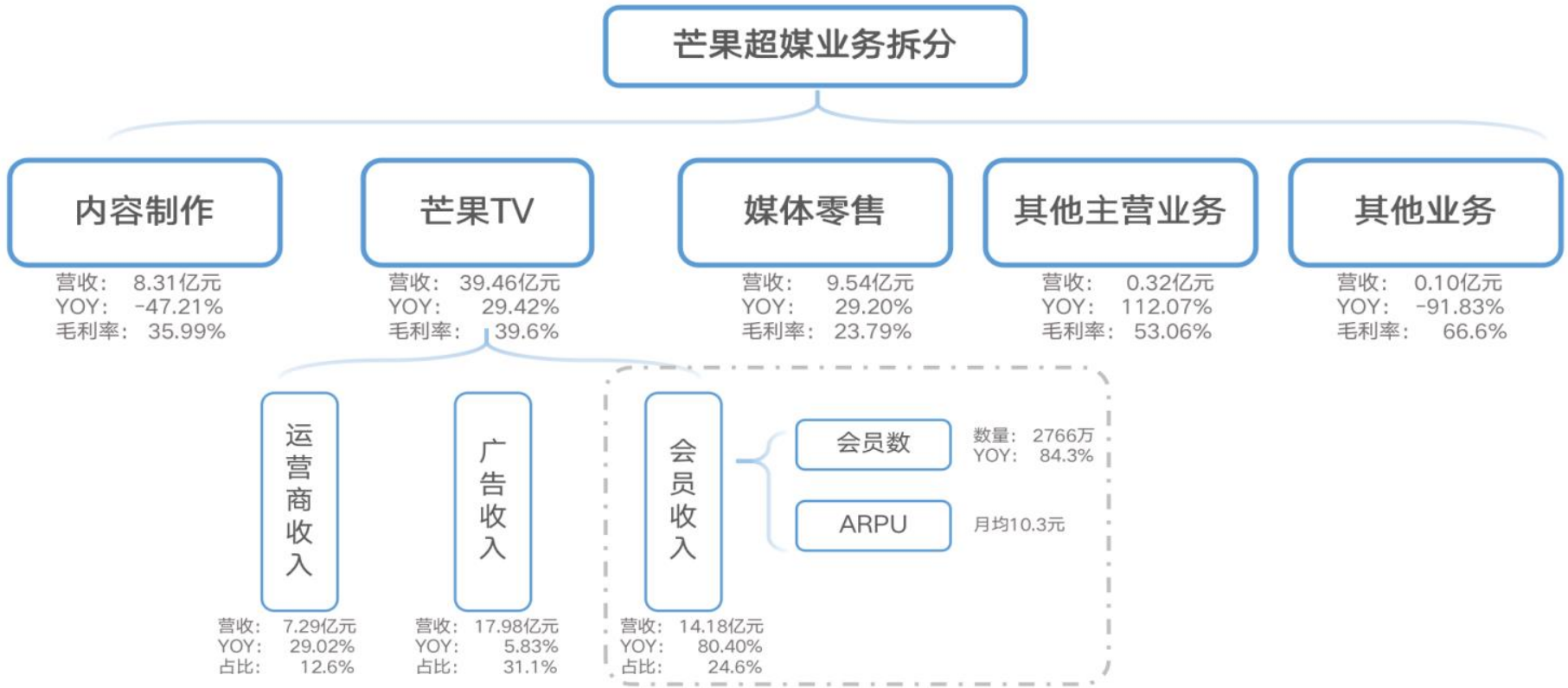
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,158	1,541	1,894	2,490
折旧和摊销	3,771	2,465	2,978	3,708
营运资金变动	(4,703)	79	208	1,197
经营活动现金流	242	4,077	5,071	7,385
资本开支	156	3,180	4,139	5,385
投资	64	0	0	0
投资活动现金流	109	(3,180)	(4,139)	(5,385)
股权募资	1,988	0	0	0
债务募资	153	0	0	0
筹资活动现金流	2,125	(17)	(17)	(17)
现金净流量	2,476	880	915	1,983

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	29.4%	28.1%	33.6%	32.1%
EBIT增长率	13.3%	29.4%	23.2%	32.7%
净利润增长率	33.6%	33.2%	22.9%	31.5%
盈利能力				
毛利率	33.7%	34.4%	33.4%	33.6%
净利润率	9.2%	9.6%	8.8%	8.8%
总资产收益率ROA	6.8%	7.4%	7.2%	7.6%
净资产收益率ROE	13.2%	14.9%	15.5%	16.9%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.2	1.2	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	0.6
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	1.0
每股指标（元）				
每股收益	0.7	0.9	1.1	1.4
每股净资产	4.9	5.8	6.9	8.3
每股经营现金流	0.1	2.3	2.8	4.1
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	109.9	83.9	68.3	51.9
PB	14.7	12.5	10.6	8.8
EV/EBITDA	24.2	29.0	23.6	18.1
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司财报，民生证券研究院

2020H1：广告业务18.0亿+会员业务14.2亿+版权分销3.4亿（包含在内容制作中）

芒果超媒业务拆分图



资料来源：公司财报，民生证券研究院

电商业务的布局（一）：从《来自手机的你》看综艺+带货模式的结合

- **《来自手机的你》为芒果带货综艺的典型尝试。**以综艺内容为枢纽，连接带货主播（薇娅）+品牌（共计20个品牌）+艺人明星，并在节目中植入相关品牌产品的软广、为薇娅直播间导流。
- 我们认为该档节目的核心意义在于：以芒果擅长的自制综艺为起点，探索综艺+带货的可行的新模式。
- **对于品牌方：**通过赞助综艺宣传了产品，同时对接到主播（薇娅）的资源；
- **对于主播（薇娅）：**获得更多曝光，实现主播→明星艺人的升级转型；
- **对于芒果：**目前主要还是收广告费模式，并未享受到货品成交GMV分成的收益。

《来自手机的你》综艺模式一览：

KOL

薇娅

品牌

CATKIN
MENDALE 梦洁家纺
VIDIVICI
LA PERFECT
Ulike
OULIN 欧琳
Lenovo
aOJO
HOLIKA
故宫博物院

艺人

常驻嘉宾
- 薇娅
- 沈凌
- 刘烨
- 肖骁
- 冷淞

艺人嘉宾
- 郑爽
- 向佐
- 汪苏泷
- 杨迪
- 郭晓东
- 郑恺
- 周笔畅
- 乔杉
- 刘芸
- 李茂
- 弦子

来自手机的你

1

12场棚内拍摄
节目流程（第一集）：
- 嘉宾介绍
- 分享嘉宾购物故事
- 购物防骗指南
- 广告口播：**8个品牌方**
- 好物分享：2位嘉宾推荐2个产品，**一个来自合作品牌方，另一无品牌**
- 关于手机社交讨论互动

2

12场直播带货
郑爽、汪苏泷、杨迪、郑恺走进直播间
平台：淘宝直播
郑爽单场直播：
- 5条全网热搜
- 2亿话题阅读
- 2000万直播观看人数
- 4000万累计销售额
- 节目好物推荐环节的VIDIVICI洗面奶1.5W单全部售罄



芒果“闭环”

芒果电商的展望

芒果电商开通后：
与节目合作的品牌可以通过以下方式接续合作，同时持续的购物流量也能构成芒果的GMV。
- 品牌入驻电商平台
- 芒果综艺赋能
- 芒果打造商品专属内容
- 芒果艺人代言品牌

薇娅直播间

芒果电商未开通时：
节目播出完成后，合作的20-30个品牌与芒果合作终止，但可以持续和薇娅直播间合作带货，成为薇娅的资源。

资料来源：芒果TV，民生证券研究院

电商业务的布局（一）：从《来自手机的你》看综艺+带货模式的结合

《来自手机的你》具体品牌&嘉宾&带货形式探索的梳理：

集数	嘉宾	开场广告	口播品牌	横幅广告	小剧场广告	与带货相关的环节
1	郑爽	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、四季日记、VIDIVICI、欧琳、Ulike、柏芬特、故宫、童年时光	秒懂百科、卡婷、VIDIVICI、有道云笔记		嘉宾推荐产品，其中一个是合作产品
2	向佐母子	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、四季日记、VIDIVICI、欧琳、柏芬特、Ulike、童年时光	秒懂百科、卡婷、VIDIVICI、有道云笔记		讨论母子关系提到去薇娅直播间为父母挑选礼物
3	汪苏泷	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、四季日记、VIDIVICI、欧琳、柏芬特、Ulike、吉橙	秒懂百科、卡婷、VIDIVICI、有道云笔记		汪苏泷、薇娅模拟直播（培养观众对直播兴趣）
4	杨迪	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、四季日记、VIDIVICI、Ulike、科技防晒、童年时光、吉橙、色彩主义	秒懂百科、卡婷、VIDIVICI、有道云笔记、一点资讯		“叨叨直播间”游戏（让嘉宾表演带货）；讨论如何省钱环节推荐薇娅直播间，刘烨推荐色彩主义并让薇娅带到直播间带货
5	郭晓东夫妇	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、四季日记、VIDIVICI、欧琳、柏芬特、珍视明、故宫美妆、AOJO、维他奶	卡婷、VIDIVICI、有道云笔记、抖音		嘉宾盲盒直播游戏，嘉宾在不知道要推荐什么的情况下对产品进行讲解
6	郑恺	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、四季日记、VIDIVICI、Ulike、拜博芬、珍视明、珀莱雅、VVC防晒、吉橙、STARTER、维他奶	卡婷、吉橙、VVC防晒、珍视明、云充吧、抖音		查看观众购物车，并且指出观众可以更加省钱；讨论团购，话题引向薇娅直播间
7	周笔畅	卡婷、梦洁	卡婷、梦洁、吉橙、四季日记、珍视明、VIDIVICI、美股角色、珀莱雅、VVC防晒、AOJO、STARTER、维他奶	卡婷、吉橙、VVC防晒、珍视明、云充吧、抖音、珀莱雅	VIDIVICI	周笔畅同款防蓝光眼镜、讨论直播间上周笔畅门票；嘉宾购物车中有许多收纳品，可以去薇娅直播间购买；提到使用屏幕时间太长，皮肤会老化，横幅推荐薇娅直播间下单珀莱雅皮肤精华；主持人在问答环节提到要为广告客户做好服务，并插入维他奶口播
8	乔杉	卡婷、梦洁	卡婷、吉橙、四季日记、欧琳、珍视明、VIDIVIDI、VVC、AOJO、STARTER、维他奶	抖音、云充吧、VIDIVICI、珍视明、VVC、公主家、叨叨女王卡		“叨叨直播间”游戏
9	刘芸	叨叨女王卡（联通电话卡）、卡婷、吉橙	叨叨女王卡、卡婷、吉橙、四季日记、公主家、柏芬特、珍视明、珀莱雅、VVC、AOJO、STARTER、维他奶	抖音、云充吧、微博、STARTER、维他奶、柏芬特、公主家		提到“云生活”冷博士推荐吉橙蓝光眼镜
10	李茂、弦子	叨叨女王卡、卡婷、吉橙	叨叨女王卡、卡婷、吉橙、四季日记、公主家、柏芬特、珍视明、珀莱雅、AOJO、STARTER、维他奶	叨叨女王卡、卡婷、吉橙、云充吧、维他奶、柏芬特、公主家	珀莱雅	
11	回顾总结	叨叨女王卡、卡婷、吉橙	叨叨女王卡、卡婷、吉橙、四季日记、公主家、欧琳、柏芬特、AOJO、童年时光			
12	回顾总结	叨叨女王卡、卡婷、吉橙	叨叨女王卡、卡婷、吉橙、四季日记、公主家、Ulike、柏芬特		故宫彩妆	

资料来源：Questmobile，中国电子商务研究中心，民生证券研究院

- 随着直播带货市场成交规模和顾客体量的极速增长，特别是疫情对于消费者购物方式和品牌触达方式改变的催化作用，拥有强大粉丝基础和明星阵容的头部综艺IP开始拓展与直播带货形式的结合，通过明星下场（引流）、主题引领、场景融入赋能直播带货，实现对于品牌招商的反哺和衍生收入的拓宽。

表：各大头部综艺试水直播带货情况一览

综艺名称	《乘风破浪的姐姐》			《奔跑吧第四季》		《我在颐和园等你》	《极限挑战第六季》		《王牌对王牌第五季》	《青春环游记第二季》	《向往的生活第四季》
版权平台	芒果tv			浙江卫视		北京卫视	东方卫视		浙江卫视	浙江卫视	湖南卫视
合作平台	抖音			国美		京东	苏宁	淘宝	淘宝	淘宝	淘宝
带货主题	“姐姐同款”轻松get			向美好奔跑		“颐”起热爱就现在	“星”风作浪的哥哥	节目助农pk环节	春雷助农，王牌送到	公益助农	节目助农环节
直播形式	做客直播间口播			直播间搭景互动		颐和园搭景互动	做客直播间口播	节目直播间口播	做客直播间口播	做客直播间口播	节目直播间口播
直播时长（分钟）	245	319	297	205	180+	180+	45破亿	77	142	102	69
累计观看（人）	625万	2596万	324万	975万		941万	841万	1377万	1200万	1100万	1950万
sku（件）	28	31	27								
sku核心品类	食品生鲜 美妆护理 鞋包饰品			家电		新国风类商品					
gmv（元）	363.3万	990.3万	300万	6.73亿	4.10亿	2.86亿	4.15亿	661.3万	777.7万		520万+

资料来源：芒果TV，民生证券研究院

电商业务的探索（三）：芒果好物——自有综艺IP的衍生探索

◆芒果好物目前是芒果TV内部的电商栏目，在芒果TV首页拥有显眼的流量入口。
◆依靠芒果TV强大的综艺基因和丰富的综艺IP，芒果好物上线商品具有强烈的综艺IP属性，提升变现价值。
◆目前售卖商品主要为湖南系综艺衍生周边产品，主要的IP来源有乘风破浪的姐姐、快乐大本营、天天向上、明星大侦探、密室大逃脱、朋友请听好等综艺。

芒果好物电商入口以及链条演示图

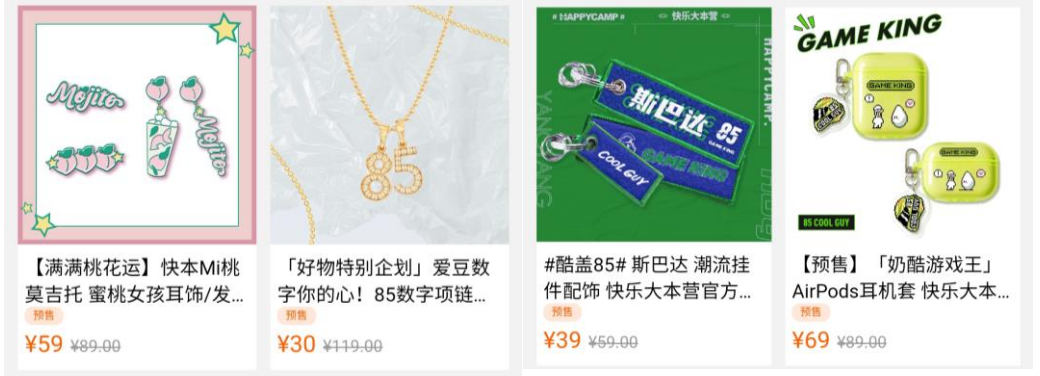




乘风破浪的姐姐



快乐大本营

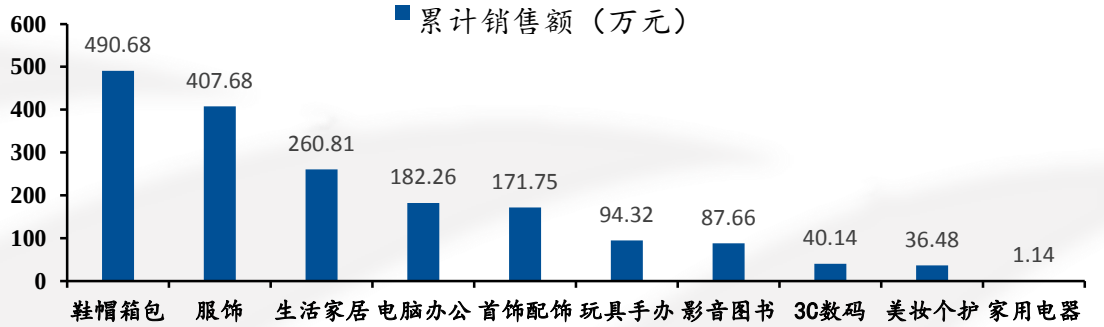


资料来源：芒果TV app，民生证券研究院

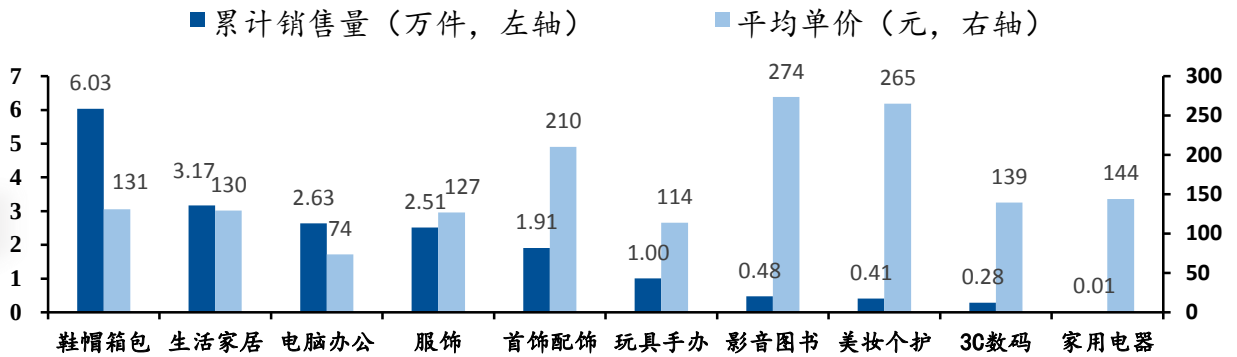
电商业务的探索（三）：芒果好物——自有综艺IP的衍生探索

◆截至9月2日芒果好物上线商品400余款，实现销售额超1700万，8月份新增GMV78.4万。从商品品类看，主要以衣帽、杯子、手链等低客单价商品为主（平均客单价136元），从来源来看，主要为湖南系综艺衍生周边产品，商品独具湖南系综艺IP属性，具有一定品牌溢价。

芒果好物各品类商品累计销售额



芒果好物各品类商品累计销售量和平均单价



芒果好物销量Top10商品一览

销量排名	分类	商品	名称	单价（元）	累计销售量（千件）	累计销售额（万元）	是否自有综艺/ip周边	官方周边
1	鞋帽箱包	鸭舌帽	#酷盖WYB# TRACER 85 鸭舌帽 天天向上官方周边	79	32.08	253.41	是	天天向上
2	生活家居	杯子	酷盖吸管冷饮杯 夏日限定 天天向上官方周边【禁止乘装热水】	69	8.72	60.18	是	天天向上
3	首饰配饰	项链	#摇滚阳光少年# me to us系列音乐吉他项链 我们的乐队官方周边	89	6.98	62.10	是	我们的乐队
4	服饰	T恤	学院不毕业！南波万T恤 学长官方同款	109	5.27	57.48	是	名侦探学院
5	生活家居	杯子	节目同款 治愈系列暖心朋友牌保温杯 朋友请听好官方周边	98	5.25	51.48	是	朋友请听好
6	电脑办公	笔记本	请听好系列 随身笔记本	69	4.75	32.75	是	朋友请听好
7	鞋帽箱包	帆布袋	DAY DAY UP 官方限定款帆布袋 天天向上官方周边	79	4.66	36.80	是	天天向上
8	服饰	卫衣	限定款酷盖暖冬连帽卫衣 天天向上官方周边	199	3.90	77.55	是	天天向上
9	服饰	卫衣	NZND何撒白插画卫衣	269	3.44	92.56	是	明星大侦探
10	影音图书	剧照	绝密全五季角色剧照档案pb	188	3.23	60.67	是	明星大侦探

资料来源：芒果TV app，民生证券研究院

- **为何做电商？内容平台发力电商业务，并打造自身平台的电商闭环为近两年内容平台商业化探索的大趋势。**以快手和抖音为例，快手2018年底正式布局直播电商，抖音在2019年。从背景看，短视频布局电商一方面是由于“边看边买”的内容消费形式越来越成为主流；另一方面从商业化的角度，电商在广告、会员、电商、游戏四大互联网变现模式中效率最高。我们认为芒果超媒布局电商的优势之一在于芒果TV这一月活2亿的长视频平台巨大的流量池（为电商平台导流最初一批种子用户）；优势之二在于芒果所擅长的综艺内容形式更容易与电商、购物等场景融合（目前可以看到带货综艺、综艺+直播等探索）；优势之三在于芒果的广告业务多年累积的品牌主客户可以成为电商平台第一批入驻品牌。
- **如何做电商？可能性（一）：对第三方品牌——基于广告基本盘向电商探索，天猫超品日模式。**从合作形式上可以通过IP联名、宣传片、明星站台、新品首发等形式赋能品牌<*类似天猫超级品牌日活动*>，从变现模式上可以由收费前置广告模式延伸至GMV分成/基于电商闭环的广告费，变现效率大幅提升。
- **如何做电商？可能性（二）：对自营探索——打造具有“芒果”标签的自营爆品，类似网易严选模式。**网易严选为国内首家ODM买手制电商平台（后小米有品、淘宝心选、京东京造陆续推出相似模式的电商业务），上游直接对接货品供应链资源，下游低加价率销售（毛利率25%~30%），提供具有“网易严选style”的高性价比商品。我们认为芒果的软广营销能力已经验证了其帮助品牌从1→100的品牌升级能力，相比网易严选做ODM电商有更大的流量和营销优势。

资料来源：尚策，民生证券研究院

电商业务的可能性（一）：从天猫超级品牌日看芒果广告→电商的延伸

- 天猫超级品牌日的开始于2015年8月12日，发展至今每月天猫平台会精选10到20个品牌，每天主推一个，让消费者享受该品牌超级的体验与价格，同时给予商家全平台能力支持并实现定制化打通，让这一天成为“专属于品牌自己的双11”。从品牌宣传角度看：天猫超品日通过IP联名、明星站台、新品首发等营销形式加大品牌曝光、助力品牌升级；从销量效果看：天猫超品日当天品牌的粉丝数和销量均能实现同比大幅提升。
- **天猫超品日对芒果电商业务的启发：**芒果自制综艺对品牌的宣传和曝光效果在品牌中具有良好口碑（今年上半年芒果是长视频平台<VS优酷腾讯爱奇艺>中唯一实现广告业务正增长的公司），但软广植入对品牌的意义仅止步于收广告费的品牌广告模式且门槛通常较高；且由于缺乏电商平台和整个交易闭环数据，芒果无法进一步享受到品牌销量效果的收益。在当前电商平台不仅是品牌卖货渠道而更加成为品牌进行广告宣传、升级品牌内涵的重要宣传渠道的大背景下，芒果通过自建电商闭环平台可以更好的与品牌合作（**从形式上可以通过IP联名、宣传片、明星站台、新品首发等形式赋能品牌<类似天猫超级品牌日活动>，从合作模式上可以由广告费延伸至GMV分成，增长空间更为广阔**）。



天猫

战略合作

- 树立货品、营销、服务、销量几个综合维度的标杆品牌
- 打造行业大事件



商家

2020年天猫超级品牌日部分案例

Cartier

- 今年1月入驻天猫后即展开深度合作，2月10日超品日活动中，仅用1分钟就卖出单价约15 万元的手镯孤品，限量500件手镯当日售罄

- 2月10日的超品日上发布最新款的手机，并集结品牌旗下全部系列产品，单日整体销售额超过3亿元

SK-II

- 4月13超品日活动上，品牌一款限量版神仙水售出超过8万瓶，刷新美妆类品牌在天猫超级品牌日的销售纪录



全球品牌合作**500多场**天猫超级品牌日活动



微博天猫超级品牌日话题数突破**200亿**



品牌商在“天猫超级品牌日”上的场均粉丝增量**22万**



95后买家提升**210%**



参与“天猫超级品牌日”品牌商的场均成交增长**54%**以上

资料来源：尚策，民生证券研究院

电商业务的可能性（一）：从天猫超级品牌日看芒果广告→电商的延伸

新品首发

奥利奥



方式：
- 奥利奥音乐礼盒填色装
- 天猫独家限量首发20000份

效果：
- 五个小时销售量突破200万

玛莎拉蒂

方式：
- 阿里巴巴首次开放西溪园区，将玛莎拉蒂首款SUV Levante开进阿里园区

效果：
- 单价99.98万元起的100台全球首发SUV在18秒内售完



明星种草站台

阿玛尼



方式：
- 北京线下发布会和明星助阵，实现了亿级话题营销

效果：
- 第1分钟销量过百万，9小时打破最高记录

TOM FORD



方式：
- 联动朱一龙、孟美岐等8大巨星发声助力,以及智族GQ、百大KOL全网深度种草

效果：
- TOM FORD香水销量同比增长1000%,眼影同比增长160%

宣传片

大米

方式：
- 通过优秀的创意策划、各种拍摄手法综合运用发布《大米进化论》宣传短片

效果：
- 打响大米超品日主场



杰克琼斯

方式：
- 发布JACK & JONES联合天猫超级品牌日打造的宣传TVC

效果：
- 品牌与粉丝联动了#大长腿走路就是走秀#的微博话题，阅读量超过了2800万+



百奇

方式：
- ✓ 格力高采用视频的方式从各个场景来打造暖心故事

效果：
- 当日售出新品樱花百奇超过了77000盒



超级IP

VIVO



方式：
- vivo主打小黄人IP定制，X5Pro、X5Max、X5M三款产品从系统UI、铃声、包装到赠品均与小黄人融合，该系列定制产品只在天猫超级品牌日上在线限量首发

效果：
- 在10天吸引了600W用户关注，帮助vivo店铺拉来了35万粉丝，相当于此前开店3年粉丝总量1/3，首发3天天猫平台累计销售4707台，达到以往新品首发销售量级

资料来源：天猫app，民生证券研究院

电商业务的可能性（二）：从网易严选看芒果自营电商的可能性

发展历程：国内首家ODM买手制电商，商业模式为上游直接对接货品供应链资源，下游低加价率销售（毛利率25%~30%），提供“网易严选style”的高性价比商品。ODM精品电商的核心在于对供应商的甄选、品质的把控、畅销品类的筛选、产品的营销包装。

网易严选发展历程

2016年4月上线，国内首家ODM电商，以”好的生活，没那么贵”为品牌理念。

2016年6月首次参加618大促，期间主推“3件生活美学”流水翻20倍。

2016年12月GMV6000万，一年内网易严选SKU从30个增加至5000多个。

2017年8月，与亚朵酒店合作推出“亚朵网易严选酒店”。

2017年10月，新建武汉、无锡仓储物流系统，健全全国物流仓储体系。

2017年实现GMV70亿的全年目标，全年营收实现8倍增长。

2018年1月，严选HOME与万科泊寓展开长期的战略合作。

2018年9月网易严选陆续入驻包括天猫、京东、拼多多，进行全网覆盖。

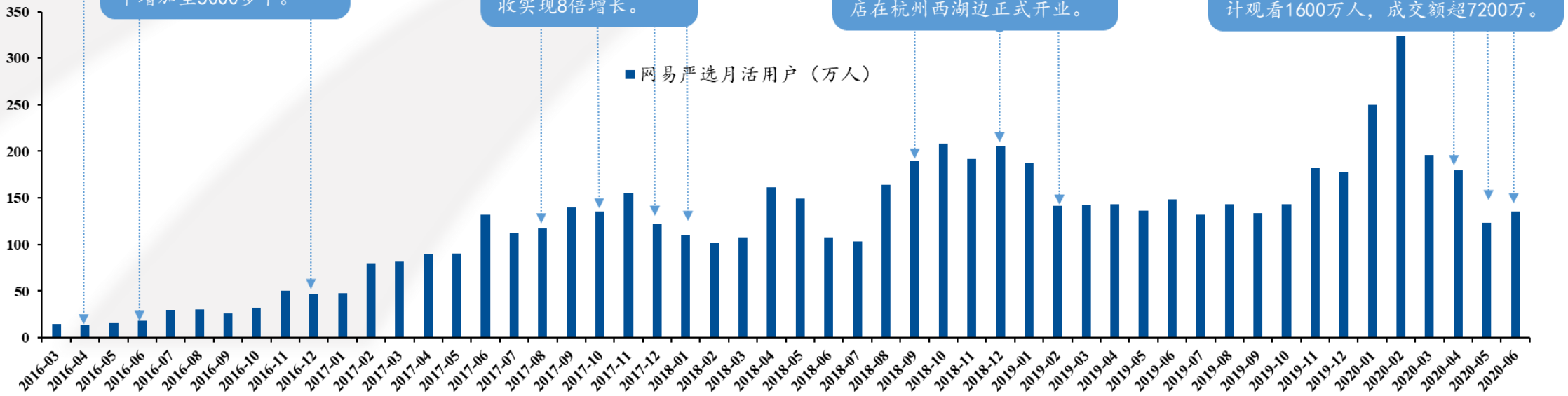
2018年12月SKU达到10000+，集中于十大品类；首家线下店在杭州西湖边正式开业。

2019年2月，网易严选脱离邮箱事业部、由二级部门升级为一级部门。

2020年4月，411购物节，超级会员升级为升级Pro会员，可以先享权益后付费；4月，严选主站支付用户同比+40%，Pro付费用户同比增长121%。

2020年5月，发布“星驰计划”，招募千名主播，百家MCN，共创10个千万级爆品。

2020年6月，618丁磊首次在网易严选和快手双平台直播带货，4小时累计观看1600万人，成交额超7200万。



资料来源：Questmobile，中国电子商务研究中心，民生证券研究院

电商业务的可能性（二）：从网易严选看芒果自营电商的可能性

精品电商发展模式比较

	MINISO	必要	网易严选	小米有品	淘宝心选	京选空间
上线时间	2013年9月	2015年7月	2016年4月	2017年4月	2017年5月	2018年1月
模式	ODM模式+连锁加盟	C2M模式	ODM模式	ODM模式+第三平台	ODM模式	ODM模式
业务范围	生活周边（生活百货、健康美容、文体、视频、数码配件）	服装配饰、美妆产品、居家产品、小家电、部分T恤、鞋、手机壳定制	服饰、家居、厨具、食品、母婴、洗护、小家电等开设众筹，主打智能硬件、网易智造、情趣品牌春风等	小家电、数码配件、智能硬件、家居生活用品、小米众筹	居家、洗护、餐厨、出行、婴童等	居家、洗护、餐厨、出行、日用、箱包、日常穿搭等
简介	模仿日本百元店，主打**低价、美观、实用**的生活用品，主要负责**产品研发和门店运营**，通过直接与供商定向开发产品并大量采购控制成本，主要收入来源**加盟费和供应链利润**	主要负责**销售**，用户先下单，工厂**必要提供的购买需求数量**来进行生产，**产品的品牌、设计和生产由工厂主导**，在产品购买页面会显示生命周期	网易**自用电商**品牌，与一线品牌制造商合作**直接**选品采购，统一贴牌销售，形成**电商平台+制造商**的高效组合，主打**严选、精品、性价比，强调大牌供应商**概念	原本是小米投资入股的**生态链企业产品销售平台**，做不同方向爆款产品开发，出小米生态链品牌外，有品也**为原创品牌提供产品销售平台**	类目、风格与网易严选类似，**单价相对严选较低，且不强调供应商概念**，在天猫平台有单独的二级页面	也是电商与制造业的合作，整个产品逻辑**类似网易严选，选品贴牌**采购后于京东平台的京造品牌旗舰店销售

资料来源：Questmobile，中国电子商务研究中心，民生证券研究院

聚焦于居家生活等品牌效应弱的非标品类，发挥严选“品质+低价”优势

- 网易严选商品品类分布较为集中，核心品类有七种：居家生活、服饰鞋包、美食酒水、个护清洁、母婴亲子、运动旅行和数码家电。
- 这些产品具有供应链相对简单、商品非标准化属性强、消费频次较高的特点，消费者更关注产品品质而非品牌效应，这有利于网易严选发挥剔除品牌溢价、严选品质商品的优势，实现“品质+低价”策略。

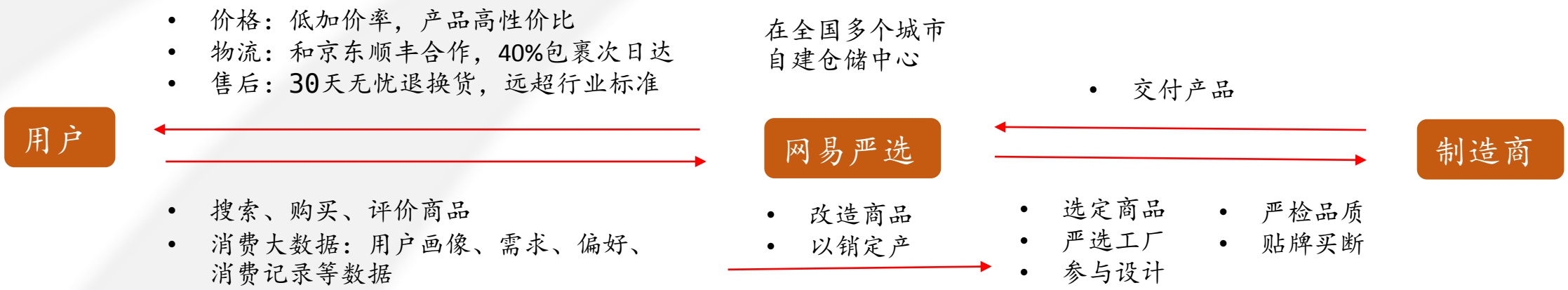
网易严选各品类销量Top3的商品信息

品类	商品名称	销量	价格（元）	品类	商品名称	销量	价格（元）
居家生活	全价猫粮 1.8千克	10万+	88	母婴亲子	海量鲸吸婴儿拉拉裤学步裤	10万+	69
	【丁磊直播款】全棉针织条纹四件套	10万+	299		毛毛虫童童运动鞋23-35码	10万+	129
	一次性医用口罩（50片）	10万+	20		无酒精无漂白 弱酸性手口湿巾80抽	10万+	49
服饰鞋包	【丁磊直播款】男士精梳棉圆领短袖T恤衫	10万+	49	运动旅行	防泼水自动折叠晴雨伞	1万+	59
	【丁磊直播款】托运铝框拉杆箱	10万+	367		健身瑜伽垫	1万+	89
	轻弹云朵居家拖鞋	10万+	9.9		半透明夜光潮流飞织运动鞋	无销量	349
美食酒水	纯牛奶250毫升*24盒	10万+	79.9	数码家电	EMS颈椎按摩仪	5万	159
	火腿猪肉罐头 198克*6罐/箱	10万+	129		网易云音乐真无线蓝牙耳机Lite版	1万	145
	99%即食燕窝70克*3瓶	10万+	268		网易有道词典2.0	无销量	699
个护清洁	【丁磊直播款】全净皓齿变速声波电动牙刷	10万+	49	严选全球	泰国93%含量天然乳胶枕	10万+	139
	清新英国梨香 强力去污酵素洗衣液 3kg	10万+	49.9		口袋里的咖啡馆 日本浓缩胶囊咖啡液8颗粒装	10万+	16.9
	热剧《三十而已》同款，蒸汽沐足盆	10万+	359		美国除甲醛净化剂227克	10万+	45

资料来源：网易严选APP，民生证券研究院

- ✓ **ODM模式直连制造商，剔除品牌溢价和中间环节，采用低加价率销售，提供高性价比。**
- ✓ **SPA自有品牌专业零售商经营模式，从选品到售后全链条自主管理，巩固用户体验。**
- ✓ **买断模式：**参与产品设计，产品成型后由网易严选买断，工厂不得再为第三方生产。
- ✓ **仓储物流方面：**在全国多个城市自建仓储中心，和京东顺丰合作，40%包裹次日达。
- ✓ **消费大数据实现精准生产，分析销售大数据，预测产品销售趋势，实现以销定产。**

网易严选电商模式

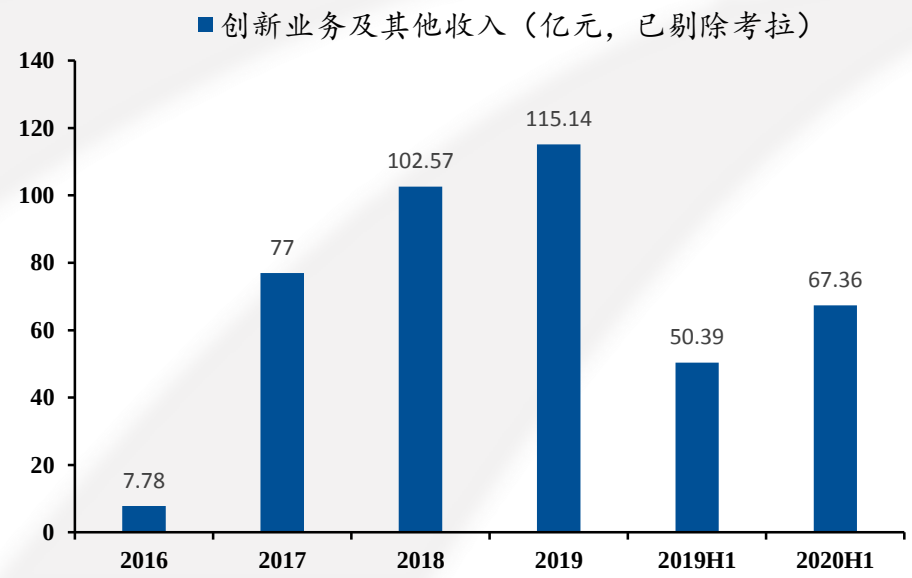


资料来源：中国电子商务研究中心，民生证券研究院

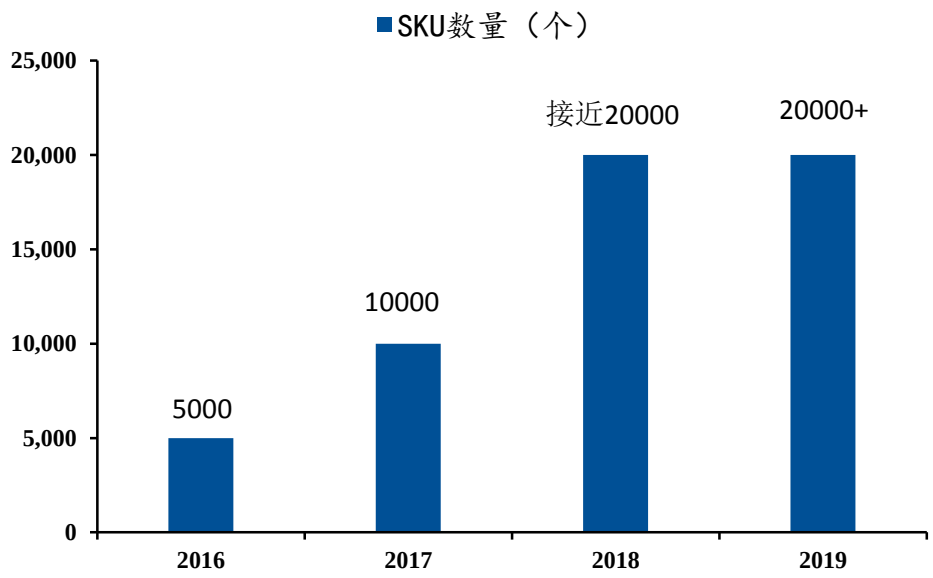
严选的教训：近年来GMV增幅放缓，SKU经过快速扩充考验公司运营能力

- ✓ **网易严选初期GMV增长迅速，2017年GMV超70亿元，较2016年增速达到8倍；但后期增速放缓，2018年200亿GMV目标远未达到，实际在100亿元左右，2019年GMV上限115.14亿元，增速预估在15%。**
- ✓ **SKU方面，网易严选上线之初只有100个SKU，之后扩充迅速：2016年底有5000个SKU，2017、2018年SKU都翻倍增长；2019年SKU暂缓扩充，数量在20000个以上，远高于其他精品电商，这虽然丰富了用户的选择，但也造成了公司库存积压、产品质量下降等问题，对公司的运营能力提出了挑战。**

网易严选创新业务及其他收入（亿元，已剔除考拉）



网易严选SKU数量（个）



资料来源：公司财报，36氪，民生证券研究院 注：网易严选的收入公司不单独披露，而是与网易云音乐、网易流媒体合并到创新业务及其他板块披露，我们估计这一板块收入主要是是网易严选，可以把该板块的收入看做网易严选GMV的上限。

分部估值法

◆ 按分部估值法，我们预测芒果TV平台（广告+会员+版权分销<版权分销业务占比已下降至不足10%>）2020~2021年营收分别为78亿/104亿，给予芒果2021年10XPS估值（参考netflixPS估值，但芒果相比奈飞有高成长性），对应芒果TV市值1040亿。我们预计运营商业务19~21年营收分别为17.2亿/22.4亿，根据可比公司新媒股份的利润率（40%~50%左右）和2021E估值情况（30X），我们保守估计芒果超媒的运营商业务20年利润率40%，同时给予2021年30X估值（芒果TV相比新媒股份有自制内容），对应运营商业务市值268亿。对于芒果互娱/天娱传媒/芒果娱乐/芒果影视四家公司，对应2020年的对赌业绩2亿，参考影视制作公司的平均估值水平（20~25X），给予四家公司2020年25XPE估值，价值50亿。电商业务在布局中（整合快乐购的媒体零售业务，成立独立的电商部门），我们假设3年GMV500亿，参照A股上市公司南极电商的市值/GMV ，按1X市值/GMV，给予电商业务中期500亿市值空间。综上，给予2021年芒果超媒1858亿市值。

资料来源：公司财报，民生证券研究院

从稳态利润空间看芒果TV平台价值

- 芒果超媒集团的业务构成分为会员+广告+运营商业务+新媒体平台内容制作（包含版权分销）+媒体零售业务，我们参考爱奇艺平台的业务结构，只将会员+广告+版权分销三块业务单列为芒果TV平台业务板块，对远期利润空间进行测算。（*这里将版权分销列在内是因为版权分销和会员和广告三部分的内容成本在一起披露，所以难以拆分三块业务各自的成本结构*）
  - **会员业务**：假设芒果TV远期的会员数为6000万（目前会员近3000万，爱奇艺会员超1亿），单月ARPU值稳定在18元/月（目前芒果TV单月ARPU值10.3元/月，18元/月为会员连续包月水平），远期会员业务收入为130亿。
  - **广告业务**：芒果TV的广告业务按来源分为芒果TV自制综艺贡献+湖南卫视综艺与芒果TV联合招商贡献，我们按照湖南卫视综艺分成贡献+芒果TV综艺贡献（未拆分硬广软广，因为通常是按项目招商，按综艺数量*单部综艺可招商金额拆分），测算远期广告业务收入达75亿。
  - **版权分销业务**：上半年版权分销业务收入大幅缩减至3.4亿元，预计远期版权分销业务收入为5亿元。
  - **成本**：内容成本+技术（CDN带宽）成本+职工薪酬为芒果TV平台主要的成本来源，内容成本为成本的主要构成部分，目前占收入比重在45%~60%之间，我们预计随着平台会员业务的高增长、运营效率的持续提升以及上游成本的进一步控制，远期内容成本占收入的比重将稳定在40%左右；职工薪酬占收入的比重在10%左右<2015~2017年占比在8%~11%之间>，其他成本<CDN+广告+其他成本>占收入的比重约在5%左右。整体毛利率维持在45%。
  - **费用率**：全集团销售费用率在15%~19%之间<销售费用的主要来源为广告宣传费，预计未来广宣费率将持续下降>，管理费用率稳定在4.5%~5%之间。我们预计远期稳态时的期间费率（销售+管理+财务+研发）在16%左右。
  - **综上，**远期芒果TV收入体量在210亿元，净利率水平约28%，净利润约60亿。给予长期稳态40XPE估值，芒果TV远期价值约2400亿。

资料来源：公司财报，民生证券研究院

估值（2） 从稳态利润空间看芒果TV平台价值

时间（亿元）	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020E	远期稳态
营业总收入			**82.71**	**96.61**	**124.99**	**160.19**	
YOY				*17%*	*29%*	*28%*	
营业成本			**57.7**	**60.8**	**82.8**	**105.2**	
毛利率			30.2%	37.0%	33.7%	34.4%	
快乐阳光-收入（刨除运营）	**7.93**	**14.29**	**27.09**	**46.51**	**68.31**	**77.25**	**209.60**
		80.2%	**89.6%**	**71.7%**	**46.9%**	**13.1%**	
快乐阳光-成本（刨除运营）	**14.64**						**115.28**
内容成本-总	**8.90**	**6.49**	**12.35**	**21.51**	**36.64**		
		-27.1%	**90.4%**	**74.1%**	**70.3%**		
%	**1.12**	**0.45**	**0.46**	**0.46**	**0.54**		**40.0%**
技术成本	**4.70**	**6.19**	**4.56**				
职工薪酬	**0.88**	**1.57**	**2.30**				
%	**0.11**	**0.11**	**0.08**				**10.0%**
广告成本	**0.07**	**0.24**	**0.28**				
其他成本	**0.08**	**0.19**	**0.29**				
运营商成本	**0.69**	**1.18**	**2.37**				
会员收入(A)	0.35	1.73	3.90	8.35	**16.90**	31.73	129.60
YOY		*393%*	*126%*	*114%*	*102%*	*88%*	
年末付费会员（万人）	22.5	191	451	1075	1837	3200	6000
YOY		*752%*	*136%*	*138%*	*71%*	*74%*	
平均月ARRPU		13.5	10.1	9.1	9.7	10.5	18
广告收入(B)	6.39	8.06	13.32	24.11	**33.50**	37.52	75.00
YOY		*26%*	*65%*	*81%*	*39%*	*12%*	
①内容运营-收入（≈版权分销）	1.19	4.51	9.87	14.05	17.91	8.00	5.00
YOY		*278%*	*119%*	*42%*	*27%*	*-55%*	

资料来源：公司财报，民生证券研究院

估值（3）

从市值/用户数角度：目前芒果市值/月活用户0.7k/人；长视频平台市值/月活用户价值远低于电商平台

民生证券 MINSHENG SECURITIES

为什么选择市值/用户数？从已上市互联网平台市值/活跃用户数价值看，电商平台（阿里＞京东＞拼多多）＞国外流媒体平台Netflix ＞哔哩哔哩＞芒果TV ＞爱奇艺。市值/活跃用户数高低主要和平台商业化变现效率有关，如电商变现效率最高，国外流媒体平台的会员付费模式远高于国内（付费率和ARPU值均远高于国内）。

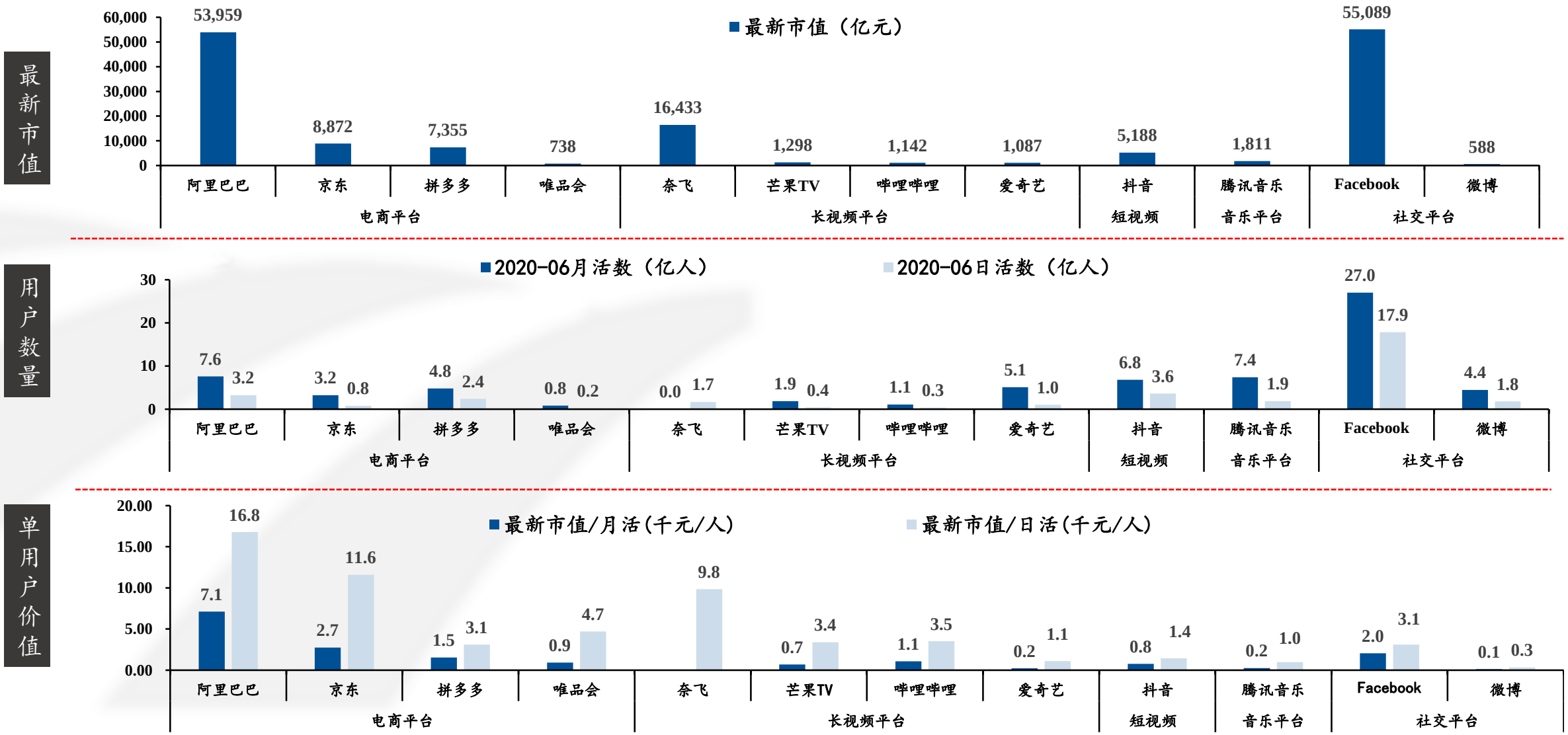
芒果超媒平台远期价值几何？我们认为从互联网变现的角度考量，芒果布局电商业务将大幅提升单用户的可变现价值，从而提升市值/活跃用户估值系数。给予远期稳态下芒果超媒平台3亿日活用户（目前为2亿），中性假设市值/月活跃用户由0.7提升至1（仍低于当前哔哩哔哩的市值/月活用户系数），估算芒果超媒平台市值3000亿元。

	公司	变现方式	占比	公司	变现方式	占比
电商平台 **（阿里&拼多多为平台类电商，收取营销广告费和佣金费变现；京东为自营型电商，收取买卖交易差价）**	**阿里巴巴**	电商	86%	**京东**	线上零售	89%
		云计算	8%		服务收入	11%
		数字媒体	5%			
		创新与其他	1%			
	拼多多	在线营销服务	87%	**唯品会**	网上折扣销售	95%
		佣金收入	13%		其他收入	5%
长视频 **（长视频行业变现主要有会员、广告等模式；奈飞99%+为会员变现；爱奇艺和芒果目前主要依托会员&广告变现；哔哩哔哩主要依靠游戏、会员和广告业务变现）**	**爱奇艺**	会员服务	49%	**芒果**	新媒体平台运营	51%
		线上广告	29%		新媒体互动娱乐	31%
		内容发布	9%		媒体零售	16%
		其他	13%		其他收入	2%
	哔哩哔哩	手游	53%	**奈飞**	流媒体服务	99%
		直播和增值	24%		DVD产品	2%
		广告	12%			
		其他	11%			
社交平台 **（变现方式主要依靠广告）**	**Facebook**	广告	98%	**微博**	广告及市场营销	87%
		支付及其他	2%		增值服务	13%
短视频平台 **（收入主要依靠广告，亦在尝试破圈进军电商变现）**	**抖音**	广告	80%	**腾讯音乐**	社交娱乐业务	72%
		直播&电商	20%		在线音乐服务	28%

资料来源：公司财报，民生证券研究院（注：抖音和小红书平台由于尚未上市，因此市值数据有一定程度的滞后）

估值（3）

从市值/用户数角度：目前芒果市值/月活用户0.7k/人；长视频平台市值/月活用户价值远低于电商平台



资料来源：公司财报，民生证券研究院（注：抖音和小红书平台由于尚未上市，因此市值数据有一定程度的滞后）

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；
- 电商行业竞争加剧,电商业务进展不及预期。

- 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。