姐姐综艺迎来成团，芒果电商逐步发力，持续看好芒果生态成长

——芒果超媒跟踪点评

公司点评

● 事件：姐姐综艺迎来成团，公司内容电商招兵买马

《乘风破浪的姐姐》9 月 5 日迎来成团之夜，宁静、万茜、孟佳、李斯丹妮、张雨绮、郁可唯、黄龄七位姐姐成功成团，当晚直播迎来收视高峰。9 月 4 日，“芒果 TV 电商中心集团内部招聘宣讲会”召开，芒果 TV 首次发布了最新孵化的新视频内容电商平台“小芒”，并现场发布人才需求信息，招聘电商相关人才。

● 公司业绩持续靓丽，爆款剧集综艺推动会员数增长超 80%

公司 2020H1 实现收入 57.74 亿元，同比增长 4.90%；归母净利润 11.03 亿元，同比增长 37.30%。2020 年二季度实现营收 30.47 亿元，同比增长 0.91%，实现归母净利润 6.24 亿元，同比增长 61.67%，业绩持续靓丽。2020H1 芒果 TV 开机剧集达 14 部，《下一站是幸福》、《锦衣之下》成为开年大剧，《韫色过浓》《时光与你都很甜》、《以家人之名》等接力形成精品内容连发，流量和口碑双丰收。综艺方面，上半年《乘风破浪的姐姐》引爆综艺圈，成为现象级社会话题之一。精品内容带动芒果 TV 互联网视频业务占比持续上升，2020H1 营收占比达到 68.35%。其中，芒果会员收入 14.18 亿，同增 80.40%，会员数达 2766 万，同增 84.28%，各项业务数据稳定向好。

● 平台边界不断拓展，内容生态从综艺到剧集，变现路径从内容向电商拓展

公司推出“新芒 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，与 8 家新锐影视剧制作团队的签约合作，剧集制作已成体系。同时公司围绕互联网视频平台，持续推进艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发、媒体零售及消费金融等全产业链生态融合，SaaS 平台赋能帮助公司降本增效，探索带货、定制综艺和“芒果好物”等新业态拓宽芒果生态边界，助力平台多渠道营销变现。公司的内容策略和变现路径十分明确。

● 看好公司“人才+内容”壁垒，持续推出精品综艺和剧集能力，爆款内容带动付费会员和广告增长，生态边界有望持续扩大，维持“强烈推荐”评级

看好公司持续推出精品综艺和剧集能力，公司充分发挥内容制作优势和全产业链协同优势，会员业务、广告业务、运营商业务稳健增长，围绕精品内容开展新业态为公司带来新增量。预计 2020/2021/2022 年净利润预测分别为 16.5/21.1/25.8 亿元，同比增长 43%/28%/22%，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 72.0/56.4/46.2 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：内容合规风险、人才流失、新项目及用户付费不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,661	12,501	16,327	20,522	24,478
增长率(%)	223.8	29.4	30.6	25.7	19.3
净利润(百万元)	866	1,156	1,654	2,112	2,579
增长率(%)	1093.3	33.6	43.1	27.6	22.2
毛利率(%)	37.0	33.7	35.6	35.9	35.8
净利率(%)	9.0	9.2	10.1	10.3	10.5
ROE(%)	16.3	13.1	16.1	17.2	17.4
EPS(摊薄/元)	0.49	0.65	0.93	1.19	1.45
P/E(倍)	137.6	103.0	72.0	56.4	46.2
P/B(倍)	21.1	13.6	11.6	9.7	8.1

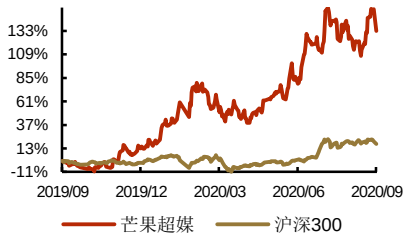
强烈推荐（维持评级）

马笑（分析师）
maxiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520070001

宋尚杰（联系人）
songshangjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280120050015

市场数据	时间 2020.09.07
收盘价(元):	66.9
一年最低/最高(元):	25.35/76.47
总股本(亿股):	17.8
总市值(亿元):	1,191.07
流通股本(亿股):	9.31
流通市值(亿元):	623.08
近 3 月换手率:	78.89%

股价一年走势



相关报告

《2020 年 H1 净利预增 29%-42%，业绩增长持续“乘风破浪”》2020-07-12

《《乘风破浪的姐姐》占领网综 C 位，有望带动芒果业绩创新高》2020-06-15

《会员及广告业务再创新高，5G 时代芒果生态开启新增长》2020-04-29

《预计 Q1 同增 3%-17%，芒果不断完善 5G 时代内容生态》2020-04-09

《业绩符合预期，国有视频平台不断践行媒体融合》2020-01-13

目 录

1、 姐姐综艺迎来成团，公司内容电商招兵买马 3
2、 公司 2020 年 Q2 净利大增 62%，毛利率净利率持续上行 4
3、 2020 年 H1 内容自制优势凸显，会员增长加速兑现 6
4、 制作团队延续爆款，综艺、剧集、电商全产业路径明确 8
5、 投资建议：可长期持有的国有流媒体生态综合平台 10
6、 风险提示 10
附：财务预测摘要 11

图表目录

图 1: 乘风破浪的姐姐成团 3
图 2: 芒果 TV 首次发布新视频内容电商平台“小芒” 4
图 3: 小芒电商招聘 4
图 4: 2020H1 芒果超媒营收同比增长 4.9% 4
图 5: 2020H1 芒果超媒归母净利润同比增长 37.3% 4
图 6: 2020Q2 芒果超媒营收同比增长 0.91% 5
图 7: 2020Q2 芒果超媒归母净利润同比增长 61.67% 5
图 8: 2020H1 芒果 TV 互联网视频业务占比达到 68.35% 5
图 9: 2020H1 公司净利率达到 19.1% 5
图 10: 2020H1 公司费用控制良好 6
图 11: 《乘风破浪的姐姐》宣传海报 6
图 12: 《下一站幸福》年初热映 6
图 13: 互联网视频业务营收仍保持高增速 7
图 14: 2020H1 互联网视频业务占比提升至 68.35% 7
图 15: 2020H1 有效会员数达 2766 万，预期 2022 年至少达到 6500 万 7

表 1: 8.31-9.6 网综热度指数排行榜 3
表 2: 芒果 TV2020 招商资源推介会公布综艺汇总 8
表 3: 芒果 TV2020 招商资源推介会公布剧集汇总 9
表 4: 公司估值对比 10

1、 姐姐综艺迎来成团，公司内容电商招兵买马

《乘风破浪的姐姐》在 9 月 5 日终于迎来成团之夜。2020 年 9 月 5 日《乘风破浪的姐姐》迎来成团之夜，宁静、万茜、孟佳、李斯丹妮、张雨绮、郁可唯、黄龄七位姐姐成功出道，组成“无价之姐”组合。

图1： 乘风破浪的姐姐成团



资料来源：芒果 TV、新时代证券研究所

《乘风破浪的姐姐》最后一期的成团夜直播迎来收视高峰，后续团综值得期待。截至 2020 年 9 月 7 日 21 时，《乘风破浪的姐姐》最后一期播放量达 1.8 亿，评论达 1.6 万。根据骨朵数据，上周网综热度榜上《乘风破浪的姐姐》排名第一，周评论数高达 7 万条，全网热度达到了 74.58，而第二名《中国新说唱 2020》评论数为 3 万，热度为 64.54。成团后，团综《姐姐的爱乐之程》将开始环中国打歌旅行，接档《中餐厅》播出，内容为旅行+音乐题材，嘉宾为“无价之姐”女团+顶流男明星，姐姐成团后的首个团综值得期待。

表1： 8.31-9.6 网综热度指数排行榜

排名	全平台	评论数	全网热度
1	乘风破浪的姐姐	7 万	74.58
2	中国新说唱 2020	3 万	64.54
3	乐队的夏天 第二季	9636	61.62
4	这！就是街舞第三季	8699	59.89
5	密室大逃脱 第二季	9 万	57.94

资料来源：骨朵、新时代证券研究所

9 月 4 日下午，“芒果 TV 电商中心集团内部招聘宣讲会”火热召开，芒果 TV 首次发布了最新孵化的新视频内容电商平台“小芒”。小芒电商是湖南广电的又一次战略选择，是基于湖南广电长视频内容竞争优势，面向全产业链的一次重大拓展和延伸，是湖南广电芒果生态的一次完善和升级。

推出小芒电商，打造人、货、内容互存互促的电商新生态。小芒聚焦内容电商，以内容为根基，打造“种草+割草”的完整闭环。小芒电商将依据芒果 TV 消费者特点来整合供应链，甄选大众类商品以及定制版市场稀缺品。

现场发布人才需求信息，招聘电商相关人才。宣讲会现场，芒果超媒党委总经办部长徐钧发布了人才需求信息，包括商品开发、创作者合作、平台运营、IP 主理、

内容链接、潮玩、产品技术、品牌营销 8 个团队，共 56 个岗位、超 500 个空缺的人才需求信息，及公布了年薪上不设限的待遇政策，充分凸显公司发展内容电商志在必得的决心。

图2： 芒果 TV 首次发布新视频内容电商平台“小芒”



资料来源：芒果 TV 公众号、新时代证券研究所

图3： 小芒电商招聘

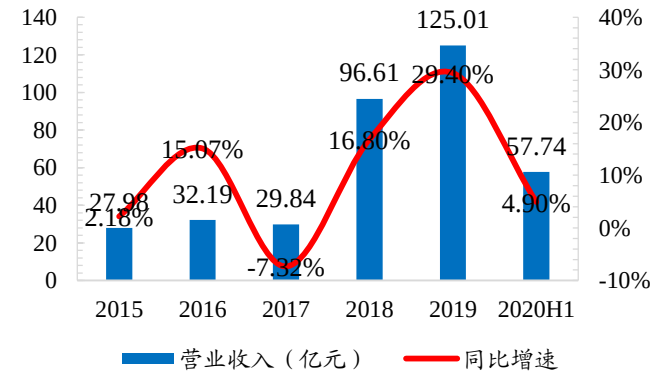


资料来源：芒果 TV 公众号、新时代证券研究所

2、 公司 2020 年 Q2 净利大增 62%，毛利率净利率持续上行

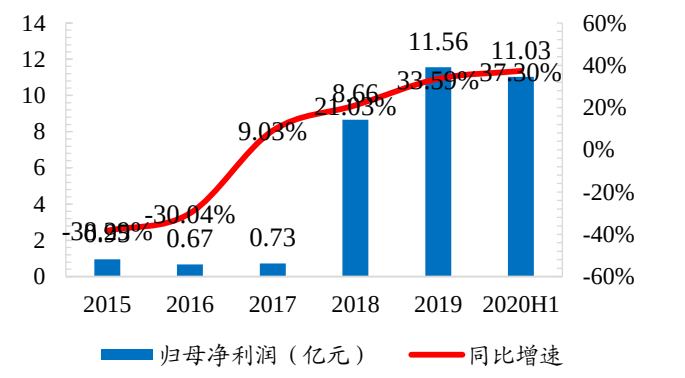
2020H1 归母净利润同比大幅增长 37.3%，Q2 归母净利润同比增长 61.67%。2020 年上半年公司实现营业收入 57.74 亿元，同比增长 4.9%，实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 37.3%。单季度来看，二季度实现营收 30.47 亿元，同比增长 0.91%，实现归母净利润 6.24 亿元，同比增长 61.67%。

图4： 2020H1 芒果超媒营收同比增长 4.9%



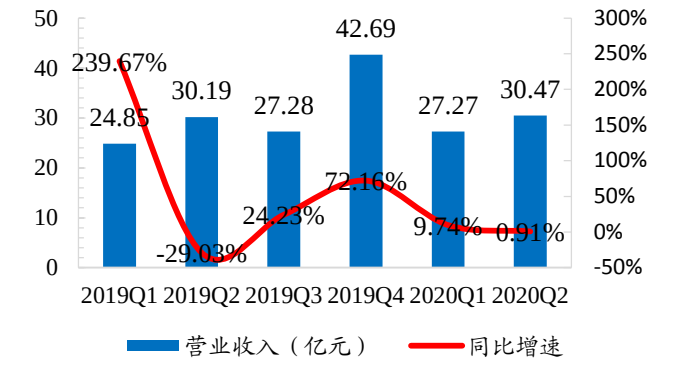
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图5： 2020H1 芒果超媒归母净利润同比增长 37.3%



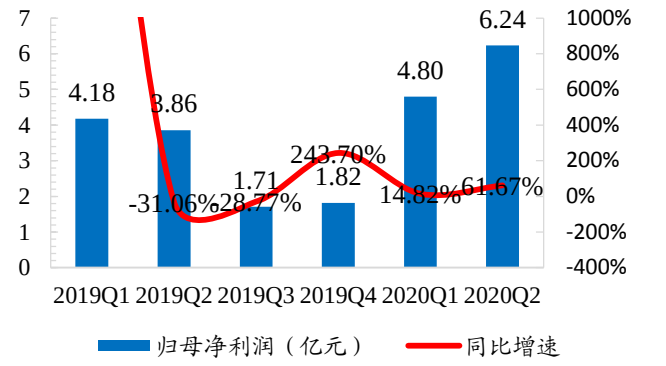
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图6： 2020Q2 芒果超媒营收同比增长 0.91%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

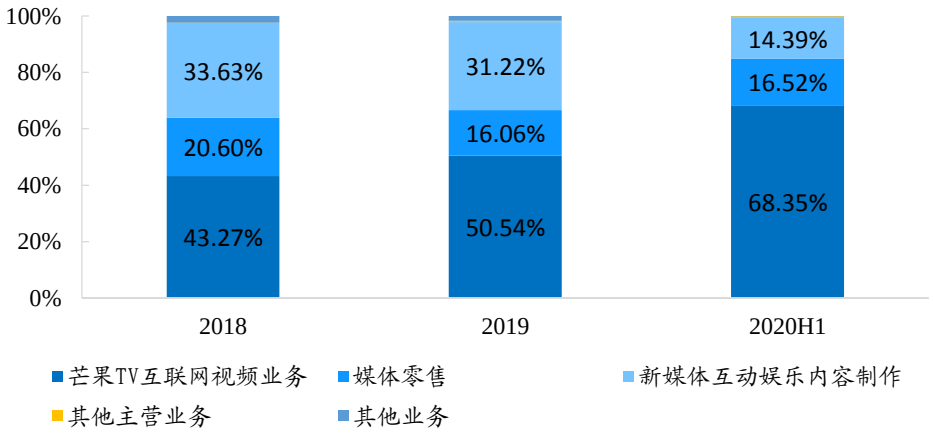
图7： 2020Q2 芒果超媒归母净利润同比增长 61.67%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

芒果 TV 互联网视频业务占比持续上升，2020H1 达到 68.35%。公司芒果 TV 业务营收占比持续上升，由 2019 年 50.54%上升至 2020H1 的 68.35%，同期媒体零售、新媒体互动娱乐内容制作占比分别为 16.52%、14.39%。

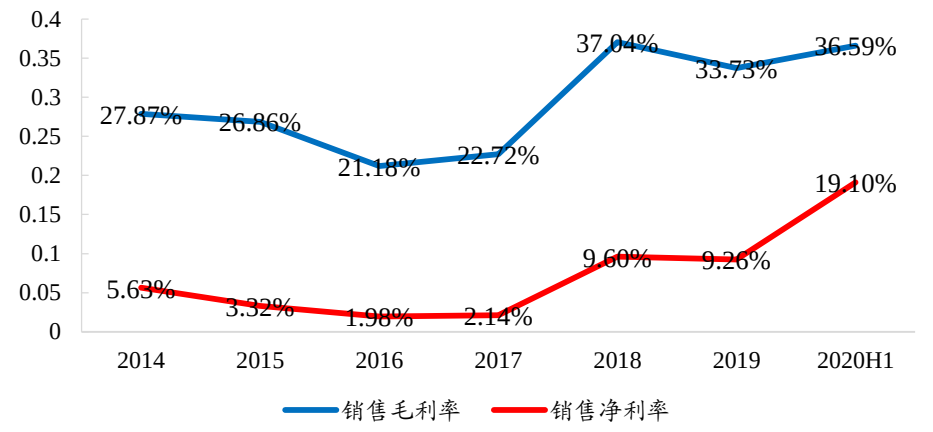
图8： 2020H1 芒果 TV 互联网视频业务占比达到 68.35%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

毛利率净利率持续上行，2020H1 净利率达到 19.1%。公司经营效率不断提升，毛利率净利率持续上行，2020H1 毛利率达到 36.59%，净利率达到 19.1%。

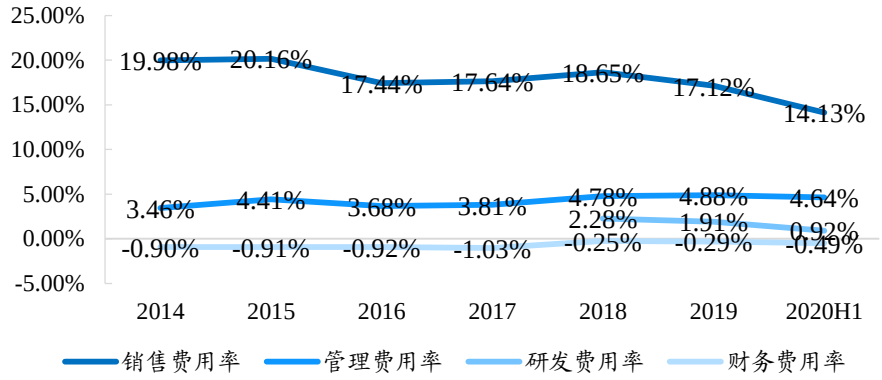
图9： 2020H1 公司净利率达到 19.1%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

2020H1 费用控制良好。2020 年上半年受到疫情及公司运营效率提升等因素影响，销售费用率为 14.13%为 2014 年以来最低；管理费用率为 4.64%，较 2019 年略有下滑；研发费用率 0.92%，较 2019 年下降 0.99pct。

图10： 2020H1 公司费用控制良好



资料来源：Wind、新时代证券研究所

3、 2020 年 H1 内容自制优势凸显，会员增长加速兑现

芒果在 2020H1 推出一系列创新综艺，剧集方面爆款频，经营数据十分亮眼。根据 2020 半年报数据，上半年芒果 TV 开机剧集达 14 部，《下一站是幸福》《锦衣之下》成为开年大剧，《辐色过浓》《时光与你都很甜》《楼下女友请签收》《奈何 BOSS 又如何》《我才不要和你做朋友呢》接力形成精品内容连发，赚足流量和口碑双丰收。综艺方面，上半年《乘风破浪的姐姐》引爆综艺圈，成为综艺创新标杆节目，《密室大逃脱（第二季）》《明星大侦探（第五季）》等综 N 代热度不减，为公司带来持续收益。

图11： 《乘风破浪的姐姐》宣传海报



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

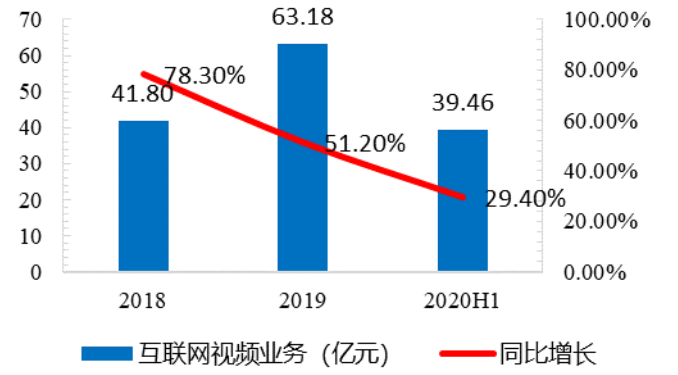
图12： 《下一站幸福》年初热映



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

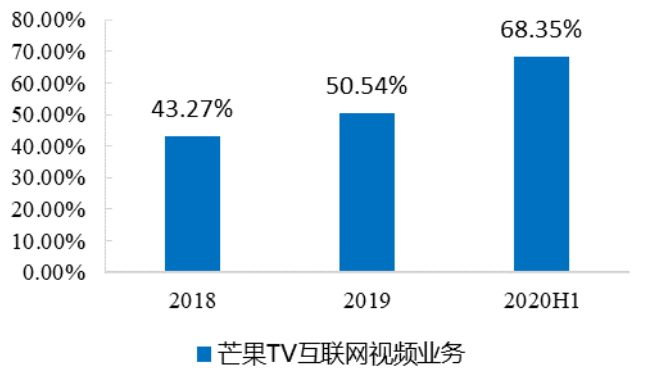
互联网视频业务收入 39.46 亿元，同比增长 29.4%，是业绩增长的主要来源。2020H1 互联网视频业务营收达 39.46 亿元，同比增长 29.42%。

图13： 互联网视频业务营收仍保持高增速



资料来源：Wind、新时代证券研究所

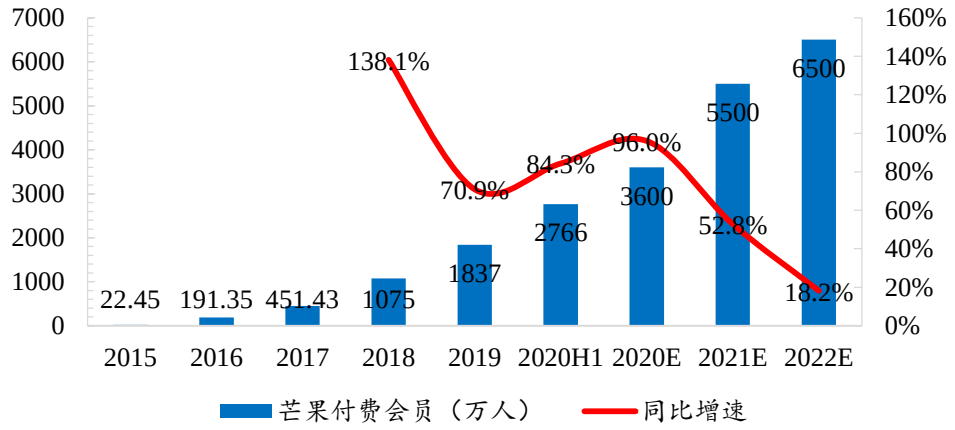
图14： 2020H1 互联网视频业务占比提升至 68.35%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

精品内容带动上半年有效会员数达 2766 万人，同比增加 84.28%，会员业务收入 14.18 亿元，同比增长 80.40%。2020H1 芒果 TV 有效会员数持续高速增长，2020H1 达到 2766 万，同比增长 84.28%。会员业务收入 14.18 亿元，同比增长 80.40%，主要得益于公司专注精品内容制作和营销，会员转化率有所提高。我们预计随着芒果后续精品剧集、综艺的播出，会员数仍将保持高速增长，预期 2020 年达到 3600 万人，2022 年至少达到 6500 万人。

图15： 2020H1 有效会员数达 2766 万，预期 2022 年至少达到 6500 万



资料来源：Wind、新时代证券研究所

热播剧集综艺频出下招商火爆，疫情影响不改广告收入增长趋势。2020H1 公司广告收入达 17.98 亿元，同比增长 5.83%，主要系疫情影响节目档期所致，2020Q2 环比增速达 32%，广告收入恢复情况良好。2020 上半年上线综艺类项目广告签单量上涨近 50%，创新现象级综艺《乘风破浪的姐姐》招商节目广告客户总数超 40 家，刷新多项招商记录；老牌综艺 IP《妻子的浪漫旅行》、《密室大逃脱》等广告招商体量稳步增长；影视剧项目广告总签约量同比增长 300%，虽然有疫情影响但招商情况依然火爆。

运营商业务收入达 7.29 亿元，同比增长 29.02%，继续保持稳定增长。公司探索大小屏联动，以 IPTV+OTT 智慧大屏为核心的多屏互动布局初见成效，运营商业务营收及用户保持稳定增长。截至 2020 年 6 月 30 日，公司运营商大屏业务已覆盖 31 个省级行政区域，整体用户规模近 1.5 亿，省外业务收入与利润占比持续提升。

4、 制作团队延续爆款，综艺、剧集、电商全产业路径明确

公司注重自制内容团队培养，从源头深入到精品制作过程中，彰显芒果头部内容长线制作与运营实力。公司已推出“新芒 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，与 8 家新锐影视剧制作团队的签约合作，团队培养已成体系。2020 年初推出的《下一站是幸福》、《锦衣之下》以及近期的《琉璃》、《以家人知名》是今年最火的几部电视剧之一，印证了公司在影视剧本选择及质量把控方面的能力。在综艺领域，芒果 TV 拥有综艺节目制作团队 20 个，多个综 N 代 IP 在团队运营下热度不减，说明综艺团队在长线运营和内容制作上都十分擅长，下半年储备综艺《姐姐的爱乐之程》、亲综艺及综 N 代《女儿们的恋爱 3》《明星大侦探 6》等将持续释放价值。

围绕互联网视频平台，持续推进艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发、媒体零售及消费金融等全产业链生态融合。公司依托于芒果 TV，在艺人，音乐版权等方面优势明显，截至 2020 年 6 月，公司旗下共有签约艺人 112 人，上半年发行唱片歌曲、综艺歌曲 42 首，影视歌曲 23 首，上线的音乐曲库数量累计达 1386 首，娱乐内容持续积累。游戏和 IP 衍生开发业务方面，依托芒果 TV，建设游戏平台大厅，已接入多款联运产品，省外已上线浙江移动等 9 大渠道；媒体零售方面，公司持续拓展 IPTV+OTT 渠道，打造大屏电商平台，借助自身自身的流量池变现能力强。

在新业态方面，芒果 TV 升级“大芒计划 2.0”，打造符合芒果平台调性的创作者，同步开发芒系 IP 衍生内容，形成独家优质的内容供应渠道，构建 PGC、PUGC、UGC 等内容形态组成的融合生态系统；推出线上商城“芒果好物”强化 IP 衍生品制作，推出盲盒、扭蛋等多款游戏，落地线下实体店，实现线上线下协同发展；积极探索影视剧“主流平台+头部制作公司”生产运营的新模式；构建全域广告营销、定制综艺等个性化服务，持续赋能高价值 IP，打造“IP+明星+头部 KOL+综艺”全新直播带货模式。公司以内容为核心，围绕互联网视频平台进行多渠道变现，融合全产业链价值凸显。

表2： 芒果 TV2020 招商资源推介会公布综艺汇总

序号	名称	嘉宾	题材
1	明星大侦探 5	何炅、撒贝宁、白敬亭、井柏然、 刘昊然、张若昀等	明星推理悬疑
2	妻子的浪漫旅行 3	杜江、霍思燕、杨千嬅、丁子高、 凌潇肃、唐一菲、谢娜等	夫妻观察治愈
3	你怎么这么好看 2	昆凌、吴昕等	女性治愈系真人秀
4	奇妙小森林	谢娜等	萌娃自然教育治愈
5	女人的秘密花园	薇娅+12 位顶流明星	综艺直播
6	全职高考	4 位青年偶像+高三学生	教育纪实
7	青春合唱团	30+女明星	音乐类养成
8	我们的乐队	谢霆锋、萧敬腾、邓紫棋、林俊杰 、王嘉尔、陈嘉桦等	音乐竞演
9	朋友请听好	何炅、谢娜等	治愈电台
10	小葱秀	王思聪、叫兽易小星、沈南+新生代 流量偶像	脱口秀
11	节奏演说家	4 位明星流量+4 位一线 rapper	说唱艺人纪实+赛事真人秀
12	小小的追球	黄子韬、周冬雨、尹正、王彦霖	先锋青年实验旅行
13	密室大逃脱 2	6 位常驻嘉宾+飞行嘉宾	实景解密体验
14	头号嫌疑人	—	《明侦》衍生微剧
15	名侦探学院	—	《明侦》衍生节目
16	明星大侦探 6	—	明星推理悬疑

序号	名称	嘉宾	题材
17	妻子的浪漫旅行 4	—	夫妻观察治愈
18	野生厨房 3	—	野生料理纪实
19	女儿们的恋爱 3	—	代际情感观察
20	童言有计 3	—	成长智育观察脱口秀
21	新生日记 2	—	孕期生活观察
22	哎呀！好身材 2	—	明星健身挑战观察
23	我最爱的女人们 2	—	明星旅行真人秀
24	一路成年 2	—	父子关系观察类远行真人秀
25	跟着老板去团建	—	职场外出观察
26	乘风破浪的姐姐们	—	女团养成
27	婚前 21 天	—	明星婚礼纪实真人秀
28	初次见面的父母	—	—
29	萌运会	—	—
30	谁来帮帮我	—	—

资料来源：公司官网、芒果 TV2020 招商资源推介会、新时代证券研究所

表3： 芒果 TV2020 招商资源推介会公布剧集汇总

序号	剧名	主演	题材
1	隐秘而伟大	李易峰、金晨	年代谍战
2	秋蝉	任嘉伦、李曼	年代谍战
3	如果岁月可回头	靳东、蒋欣	都市情感
4	初晨，是我故意忘记你	白敬亭、孙怡	都市爱情
5	爱我，你敢吗	韩庚、王晓晨	都市情感
6	下一站是幸福	宋茜、宋威龙	都市爱情
7	热血传奇	黄子销、易烊千玺	民国青春
8	蜗牛与黄鹂鸟	林允、张新成	都市爱情
9	掌中之物	蔡文静、彭冠英	都市刑侦
10	奈何 boss 又如何	宣璐、赵志伟	甜宠爱情
11	海上繁花	窦骁、李沁	都市爱情
12	锦衣之下	任嘉伦、谭松韵	古装探案
13	以家人之名	宋威龙、谭松韵	青春成长治愈
14	暗恋橘生淮南	胡一天、胡冰卿	青春校园
15	三千鸦杀	赵露思、郑业成	仙侠玄幻
16	我有特殊沟通技巧	范世琦、罗予彤	软科幻悬疑爱情
17	拜托拜托请爱我	张雨剑、许晓诺	甜宠偶像
18	亲爱的戎装	黄景瑜	偶像军旅励志
19	尚食	许凯、白鹿	古装女性励志
20	拾光的秘密	赵奕钦	青春励志
21	起跑线		都市现实教育
22	刀上糖，心上霜	—	青春爱情梦幻
23	六爻	—	耽改
24	地球上线	—	耽改
25	我和我们在一起	—	都市女性群像
26	喜欢的少年是你	—	电竞
27	少年巴比伦	—	时代青春励志

序号	剧名	主演	题材
28	都是好时光	—	温情励志
29	我的妄想症男友	—	甜宠言情
30	八零 90	—	温情励志
31	我们从结婚开始恋爱	—	都市婚恋
32	韫色过浓	—	都市爱情

资料来源：公司官网、芒果 TV2020 招商资源推介会、新时代证券研究所

5、 投资建议：可长期持有的国有流媒体生态综合平台

看好公司持续推出精品综艺和剧集能力，公司充分发挥可持续内容制作优势和全产业链协同优势，会员业务、广告业务、运营商业务稳健增长，围绕精品内容开展新业态为公司带来新增量。预计 2020/2021/2022 年净利润预测分别为 16.5/21.1/25.8 亿元，同比增长 43%/28%/22%，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 72.0/56.4/46.2 倍。维持“强烈推荐”评级。

表4： 公司估值对比

证券代码	股票名称	市值（亿元）	EPS				PE				PB
			TTM	2019A	2020E	2021E	TTM	2019A	2020E	2021E	
300413.SZ	芒果超媒*	1191.07	0.82	0.65	0.93	1.19	81.80	102.92	71.94	56.22	12.27
IQ.O	爱奇艺	1102.91	-0.29	-2.02	-1.82	-1.07	-518.39	-74.42	-82.60	-140.50	18.71
BILI.O	哔哩哔哩	1053.76	-0.81	-3.99	-6.17	-3.73	-396.49	-80.49	-52.05	-86.10	12.22
0700.HK	腾讯控股	43157.25	10.85	9.64	12.30	15.14	43.02	46.72	36.62	29.75	2.11

资料来源：wind，新时代证券研究所（带*为新时代传媒行业覆盖标的，其余公司采用 wind 一致预期，股价为 2020 年 9 月 7 日收盘价）

6、 风险提示

内容合规风险、人才流失、新项目及用户付费不及预期等风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**8665**	**11728**	**9722**	**17275**	**16374**
现金	2526	5064	0	6692	2913
应收票据及应收账款合计	1434	3092	2820	4611	4252
其他应收款	76	36	110	74	146
预付账款	2010	1128	2971	2181	3964
存货	2215	1916	3330	3227	4608
其他流动资产	404	491	491	491	491
非流动资产	**3446**	**5350**	**5314**	**5237**	**5109**
长期投资	216	210	200	189	179
固定资产	207	181	264	332	370
无形资产	2856	4889	4784	4661	4517
其他非流动资产	167	70	65	54	43
资产总计	**12111**	**17078**	**15036**	**22512**	**21483**
流动负债	**6179**	**7936**	**4416**	**9864**	**6341**
短期借款	196	350	1047	311	292
应付票据及应付账款合计	3630	5374	0	6365	1712
其他流动负债	2354	2211	3368	3187	4337
非流动负债	**258**	**323**	**323**	**323**	**323**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	258	323	323	323	323
负债合计	**6437**	**8258**	**4738**	**10187**	**6664**
少数股东权益	35	36	38	40	43
股本	990	1780	1780	1780	1780
资本公积	3641	4839	4839	4839	4839
留存收益	1008	2165	3582	5418	7673
归属母公司股东权益	5639	8784	10260	12285	14776
负债和股东权益	**12111**	**17078**	**15036**	**22512**	**21483**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**-377**	**293**	**-4484**	**8780**	**-2226**
净利润	928	1158	1656	2114	2582
折旧摊销	2260	3771	1121	1351	1623
财务费用	-24	-37	19	4	-38
投资损失	-31	-6	-16	-12	-13
营运资金变动	-509	940	-7265	5323	-6382
其他经营现金流	-3000	-5532	1	1	1
投资活动现金流	**1074**	**109**	**-1070**	**-1262**	**-1483**
资本支出	32	156	-26	-67	-118
长期投资	-200	64	10	11	11
其他投资现金流	906	329	-1085	-1318	-1590
筹资活动现金流	**-121**	**2125**	**-284**	**-52**	**-70**
短期借款	160	154	-77	38	-19
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	589	790	0	0	0
资本公积增加	2963	1198	0	0	0
其他筹资现金流	-3833	-17	-207	-91	-51
现金净增加额	**577**	**2526**	**-5838**	**7466**	**-3779**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**9661**	**12501**	**16327**	**20522**	**24478**
营业成本	6083	8285	10521	13149	15712
营业税金及附加	98	96	139	169	204
营业费用	1801	2141	2892	3636	4330
管理费用	462	610	762	976	1162
研发费用	221	239	313	393	469
财务费用	-24	-37	19	4	-38
资产减值损失	104	-1	49	82	49
公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	-1
其他收益	30	59	40	45	46
投资净收益	31	6	16	12	13
营业利润	**977**	**1178**	**1687**	**2169**	**2647**
营业外收入	15	26	20	10	10
营业外支出	45	26	15	18	21
利润总额	**947**	**1178**	**1692**	**2161**	**2636**
所得税	19	20	36	47	54
净利润	**928**	**1158**	**1656**	**2114**	**2582**
少数股东损益	62	1	2	2	3
归属母公司净利润	**866**	**1156**	**1654**	**2112**	**2579**
EBITDA	3143	4817	2779	3452	4134
EPS（元）	0.49	0.65	0.93	1.19	1.45

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	223.8	29.4	30.6	25.7	19.3
营业利润(%)	1473.2	20.5	43.3	28.5	22.1
归属于母公司净利润(%)	1093.3	33.6	43.1	27.6	22.2
获利能力					
毛利率(%)	37.0	33.7	35.6	35.9	35.8
净利率(%)	9.0	9.2	10.1	10.3	10.5
ROE(%)	16.3	13.1	16.1	17.2	17.4
ROIC(%)	26.7	24.7	14.2	34.2	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	53.1	48.4	31.5	45.3	31.0
净负债比率(%)	-36.7	-49.8	13.2	-49.3	-15.6
流动比率	1.4	1.5	2.2	1.8	2.6
速动比率	0.7	1.0	0.7	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	11.7	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	3.1	1.8	4.3	4.1	3.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.93	1.19	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	3.35	-2.52	4.93	-1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.76	6.90	8.30
估值比率					
P/E	137.6	103.0	72.0	56.4	46.2
P/B	21.1	13.6	11.6	9.7	8.1
EV/EBITDA	37.2	23.8	43.4	32.8	28.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017 年加入新时代证券，传媒互联网行业组长。5 年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员、投资经理等岗位。2018 年东方财富&Choice · 中国最佳分析师传媒行业第一名；2019 年每市组合传媒行业第三名。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/