芒果超媒（300413.SZ）

2020 年 08 月 26 日

会员收入大增，稳固自制内容壁垒，拓宽生态护城河

——公司信息更新报告

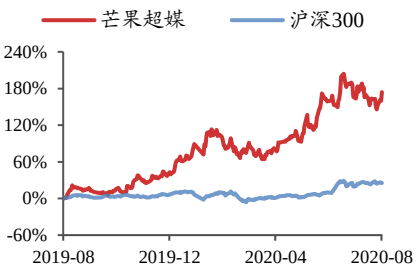
方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

余倩莹（联系人）
yuqianying@kysec.cn
证书编号：S0790120040010

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/26
当前股价(元)	66.50
一年最高最低(元)	76.47/25.35
总市值(亿元)	1,183.95
流通市值(亿元)	619.35
总股本(亿股)	17.80
流通股本(亿股)	9.31
近 3 个月换手率(%)	75.81

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-中报业绩预告超预期，精品内容或继续助力高增长》-2020.7.11

《公司深度报告-“大芒计划”升级 2.0，引领综艺营销、内容制作和艺人经纪新趋势》-2020.7.7

《公司深度报告-《乘风破浪的姐姐》开启芒果“乘风破浪”新篇章》-2020.6.14

● 2020 年半年报符合预期，会员收入及会员数大增，维持“买入”评级

公司公布 2020 年半年报，2020H1 实现营业收入 57.74 亿元（+5%）；实现归母净利润 11.03 亿元（+37%）；实现扣非归母净利润 9.75 亿元（+24%）。会员业务实现营业收入 14.18 亿元（+80%），有效会员数达 2766 万，较年初增长 51%，主要系《下一站是幸福》《锦衣之下》《乘风破浪的姐姐》等精品内容驱动用户付费所致；广告业务实现营业收入 17.98 亿元（+6%），增速放缓主要系 Q1 疫情影响调整内容编排策略所致，Q2 环比增长 32%；运营商业务实现营业收入 7.29 亿元（+29%），主要系加大线上教育和生活服务等业务布局发展提速所致。我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式，公司业绩有望实现高增长。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 16.83/20.32/24.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.95/1.14/1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 70/58/49 倍，维持“买入”评级。

● 控费效果显著，费用率下降致净利率上升，广告宣传减少致销售费用率下降

公司 2020H1 毛利率为 36.59%（-4.19pcts），净利率为 19.11%（+4.51pcts）。其中，互联网视频业务毛利率为 39.60%（-3.96pcts）；新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率为 35.99%（-2.07pcts）；媒体零售业务毛利率为 23.79%（-9.15pcts）。销售费用率为 14.13%（-4.12pcts），主要系广告宣传费用减少所致；管理费用率为 4.64%（-0.28pcts）；财务费用率为-0.49%（-0.37pcts）。

● 剧集发力接力精品综艺，稳固内容自制壁垒，拓宽芒果生态护城河

公司储备有《亲爱的自己》、《了不起的儿科医生》、《暗恋橘生淮南》、《掌中之物》等优质剧集和《超级学徒》、《明星大侦探 6》、《披荆斩棘的哥哥》、《花儿与少年之姐姐的爱乐之程》等精品综艺。我们认为，公司剧集产能持续放量，有望接力精品综艺，实现内容出圈，推动会员数持续较快增长并提升 ARPPU；有望通过场景化内容营销模式为广告主创造超额价值；有望通过“大芒计划 2.0”实现“IP+KOL+品牌”催化反应，公司业绩持续增长空间仍较大。

● 风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

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	16,531	19,648	23,146
YOY(%)	223.8	29.4	32.2	18.8	17.8
归母净利润(百万元)	866	1,156	1,683	2,032	2,422
YOY(%)	1093.3	33.6	45.6	20.7	19.2
毛利率(%)	37.0	33.7	35.8	36.5	37.1
净利率(%)	9.0	9.2	10.2	10.3	10.5
ROE(%)	16.3	13.1	16.3	15.2	15.4
EPS(摊薄/元)	0.49	0.65	0.95	1.14	1.36
P/E(倍)	136.8	102.4	70.3	58.3	48.9
P/B(倍)	21.0	13.5	11.5	8.9	7.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	17456	22365	28629
现金	2526	5064	8860	15337	19121
应收票据及应收账款	1434	3092	2894	4221	4160
其他应收款	76	36	112	64	144
预付账款	2010	1128	3022	1910	3900
存货	2215	1916	3377	2842	4413
其他流动资产	404	491	-809	-2009	-3109
非流动资产	3446	5350	5192	4604	3637
长期投资	216	210	200	190	180
固定资产	207	181	270	309	339
无形资产	2856	4889	5657	6052	6076
其他非流动资产	167	70	-935	-1947	-2957
资产总计	12111	17078	22648	26969	32266
流动负债	6179	7936	9927	10644	12966
短期借款	196	350	350	350	350
应付票据及应付账款	3630	5374	6164	7393	8420
其他流动负债	2354	2211	3414	2901	4197
非流动负债	258	323	394	464	514
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	258	323	394	464	514
负债合计	6437	8258	10321	11108	13481
少数股东权益	35	36	38	40	43
股本	990	1780	2280	3280	3280
资本公积	3641	4839	6339	6839	7339
留存收益	923	2080	3382	4954	6827
归属母公司股东权益	5639	8784	10289	13321	15743
负债和股东权益	12111	17078	20648	24469	29266

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-377	293	1702	4624	2932
净利润	928	1158	1685	2034	2424
折旧摊销	2260	3771	1316	1704	2091
财务费用	-24	-37	-63	-194	-321
投资损失	-31	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-509	940	-1231	1085	-1257
其他经营现金流	-3000	-5532	1	1	1
投资活动现金流	1074	109	147	89	-18
资本支出	32	156	852	422	43
长期投资	-200	64	10	10	10
其他投资现金流	906	329	1009	521	35
筹资活动现金流	-121	2125	1946	1764	871
短期借款	160	154	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	589	790	500	1000	0
资本公积增加	2963	1198	1500	500	500
其他筹资现金流	-3833	-17	-54	264	371
现金净增加额	577	2526	3795	6477	3785

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9661	12501	16531	19648	23146
营业成本	6083	8285	10616	12473	14549
营业税金及附加	98	96	132	167	220
营业费用	1801	2141	2926	3664	4386
管理费用	462	610	865	1061	1366
研发费用	221	239	347	413	486
财务费用	-24	-37	-63	-194	-321
资产减值损失	104	-1	-1	-1	-1
其他收益	30	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	-1
投资净收益	31	6	6	6	6
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	977	1178	1714	2069	2467
营业外收入	15	26	26	26	26
营业外支出	45	26	26	26	26
利润总额	947	1178	1714	2069	2466
所得税	19	20	29	35	42
净利润	928	1158	1685	2034	2424
少数股东损益	62	1	2	2	3
归母净利润	866	1156	1683	2032	2422
EBITDA	3143	4817	2843	3432	4061
EPS(元)	0.49	0.65	0.95	1.14	1.36

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	223.8	29.4	32.2	18.8	17.8
营业利润(%)	1473.2	20.5	45.6	20.7	19.2
归属于母公司净利润(%)	1093.3	33.6	45.6	20.7	19.2
获利能力					
毛利率(%)	37.0	33.7	35.8	36.5	37.1
净利率(%)	9.0	9.2	10.2	10.3	10.5
ROE(%)	16.3	13.1	16.3	15.2	15.4
ROIC(%)	14.2	10.9	13.6	12.0	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.1	48.4	45.6	41.2	41.8
净负债比率(%)	-36.7	-49.8	-78.7	-108.8	-115.7
流动比率	1.4	1.5	1.8	2.1	2.2
速动比率	0.7	1.0	1.1	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
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	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.95	1.14	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.16	0.96	2.60	1.65
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.78	7.48	8.84
估值比率					
P/E	136.8	102.4	70.3	58.3	48.9
P/B	21.0	13.5	11.5	8.9	7.5
EV/EBITDA	47.6	30.6	51.0	40.7	33.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn