芒果超媒（300413）

优质内容驱动会员规模上台阶，利润率显著提升凸显成本控制能力

买入（维持）

2020 年 08 月 26 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,501	14,945	17,923	20,931
同比（%）	29.4%	19.6%	19.9%	16.8%
归母净利润（百万元）	1,156	1,745	1,984	2,359
同比（%）	33.6%	50.9%	13.7%	18.9%
每股收益（元/股）	0.65	0.98	1.11	1.33
P/E（倍）	102.39	67.84	59.67	50.18

投资要点

- **公司 2020H1 业绩符合此前预期。**实现营业收入 577,376.40 万元，同比增长 4.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 110,337.56 万元，同比增长 37.30%（预告区间为同比增长 29.42%-41.86%）；扣非后归属于上市公司股东的净利润 97,513.12 万元，同比增长 23.72%。非经常性损益主要系股权处置收益及增值税加计扣除。

- **优质内容驱动会员规模上台阶，芒果 TV 整体业绩及核心指标亮眼。**H1 芒果 TV 推出《下一站是幸福》《锦衣之下》《我才不要和你做朋友》《乘风破浪的姐姐》《朋友请听好》《明星大侦探》等多部热播剧集和综艺节目，推动有效会员及会员收入大幅提升，截止 6 月 30 日，芒果 TV 有效会员数达 2766 万，较年初增长 50.57%，较 2019 年年中增长 84.3%，会员收入 14.18 亿元，同比增长 80.40%；运营商业务加大线上教育和生活服务等业务布局发展提速，净利润增长 49.21%。快乐阳光上半年整体实现收入 42.83 亿元，同比增长 7.8%，增速受到广告业务增速的影响，但由于利润率有明显提升，上半年实现利润 10.01 亿元，同比增长 49.2%，已经超过 2019 年全年，我们预计全年业绩超盈利承诺能见度高。

- **Q2 广告较快环比改善，预计《姐姐》广告收入大部分将在 Q3 确认。**H1 广告收入 17.98 亿元，同比增长 5.83%，但 Q2 广告业务收入环比增长 32%改善明显。《姐姐》在 Q2 季末上线，招商数据刷新多项纪录，广告客户总数超 40 家，但预计收入大部分确认在 Q3。考虑到 H1 疫情影响，我们对广告业务表现依然满意，且 H2 有望增长继续改善。

- **销售费用同比大幅减少，利润率大幅提升。**利润率提升主要来自销售费用同比下滑，Q1/Q2 同比降幅为 15.13%/21.38%，主要是销售广告宣传费用同比有大幅减少，公司 Q2 净利率达上市以来最高水平，为 20.48%。

- **看好后续芒果 TV 剧集潜力释放，拉动新增长。**2019 年年中芒果 TV 自有+外部影视工作室 15 个，截止 2020 年年中，自有影视制作团队已达 12 个，战略合作工作室达 15 个，产能同比大幅提升。芒果 TV 剧集供给已从版权采购升级到 IP 全产业链合作生产新模式，报告期内开机剧集达 14 部，《江山如此多娇》《完美证据》《冰雨火》《青青子衿》《向阳而生》等多部影视剧正稳步推进。考虑到剧集对于流量及会员的拉动潜力，我们看好下一阶段公司在剧集领域发动新增长引擎。

- **维持“买入”评级。**预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 17.5/19.8/23.6 亿，其中 2020 年考虑了非经常性损益的影响，对应 PE 分别为 68/60/50 倍，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**行业政策变化，影视项目的不确定性，宏观经济下行。

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.50
一年最低/最高价	23.92/76.35
市净率(倍)	12.19
流通 A 股市值(百万元)	61935.29

基础数据

每股净资产(元)	5.45
资产负债率(%)	45.48
总股本(百万股)	1780.38
流通 A 股(百万股)	931.36

相关研究

1、《芒果超媒（300413）：《乘风破浪的姐姐》前瞻：选秀综艺工业化的极致实践，助力芒果 TV 平台破圈》2020-05-31

2、《芒果超媒（300413）：业绩符合预期，平台业务维持强劲增长》2020-04-26

3、《芒果超媒（300413）：2019 年收入超预期，视频业务整体增速亮眼》2020-03-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

芒果超媒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**11,728**	**13,919**	**18,043**	**20,978**
现金	5,064	5,520	8,588	9,750
应收账款	2,997	2,189	4,030	3,233
存货	1,916	2,958	2,874	3,934
其他流动资产	1,750	3,252	2,551	4,061
非流动资产	**5,350**	**5,275**	**5,172**	**5,031**
长期股权投资	210	200	190	180
固定资产	181	225	267	292
在建工程	0	0	0	0
无形资产	4,889	4,784	4,661	4,517
其他非流动资产	70	65	53	43
资产总计	**17,078**	**19,194**	**23,215**	**26,010**
流动负债	**7,936**	**8,482**	**10,695**	**11,306**
短期借款	350	350	350	350
应付账款	5,048	4,876	6,998	6,863
其他流动负债	2,537	3,257	3,347	4,093
非流动负债	**323**	**323**	**323**	**323**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	323	323	323	323
负债合计	**8,258**	**8,805**	**11,018**	**11,628**
少数股东权益	36	38	40	43
归属母公司股东权益	8,784	10,351	12,157	14,339
负债和股东权益	**17,078**	**19,194**	**23,215**	**26,010**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	293	1,520	4,419	2,704
投资活动现金流	109	-900	-1,229	-1,460
筹资活动现金流	2,125	-163	-123	-82
现金净增加额	2,526	456	3,067	1,162
折旧和摊销	3,771	1,117	1,342	1,610
资本开支	156	-65	-93	-130
营运资本变动	940	-1,178	1,156	-1,162

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**12,501**	**14,945**	**17,923**	**20,931**
减:营业成本	8,285	9,774	11,695	13,652
营业税金及附加	96	115	138	161
营业费用	2,141	2,391	2,868	3,349
管理费用	610	1,046	1,255	1,465
财务费用	-37	-25	-55	-96
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
加:投资净收益	6	72	5	5
其他收益	-1	70	5	5
营业利润	**1,178**	**1,786**	**2,034**	**2,410**
加:营业外净收支	0	-9	-13	-7
利润总额	**1,178**	**1,777**	**2,021**	**2,403**
减:所得税费用	20	30	34	41
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	**1,156**	**1,745**	**1,984**	**2,359**
EBIT	1,047	1,640	1,830	2,149
EBITDA	4,817	2,757	3,172	3,759

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.65	0.98	1.11	1.33
每股净资产(元)	4.93	5.81	6.83	8.05
发行在外股份(百万股)	1780	1780	1780	1780
ROIC(%)	10.9%	14.6%	14.0%	14.1%
ROE(%)	13.1%	16.8%	16.3%	16.4%
毛利率(%)	33.7%	34.6%	34.7%	34.8%
销售净利率(%)	9.2%	11.7%	11.1%	11.3%
资产负债率(%)	48.4%	45.9%	47.5%	44.7%
收入增长率(%)	29.4%	19.6%	19.9%	16.8%
净利润增长率(%)	33.6%	50.9%	13.7%	18.9%
P/E	102.39	67.84	59.67	50.18
P/B	13.48	11.44	9.74	8.26
EV/EBITDA	23.67	41.19	34.83	29.09

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn