芒果超媒（300413.SZ）

2020 年 06 月 14 日

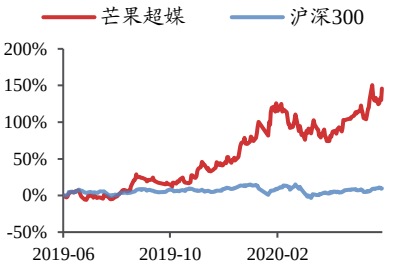
《乘风破浪的姐姐》开启芒果“乘风破浪”新篇章

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/6/12
当前股价(元)	56.39
一年最高最低(元)	58.07/25.35
总市值(亿元)	1,003.95
流通市值(亿元)	470.30
总股本(亿股)	17.80
流通股本(亿股)	8.34
近 3 个月换手率(%)	51.94

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-从马栏山到迪士尼，独特基因铸就“芒果生态”》-2020.5.15

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

● **《乘风破浪的姐姐》或再造综艺标杆，开启芒果“乘风破浪”新篇章**

公司通过建立 IP 矩阵生产线，成功实现综艺制作工业化，2020Q1 已播综艺《妻子的浪漫旅行第三季》《明星大侦探第五季》《朋友请听好》等播放量及口碑双丰收，未播先火的综艺《乘风破浪的姐姐》如期上线，已展现超 S 级综艺实力，或成综艺新标杆，待播综艺《密室大逃脱第二季》《明星大侦探第六季》等值得期待。我们看好公司突出的内容制作能力，爆款综艺制作逻辑有望不断复制且延伸至剧集。我们维持公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 15.30/18.46/21.99 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.86/1.04/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 66/54/46 倍，维持“买入”评级。

● **《乘风破浪的姐姐》火爆背后的密码：女团创新模式、匠心制作与立体营销**

《乘风破浪的姐姐》为芒果 TV 自制逆龄女团成长综艺节目，于 6 月 12 日上线，首期播放量及评分亮眼。题材内容方面，首创姐姐成团形式，姐姐辈艺人话题性十足；制作推广方面，制作团队经验丰富，匠心制作，多维度预热；立体营销方面，与其他自制节目积极联动，且综艺带货大有可为。我们认为，节目紧跟独立女性潮流，或能够引起更高年龄层次用户的情感共鸣，扩大芒果 TV 的用户群；而姐姐们带货实力超群，或与“大芒计划”产生催化反映，引领综艺带货新模式。

● **《乘风破浪的姐姐》有望成为公司会员及广告收入增长的助推器**

节目由王牌制作人和实力派嘉宾背书，头部综艺独播叠加会员抢先看的模式，或成为“拉新神器”，驱动会员数量及收入高速增长。我们基于 MAU、付费会员/MAU 及 ARPPU 的假设对会员收入进行预测，中性预测下 2020 年会员收入或达 27.93 亿元。节目的赞助品牌数量高达 13 个，我们基于不同级别赞助价格的假设对节目广告收入进行预测，中性预测下单一节目或贡献赞助广告收入 4.55 亿元。

● **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	15,021	17,863	21,080
YOY(%)	16.8	29.4	20.2	18.9	18.0
归母净利润(百万元)	866	1,156	1,530	1,846	2,199
YOY(%)	21.0	33.6	32.3	20.7	19.1
毛利率(%)	37.0	33.7	35.3	36.1	36.7
净利率(%)	9.0	9.2	10.2	10.3	10.4
ROE(%)	16.3	13.1	15.1	14.2	14.5
EPS(摊薄/元)	0.49	0.65	0.86	1.04	1.24
P/E(倍)	116.0	86.8	65.6	54.4	45.7
P/B(倍)	17.8	11.4	9.9	7.7	6.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 已播综艺表现优秀，待播综艺值得期待 3
2、 解码《乘风破浪的姐姐》火爆密码：创新女团模式+匠心制作+立体营销 5
2.1、 题材内容：首创姐姐成团形式，姐姐辈艺人话题十足 6
2.2、 制作推广：制作团队经验丰富，匠心制作，多维度预热 8
2.3、 立体营销：与其他自制节目积极联动，综艺带货大有可为 9
3、 《乘风破浪的姐姐》有望成为会员及广告收入增长的助推器 11
4、 风险提示 13
附：财务预测摘要 14

图表目录

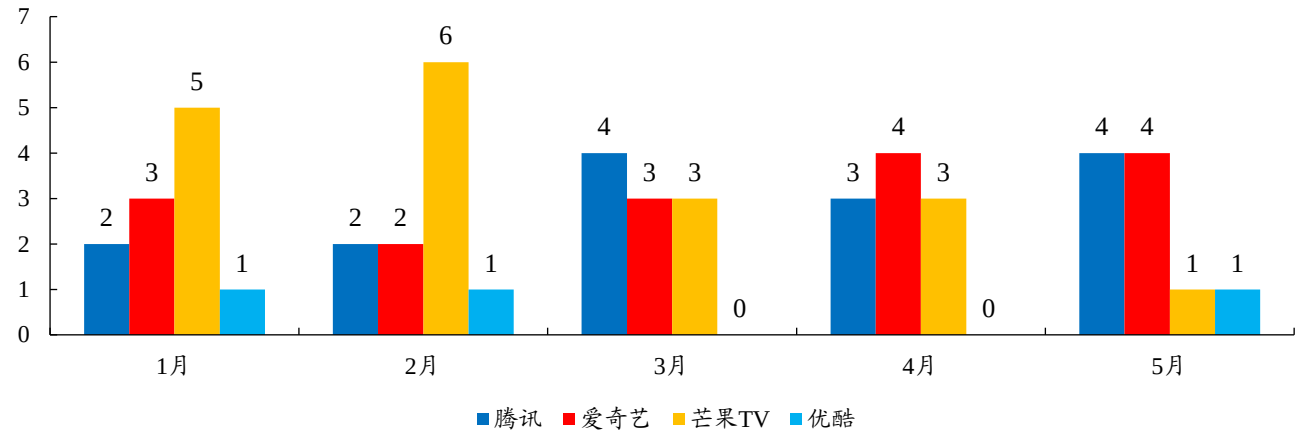
图 1： 在 2020 年 1 月-5 月艺恩月度网络综艺播映指数 Top10 排行榜中，芒果 TV 的综艺分别上榜 5 部、6 部、3 部、3 部和 1 部 3
图 2： 《乘风破浪的姐姐》定位为“30+姐姐天团挑战梦想舞台” 6
图 3： 《乘风破浪的姐姐》吻合如今独立女性的价值观 6
图 4： 《乘风破浪的姐姐》或能够引起 30+年龄层次用户的情感共鸣 7
图 5： 《乘风破浪的姐姐》紧跟独立女性潮流 7
图 6： 姐姐辈艺人个性独立张扬（伊能静） 8
图 7： 姐姐辈艺人个性独立张扬（宁静） 8
图 8： #乘风破浪的姐姐#话题在抖音的播放量和视频数快速提升 9
图 9： 头部公众号积极参与节目话题讨论 9
图 10： 《乘风破浪的姐姐》选手王丽坤参加《定义》访谈 10
图 11： 《乘风破浪的姐姐》选手张含韵参加《定义》访谈 10
图 12： 吴昕为淘系家电 3C 带货影响力第一名（2020.06） 11
图 13： 沈梦辰的淘系带货高频词云集中于美容、护肤领域（2020.06） 11
图 14： 芒果 TV 或将实现“IP+KOL+品牌”催化反应 11
图 15： 2014 年以来头部内容带动芒果 TV MAU 高速增长 12
图 16： 2019 年以来芒果 TV MAU 同比增速远超爱奇艺、腾讯视频及优酷 12

表 1： 芒果 TV 已播综艺播放量及口碑表现优秀，待播综艺值得期待 3
表 2： 《乘风破浪的姐姐》已多次登上微博热搜 6
表 3： 姐姐辈艺人自带人气基础，唱跳实力一流 7
表 4： 《乘风破浪的姐姐》制作团队经验丰富，导师增加看点，有望成为超 S 级综艺 8
表 5： “明星+动态”成为节目引流造势方式，屡屡登上微博热搜 9
表 6： 《乘风破浪的姐姐》成员商业带货排名（2020.06） 10
表 7： 中性假设下，2020 年会员收入或达 27.93 亿元 12
表 8： 《乘风破浪的姐姐》赞助品牌阵容强大 13
表 9： 中性假设下，《乘风破浪的姐姐》的赞助广告收入或达 4.55 亿元 13

1、 已播综艺表现优秀，待播综艺值得期待

我们对于芒果 TV2020 年的已播综艺和预计上线综艺进行了统计，2020 年已播综艺中《妻子的浪漫旅行第三季》《明星大侦探第五季》《朋友请听好》等播放量及口碑表现优秀。根据艺恩数据，在 2020 年 1-5 月艺恩月度网络综艺播映指数 Top10 排行榜中，芒果 TV 的综艺分别上榜 5 部、6 部、3 部、3 部和 1 部，自制综艺实力卓群。

图1：在 2020 年 1 月-5 月艺恩月度网络综艺播映指数 Top10 排行榜中，芒果 TV 的综艺分别上榜 5 部、6 部、3 部、3 部和 1 部



数据来源：艺恩数据、开源证券研究所

未播先火的《乘风破浪的姐姐》于 6 月 12 日如期上线，上线即展现超 S 级综艺潜质，有望驱动会员及广告收入高增长。待播综艺中的《密室大逃脱第二季》《明星大侦探第六季》等作为 N 代综艺，已沉淀为综艺 IP，上线后播放量和口碑值得期待，有望持续驱动会员及广告收入增长。

表1：芒果 TV 已播综艺播放量及口碑表现优秀，待播综艺值得期待

时间	综艺	上线时间	播放平台	播出时间	题材类型	累计播放量（亿）或微博话题讨论	豆瓣评分
Q1 已上线	嗨唱转起来	2019/10/18	湖南卫视+芒果 TV	2019/10/18 至 2020/1/3	全民音乐综艺互动秀节目	7.04	5.3
	妻子的浪漫旅行 第三季	2019/11/6	芒果 TV+爱奇艺	2019/11/6 至 2020/1/22	夫妻观察治愈节目	28.42	7.0
	明星大侦探 第五季	2019/11/8	芒果 TV	2019/11/1 至 2020/2/14	自制明星推理真人秀	46.46	8.5
	小小的追球	2019/11/26	芒果 TV	2019/11/26 至 2020/2/26	先锋试验旅行真人秀	17.3	8.8
	你怎么这么好看	2019/12/19	芒果 TV	2019/12/19 至 2020/3/6	治愈系生活真人秀	7.56	2.2
	声临其境 第三季	2019/12/28	湖南卫视+芒果 TV	2019/12/28 至 2020/4/11	原创声音魅力竞演秀	8.34	6.7
	快乐大本营 2020	2020/1/4	湖南卫视+芒果 TV	2020/1/4 至今	嘉宾访谈游戏秀	19.11	7.2
	天天向上 2020	2020/1/5	湖南卫视+芒果	2020/1/5 至今	大型礼仪公德文化脱口	2.82	8.2

			TV		秀		
	甜蜜的任务 2020	2020/1/13	芒果 TV	2020/1/13 至今	明星访谈网综艺节目	1.22	暂无
	我家那闺女 第二季	2020/1/23	湖南卫视+芒果 TV+腾讯视频	2020/1/23 至 5/1	中国亲情观察成长励志节目	15.44	6.0
	歌手 当打之年	2020/2/7	湖南卫视+芒果 TV+腾讯视频+爱奇艺+优酷	2020/2/7 至 4/24	音乐竞技节目	15.48	4.9
	朋友请听好	2020/2/19	湖南卫视+芒果 TV	2020/2/19 至 5/27	原创声音互动陪伴真人秀	27.92	8.5
	爱上幼儿园 第五季	2020/2/20	金鹰卡通卫视+芒果 TV	2020/2/20 至 4/25	大型原创宝贝成长观察秀	0.15	暂无
	OMG 玩美咖 2020	2020/2/18	芒果 TV	2020/2/18 至今	明星国际时尚生活节目	0.05	暂无
	喵喵请听好	2020/2/29	芒果 TV	2020/2/29 至 5/30	《朋友请听好》的会员衍生节目	0.43	暂无
	朋友请直播	2020/3/1	芒果 TV	2020/3/1 至 5/31	《朋友请听好》的会员衍生节目	0.43	暂无
	婚前 21 天	2020/3/10	芒果 TV	2020/3/17 至今	备婚生活记录真人秀	9.56	6.4
	我们的乐队	2020/3/14	江苏卫视+芒果 TV	2020/3/14 至今	聚焦乐队自然成长音乐真人秀	13.51	6.6
	周游记	2020/3/21	浙江卫视+芒果 TV+中国蓝 TV+Netflix	2020/3/21 至今	新型全球户外生活文化实境秀	6.16	6.9
	少年说 第五季	2020/3/24	湖南卫视+芒果 TV	2020/3/22 至 5/12	中国新一代青少年健康成长心理释放表述节目	0.01	暂无
Q2 已上线及预计播出	一键倾心	2020/4/15	湖南卫视+芒果 TV	2020/4/15 至今	原创情感类跨屏社交节目	0.15	暂无
	明星大侦探之名侦探学院 第二季	2020/4/16	芒果 TV	2020/4/9 至今	益智成长真人秀	5.01	9.3
	巧手神探	2020/4/18	湖南卫视+芒果 TV+腾讯视频+爱奇艺	2020/4/18 至今	手工竞技真人秀	3.69	7.5
	疯狂的麦咭 第七季	2020/4/24	金鹰卡通卫视+芒果 TV+麦咭 TV	2020/4/24 至今	大型明星亲子益智历险闯关真人秀	0.17	暂无
	来自手机的你	2020/4/26	芒果 TV+腾讯视频	2020/4/26 至今	访谈、时尚、生活	5.91	7.0
	天天兄弟 营业中	2020/5/1	芒果 TV	2020/5/1 至今	真人秀	0.12	暂无
	超能说学院	2020/5/2	芒果 TV	2020/5/2 至今	儿童语言训练和游戏竞技节目	0.02	暂无
	青春万岁——五四接力大直播	2020/5/3	湖南卫视+芒果 TV+腾讯视频	2020/5/3	2020 湖南卫视五四晚会	0.76	暂无
	向往的生活 第四季	2020/5/8	湖南卫视+芒果 TV	2020/5/8 至今	生活服务纪实节目	7.81	7.5
	笑起来真好看	2020/5/8	湖南卫视+芒果	2020/5/8 至今	脱口秀	3.42	3.4

			TV+腾讯视频+爱奇艺				
	定义	2020/5/8	芒果 TV	2020/5/8 至今	真人秀	0.20	暂无
	亲爱的请放松	2020/5/18	芒果 TV	2020/5/18 至今	明星访谈类真人秀	1.01	暂无
	鲜厨 100	2020/5/21	湖南卫视+芒果 TV	2020/5/21 至今	美食少年先锋成长试炼记节目	0.77	暂无
	婆婆和妈妈	2020/5/23	北京卫视+芒果 TV	2020/5/23 至今	家庭代际和谐促进真人秀	2.24	暂无
	新鲜陪伴记	2020/5/28	芒果 TV	2020/5/28 至今	明星爸妈纪实类真人秀	0.16	暂无
	奇妙小森林	2020/5/30	芒果 TV	2020/5/30 至今	自然治愈真人秀	1.30	暂无
	妻子的浪漫旅行 第四季	2020/6/6	芒果 TV	2020/6/6 至今	夫妻观察治愈节目	2.70	暂无
	说唱听我的	2020/6/7	芒果 TV	2020/6/7 至今	说唱音乐综艺	0.99	暂无
	乘风破浪的姐姐	2020/6/12	芒果 TV	2020/6/12 至今	女团成长综艺节目	1.40	8.6
	密室大逃脱 第二季	原定档 2020/6/5，目前延期	芒果 TV	未开播	实景解密体验秀	微博话题 3554.5 万讨论	暂无
Q3 预计播出	女儿们的恋爱 第三季	未上线	芒果 TV	未开播	情感观察真人秀	——	——
	童言有计 第三季	未上线	芒果 TV	未开播	成长智育观察类型脱口秀	——	——
	新生日记 第二季	未上线	芒果 TV	未开播	孕期生活观察类真人秀	——	——
	哎呀好身材 第二季	未上线	芒果 TV+咪咕视频	未开播	减肥生活观察真人秀	——	——
	一路成年 第二季	未上线	芒果 TV	未开播	代际成长青春励志真人秀	——	——
Q4 预计播出	青春合唱团	未上线	芒果 TV	未开播	音乐类养成真人秀	——	——
	明星大侦探 第六季	未上线	芒果 TV	未开播	自制明星推理真人秀	——	——
	野生厨房 第三季	未上线	芒果 TV	未开播	美食探寻真人秀	——	——
未定档	你怎么这么好看 2	未上线	芒果 TV	未开播	治愈系生活真人秀	——	——
	全职高考	未上线	芒果 TV	未开播	教育纪实	——	——
	跟着老板去团建	未上线	芒果 TV	未开播	职场外出观察	——	——

资料来源：芒果 TV、微博、艺恩数据、豆瓣、开源证券研究所（播放量、微博话题讨论及豆瓣评分截至 2020 年 6 月 13 日 10：00）

2、 解码《乘风破浪的姐姐》火爆密码：创新女团模式+匠心制作+立体营销

定义“女团+真人秀”综艺新形式，《乘风破浪的姐姐》话题热度持续上升。《乘风破浪的姐姐》是芒果 TV 自制逆龄女团成长综艺节目，30 位姐姐辈女艺人将通过合宿生活与舞台竞演，最终选拔出 5 位成员“破龄成团”。作为芒果 TV 的王牌自制节目，《乘风破浪的姐姐》已多次登上微博热搜，话题热度持续上升。根据微博数据，截至 2020 年 6 月 14 日 0:00，#乘风破浪的姐姐#微博话题讨论量达 273.5 万，阅读量达 56.7 亿。根据艺恩数据，截至 2020 年 6 月 14 日 00:00，《乘风破浪的姐姐》播放次数达 1.4 亿次。根据豆瓣，截至 2020 年 6 月 14 日 00:00，《乘风破浪的姐姐》豆瓣

评分为 8.6 分。

表2：《乘风破浪的姐姐》已多次登上微博热搜

最高排名	标题	热度	最后上榜
4	乘风破浪的姐姐全体阵容	2107984	2020/6/5
4	乘风破浪的姐姐第四组阵容	2347001	2020/6/5
10	张艺兴为乘风破浪的姐姐打 call	761198	2020/6/4
2	乘风破浪的姐姐第三组阵容	2669474	2020/6/4
3	乘风破浪的姐姐下班照	2663977	2020/6/1
7	乘风破浪的姐姐官宣文案	1364301	2020/6/1
3	乘风破浪的姐姐有多累	2725896	2020/5/12
17	吕一想参加乘风破浪的姐姐	639748	2020/5/10
1	白百何方否认参加乘风破浪的姐姐	4348571	2020/5/9
5	乘风破浪的姐姐跳舞路透	1913221	2020/5/9
4	白百何刘敏涛刘心悠乘风破浪的姐姐	3869679	2020/5/9
6	乘风破浪的姐姐们	1286289	2020/5/6
2	乘风破浪的姐姐	2612075	2020/5/5

数据来源：知微数据、开源证券研究所

2.1、 题材内容：首创姐姐成团形式，姐姐辈艺人话题十足

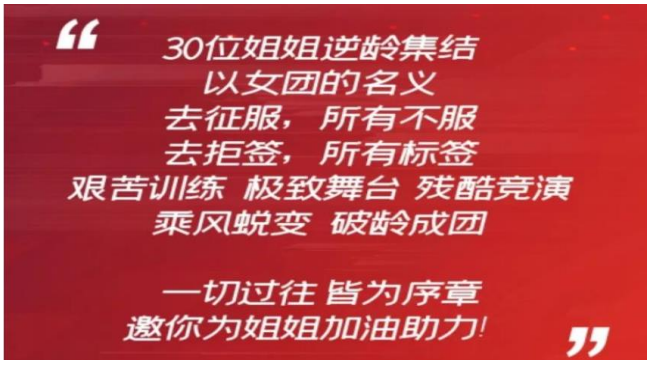
《乘风破浪的姐姐》创新性体现在首创姐姐成团形式，紧跟独立女性潮流，或扩大芒果 TV 用户群。芒果 TV 招商会上将《乘风破浪的姐姐》定位为“30+姐姐天团挑战梦想舞台”，使用人气题材女团选秀，同时吻合如今独立女性的价值观，迎合“大女主”趋势，并延续芒果 TV“天生青春”主张。姐姐辈艺人在节目中走出舒适区成为练习生，展现逆龄奋斗的追梦历程，能够打破对偶像工业和中年女星的刻板印象，并能够改善观众的审美疲劳，激励观众勇敢追梦。而 30+的姐姐辈艺人，在家庭和工作之余为梦奋斗，或能够引起更高年龄层次用户的情感共鸣，扩大芒果 TV 原本以年轻女性为主的用户群。

图2：《乘风破浪的姐姐》定位为“30+姐姐天团挑战梦想舞台”



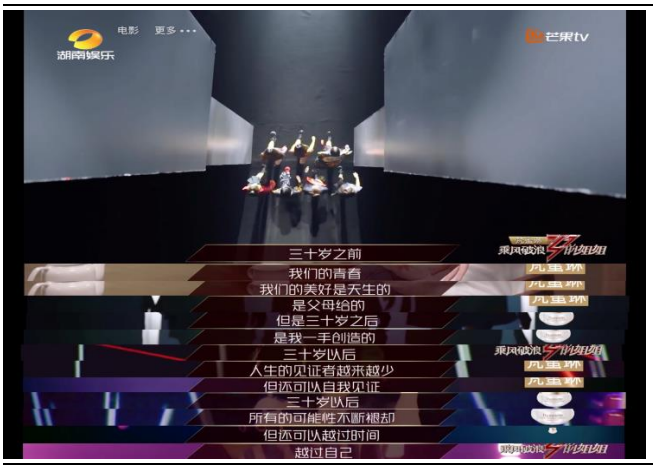
资料来源：《乘风破浪的姐姐》官方微博

图3：《乘风破浪的姐姐》吻合如今独立女性的价值观



资料来源：《乘风破浪的姐姐》官方微博

图4：《乘风破浪的姐姐》或能够引起 30+年龄层次用户的情感共鸣



资料来源：芒果 TV

图5：《乘风破浪的姐姐》紧跟独立女性潮流



资料来源：芒果 TV

姐姐辈艺人自带人气基础，话题性十足。参加《乘风破浪的姐姐》的选手皆为年龄 30+的人气女星，自带粉丝基础，女星之间频繁互动更易引起话题讨论。而且，不同于《青春有你 2》和《创造营 2020》的年轻女孩，姐姐辈艺人在各个领域各有建树，个性更为独立张扬，节目形式将更偏向于彰显姐姐们个性与实力的真人秀而非套路化的团综，姐姐集聚更易碰撞出火花。

表3：姐姐辈艺人自带人气基础，唱跳实力一流

姓名	年龄	优势	微博粉丝数	特点
伊能静	52	vocal	1870 万	发行过音乐入圈
钟丽缇	50	vocal	430 万	演唱过多首歌曲
陈松伶	49	vocal	128 万	演员歌手，跨界歌王半决赛
宁静	48	vocal	1645 万	出过多首单曲
李慧珍	44	vocal	171 万	歌手
阿朵	40	vocal	114 万	青歌赛专业组优秀奖
金莎	39	vocal	1024 万	歌手
郑希怡	39	唱跳	232 万	发行多张舞曲大碟
张萌	39	vocal	1014 万	演唱过多首热门歌曲
丁当	38	vocal	152 万	歌手
刘芸	38	dance	767 万	良好的体操功底
万茜	38	唱跳	547 万	歌手，参加过舞林大会
郁可唯	37	vocal	840 万	影视 OST 女王
黄圣依	37	vocal	3198 万	开过演唱会，出过专辑
吴昕	37	dance	3811 万	曾参加舞林大会
王智	37	dance	666 万	特长舞蹈武术
海陆	36	vocal	457 万	唱过多首影视歌曲
王丽坤	35	dance	1913 万	北京舞蹈学院中国舞专业
许飞	35	vocal	427 万	09 年超女第 6
袁咏琳	34	vocal	58 万	歌手，词曲创作者
张雨绮	33	dance	982 万	妖猫传献舞
王霏霏	33	唱跳	600 万	Miss 女团成员

姓名	年龄	优势	微博粉丝数	特点
黄龄	33	vocal	235 万	歌手
娄艺潇	32	唱跳	1800 万	声乐 9 级，钢琴 7 级，健美操，国家二级运动员
朱婧汐	32	vocal	120 万	歌手
张含韵	31	vocal	808 万	04 超女季军
孟佳	31	唱跳	259 万	Miss 女团成员
金晨	30	dance	881 万	舞动奇迹第三季冠军
李斯丹妮	30	唱跳	447 万	11 年快女 6 强
蓝盈莹	30	vocal	832 万	青年演员计划合唱主题曲

资料来源：微博、开源证券研究所（微博粉丝数截至 2020 年 6 月 13 日 10：00）

图6：姐姐辈艺人个性独立张扬（伊能静）



资料来源：芒果 TV

图7：姐姐辈艺人个性独立张扬（宁静）



资料来源：芒果 TV

2.2、 制作推广：制作团队经验丰富，匠心制作，多维度预热

制作团队经验丰富，匠心制作，导师增加看点，有望成为超 S 级综艺。节目总导演为吴知梦，曾担任过《妻子的浪漫旅行》和《朋友请听好》总制片人、《花儿与少年 3》总导演、《歌手》《快乐男声》《我们来了》御用文案，制作实力有保障。节目也得到了平台 S 级项目核心导演组的支持，“舞台+真人秀”经验丰富，拥有最强制作团队配比。而发起人、声乐导师、舞蹈导师、主持与经纪人团队均为业内知名人士，专业度和知名度俱佳，节目专业性和看点俱有保障，有望成为超 S 级综艺。

表4：《乘风破浪的姐姐》制作团队经验丰富，导师增加看点，有望成为超 S 级综艺

职能	成员
发起人	黄晓明
声乐导师	韩红、孙楠
舞蹈导师	郭富城、黄立行
经纪人	杜华（乐华娱乐 CEO）、霍汶希（英皇娱乐艺人管理部总监）
总决赛主持	何炅、汪涵
导演团队	吴梦知工作室（代表作《花儿与少年 3》）
后期团队	BKW（代表作《我是歌手》《爸爸去哪儿》《花儿与少年 3》）

资料来源：《乘风破浪的姐姐》官方微博、豆瓣、开源证券研究所

明星话题屡登微博热搜，抖音、微信多维度曝光预热。除节目相关热搜外，“明星+动态”也成为节目引流造势方式，屡屡登上微博热搜，如“吴昕 火车站练舞”、“张萌 女团太惨了”、“张雨绮 自信越来越没有了”等话题为节目持续引流。此外，

节目组通过在抖音发布综艺剪辑和明星认证号发布短视频等提升节目热度，根据抖音数据，截至 2020 年 6 月 14 日 00:00，#乘风破浪的姐姐#话题已有 12.7 亿次播放和 9575 个视频，较 6 月 12 日 15:30 增加 9.1 亿次播放和 6439 个视频。同时，头部公众号也积极参与节目话题讨论，如种草号讨论姐姐穿搭保养、娱乐号讨论姐姐个性经历等。

表5：“明星+动态”成为节目引流造势方式，屡屡登上微博热搜

最高排名	标题	最大热度	起始时间	结束时间
1	吴昕火车站练舞	9000203	2020/5/9 19:20	2020/5/12 7:25
1	许飞	6942890	2020/5/7 12:00	2020/5/7 21:10
1	张萌 女团太惨了	5372977	2020/5/8 22:40	2020/5/9 14:40
1	张雨绮 自信越来越没有了	4445305	2020/5/8 11:50	2020/5/8 19:40
1	秦昊曾要求伊能静退赛	3504828	2020/5/24 10:15	2020/5/24 21:22
1	粉丝催郁可唯起来练舞	3261159	2020/5/9 14:10	2020/5/9 20:50
4	姐姐们不收手机吗	2350270	2020/5/9 11:30	2020/5/9 20:02
4	假如黄晓明跟宁静对话	1867793	2020/5/8 8:30	2020/5/8 16:20
6	姐姐们换手机了	2214510	2020/6/5 19:15	2020/6/6 9:40
6	乘风破浪的姐姐们	1286289	2020/5/5 23:30	2020/5/6 14:50
16	黄晓明 小明历险记	533148	2020/5/6 19:55	2020/5/7 11:35
17	兴风作浪的姐姐们	1049300	2020/5/10 11:30	2020/5/10 23:20
36	郁可唯路过人间	363245	2020/5/9 21:20	2020/5/9 22:20

数据来源：艾漫数据、开源证券研究所

图8：#乘风破浪的姐姐#话题在抖音的播放量和视频数快速提升



资料来源：抖音、开源证券研究所

图9：头部公众号积极参与节目话题讨论



资料来源：微信公众号

2.3、 立体营销：与其他自制节目积极联动，综艺带货大有可为

与《定义》积极联动，深度剖析姐姐们的真实心理。《定义》为芒果 TV 自制的 30+女性深度访谈节目，对话 15 位女性艺人，深入了解她们的内心世界，从不同维度展现当代中国 30+女人的“她力量”。《乘风破浪的姐姐》与《定义》积极联动，姐姐们参与访谈，深度剖析内心的真实想法，展现舞台背后不为人知的努力与辛酸，为

节目预热并建立粉丝基础。

图10：《乘风破浪的姐姐》选手王丽坤参加《定义》访谈



资料来源：《乘风破浪的姐姐》官方微博

图11：《乘风破浪的姐姐》选手张含韵参加《定义》访谈



资料来源：《乘风破浪的姐姐》官方微博

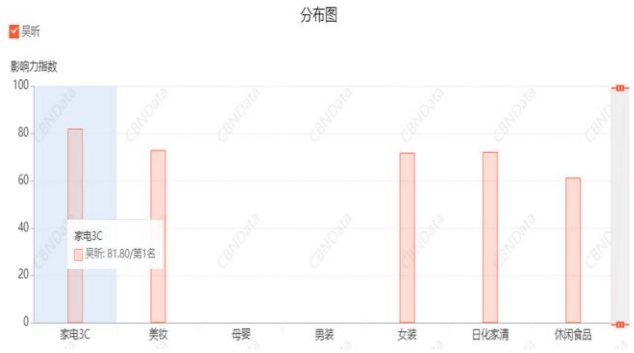
姐姐们带货实力超群，或助力“大芒计划”实现“IP+KOL+品牌”催化反应。芒果 TV 于 2019 年推出“大芒计划”，积极探索综艺 IP 带货、“明星+KOL”真人秀带货、直播盛典带货等新场景模式，而“人”在商业带货中的重要性显著。《乘风破浪的姐姐》中的 30 位选手商业实力出众，带货能力一流。根据 CBNData 星数明星消费影响力榜单，吴昕、沈梦辰、黄圣依居《乘风破浪的姐姐》商业带货排名 Top3。我们认为，《乘风破浪的姐姐》或将与“大芒计划”产生催化反映，或将在爆款综艺、电商零售、品牌营销三方面为公司贡献利润增长点，实现“IP+KOL+品牌”催化反应，引领综艺带货新模式。

表6：《乘风破浪的姐姐》成员商业带货排名（2020.06）

排名	明星	带货指数
1	吴昕	76.10
2	沈梦辰	68.66
3	黄圣依	68.51
4	蓝盈莹	63.20
5	张雨绮	61.61
6	王丽坤	58.87
7	钟丽缇	57.06
8	伊能静	56.06
9	万茜	54.05
10	张含韵	52.25

数据来源：阿里巴巴消费大数据、星数、开源证券研究所

图12：吴昕为淘系家电 3C 带货影响力第一名（2020.06）



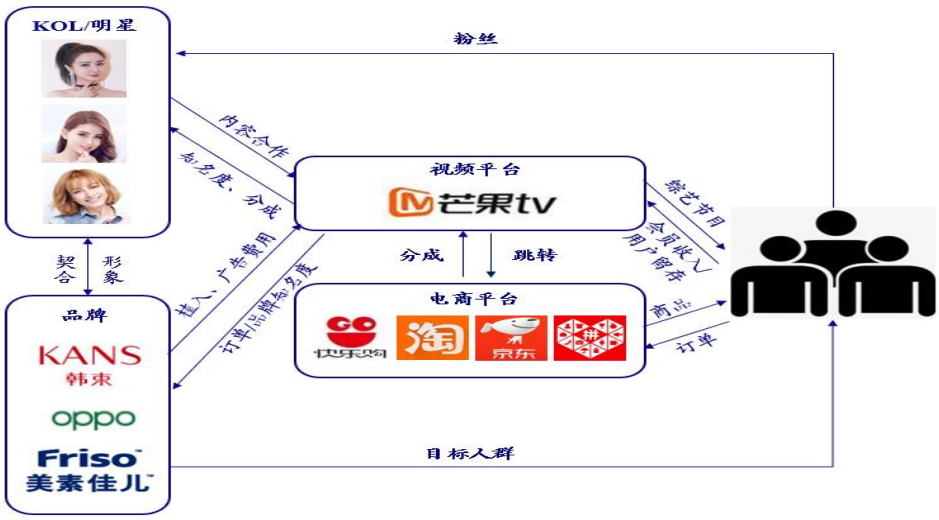
资料来源：CBNData 消费大数据

图13：沈梦辰的淘系带货高频词云集中于美容、护肤领域（2020.06）



资料来源：CBNData 消费大数据

图14：芒果 TV 或将实现“IP+KOL+品牌”催化反应



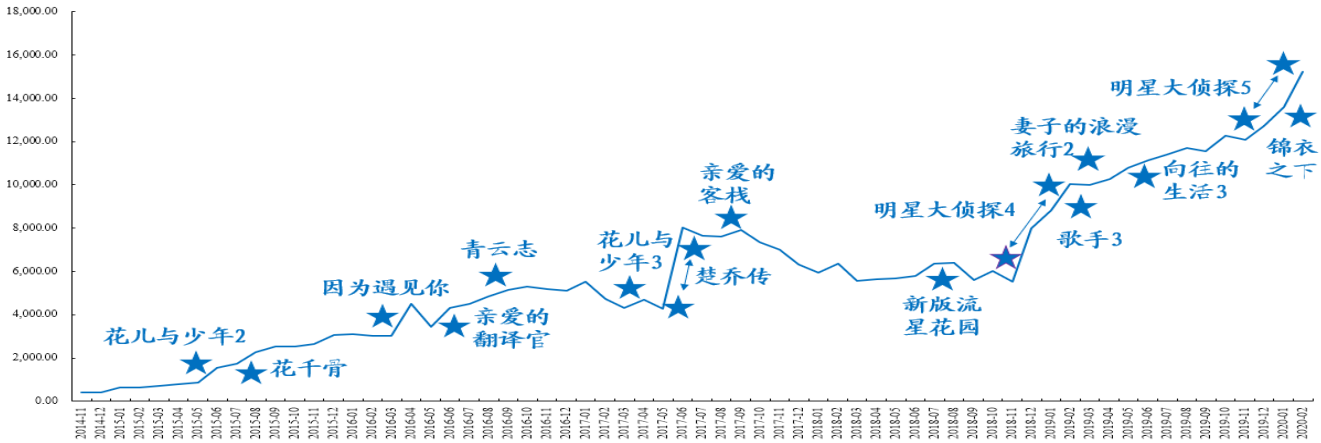
资料来源：谦寻官网、湖南卫视、韩束官网、OPPO 官网、美素佳儿官网、开源证券研究所

3、《乘风破浪的姐姐》有望成为会员及广告收入增长的助推器

优质内容会员拉新作用明显，或带全年动会员收入高增长。芒果 TV 已经建立了专业化、体系化、工业化的综艺制作路径，并一直奉行“内容为王”的核心法则，以“用户思维”生产内容，以精品内容树立品牌内涵。《乘风破浪的姐姐》由王牌制作人和高实力嘉宾背书，匠心制作，采用芒果 tv 独播且会员抢先看的模式，或成为“拉新神器”，驱动会员数量和收入高增长。根据易观千帆数据，2019 年 12 月，芒果 TV 的 MAU 为 1.27 亿，同比增长 59%，远超“爱优腾”。根据公司公告，截至 2019 年底付费会员达 1837 万人，较 2018 年底增长 71%；付费会员/MAU 为 14%，较 2018 年增长 1.4pcts；ARPPU 达 92 元。考虑到《乘风破浪的姐姐》对芒果 TV 的拉动作用，我们对 MAU、付费会员/MAU 及 ARPPU 作出假设，1）乐观情景下，MAU 为 1.91 亿，付费会员/MAU 为 15.80%，ARPPU 为 103.04 元；2）中性情景下，MAU 为 1.78 亿，付费会员/MAU 为 15.40%，ARPPU 为 102.00 元；3）悲观情景下，MAU 为 1.65 亿，付费会员/MAU 为 15.00%，ARPPU 为 101.20 元。根据预测结果，乐观假设下 2020 年的会员收入或为 31.01 亿元；中性假设下 2020 年的会员收入或

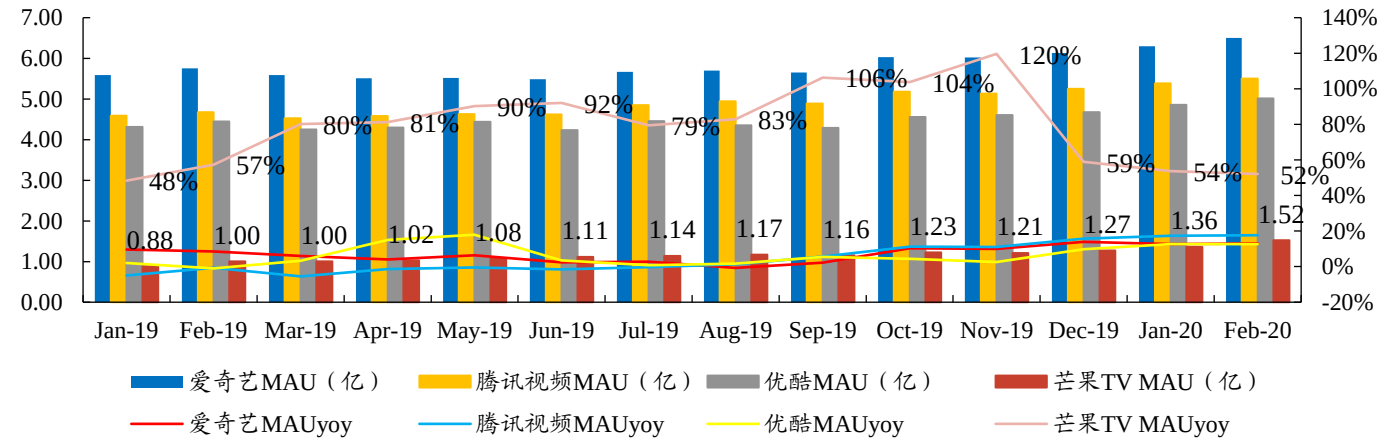
为 27.93 亿元；悲观假设下 2020 年的会员收入或为 25.06 亿元。

图15：2014 年以来头部内容带动芒果 TV MAU 高速增长



数据来源：易观数据、芒果 TV、开源证券研究所

图16：2019 年以来芒果 TV MAU 同比增速远超爱奇艺、腾讯视频及优酷



数据来源：易观千帆、开源证券研究所

表7：中性假设下，2020 年会员收入或达 27.93 亿元

		乐观	中性	悲观
	2019A	2020E	2020E	2020E
MAU（百万）	127.00	190.50	177.80	165.1
MAU 增长	*40%*	*50%*	*40%*	*30%*
付费用户数/MAU	14.00%	15.80%	15.40%	15.00%
付费用户数/MAU 增长		*2%*	*1%*	*1%*
付费用户数量（百万）	18.37	30.10	27.38	24.77
ARPPU（元）	92.00	103.04	102.00	101.20
ARPPU YOY		*12%*	*11%*	*10%*
会员收入（亿元）	1690.00	3101.40	2792.88	2506.22
会员收入 YOY	*108%*	*84%*	*65%*	*48%*

数据来源：公司公告、开源证券研究所

赞助品牌阵容强大，赞助广告收入可观。根据芒果 TV 数据，《乘风破浪的姐姐》

的赞助品牌数量高达 13 个，赞助广告收入可观。我们对不同赞助级别的赞助价格进行假设，**1）乐观情景下，**“独家冠名”、“首席合作伙伴”、“合作伙伴”、“行业指定”的赞助价格各为 1.80 亿元、0.60 亿元、0.36 亿元、0.18 亿元；**2）中性情景下**，“独家冠名”、“首席合作伙伴”、“合作伙伴”、“行业指定”的赞助价格各为 1.50 亿元、0.50 亿元、0.30 亿元、0.15 亿元；**3）悲观情景下**，“独家冠名”、“首席合作伙伴”、“合作伙伴”、“行业指定”的赞助价格各为 1.20 亿元、0.40 亿元、0.24 亿元、0.12 亿元。根据预测结果，乐观假设下《乘风破浪的姐姐》的赞助广告收入为 5.46 亿元；中性假设下节目的赞助广告收入为 4.55 亿元；悲观假设下节目的赞助广告收入为 3.64 亿元。

表8：《乘风破浪的姐姐》赞助品牌阵容强大

赞助级别	品牌
独家冠名	梵蜜琳
超级星推官	金典有机奶
合作伙伴	唯品会、佳贝艾特羊奶粉、VIVO、瓜瓜龙英语、护舒宝、奥利奥
行业赞助	新氧 app、安居客、和平精英、唱吧、腾讯微视

资料来源：芒果 TV、开源证券研究所

表9：中性假设下，《乘风破浪的姐姐》的赞助广告收入或达 4.55 亿元

		乐观		中性		悲观	
赞助级别	赞助数量	单价（亿元）	总价（亿元）	单价（亿元）	总价（亿元）	单价（亿元）	总价（亿元）
独家冠名	1	1.80	1.80	1.50	1.50	1.20	1.20
首席合作伙伴	1	0.60	0.60	0.50	0.50	0.40	0.40
合作伙伴	6	0.36	2.16	0.30	1.80	0.24	1.44
行业指定	5	0.18	0.90	0.15	0.75	0.12	0.60
合计			**5.46**		**4.55**		**3.64**

数据来源：开源证券研究所

4、 风险提示

（1）行业竞争加剧的风险。互联网视频行业仍处于激烈竞争阶段，若出现新的进入者，行业竞争或进一步加剧，从而影响公司的盈利能力。

（2）视频平台用户增长不及预期的风险。公司视频平台用户规模虽处于快速增长阶段，但由于宏观经济环境、平台内容的不确定性，增速可能不及预期。

（3）广告业务收入增长不及预期的风险。受到全球新冠肺炎疫情及宏观经济影响，广告主或收缩预算，对公司广告业务或带来不利影响。

（4）内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。公司综艺、剧集等内容制作业务的开展受行业监管政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。

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	16053	21861	26608
现金	2526	5064	8841	15083	18741
应收票据及应收账款	1434	3092	2347	4122	3512
其他应收款	76	36	99	61	127
预付账款	2010	1128	2643	1841	3450
存货	2215	1916	2933	2763	3886
其他流动资产	404	491	-809	-2009	-3109
非流动资产	3446	5350	5137	4535	3551
长期投资	216	210	200	190	180
固定资产	207	181	215	239	253
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	21190	26396	30160
流动负债	6179	7936	8622	10410	11422
短期借款	196	350	350	350	350
应付票据及应付账款	3630	5374	5195	7219	7273
其他流动负债	2354	2211	3078	2841	3799
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	9017	10874	11936
少数股东权益	35	36	38	40	42
股本	990	1780	2280	3280	3280
资本公积	3641	4839	6339	6839	7339
留存收益	1008	2165	3461	5024	6887
归属母公司股东权益	5639	8784	12136	15482	18181
负债和股东权益	12111	17078	21190	26396	30160

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-377	293	1613	4355	2769
净利润	928	1158	1532	1848	2201
折旧摊销	2260	3771	1312	1694	2076
财务费用	-24	-37	-74	-203	-327
投资损失	-31	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-509	940	-1151	1022	-1177
其他经营现金流	-3000	-5532	1	1	1
投资活动现金流	1074	109	206	114	12
资本支出	32	156	797	408	27
长期投资	-200	64	10	10	10
其他投资现金流	906	329	1014	532	49
筹资活动现金流	-121	2125	1957	1773	877
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	-43	273	377
现金净增加额	577	2526	3777	6242	3658

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9661	12501	15021	17863	21080
营业成本	6083	8285	9725	11422	13334
营业税金及附加	98	96	116	138	163
营业费用	1801	2141	2644	3319	3938
管理费用	462	610	771	956	1212
研发费用	221	239	288	357	527
财务费用	-24	-37	-74	-203	-327
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	1559	1880	2240
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	1558	1880	2239
所得税	19	20	27	32	38
净利润	928	1158	1532	1848	2201
少数股东损益	62	1	2	2	2
归母净利润	866	1156	1530	1846	2199
EBITDA	3143	4817	2683	3237	3830
EPS(元)	0.49	0.65	0.86	1.04	1.24

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	29.4	20.2	18.9	18.0
营业利润(%)	1473.2	20.5	32.3	20.7	19.1
归属于母公司净利润(%)	21.0	33.6	32.3	20.7	19.1
获利能力					
毛利率(%)	37.0	33.7	35.3	36.1	36.7
净利率(%)	9.0	9.2	10.2	10.3	10.4
ROE(%)	16.3	13.1	15.1	14.2	14.5
ROIC(%)	14.2	10.9	12.4	11.0	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	53.1	48.4	42.6	41.2	39.6
净负债比率(%)	-36.7	-49.8	-79.7	-109.7	-117.5
流动比率	1.4	1.5	1.9	2.1	2.3
速动比率	0.7	1.0	1.2	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
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	0.86	1.04	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.16	0.91	2.45	1.56
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.69	7.29	8.53
估值比率					
P/E	116.0	86.8	65.6	54.4	45.7
P/B	17.8	11.4	9.9	7.7	6.6
EV/EBITDA	40.3	25.8	45.4	36.1	29.8

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R3（中风险），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C3、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C3、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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835