

**芒果超媒(300413)/传媒**
**《姐姐2》继续乘风破浪，维持重点推荐**
**评级：买入(维持)**
**市场价格：88.53**
**分析师：康雅雯**
**执业证书编号：S0740515080001**
**电话：021-20315097**
**Email：kangyw@r.qlzq.com.cn**
**分析师：朱驥楠**
**执业证书编号：S0740517080007**
**Email：zhuqn@r.qlzq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	1780.38
流通股本(百万股)	931.36
市价(元)	88.53
市值(百万元)	157616.82
流通市值(百万元)	82453.10

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 【中泰传媒】芒果超媒(300413)2020年业绩预告点评：付费会员数同比增长96.7%
- 2 【中泰传媒】芒果超媒(300413)三季报点评：业绩增速达预告上限，综艺稳固龙头地位，影视剧迎头赶上
- 3 【中泰传媒】芒果超媒(300413)中报点评：优质内容驱动会员付费转化和广告收入提升

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,661	12,501	15,591	22,370	27,985
增长率 yoy%	223.77%	29.40%	24.72%	43.48%	25.10%
净利润	866	1,156	1,944	2,598	3,120
增长率 yoy%	1093.27%	33.59%	68.09%	33.68%	20.10%
每股收益(元)	0.49	0.65	1.09	1.46	1.75
每股现金流量	-0.21	0.16	-0.25	2.69	0.16
净资产收益率	15.35%	13.16%	14.46%	16.19%	13.61%
P/E	182.10	136.31	81.09	60.66	50.51
PEG	4.44	3.48	1.81	1.22	1.89
P/B	27.95	17.94	11.72	9.82	6.87

备注：股价取自2021年1月25日收盘

**投资要点**

- **事件：芒果TV自制综艺《乘风破浪的姐姐》第二季于1月22日开播，开播首日百度搜索指数大幅上扬，节目赞助商数量由《乘风破浪的姐姐》第一季(以下称《姐姐1》与《姐姐2》)的12家提升至14家，优质内容对广告主的吸引力进一步提升，头部化趋势明显。**
- **播出4天，单集播放量超2亿。**我们对比了芒果视频与腾讯视频头部综艺首集播放量：截止1月25日，《姐姐2》第一集4天播放量达2.1亿，超过腾讯视频《德云斗笑社》2.1亿、《演员请就位2》2亿、《脱口秀大会3》1.9亿等头部综艺播放量(考虑到《姐姐2》仅播出4天，而其他相关综艺已经上线较长时间，因此若考虑4天维度，差异将更加明显)。
- **根据艾瑞数据2020年12月披露数据，腾讯视频月活为芒果TV的3倍，而《姐姐2》播放量普遍高于腾讯视频头部综艺，芒果TV综艺板块优势明显，对应受众更加精准与垂直。**
- **百度搜索指数大幅领先，年龄画像较上一季更加向20~39岁集中。**对比腾讯视频近期播出的两部头部综艺《演员请就位第二季》与《脱口秀大会第三季》，以及芒果TV另一头部内容《明星大侦探第六季》，《姐姐2》百度搜索指数峰值超过12万，大幅领先于其他头部综艺。
- **从内容整体宣传声势和影响力角度可以看出芒果超媒继承湖南卫视强大媒体基因，在内容推广方面优势明显。**对比各大头部综艺百度人物画像，《姐姐2》较《姐姐1》，观众年龄更集中关于20~39年龄段间，这部分用户的商业价值更加突出。
- **广告主预算进一步向头部内容集中。**此次《姐姐2》由金典有机奶独家冠名，共计14家赞助商，较《姐姐1》12家赞助商数量上增加2家，预计后续随着节目播出深入，新增赞助商量会继续有所增加，给芒果TV平台带来除了MAU和付费用户转化之外的广告收入提振。
- **投资建议：爆款综艺带动下，MAU、付费渗透率、广告收入有望获得三重提振。**考虑到公司小芒APP正式上线，业务向内容电商拓展，会员付费转化加

速以及行业来到提价拐点，预计 2021 年营收有较大提振，我们上调营收的预测，公司 2020、2021 年收入为 155.91 亿(原 147.42 亿)、223.7 亿(原 188.26 亿)，同比增长为 24.72%、43.48%，归母净利润方面考虑 2021 年电商业务的开支增加，因此归母净利润分别为 19.44 亿、25.98 亿，同比增长为 68.09%、33.68%，现价对应 2020xPE、2021xPE 分别为 81x、61x，继续维持“买入”评级。

- **风险提示：**1) 选秀类节目政策风险；2) 后期制作水准不达预期导致评分大幅下滑影响广告变现与会员转化风险。

## 内容目录

《姐姐 2》持续高光表现.....	- 4 -
播出 4 天，单集播放量超 2 亿.....	- 4 -
百度指数超 10 万，首播当日引爆话题.....	- 5 -
搜索用户年龄较第一季更加集中至 20~39 年龄段.....	- 5 -
赞助商数量进一步增加.....	- 5 -
投资建议.....	- 6 -
风险提示.....	- 6 -

## 图表目录

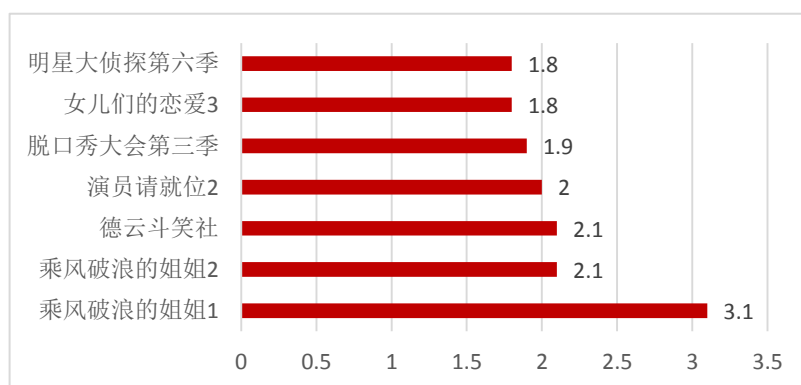
图表 1: 腾讯视频与芒果 TV 头部综艺首集播放量对比 (亿) .....	- 4 -
图表 2: “爱腾优芒 B”2020 年 12 月 MAU 数据.....	- 4 -
图表 3: 腾讯 vs 芒果头部综艺累计播放量数据.....	- 4 -
图表 4: 腾讯 VS 芒果头部综艺百度指数对比.....	- 5 -
图表 5: 腾讯 VS 芒果头部综艺百度人物画像数据.....	- 5 -
图表 6: 《乘风破浪的姐姐 2》赞助商统计.....	- 6 -
图表 7: 芒果超媒财务报表及盈利预测.....	- 7 -

## 《姐姐 2》持续高光表现

### 播出 4 天，单集播放量超 2 亿

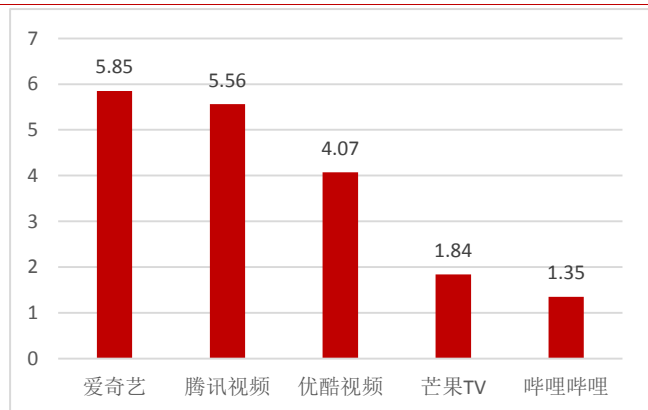
- 我们对标了芒果视频与腾讯视频头部综艺首集播放量的数据。截止 1 月 25 日，《姐姐 2》第一集播出 4 天播放量达 2.1 亿，超过腾讯视频《德云斗笑社》2.1 亿、《演员请就位 2》2 亿、《脱口秀大会 3》1.9 亿等头部综艺播放量（考虑到《姐姐 2》仅播出 4 天，而其他相关综艺已经上线较长时间，因此若考虑 4 天维度，差异将更加明显）。
- 根据艾瑞数据 2020 年 12 月披露数据，腾讯视频月活为芒果 TV 的 3 倍，而《姐姐 2》播放量普遍高于腾讯视频头部综艺，芒果 TV 在综艺板块的优势明显，对应受众更加精准与垂直。
- 《姐姐 2》延续《姐姐 1》单期分集播放模式，正片采取上下集，播放首日仅对 VIP 开放，次日平台免费。在会员独享综艺衍生节目上，除 plus 内容外，增加了《解解压》衍生内容，刺激会员付费。

图表 1: 腾讯视频与芒果 TV 头部综艺首集播放量对比 (亿)



来源：芒果 TV，腾讯视频，中泰证券研究所（注：存在上下集的取上集数据）

图表 2: “爱腾优芒 B” 2020 年 12 月 MAU 数据



来源：艾瑞数据，中泰证券研究所

图表 3: 腾讯 vs 芒果头部综艺累计播放量数据

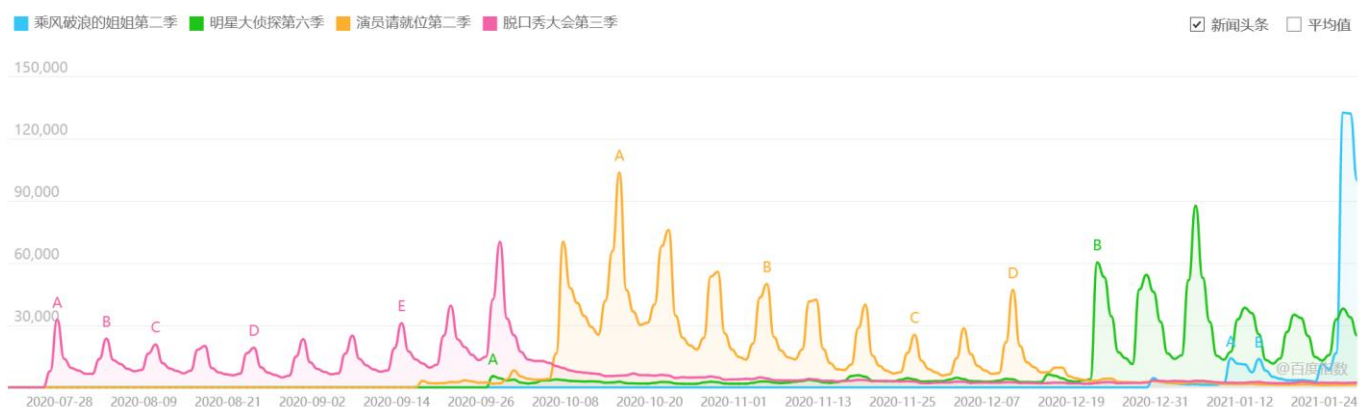
公司	综艺名称	播出时间	累计播放 (亿)
芒果	乘风破浪的姐姐 2	2021/1/22	4.5
	乘风破浪的姐姐 1	2020/6/21	51.5
	女儿们的恋爱 3	2020/10/21	25
	明星大侦探	2020/12/24	16.3
腾讯	令人心动的 offer 2	2020/11/4	7.6
	幸福三重奏 3	2020/10/29	8.5
	脱口秀大会 3	2020/7/22	14.9
	演员请就位 2	2020/10/2	14.1
	德云斗笑社	2020/8/27	13.1

来源：艺恩数据，中泰证券研究所

**百度指数超 10 万，首播当日引爆话题**

- 对比腾讯视频近期播出的两部头部综艺《演员请就位 2》与《脱口秀大会第三季》，以及芒果 TV 另一头部内容《明星大侦探第六季》，《姐姐 2》百度搜索指数峰值超过 12 万，大幅领先于其他头部综艺，从百度资讯指数看，《姐姐 2》超过 6000，亦明显领先于其他头部综艺。从内容整体宣传声势和影响力角度可以看出芒果超媒继承湖南卫视强大的媒体基因，在内容推广方面的优势明显。

**图表 4: 腾讯 VS 芒果头部综艺百度指数对比**

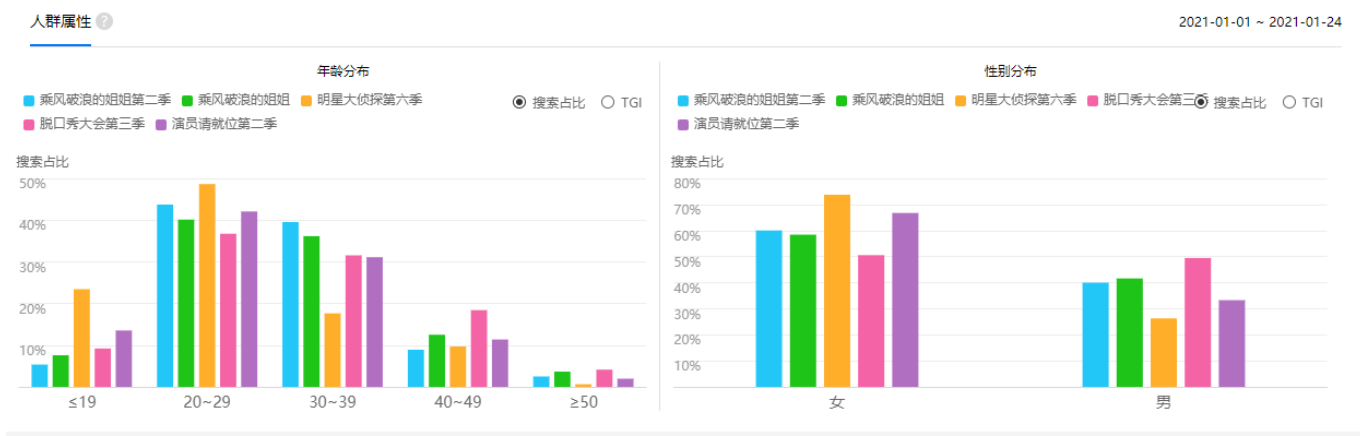


来源：百度指数，中泰证券研究所

**搜索用户年龄较第一季更加集中至 20~39 年龄段**

- 对比各大头部综艺百度人物画像，《姐姐 2》较《姐姐 1》，观众年龄更集中关于 20~39 年龄段间，这部分用户的商业价值更加突出。从性别角度来看，《姐姐 1》与《姐姐 2》基本较为相似。

**图表 5: 腾讯 VS 芒果头部综艺百度人物画像数据**



来源：百度指数，中泰证券研究所

**赞助商数量进一步增加**

- 此次《姐姐 2》由金典有机奶独家冠名，共 14 家赞助商，对比《姐姐 1》

增加 2 家，广告主预算进一步向头部内容集中。预计后续随着节目深入，新增赞助商会继续有所增加，给芒果 TV 平台带来除了 MAU 和付费用户转化之外的广告收入提振。

**图表 6: 《乘风破浪的姐姐 2》赞助商统计**

广告商	
冠名	金典有机奶
首席合作伙伴	美团优选
官方合作伙伴	vivo
	唯品会
	有道精品课
	Swisse 营养品牌
	LUX 力士
	豌豆思维
指定产品	德芙巧克力
	护舒宝
	小刀电动车
	美的智能空调
	金龙鱼调和油
	纽西之谜

来源：芒果 TV，中泰证券研究所

### 投资建议

- **爆款综艺带动下，MAU、付费渗透率、广告收入有望获得三重提振。**考虑到公司小芒 APP 正式上线，业务向内容电商拓展，会员付费转化加速以及行业来到提价拐点，预计 2021 年营收有较大提振，我们上调营收的预测，公司 2020、2021 年收入为 155.91 亿（原 147.42 亿）、223.7 亿（原 188.26 亿），同比增长为 24.72%、43.48%，归母净利润方面考虑 2021 年电商业务的开支增加，因此归母净利润分别为 19.44 亿、25.98 亿，同比增长为 68.09%、33.68%，现价对应 2020xPE、2021xPE 分别为 81x、61x，继续维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 选秀类节目政策风险；2) 后期制作水准不达预期导致评分大幅下滑影响广告变现与会员转化风险

**图表 7: 芒果超媒财务报表及盈利预测**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,661	12,501	15,591	22,370	27,985	货币资金	2,526	5,064	6,316	9,392	11,393
增长率	223.8%	29.4%	24.7%	43.5%	25.1%	应收款项	1,510	3,128	1,438	5,487	2,942
营业成本	-6,083	-8,285	-9,945	-14,991	-18,750	存货	2,215	1,916	5,266	5,561	7,981
% 销售收入	63.0%	66.3%	63.8%	67.0%	67.0%	其他流动资产	2,414	1,619	5,993	5,483	9,281
毛利	3,578	4,216	5,646	7,379	9,235	流动资产	8,665	11,728	19,013	25,922	31,597
% 销售收入	37.0%	33.7%	36.2%	33.0%	33.0%	% 总资产	71.5%	68.7%	82.7%	91.4%	94.3%
营业税金及附加	-98	-96	-158	-224	-280	长期投资	312	210	210	210	210
% 销售收入	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	207	181	143	103	61
营业费用	-1,801	-2,141	-2,536	-3,132	-4,058	% 总资产	1.7%	1.1%	0.6%	0.4%	0.2%
% 销售收入	18.6%	17.1%	16.3%	14.0%	14.5%	无形资产	2,856	4,889	3,544	2,035	1,565
管理费用与研发费用	-462	-682	-995	-1,427	-1,786	非流动资产	3,446	5,350	3,973	2,430	1,925
% 销售收入	4.8%	5.5%	6.4%	6.4%	6.4%	% 总资产	28.5%	31.3%	17.3%	8.6%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	1,217	1,297	1,957	2,596	3,112	资产总计	12,111	17,078	22,985	28,352	33,522
% 销售收入	12.6%	10.4%	12.6%	11.6%	11.1%	短期借款	196	350	339	0	0
财务费用	24	37	11	39	56	应付款项	5,359	6,770	8,024	11,129	9,407
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	625	816	816	816	816
资产减值损失	104	-1	40	42	44	流动负债	6,179	7,936	9,179	11,945	10,223
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	31	6	64	67	70	其他长期负债	258	323	323	323	323
% 税前利润	2.8%	0.5%	3.2%	2.5%	2.2%	负债	6,437	8,258	9,502	12,268	10,546
营业利润	1,168	1,339	1,991	2,660	3,193	普通股股东权益	5,639	8,784	13,445	16,044	22,932
营业利润率	12.1%	10.7%	12.8%	11.9%	11.4%	少数股东权益	35	36	38	41	44
营业外收支	-30	0	-6	-6	-6	负债股东权益合计	12,111	17,078	22,985	28,352	33,522
税前利润	1,138	1,339	1,985	2,654	3,187						
利润率	11.8%	10.7%	12.7%	11.9%	11.4%						
所得税	-19	-20	-40	-53	-64						
所得税率	1.7%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%						
净利润	928	1,158	1,946	2,601	3,124						
少数股东损益	62	1	2	3	3						
归属于母公司的净利润	866	1,156	1,944	2,598	3,120						
净利率	9.0%	9.2%	12.5%	11.6%	11.2%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	928	1,158	1,946	2,601	3,124	每股指标					
加: 折旧和摊销	2,260	3,771	2,430	3,002	2,677	每股收益 (元)			1.09	1.46	1.75
资产减值准备	104	52	0	0	0	每股净资产 (元)			7.55	9.01	12.88
公允价值变动损失	0	1	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
财务费用	14	16	-11	-39	-56	每股股利 (元)			0.00	0.00	0.00
投资收益	-31	-6	-64	-67	-70	回报率					
少数股东损益	62	1	2	3	3	净资产收益率	15.35%	13.16%	14.46%	16.19%	13.61%
营运资金的变动	272	1,095	-4,754	-704	-5,382	总资产收益率	7.66%	6.78%	8.46%	9.17%	9.32%
经营活动现金净流	-377	293	-453	4,792	292	投入资本收益率	169.53%	35.31%	47.96%	34.38%	46.02%
固定资本投资	-91	26	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	1,074	109	-1,013	-1,416	-2,115	营业总收入增长率	223.77%	29.40%	24.72%	43.48%	25.10%
股利分配	0	0	0	0	0	EBIT增长率	4562.72%	13.85%	52.04%	32.35%	19.72%
其他	-121	2,125	2,718	-300	3,824	净利润增长率	1093.27%	33.59%	68.09%	33.68%	20.10%
筹资活动现金净流	-121	2,125	2,718	-300	3,824	总资产增长率	432.54%	41.01%	34.59%	23.35%	18.23%
现金净流量	576	2,527	1,252	3,076	2,001	资产管理能力					
						应收账款周转天数	30.6	64.1	50.0	53.0	51.5
						存货周转天数	42.6	59.5	82.9	87.1	87.1
						应付账款周转天数	106.8	182.8	170.0	150.0	140.0
						固定资产周转天数	6.0	5.6	3.7	2.0	1.1
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-85.79%	-67.53%	-67.06%	-70.77%	-79.38%
						EBIT利息保障倍数	-47.3	-35.6	-185.2	-67.2	-56.1
						资产负债率	53.15%	48.36%	41.34%	43.27%	31.46%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。