

公司研究/首次覆盖

2018年09月06日

传媒/传媒 II

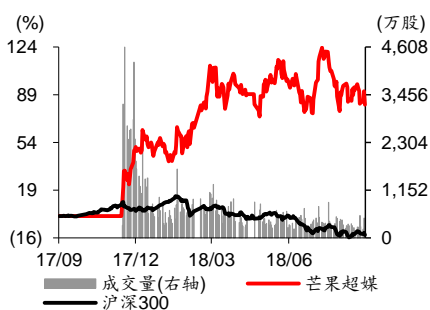
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 36.75
合理价格区间(元): 40.25~44.85

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

张亚楠 021-28972036
联系人 zhangyanan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

自制优势和芒果生态构筑成长性

芒果超媒(300413)

收购芒果系优质资产，布局新媒体全产业链，更名芒果超媒再起航

公司自完成对芒果系资产的收购，主营业务由电视购物拓展为集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务一体共生的独立性芒果生态：集结多内容生产要素和自制能力，向 MPP/OTT/IPTV 多端渠道持续输送内容，并在综艺领域领跑。我们预计公司 2018~2020 年 EPS 为 1.15/1.51/1.84 元。考虑到公司高成长性和标的稀缺性，首次覆盖给予增持评级。

用户消费习惯和付费习惯双加强，预计在线视频规模 18~20 年 CAGR17%

广告和用户付费构成视频网站两大主要收入来源。其中广告收入与用户基数和视频资源量正相关，2017 年在线视频行业用户渗透率已经稳定在 70% 左右，用户基数增长放缓，而播放量迅猛增长，说明单用户对在线视频的使用强度提升；另一方面，用户付费与 ARPU 值、付费率成正比，我们认为国内 ARPU 值水平相较 IPTV/OTT/数字电视仍有提升空间，目前国内付费率水平远低于美国且处于快速提升通道中，构成驱动行业增长的主要引擎。经测算，我们估计 2018~2020 年在线视频市场规模复合增速为 17%。

内容仍是竞争关键因素，行业呈现“爱腾优+芒果 TV”的竞争格局

视频平台的创收模式决定了视频平台对内容端的依赖，由于头部内容引流效果显著且价格高昂，因此视频网站纷纷深化在内容领域的布局。我们认为，资金雄厚的玩家具备明显优势，但近期联合限价声明有望在一定程度上缓解成本压力；另一方面，内容制作能力已成为视频网站赢取竞争优势的重点。从行业格局上来看，当前“爱腾优”凭借在内容上的大量投入稳居第一梯队，芒果 TV 行业第四座次稳固。

芒果生态持续供血芒果 TV，优秀自制能力盘活芒果超媒各块业务

湖南文娱集结内容要素（湖南文化产业集群）、制作力量（湖南卫视），形成芒果生态良性发展的活水；5 家标的公司有望协同构建多内容（综艺、影视、游戏、艺人）源源不断供血多端渠道（MPP+OTT+IPTV），芒果 TV 以自制综艺为强势抓手，盘活在线视频会员付费、广告、泛娱乐拓展等多块业务；并随着内容库逐步积累，为运营商业务和内容运营业务的拓展奠定基石。

受益行业高景气度，业绩成长性高的 A 股稀缺标的，给予增持评级

公司受益行业高景气，有望凭借自制能力和独立的芒果生态吸引和留存更多的用户。我们预计 18~20 年归母净利润为 11.34/14.94/18.25 亿元，对应 18~20 年 EPS 为 1.15/1.51/1.84 元。根据公司公告，此次并购后 17 年备考归母净利润为 8.15 亿元，对应 18~20 年业绩增长率为 39%/32%/22%。考虑到公司作为成长股，18 年净利增长率为 39%；我们保守给予公司 18 年 PEG 在 1X 左右（0.9X~1X），对应 18 年 PE 估值 35~39X，则对应 18 年目标价 40.25~44.85 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：重点自制综艺点击量或招商不达预期；内容成本消化不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	990.02
流通 A 股 (百万股)	205.68
52 周内股价区间 (元)	22.28-45.20
总市值 (百万元)	36,383
总资产 (百万元)	10,751
每股净资产 (元)	5.40

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,219	2,984	10,655	12,888	14,898
+/-%	15.07	(7.32)	257.09	20.97	15.59
归属母公司净利润 (百万元)	66.53	72.54	1,134	1,494	1,825
+/-%	(30.04)	9.03	1,464	31.75	22.14
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.07	1.15	1.51	1.84
PE (倍)	546.89	501.58	32.08	24.35	19.93

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

收购芒果系优质资产，布局新媒体全产业链，更名芒果超媒再起航.....	4
本业快乐购：深耕家庭消费主业，积极进行产业链延伸	4
历经数次股权转让，湖南台仍为实际控制人.....	4
本业电视购物依托快乐购物频道，深耕内容电商，积极进行产业拓展.....	4
收购芒果系优质资产，布局新媒体全产业链	4
交易规模达 115.5 亿元，快乐阳光（芒果 TV）为最主要标的资产	4
交易前后上市公司实际控制人均为湖南台	5
募集配套资金不超过 20 亿元用于版权库扩建和平台建设项目，目前定增尚在进行中	5
交易完成后，芒果超媒有望立足“芒果 TV”整合“芒果生态”	6
用户消费习惯和付费习惯加强，在线视频行业 2018~2020 年复合增速有望达 17%	8
用户消费习惯和付费习惯加强是驱动行业增长的重要引擎.....	8
用户消费习惯加强驱动广告收入增长	8
付费率和 ARPU 值的提升驱动用户付费规模的增长.....	9
视频网站在多维度创收屡现尝试.....	12
2018~2020 年在线视频行业市场规模测算.....	13
内容仍是竞争关键因素，行业呈现“爱腾优+芒果 TV”的竞争格局.....	15
视频平台的创收模式决定了视频平台对内容端的依赖.....	15
1) 广告收入：软广收入取决于自制内容的数量和影响力，硬广收入取决于内容规模和内容更新频率.....	15
2) 会员付费：视频平台通过更新内容拉升会员数，通过粉丝社区等服务提升粘性.....	16
3) 其他收入：现阶段取决于受内容吸引的用户规模，未来平台效应有望凸显.....	16
视频网站在内容领域的布局正在深化	16
近年头部内容涨价趋势明显，而视频网站联合限价声明有望缓解外购剧成本压力.....	16
自制优势取决于内容制作能力	18
“爱腾优”居第一梯队，芒果 TV 行业第四座次稳固.....	19
“爱腾优”在用户覆盖率和付费会员数中均居第一梯队，芒果 TV 居行业第四座次势头强劲.....	19
芒果超媒：芒果生态持续供血芒果 TV，优秀自制能力盘活各块业务.....	21
芒果生态集结内容要素、制作力量，源源不断供血多端渠道.....	21
湖南台是老牌综艺大台，芒果 TV 通过雇佣制和临聘制调用制作人才.....	21
长沙已经形成文化娱乐产业集群，内容生产要素充足，产品创新力持续.....	22
以自制综艺为强势抓手，盘活在线视频会员付费、广告、泛娱乐拓展等多块业务.....	23
会员付费：自制综艺拉升会员数.....	24
软广：芒果 TV 与湖南卫视联合招商更具吸引力；“综 N 代”软广赚钱效应强劲.....	

.....	26
硬广：随着内容规模和用户数提升而稳步提升	27
泛娱乐拓展：芒果生态力和综艺节目本身的机动性和平台效应为泛娱乐拓展铺路	29
内容库逐步积累，为运营业务和内容运营业务的拓展奠定基石	30
内容库以头部自制内容为特色，募集资金用于版权库扩张和自制布局	30
内容运营采取“独有版权分销战略”，有效提升公司盈利能力	30
运营业务已经覆盖至 30 个省/直辖市/自治区，有望分享行业红利	33
收购五家标的公司协同构建独具特色的芒果生态圈	36
芒果互娱：深挖 IP 资源价值，进行游戏 IP 合作	36
天娱传媒：艺人经纪与影视及综艺节目互相促进	37
芒果影视：湖南台精品青春剧生产主力军	38
芒果娱乐：全媒体娱乐内容制作公司	39
投资建议	43
PS 估值比较	43
PE 估值比较	43
付费用户数/用户数估值比较	43
PEG 估值法	44
风险提示	45
重点自制综艺点击量或招商不达预期的风险	45
内容成本消化不达预期的风险	45
PE/PB - Bands	45

收购芒果系优质资产，布局新媒体全产业链，更名芒果超媒再起航

本业快乐购：深耕家庭消费主业，积极进行产业链延伸

历经数次股权转让，湖南台仍为实际控制人

芒果超媒股份有限公司，前身快乐购物股份有限公司，成立于2005年12月28日，主业为电视购物业务，由湖南台和影视集团共同出资设立，其中湖南台出资比例为85%，影视集团出资比例为15%。后经数次股权转让和芒果系资产注入，公司更名为芒果超媒股份有限公司，湖南台下芒果传媒持有上市公司68%的股份，湖南台仍为实际控制人。

本业电视购物依托快乐购物频道，深耕内容电商，积极进行产业拓展

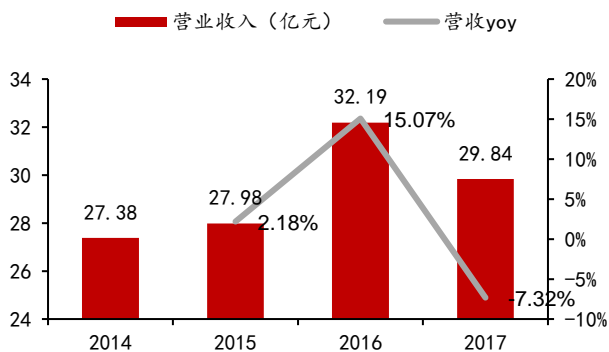
上市公司的电商本业在多年悉心布局下已经初见规模：依托快乐购物频道、电商网站/APP以及内嵌的直播模块，公司深耕内容电商领域，且积极拓展产业链至消费金融等领域，有望挖掘新的利润增长点。

公司的快乐购物频道面向全国观众全天24小时连续播出，通过电视-手机双屏互动，实现销售闭环。同时积极拓展IPTV等新渠道，并输出内容供应链、商品供应链到第三方平台。公司全资子公司上海快乐讯打造的“我是大美人”节目，围绕“内容+人(KOL)+商品”，成功实现了多渠道内容分发、整合营销及流量变现。

公司还利用“直播”及供应链拓展，大力发展O2O农村电商。依托子公司芒果生活，打造“一县一品”、“中国原产”等特色直播产品。

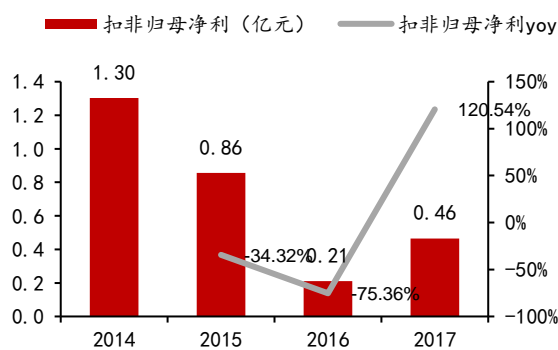
扣非净利润翻番，业务布局初见成效。2017年，公司实现营收同比下滑7.32%，但是扣非归母净利润同比增长120.5%的成绩，主要源自毛利率的提升。公司在业务优化和新业务布局上的举措得到正向验证。

图表1：公司2017年营收略有下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司2017年扣非净利同增120.54%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

收购芒果系优质资产，布局新媒体全产业链

交易规模达115.5亿元，快乐阳光（芒果TV）为最主要标的资产

2017年9月29日，公司首次发布收购说明书，拟向芒果传媒等持股方发行股份收购快乐阳光100%股权、芒果互娱100%股权、天娱传媒100%股权、芒果影视100%股权和芒果娱乐100%股权。之后公司数次发布收购说明书修正，2018年6月22日，公司发布此次收购最后一版收购说明书修正稿：快乐阳光100%股权、芒果互娱100%股权、天娱传媒100%股权、芒果影视100%股权和芒果娱乐100%股权的交易价格分别为95.30亿元、5.08亿元、5.03亿元、5.41亿元和4.68亿元。此次发行价格确定为19.61元/股，发行的股份数量为5.890亿股。交易完成后，快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐将成为上市公司的全资子公司。

2018年6月30日，上述交易标的100%股权均已完成过户；7月12日，此次非公开发行的589,023,518股新增股份上市；8月2日起，公司证券简称由“快乐购”变更为“芒果超媒”。

图表3：此次收购5家公司合计交易对价115.51亿元

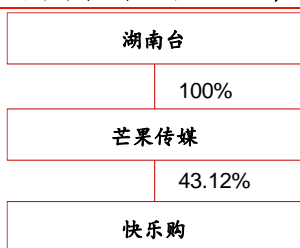
标的公司	本次购买股权比例	标的资产交易价格（万元）	支付股份数量（股）
快乐阳光	100%	953,017	485,985,114
芒果互娱	100%	50,833	25,921,800
天娱传媒	100%	50,332	25,666,277
芒果影视	100%	54,060	27,567,618
芒果娱乐	100%	46,834	23,882,709
合计		1,155,075	589,023,518

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

交易前后上市公司实际控制人均为湖南台

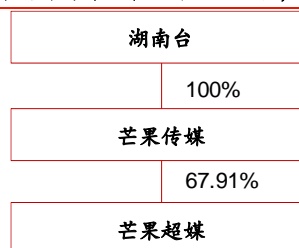
此次交易前，芒果传媒对快乐购的持股比例为43.12%，是其控股股东，实际控制人为湖南台。交易完成后，公司的控股股东仍为芒果传媒，实际控制人仍为湖南台。因此，此次交易前后快乐购控制权未发生变更。

图表4：交易前芒果传媒持有上市公司43%股权，为第一大股东



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：交易后芒果传媒持有上市公司68%股权，仍为第一大股东



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：交易前后芒果超媒的股权结构变化情况（不考虑募集配套资金对上市公司股权结构的影响）

股东名称	此次交易前		此次交易后（不考虑募集配套资金）	
	股份数量（万股）	持股比例	股份数量（万股）	持股比例
芒果传媒	17,289.91	43.12%	67,232.25	67.91%
湖南高新创投	2,242.24	5.59%	2,242.24	2.26%
芒果海通			895.26	0.90%
厦门建发			676.46	0.68%
上海国和			400.86	0.40%
联新资本			334.05	0.34%
湖南文旅			645.97	0.65%
光大新娱			1,402.67	1.42%
广州越秀			1,007.60	1.02%
芒果文创			1,792.76	1.81%
建投华文			753.89	0.76%
上海骏勇			384.19	0.39%
中核鼎元			312.03	0.31%
西藏泰富			181.45	0.18%
中南文化			86.41	0.09%
成长文化			43.2	0.04%
上海骅伟			43.2	0.04%
其他股东	20,567.85	51.29%	20,567.85	20.78%
合计	40,100.00	100.00%	99,002.35	100.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募集配套资金不超过20亿元用于版权库扩建和平台建设项目，目前定增尚在进行中

此次发行股份购买资产的同时，公司拟向不超过5名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过20亿元，扣除此次交易中中介机构费用及相关发行费用后，将用于标的公司快乐阳光实施芒果TV版权库扩建项目和云存储及多屏播出平台项目。

图表7: 募集配套资金用途

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
芒果TV版权库扩建项目	150,000	150,000
芒果TV云存储及多屏播出平台项目	81,977	50,000

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

芒果TV版权库扩建项目将以网络独家版权方式采购5部卫视年度重点电视剧,以巩固芒果TV在内容领域的优势地位。具体来说,该目将采购250集年度重点卫视剧的网络独家版权,项目建设期两年,第一年采购100集,约合2部剧,第二年采购150集,约合3部剧。公司测算本项目税后内部收益率(IRR)预计为82.82%,税后静态回收期是2.29年。具体投资内容及进度安排如下表所示:

图表8: 芒果TV版权库扩建项目

项目名称	性质	部数	集数	万元/集	投资金额 (万元)	投资估算 T+12 (万元)	投资估算 T+24 (万元)
卫视年度重点电视剧	网络独家版权	5	250	600	150,000	60,000	90,000

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

芒果TV云存储及多屏播出平台项目的投资整体将帮助芒果TV实现海量视频资源的存储、用户就近节点的分发及极速观看下载,提升用户全平台观看的体验度。项目建设期2年,总投资81,977万元。其中设备投资将使用募集资金5亿元作为资金来源;机房租赁、带宽投入、实施费用部分将以自有资金投入。具体投资内容及进度安排如下表所示:

图表9: 芒果TV云存储及多屏播出平台项目

工程或费用名称	投资估算 T+12 (万元)	投资估算 T+24 (万元)	总计 (万元)	占投资总额比例
设备投资	28,966	21,034	50,000	60.99%
机房租赁	908	1,495	2,403	2.93%
带宽投入	9,699	19,398	29,097	35.49%
实施费用	177	300	477	0.58%
项目总投资	39,749	42,228	81,977	100.00%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

交易完成后,芒果超媒有望立足“芒果TV”整合“芒果生态”

此次交易完成后,上市公司将完成新媒体平台及内容整合,主营业务将由媒体零售业务拓展至集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务一体共生的独具特色的芒果媒体生态。从财务指标上来看,上市公司的总资产、净资产规模将大幅增加,营业收入、净利润将大幅提高,盈利能力和综合竞争力将进一步增强。

图表10: 此次交易对快乐购的主要财务指标的影响

资产负债表-财务指标	此次交易前	此次交易后(备考)
	(2017年12月31日)	(2017年12月31日)
资产总计(万元)	227,427.97	957,695.56
负债合计(万元)	55,502.23	481,170.86
归属于母公司所有者权益合计(万元)	167,894.00	472,164.21
资产负债率	24.40%	50.24%
流动比率	3.62	1.58
利润表-财务指标	本次交易前	本次交易后(备考)
	(2017年度)	(2017年度)
营业收入(万元)	298,376.07	827,100.51
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7,253.74	81,542.44
基本每股收益(元/股)	0.18	0.82
全面摊薄净资产收益率	4.32%	17.27%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

收购后，芒果TV将成为上市公司的业务立足点和最大业务模块。5家标的公司在2017年~2020年期间承诺净利润合计分别为5.22亿元、8.75亿元、10.94亿元、14.95亿元，2017-2020年业绩承诺复合增速为42.05%。其中，快乐阳光的业绩承诺复合增速达到60.06%，成为重组后上市公司主要利润增长点。

图表11: 标的公司业绩承诺净利润(万元)

标的公司	2017年 承诺净利润	2018年 承诺净利润	2019年 承诺净利润	2020年 承诺净利润
快乐阳光	31,549.47	67,945.78	91,021.50	129,369.60
增速		115%	34%	42%
芒果互娱	4,132.91	5,070.81	4,876.54	5,091.56
增速		23%	-4%	4%
天娱传媒	9,548.62	2,087.46	2,538.96	2,844.41
增速		-78%	22%	12%
芒果影视	4,150.39	4,944.67	4,531.96	4,688.07
增速		19%	-8%	3%
芒果娱乐	2,773.74	7,451.30	6,432.91	7,495.76
增速		169%	-14%	17%
合计	52,155.13	87,500.02	109,401.87	149,489.40
增速		68%	25%	37%

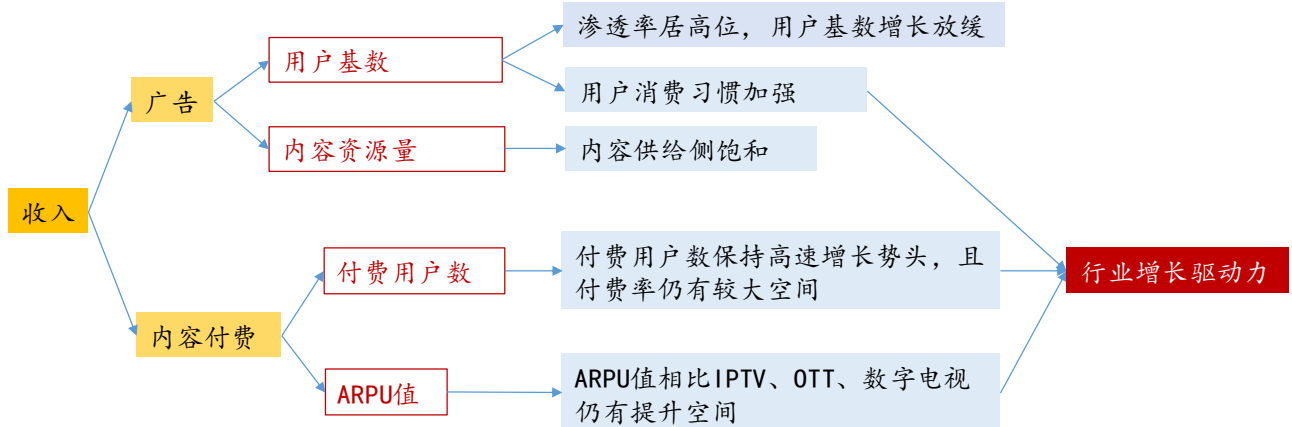
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

用户消费习惯和付费习惯加强，在线视频行业 2018~2020 年复合增速有望达 17%

用户消费习惯和付费习惯加强是驱动行业增长的重要引擎

广告和用户付费构成了在线视频企业的主要两大收入来源。1) 广告收入与用户基数和内容视频资源量正相关，视频网站 2017 年用户渗透率已经稳定在 70% 左右，用户基数增长放缓，然而视频资源的播放量迅猛增长，说明单用户对在线视频的使用强度提升，构成广告收入的重要拉动力；2) 用户付费与付费率、ARPU 值成正比，我们认为国内 ARPU 值水平相较 IPTV、OTT、数字电视仍有提升空间；目前国内付费率水平远低于美国且处于快速提升通道中，构成驱动行业增长的主要引擎。

图表12：行业驱动力剖析

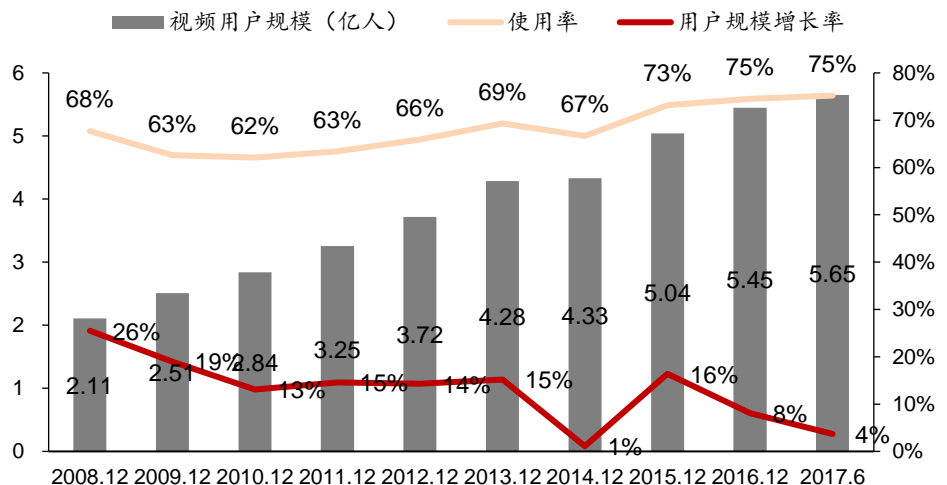


资料来源：华泰证券研究所

用户消费习惯加强驱动广告收入增长

视频网站用户数增长放缓。根据 CNNIC 数据，截至 2017 年 6 月，网络视频用户规模 5.65 亿，用户使用率（即网络视频用户数占收集用户比例）为 75.2%。2017 年 6 月视频用户规模与 2016 年底相比，增长率为 3.7%。其中移动视频用户规模达 5.25 亿，较 2016 年底增长 2536 万人；移动视频用户使用率为 72.6%，相比 2016 年底增长 0.7pct。从增速上来看，每年增长率在放缓通道中。

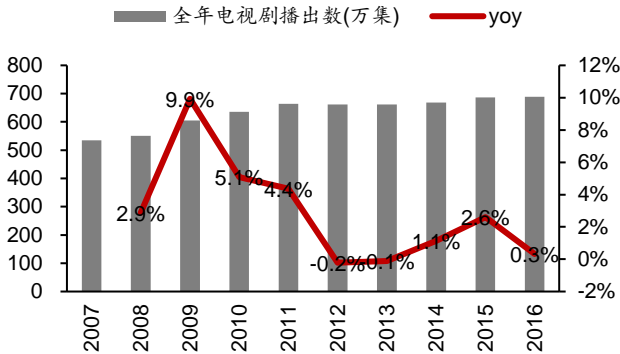
图表13：视频网站用户规模增速在个位数，用户使用率（占网民的比例）处于增长态势



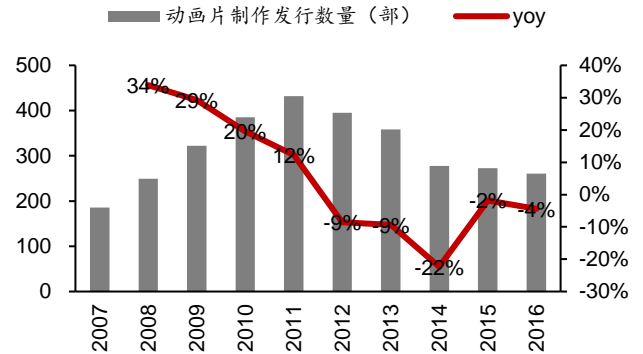
资料来源：CNNIC，华泰证券研究所

从内容供给上看，视频内容资源量近年来增速放缓，我们认为，这一数据表现说明视频行业已经度过了供给大发展的时代，在现有生产力和内容审批制度下，供给侧产量已经达到饱和状态。

图表14：国内电视剧播出集数近年增速放缓



图表15：国内动画片制作发行数量近年增速放缓

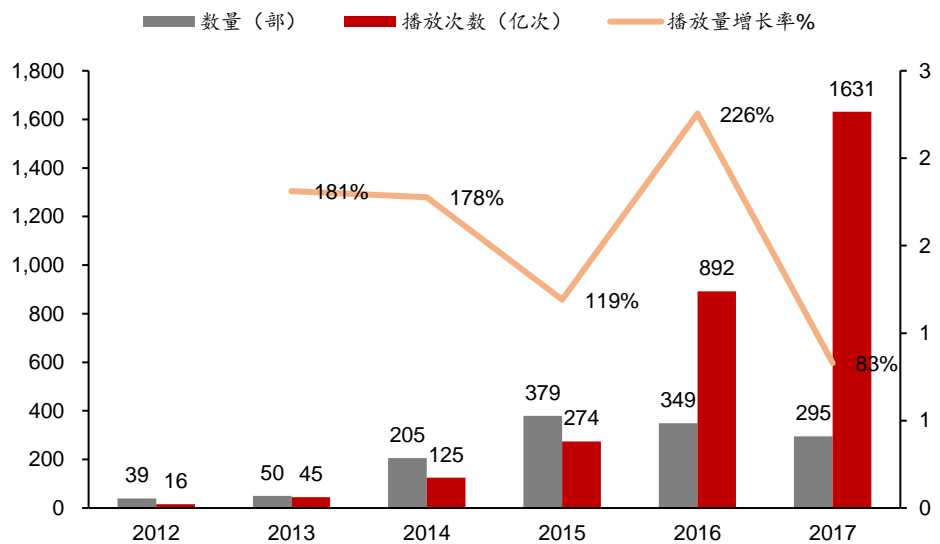


资料来源：Wind，华泰证券研究所

资料来源：Wind，华泰证券研究所

播放量增长迅猛，广告资源量快速提升。广告收入与广告资源量正相关。此处的资源量不仅仅指视频网站上的视频资源数量，更多的是指视频网站上的视频资源带来的播放量。2012年以来，视频资源的主要组成——网络剧的播放量呈现迅猛发展态势；16年以来，网络剧播放部数未见增长，但是播放次数大幅提升。结合上文中论述的用户数的增长放缓态势，我们认为，用户使用习惯强化，播放量仍处于快速提升趋势中，有望带动广告收入的增长。

图表16：近年来网络剧播放部数没有增加趋势，但播放次数显著提升

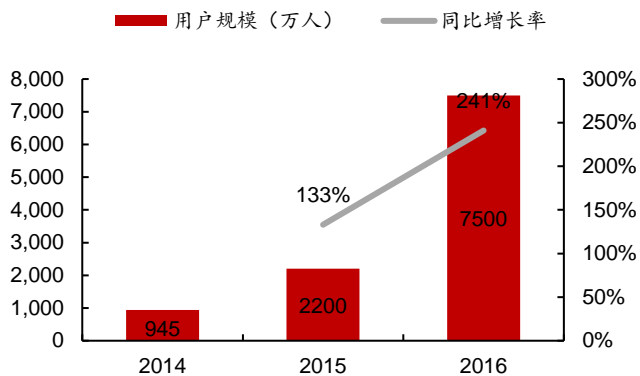


资料来源：CNNIC，华泰证券研究所

付费率和 ARPU 值的提升驱动用户付费规模的增长

从2015年开始，视频付费业务进入高速发展期。各视频企业通过引进优质内容、会员独家观看、提前观看等方式，培养用户付费习惯，不断扩大付费用户规模。艺恩数据显示，截至2016年12月底，国内视频网站付费用户规模达到7500万人，同比2015年增长241%，付费渗透率超过10%。从前两大视频网站爱奇艺和腾讯视频会员数来看，18年6月同比增幅均超100%。

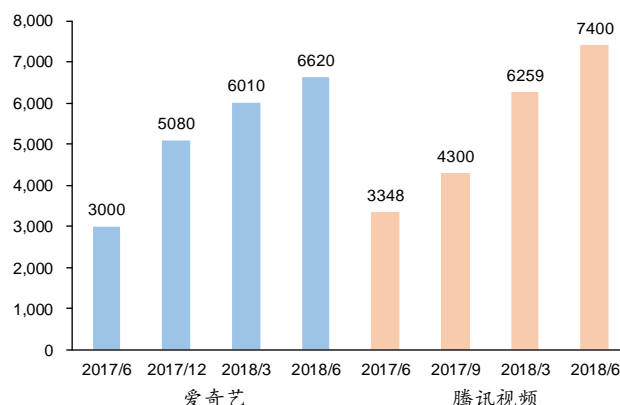
图表17: 2014-2016年中国视频付费用户规模(万人)迅猛增长



资料来源: 艺恩, 华泰证券研究所

注: 付费会员估算为实际付费会员, 不包含各类渠道赠送会员

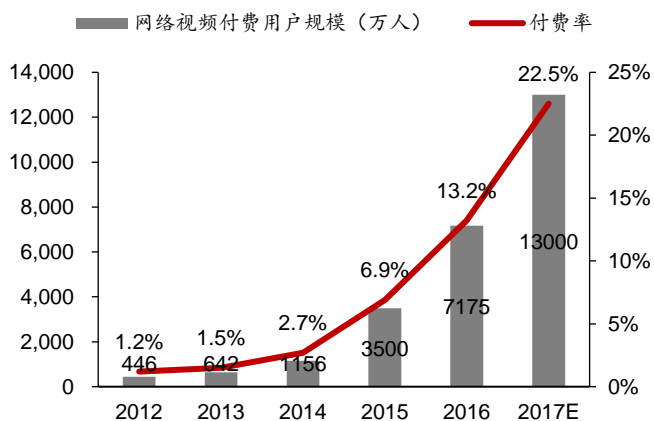
图表18: 前两大视频网站会员数(万人)保持增长状态



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

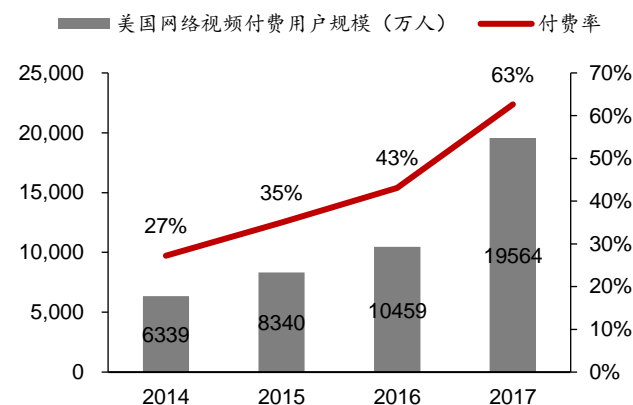
中国在线视频用户付费率相比美国有较大提升空间。根据艾瑞咨询数据, 中国网络视频用户付费率 17 年估计为 22.5%, 相比 2017 年美国网络视频用户付费率 (63%) 差距较大, 仍有较大提升空间。

图表19: 中国在线视频付费率迅速提升



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

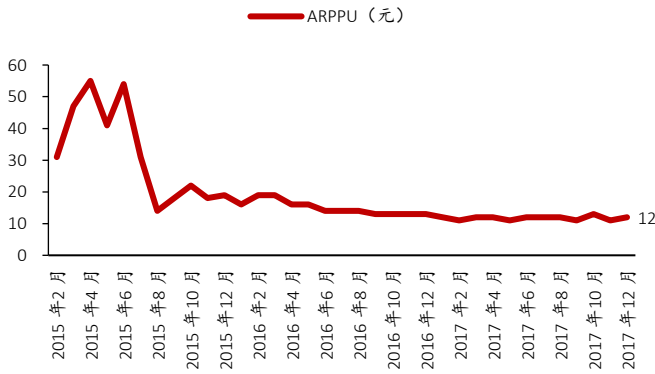
图表20: 美国主要视频网站付费率



资料来源: IWS、Bloomberg, 华泰证券研究所

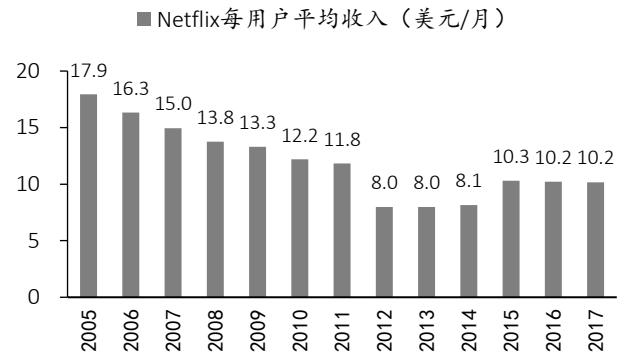
中国在线视频用户 ARPU 值相比美国处于较低水平。下图所示, 以 2017 年底芒果 TV 用户 ARPU 值为参考, 中国在线视频月均 ARPU 值为 12 元左右, 而以 Netflix 用户 ARPU 值为参考, 美国在线视频用户月均 ARPU 值为 10 美元左右, 约为中国用户的 5~6 倍。

图表21: 中国在线视频用户 ARPU 值(元/月)——以芒果 TV 用户 ARPU 值为参考



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表22: 美国在线视频用户 ARPU 值——以 Netflix 用户 ARPU 值为参考



资料来源: 中国报告网, 华泰证券研究所

考虑到中美国情不同, 我们比较中国在线视频与 IPTV、OTT、数字电视的 ARPU 值水平来进一步论证在线视频 ARPU 值的空间, 发现, 中国在线视频用户 ARPU 值相较之下仍处于较低水平。引用艾瑞咨询对 2017 年广东省数据统计, IPTV 服务费用为每个月 10~45 元; 数字电视服务费用为每个月 20~30 元, 基本高于在线视频的每月费用 (以芒果 TV 为例, 2017 年底月 ARPU 值在 12 元左右)。从芒果 TV 本身的 MPP 端 (即在线视频) 与 OTT 端 ARPU 值比较来看, MPP 端 ARPU 值为人均每天 0.33 元, 显著低于 OTT 端 (人均每天 0.55 元, 数据源自公司公告)。

图表23: IPTV、OTT 与数字电视收费金额对比——以广东 2017 年数据为例

	IPTV	OTT	数字电视
基础服务	直播卫视电视台、区域节目、部分点播节目	盒子视频内容	直播节目, 部分支持点播
增值服务	高清晰度 (2k、4k) 选择, 教育、综艺、电影等点播	高清视频, 会员电影、会员电视剧、会员综艺等点播	各地区不同, 如回放功能、点播节目等
服务费用	基础月租 10-35 元/月; 单个增值节目 5-10 元/月	部分视频需要开通会员收看, 5 元/月起步	基础月租 20-30 元/月

资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

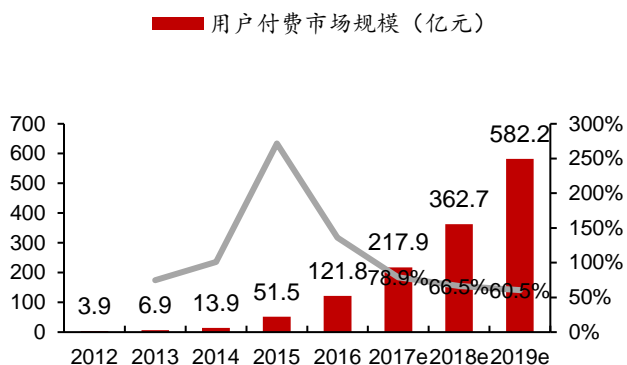
图表24: MPP 端 (Mobile/Pad/PC) 与 OTT 端付费 ARPPU 值对比——以芒果 TV 2017 年数据为例

数据类别	项目	MPP 端	OTT 端
活跃用户	平均 MAU (万)	30,051	1,565
	平均 DAU (万)	2,538	333
用户付费	平均会员数 (万)	253	38
	ARPPU (元/用户/天)	0.33	0.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

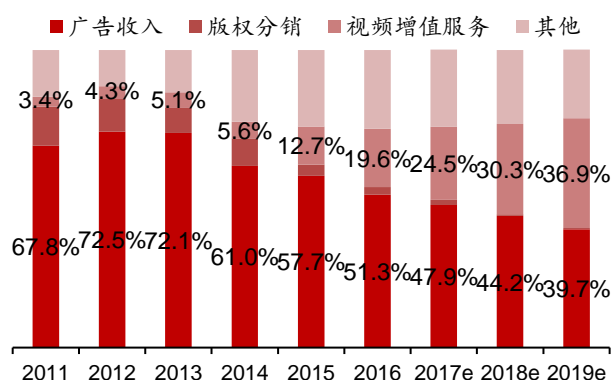
内容付费的浪潮导致了视频行业营收结构的调整, 用户付费将占据越来越重要的收入地位。根据艾瑞咨询数据, 预计 2017 年付费用户规模将超 1 亿人, 2018 年用户付费市场规模为 362.7 亿元; 到 2019 年, 在线视频行业收入构成中用户付费将占比 37%, 与广告业务占比相当。

图表25: 2011-2019年中国在线视频用户付费市场规模(亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

图表26: 2011-2019年中国在线视频行业收入构成



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

视频网站在多维度创收展现尝试

《创造101》等选秀节目的火爆为视频网站通过内容切入粉丝经济提供了范式。腾讯视频选秀节目《创造101》中, 为了给心仪选手点赞, 粉丝仅在Owhat上的粉丝集资金额就达到了4453万元(截至6月23日, 根据OwhatAPP数据), 节目最终选出的火箭少女101将和企鹅影视签订两年合约, 接受企鹅影视的管理, 企鹅影视将获取女团的演艺分成。

图表27: 各大视频网站推出粉丝社区

平台	粉丝平台	推出时间	宣发案例
爱奇艺	泡泡社区	2015年11月	《中国有嘻哈》(1) 13期话题活动 (2) 明星选手“翻牌”粉丝; 《河图》(1) 线下: 发布会、剧透会、庆功会等粉丝见面福利 (2) 线上: 泡泡专访主创: “明星来了”互动
腾讯	doki社区	2017年8月	《创造101》点赞通道、《演员的诞生》评论区
优酷	星球	2017年底	明星热度排名
芒果TV	有料		明星小视频

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

除了基于选秀节目的艺人经纪, 近年来, 视频网站在拓宽收入来源上做出了大量努力: 直播、在线购票、游戏分发、周边商城……在互联网三大盈利模式(广告、电子商务、内容付费)上均有涉猎。

图表28： 视频网站积极拓宽收入来源



资料来源：华泰证券研究所

2018~2020 年在线视频行业市场规模测算

根据上述分析，我们做出一系列假设，测算 2018~2020 年在线视频行业市场空间：

- 1) 用户规模的增速缓慢，年增速为 2%，此部分增速来源于青少年和中老年用户触网人数的增加。
- 2) 付费率每年提升显著，18~20 年付费率分别为 26%、30%、33%，此假设下，每年新增付费用户数为 2000 万~3000 万之间，符合过去三年的趋势。
- 3) 付费用户 ARPU 值按照每年 10% 的增速提升。根据上文论述，国内在线视频用户 ARPU 值相比 IPTV/OTT/数字电视均有较大增长空间。我们判断随着内容精品化趋势加深，用户付费意愿和习惯都会逐渐加强，从而带动 ARPU 值的提升。
- 4) 网络剧播放次数增速在 2018~2020 年仍保持 15%~30% 的增幅。这一假设的判断：网络剧是近年来增长较为迅猛的内容品类，未来随着内容类型的多样化及内容精品化趋势的加深，网络剧的播放量有可能会继续提升，但是品类成长期的红利可能会减弱，因此保守给出这一增速判断。
- 5) 广告市场规模增速应低于资源量的增速，高于用户规模的增速（由于用户使用强度加深，内容头部效应加深），因此保守给出 2018~2020 年的增速估计为 20%、13%、8%。
- 6) 版权分销规模估计会以较低速度增长，这一判断的原因在于：版权分销与视频网站版权资源量有关。对于头部剧，视频网站倾向于以剧换剧；对于长尾的视频资源，目前业内已经出现了像华视网聚这样的专业进行版权分销的厂商，对于视频网站而言囤积大量长尾部的视频资源的意义不大。
- 7) 其他收入增速估计保持 20% 的增速。此部分估计依据源自视频网站积极拓宽收入来源：电商、粉丝社群等等。并经过《创造 101》等系列事件的验证，充分说明视频网站基于强势内容而开拓的多样化服务是可行的，且存在变现潜力。

图表29： 在线视频行业市场空间测算：用户付费为增长最快组成部分

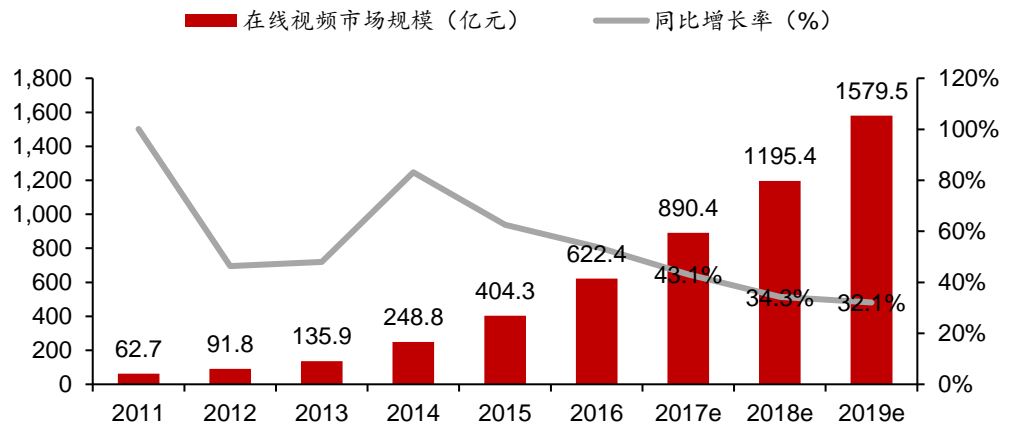
	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
用户规模 (亿人)	3.68	4.24	4.29	4.99	5.4	5.65	5.8	5.9	6.0
YOY		15.2%	1.2%	16.3%	8.2%	4.6%	2%	2%	2%
付费率	1.2%	1.5%	2.7%	7.0%	13.3%	21.2%	26%	30%	33%
付费用户规模 (万人)	446	642	1156	3500	7175	12000	14984	17635	19786
新增付费用户数 (万人)		196	514	2344	3675	4825	2984	2651	2151
YOY		43.9%	80.1%	202.8%	105.0%	67.2%	24.9%	17.7%	12.2%
付费用户 Arpu 值 (元)	87	107	120	147	170	187	205	226	249
YOY		22.9%	11.9%	22.4%	15.4%	10%	10%	10%	10%
用户付费市场规模 (亿元)	4	7	14	52	122	224	308	398	492
YOY		76.9%	101.4%	270.5%	136.5%	84.0%	37.4%	29.5%	23.4%
用户付费占比	4%	5%	6%	13%	20%	26%	29%	32%	34%
网络剧播放次数 (亿次)	16	45	125	274	692	1162	1511	1813	2085
YOY		181.3%	177.8%	119.2%	152.6%	67.9%	30%	20%	15%
广告市场规模 (亿元)	67	98	152	233	320	416	499	564	609
YOY		46%	55%	53%	37%	30%	20%	13%	8%
广告占比	73%	72%	61%	58%	51%	49%	47%	45%	42%
版权分销市场规模 (亿元)	12	15	21	38	24	25	26	27	29
YOY		24%	43%	76%	-37%	5%	5%	5%	5%
版权分销占比	13.1%	11.0%	8.6%	9.3%	3.8%	3%	2%	2%	2%
其他收入 (亿元)	9	16	62	82	157	188	226	271	325
YOY		81%	283%	34%	91%	20%	20%	20%	20%
其他收入占比	10%	12%	25%	20%	25%	22%	21%	22%	22%
在线视频市场规模 (亿元)	92	136	249	404	622	853	1059	1261	1455
YOY		48%	83%	63%	54%	37%	24%	19%	15%

资料来源：艾瑞咨询，中国网络视听节目服务协会，华泰证券研究所

注：蓝色字体为估计数值

综上所述，我们认为 2018 年在线视频市场规模为 1059 亿元，2019 年在线视频市场规模为 1261 亿元。参考艾瑞咨询预测数值相差不大。到 2020 年，我们预计在线视频市场规模可以达到 1455 亿元，2018~2020 年复合增速达 17%。

图表30： 2011-2019 年中国在线视频行业市场规模 (亿元)



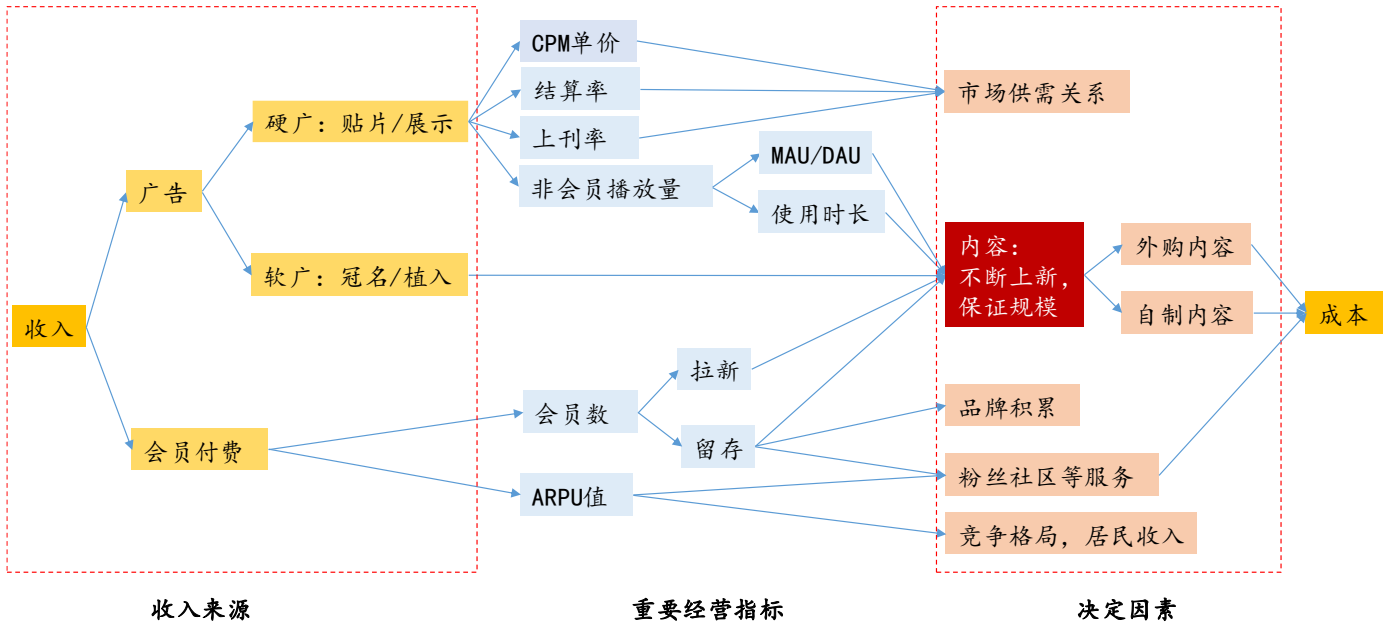
资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

内容仍是竞争关键因素，行业呈现“爱腾优+芒果TV”的竞争格局

视频平台的创收模式决定了视频平台对内容端的依赖

视频平台的收入来源于广告、会员付费以及版权分销、游戏直播等其他收入，这些收入规模取决于各平台在外购内容、自制内容及粉丝社区等增值服务上的布局及进展。

图表31： 视频平台商业逻辑梳理



资料来源：华泰证券研究所

1) 广告收入：软广收入取决于自制内容的数量和影响力，硬广收入取决于内容规模和内容更新频率

视频平台的广告收入分为硬广和软广。冠名费和植入广告这类软广与内容绑定，因此对于视频平台而言，软广收入规模取决于自制内容的数量和影响力。硬广包括贴片广告和展示广告，这类广告收入=可计费 CPM*上刊率*结算率*CPM 单价。其中，上刊率，结算率和 CPM 单价基本上由市场供需关系决定，而可计费 CPM 则和播放量成正比，因此，视频平台主要靠提高播放量来提升硬广收入。播放量取决于用户数 (MAU/DAU) 和用户使用时长，这些取决于视频网站是否能够不断上新内容，并保证内容规模。综上所述，广告收入离不开视频网站对内容的长期持续投入。

图表32： 硬广 15 秒贴片广告价格 (元/CPM)：各个视频平台刊例价相差不大

	市场类型	多屏/移动端	PC 端	PAD 端
快乐阳光	核心	110	125	165
	A 类	60	70	90
	B 类	40	45	60
	全国其他地区	35	40	55
某视频网站 A	核心	130	165	180
	A+	90	110	135
	A	70	90	100
	B	55	60	75
	全国其他地区	45	50	55
某视频网站 B (前贴片)	核心城市	120	150	180
	重点城市	65	80	110
	其他/全省	45	50	75
	通投	40	45	55

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2) 会员付费：视频平台通过更新内容拉升会员数，通过粉丝社区等服务提升粘性

会员付费收入=会员数*ARPU值。其中ARPU值由竞争格局决定：与美国市场不同，国内市场存在多个势均力敌的视频网站，单个视频网站对会员费没有定价权，目前行业连续包月费用在15元左右，连续包年费用在168~198元之间，各个视频平台相差不大。因此，现阶段视频平台主要在会员数上发挥自主能动性。会员数取决于新内容（特别是头部新内容）及用户粘性。这要求视频平台不断更新内容，抢夺头部内容资源；另一方面，通过对自身品牌的打造和粉丝社区等增值服务的开设来提升用户粘性。

图表33：各大视频平台会员收费标准相差不大（2018年7月24日）

	连续包月/元	连续包季/元	连续包年/元	月度会员/元
芒果TV	15	45（送一个月）	178	20
优酷	15	56	198	20
爱奇艺	-	45	178	19.8（新客首三月6元）
腾讯视频	-	58	198	20
乐视	15	42	198	19
搜狐视频	15	50	168	19.8

资料来源：视频APP，华泰证券研究所

3) 其他收入：现阶段取决于受内容吸引的用户规模，未来平台效应有望凸显

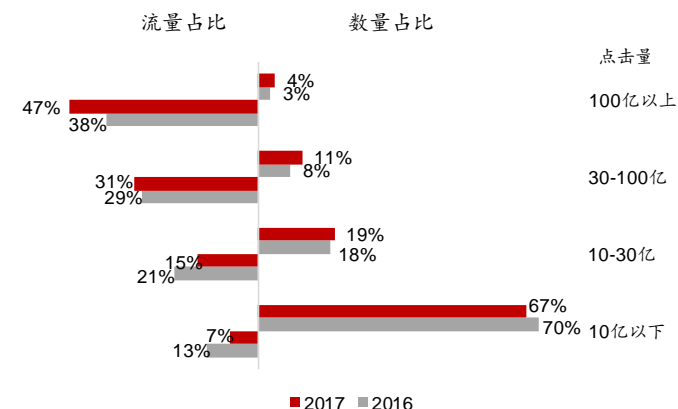
版权分销收入取决于内容规模，同样要求视频平台对内容持续投入；游戏、直播及周边商城收入取决于用户规模。由于现阶段用户对视频平台的定位是“视频内容集成平台”，因此视频平台现阶段吸引的用户基本上是由内容吸引来的。因而也需要视频网站通过对内容的投入来留住用户，增加新用户。而随着流量的集中，当视频网站上的用户聚集到足够大的量级的时候，视频网站的平台效应凸显出来。视频网站从简单的内容渠道的角色中成长为建立内容规则和拓展用户服务的生态。视频网站进入到发展的下一阶段：视频网站超出了“视频提供平台”这一概念，而是基于由视频需求而聚集到平台上的用户群体，而聚合视频产业资源，挖掘用户其他需求，提供多样化服务，以高频消费带动低频消费的入口。提升用户粘性与付费，从而提升平台价值。

视频网站在内容领域的布局正在深化

近年头部内容涨价趋势明显，而视频网站联合限价声明有望缓解外购剧成本压力

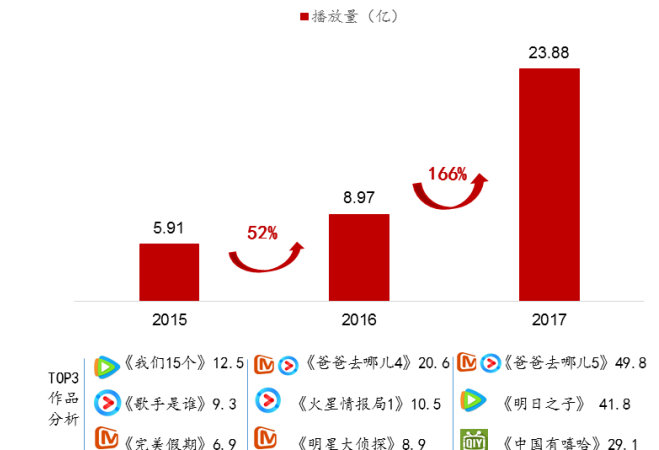
近年来，头部内容收割流量的趋势愈发显著。2017年11部点击量过百亿大剧占比市场总流量47%，比2016年进一步提升。2015~2017年，新播网综播放量TOP10的平均播放量增长迅猛。另一方面，热播内容对用户付费的拉动效果明显。2018年2月4日，爱奇艺上线《老男孩》，用户当天付费占比明显提升；2018年2月28日，优酷、腾讯同时上线《美好生活》，用户当天付费占比均有不同程度提升。

图表34：2017年头部剧在流量占比和数量占比均进一步提升



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

图表35：头部综艺播放量（亿次）迅速上升



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

图表36： 2017年11月~2018年4月 典型在线视频APP当天有付费行为的用户占比



资料来源：Questmobile, 华泰证券研究所

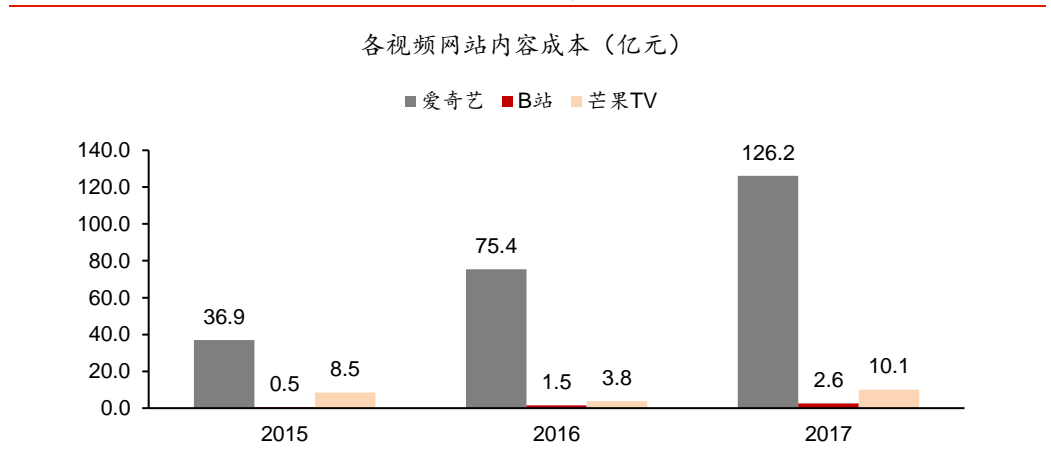
在视频平台激烈竞争的局势下，头部内容涨价趋势明显，视频网站购买成本上涨。背靠BAT资金实力雄厚的“爱腾优”在外购剧领域具备明显优势。而近期三家视频网站联合发布声明，对艺人片酬进行限制，单部影视剧成本有望压低，视频网站成本压力有望缓解。2018年8月11日，爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站发布声明，即日起联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大影视制作公司，共同抵制艺人“天价”片酬现象。三家视频网站联合六大影视制作公司将严格执行每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%，主要演员片酬不得超过总片酬的70%的最高片酬限额制度。此外，还将对不合理的片酬进行控制，三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过100万人民币，其总片酬（含税）不得超过5000万元人民币。

图表37： 外购剧价格上涨明显

电视剧	集数	单集价格 (万元/集)	版权费 (万元)	播出时间
《如懿传》	90	900	81,000	2018
《巴清传(赢天下)》	60	800	48,000	预计 2018
《孤芳不自赏》	62	1,000	62,000	2017
《楚乔传》	68	380	25,840	2017
《琅琊榜 2》	48	800	38,400	2017
《择天记》	56	700	39,200	2017
《欢乐颂 2》	52	900	46,800	2017
《幻城》	60	400	24,000	2016
《宫锁珠帘》	37	185	6845	2012

资料来源：公司公告，优酷发布会，广电独家(微信公众号)，华泰证券研究所

图表38： 以爱奇艺为代表的BAT系视频网站资金实力雄厚，内容成本远超其他类视频网站



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

自制优势取决于内容制作能力

内容制作对于视频平台而言是一个专业的领域。现阶段视频平台相较专业化的内容制作公司仍有制作差距，因此，视频平台在内容制作端积极布局，具体来说分为两种布局方式：

- 1) 对内容要素的布局，如对源头IP、艺人、后期制作等的布局，如腾讯收购阅文集团、快乐购收购天娱传媒等；
- 2) 直接布局内容制作主体，如腾讯收购新丽传媒等。

图表39：主要视频网站在内容生产要素上的布局

	时间标的	布局领域	描述
腾讯视频	2012腾讯动漫	动漫 IP	同一控股集团下设立
腾讯视频	2015阅文集团	网文 IP	同一控股集团下设立，整合盛大文学、腾讯文学
腾讯视频	2018壹心娱乐	艺人经纪	投资天使轮
优酷	2015阿里文学	网文 IP	同一控股集团下设立
优酷	2016悦凯影视	艺人经纪	投资
优酷	2017优酷优选班	艺人经纪	同一控股集团设立，培育优质人才
优酷	2017阿里电影学院	艺人经纪	同一控股集团设立，培育优质电影产业生力军
优酷	2017酷漾娱乐	艺人经纪	设立自有艺人经纪公司
爱奇艺	2013纵横中文网	网文 IP	合作，百度旗下网文社区
爱奇艺	2017爱奇艺文学	网文 IP	设立，启动“云腾计划”，实现内容培育
芒果TV	2018天娱传媒	艺人经纪	同一控股集团并购

资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

图表40：主要视频网站在内容制作主体上的布局

	时间	标的	布局领域	描述	投资比例	标的简介
腾讯视频	2015	博纳影业	影视制作	投资优质制作公司	4.84%	影视集团公司，代表作品包括《智取威虎山》、《澳门风云》系列、《湄公河行动》、《红海行动》等
腾讯视频	2015	华谊兄弟	影视制作	投资华谊，对接一线资源	7.94%	影视上市公司，代表作品包括《狄仁杰之四大天王》、《前任3：再见前任》、《芳华》、《西游伏妖篇》
腾讯视频	2015	企鹅影业	电影投资&自制&艺人经纪	同一控股集团下设立	100%	影视制作公司，电视剧代表作品包括《沙海》、《东方华尔街》、《无心法师2》、《使徒行者2》等。电影代表作品包括《无间西东》、《捉妖记2》、《北京遇上西雅图之不二情书》等
腾讯视频	2016	柠萌影业	影视制作	投资绑定高质量制作资源和团队	18.97%	电视剧制作公司，代表作品包括《寂寞空庭春欲晚》、《好先生》、《小别离》《择天记》等
腾讯视频	2017	盛世光华	动漫制作	投资		动画电影和CG视效动画制作公司，代表作品包括《爵迹》系列和《妈妈咪呀》
腾讯视频	2018	新丽传媒	影视制作	投资成长迅速的影视公司	31.72%	影视制作公司，电视剧代表作品包括《西虹市首富》、《妖猫传》、《羞羞的铁拳》等。电视剧代表作品包括《如懿传》、《我的前半生》、《白鹿原》、《女医明妃传》等
优酷	2014	阿里影业	影视制作	同一控股集团下设立		电影制作公司，包括《喜欢你》、《杀破狼狼》、《西虹市首富》等
优酷	2015	光线传媒	电影投资&自制&艺人经纪	投资	8.78%	影视上市公司
优酷	2015	向上影业	影视制作	投资		主营电影制作，参与投资《老炮儿》、《芳华》、《前任3：再见前任》等作品
优酷	2015	华谊兄弟	影视制作	投资	4.47%	影视上市公司
优酷	2015	博纳影业	影视制作	投资	7.72%	影视集团公司，代表作品包括《智取威虎山》、《澳门风云》系列、《湄公河行动》、《红海行动》等
优酷	2016	稻草熊影业	影视制作&艺人经纪	合作，对接一线有优质艺人	15%	电视剧制作公司，代表作品包括《蜀山战纪》、《醉玲珑》、《白发魔女传之明月天国》等
优酷	2016	和和影业	影视制作	投资	30%	主营电影出品与发行，代表作品包括《美人鱼》、《西游伏妖篇》、《绝地逃亡》等
爱奇艺	2014	华策影视	影视制作	与华策影视成立合资公司，并参与其定增	4.94%	电视剧上市公司
爱奇艺	2015	慈文传媒/新文化	影视制作	与新文化、慈文传媒战略合作		电视剧上市公司
芒果TV	2018	芒果影视	影视制作	同一控股集团并购	100%	电视剧制作公司，代表作品包括《结爱·千岁大人的初恋》、《漂亮的李慧珍》、《远大前程》、《宫》等

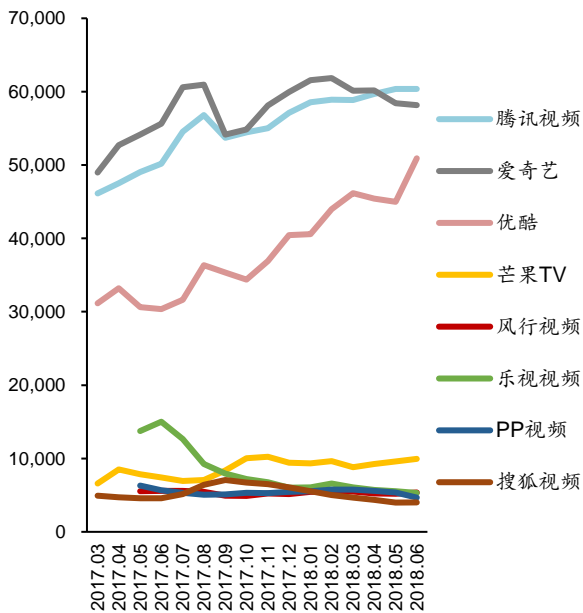
资料来源：公司官网，公司公告，WIND，华泰证券研究所

“爱腾优”居第一梯队，芒果TV行业第四座次稳固

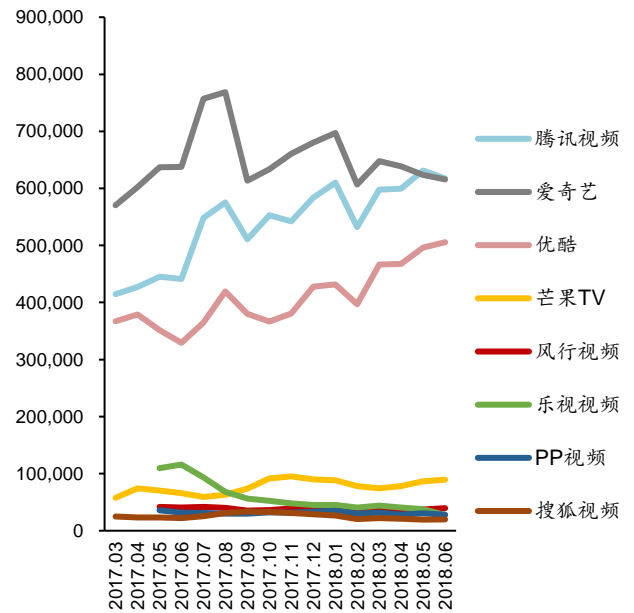
“爱腾优”在用户覆盖率和付费会员数中均居第一梯队，芒果TV居行业第四座次势头强劲

“爱腾优”在用户覆盖率上领跑，第二梯队中芒果TV表现亮眼。根据艾瑞咨询数据，爱奇艺、腾讯、优酷在2018年6月月独立设备数均在5亿人以上，2017年“爱腾优”占用户在视频网站花费时间的73.8%。第二梯队中，芒果TV的月独立设备数最接近1亿水平（根据艾瑞咨询18年2月数据），行业第四座次较为稳固。

图表41： 在线视频APP月独立设备数（万）



图表42： 主要视频网站月度总有效时长（万小时）

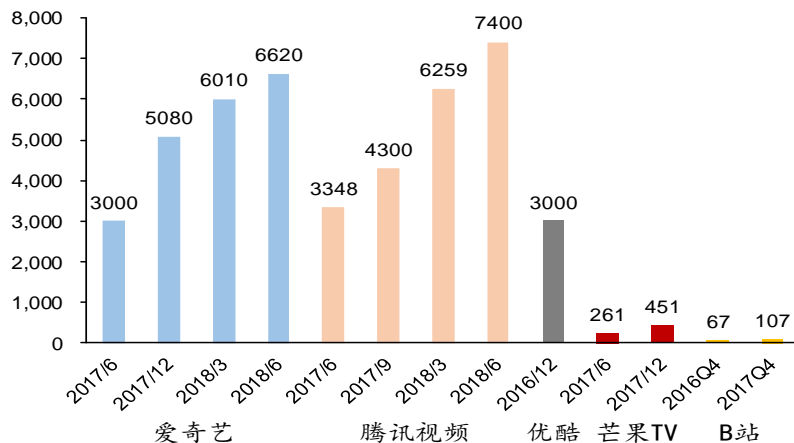


资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

在付费会员维度，“爱腾优”会员数均超3千万，芒果TV17年底会员数451万处快速增长通道中。爱奇艺招股书显示，截至2018年6月，爱奇艺付费会员规模已经达到6620万，同比增长121%；腾讯视频公布了其截至2018年6月的付费会员数为7400万，同比增长121%；优酷会员在2016年底已超过3000万，且宣布2018年一季度付费会员同比增长155%。相比之下，芒果TV、B站、搜狐视频的付费会员规模均为几百万量级。其中，芒果TV会员数在第二梯队中增长迅猛，2017年下半年会员数相比2017年上半年增长73%。

图表43： 主要视频网站付费用户数（万人）



资料来源：爱奇艺招股书、B站招股书、腾讯科技等，华泰证券研究所

从 APP 活跃率和留存率来看，芒果 TV 拉新用户的活跃和留存数据表现亮眼。2017 年 12 月，新安装活跃转化率在 TOP10 里排名第 1（80.3%）、新安装留存转化率在 TOP10 里排名第 3（63%）。

图表44： TOP10 移动视频 APP 活跃率/留存率

	2017 年 12 月			2017 年 11 月	
	活跃率	新安装活跃转化率	新安装留存转化率	月活跃用户 30 日留存率	
爱奇艺	24.3%	72.1%	67.1%	33.2%	
腾讯视频	22.8%	75.4%	65.6%	35.4%	
优酷	19.1%	77.8%	59.1%	32.4%	
芒果 tv	20.0%	80.3%	63.0%	29.8%	
乐视视频	11.1%	74.9%	56.0%	27.6%	
B 站	23.1%	71.5%	45.0%	40.7%	
搜狐视频	14.6%	64.3%	53.9%	31.8%	
PP 视频	22.6%	69.3%	45.9%	38.0%	
韩剧 TV	15.5%	69.3%	55.3%	18.2%	
咪咕视频	12.9%	59.9%	48.6%	23.1%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

芒果超媒：芒果生态持续供血芒果TV，优秀自制能力盘活各块业务

芒果生态集结内容要素、制作力量，源源不断供血多端渠道

湖南台是老牌综艺大台，芒果TV通过雇佣制和临聘制调用制作人才

湖南台是老牌综艺大台，在节目制作领域积淀数十载。从2018年上半年五大卫视周末综艺收视排名TOP10来看，湖南卫视占据4席，其中《快乐大本营》于1997年7月11日起首播，历经22年该节目仍稳居前十大电视综艺。

图表45：2018年上半年五大卫视周末综艺收视排名TOP10：湖南卫视占据4席

排名	节目名称	播出平台	节目类型	收视率%
1	奔跑吧2	浙江卫视	户外竞技	2.082
2	向往的生活2江南篇	湖南卫视	生活体验	1.318
3	欢乐喜剧人	东方卫视	喜剧竞演	1.268
4	极限挑战4	东方卫视	户外竞技	1.249
5	新相亲时代	江苏卫视	相亲交友	1.177
6	最强大脑5燃烧吧大脑	江苏卫视	科学竞技	1.175
7	王牌对王牌3	浙江卫视	室内竞技	1.16
8	快乐大本营	湖南卫视	访谈游戏	1.136
9	歌手2	湖南卫视	音乐竞技	1.018
10	声临其境	湖南卫视	配音竞演	1.004

资料来源：剧星传媒，华泰证券研究所

芒果TV调用湖南台人才较为自由，芒果TV与湖南台的内容制作能力可视作一体。芒果TV的内容制作团队人员很多来自湖南广电，如《明星大侦探第三季》的导演何忱，《萌仔萌萌宅》的导演田海等。另外，芒果TV也会采取“临时聘”的方式调用湖南台的制作资源，共同打造综艺项目。

湖南台和芒果TV对优秀制作人员的吸引力仍较为强大。我们统计了2018年1-5月各月点击量TOP10综艺的导演/团队现任职平台及之前任职平台，发现在每月TOP10点击量综艺背后的25位导演/导演团队中，有六位来自芒果系，有五位之前所在的平台为芒果系。可见，湖南台和芒果TV对优秀制作人员的吸引力较为强大，也同时为业内培养了众多优秀的综艺节目制作人。

图表46: 2018 年 1~5 月 各月点击量 TOP10 综艺导演/团队任职平台

导演	代表作	所在平台	何时转至现平台	从何跳转至现平台
何忱	明星大侦探第三季、我是大侦探	芒果 TV	2014	湖南卫视
何舒	明星大侦探第三季、我是大侦探	湖南卫视	不详	不详
俞杭英	王者出击	原子娱乐	2017	浙江卫视
李诞	吐槽大会第二季	上海笑果文化	2014	今晚 80 后脱口秀
吴彤	演员的诞生第一季	浙江卫视	2009 前	不详
洪涛	歌手第二季	湖南卫视	1991 前	株洲无线电二厂工人
徐晴	声临其境第一季	湖南卫视徐晴工作室	1996 前	不详
陈刚	偶像练习生	北京鱼子酱文化	2014	湖南卫视
施嘉宁	欢乐喜剧人第四季	上海东方娱乐	2014	上海新娱乐频道
赵佳	变形计之平行世界	不详	不详	不详
生西林	喜剧总动员第二季	浙江卫视	2016 前	江苏卫视
聂玫	爸爸去哪儿贺岁篇	不详	2017	芒果 TV
王培杰	最强大脑之燃烧吧大脑	远景影视	2014	江苏卫视
王运庆	最强大脑之燃烧吧大脑	远景影视	不详	不详
田海	萌仔萌萌宅	芒果 TV 田海工作室	不详	湖南广电
车澈	热血街舞团	爱奇艺 YOH 幼虎工作室	2017	灿星制作
徐向东	这!就是街舞	不详	不详	不详
汪雪生	爱情保卫战	不详	不详	不详
姚译添	奔跑吧第二季	浙江卫视	2010	浙江传媒学院(毕业)
都艳	创造 101	七维动力	2017	湖南卫视
郑蔚	这!就是铁甲	今日头条	2017	爱奇艺
严敏、任静团队	极限挑战第四季	东方卫视独立制作人	2006 前	无
陈格洲	向往的生活第二季	浙江卫视	2013 前	无
袁白丽	妈妈是超人第三季	芒果 TV	不详	不详
胡悦	拜托了冰箱第四季	视盐文化	2015	光线传媒

资料来源: 猫眼 APP, 公司官网, 华泰证券研究所

湖南台与芒果 TV 签订版权采购协议, 提前锁定节目版权。快乐阳光与湖南台签署的《电视节目信息网络传播权采购协议》, 提前锁定了湖南台独家电视节目的传播权, 获取独特内容优势。

图表47: 《电视节目信息网络传播权采购协议》

序号 主要内容

- 1 湖南台将其制作并在湖南卫视于 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日期间内播出的独家电视节目的境内传播权出资注入/出售予快乐阳光。
- 2 湖南台将其制作并在湖南卫视于 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间内播出的独家电视节目的信息网络传播权出售予快乐阳光。
- 3 对于湖南台制作并在湖南卫视于 2020 年 12 月 31 日之后所播出的独家电视节目的信息网络传播权, 快乐阳光在同等条件下享有优先购买权。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

长沙已经形成文化娱乐产业集群, 内容生产要素充足, 产品创新力持续

长沙已经形成以湖南台为中心的文化产业集群。长沙作为湖南广电的驻地和大本营, 经过多年发展, 已经形成较为成熟完善的电视、动漫、娱乐等产业群, 芒果 TV、湖南卫视作为内容输出口受益产业集群源源不断供给的生产要素和创新能力。

图表48：长沙已经形成以湖南台为中心的文化产业集群

资料来源：百度地图，华泰证券研究所

长沙文化产业集群主要构成：湖南长沙金鹰影视文化城、马栏山视频文创产业园、湖南广播电视台节目生产基地。涵盖湖南广电大本营、文创园区、影视基地等众多内容制作机构和文创基础设施。

1) 湖南长沙金鹰影视文化城作为湖南广播影视产业的重要基地，经过多年的配套建设，现已初具规模。根据湖南外事侨务报道，金鹰城第一期工程占地 2823 亩，总投资预算为 37.25 亿元，总面积为 200 多万平方米。包括金鹰大厦、长沙世界之窗、长沙海底世界、湖南国际影视会展酒店、湖南国际会展中心、职工生活小区、骏豪花园(圣爵菲斯)七大项目。金鹰大厦是湖南广电的大本营，常驻机构有湖南省广播电视局、湖南广播影视集团，湖南电视台卫星频道、金鹰卡通两个上星频道，经济频道等七个地面电视频道，七个广播频率，一家电视购物公司，一家上市公司，还有报纸、杂志、网站等一系列媒体。

2) 马栏山视频文创产业园致力于建成以数字视频内容生产制作为核心，以数字视频创意为龙头，以数字视频金融服务、版权服务、软件研发为支撑，配套衍生数字视频设计服务、生活服务、视频电商、视频主题教育培训等全产业链集群。产业园被湖南省委纳入《湖南省“十三五”时期文化改革发展规划纲要》重点项目，根据马栏山视频文创产业园官网资料，核心范围包括建成区（湖南广电，用地面积约 2 平方公里），新建区（用地面积约 3 平方公里），还有拓展区域（月湖、山鹰潭、长沙大学等，用地面积约 10 平方公里）。

3) 湖南广播电视台节目生产基地是集大型演艺活动、影视节目生产、艺术展览、文化创意、休闲娱乐等功能于一体的现代化节目生产基地。根据湖南广播电视台重点工程建设指挥部官网发布资料，生产基地位于世界之窗和海底世界之间，占地约 95 亩，项目建设规模为 21 万平方米，含演播厅、影视拍摄制作基地、美术馆、技术设施用房、节目团队办公用房、创意工坊、观众参观通道等。

以自制综艺为强势抓手，盘活在线视频会员付费、广告、泛娱乐拓展等多块业务

在自制综艺领域，芒果 TV 取得了优秀的成绩单。从 2017 年网络点击量超过 10 亿次的 13 部综艺来看，芒果 TV 占据 3 席，湖南卫视占据 2 席，芒果系占据头部综艺的半壁江山。在 2018 年上半年网络播放量破 10 亿的 16 款综艺节目中，芒果系占据 5 席，且全部为系列综艺或姊妹综艺，在“综 N 代”的赛道上领跑。

图表49： 2017网络点击量超过10亿次的13部综艺

节目	累计播放量		上线时间	收官时间	豆瓣评分	系列化程度	制作方/出品方	主持人/MC
	(万)							
爸爸去哪儿5	448,007		2017/9/7	2017/11/30	8.3	第5季	湖南卫视	李锐
明日之子	417,159		2017/6/10	2017/9/23	5.8		企鹅影视、哇唧唧哇、杨幂、薛之谦、华晨宇 微博	
中国有嘻哈	289,222		2017/6/24	2017/9/9	7.2		爱奇艺	吴亦凡、张震岳、热狗、潘玮柏
2017快乐男声	272,540		2017/6/9	2017/9/1	6.3	第4届	芒果TV	李莎旻子、汪聪、何炅
Big 磅来了2017	235,166		2017/1/3					
明星大侦探2	206,977		2017/1/13	2017/4/14	8.9	第2季	芒果TV	何炅、撒贝宁、王鸥、白敬亭、吴映洁
全娱乐早扒点2017	168,455		2017/1/2				优酷	汪聪、熹熹
吐槽大会	165,193		2017/1/8	2017/4/1	7.2		腾讯视频、笑果文化	张绍刚
所谓娱乐2017	155,014		2017/1/3					
妈妈是超人2	151,401		2017/3/23	2017/6/23	7	第2季	芒果TV	伊能静、胡可、马雅舒、包文婧
变形计13	151,025		2017/4/22	2017/7/8		第13季	湖南卫视	
放开我北鼻2	120,142		2017/3/12	2017/5/28	8.1		上海东方娱乐传媒集团	易烊千玺、林更新、于小彤
脱口秀大会	119,582		2017/8/11	2017/10/27	6.7		腾讯视频、笑果文化	张绍刚

资料来源：艺恩，豆瓣，华泰证券研究所

图表50： 2018H1网络播放量破10亿的综艺节目

排名	节目名称	总播放量		集均播放量		微博话题阅读量		制作方
		(亿)	(亿)	(亿)	(亿)	(亿)	(亿)	
1	奔跑吧2	57.80	4.81	87				浙江卫视
2	创造101	49.42	4.94	154				腾讯视频、腾讯音乐娱乐集团
3	偶像练习生	32.90	2.74	151				爱奇艺
4	歌手2	28.69	2.05	65				湖南卫视
5	我是大侦探	24.86	1.91	22				湖南卫视、芒果TV
6	向往的生活2江南篇	24.71	1.90	39				湖南卫视
7	极限挑战4	23.58	2.62	56				东方卫视
8	王牌对王牌3	23.47	1.96	28				浙江卫视
9	妈妈是超人3	19.54	1.50	16				芒果TV
10	这！就是铁甲	18.09	1.39	21				优酷、天猫出品、创客星球
11	热血街舞团	17.88	1.63	190				爱奇艺
12	这！就是街舞	15.93	1.33	147				优酷、天猫、微博、巨匠
13	声临其境	15.30	1.39	27				湖南卫视
14	我想和你唱	14.40	1.44	20				湖南卫视
15	最强大脑5 燃烧吧大脑	13.13	1.01	20				江苏卫视
16	拜托了冰箱4	10.91	1.08	10				腾讯视频

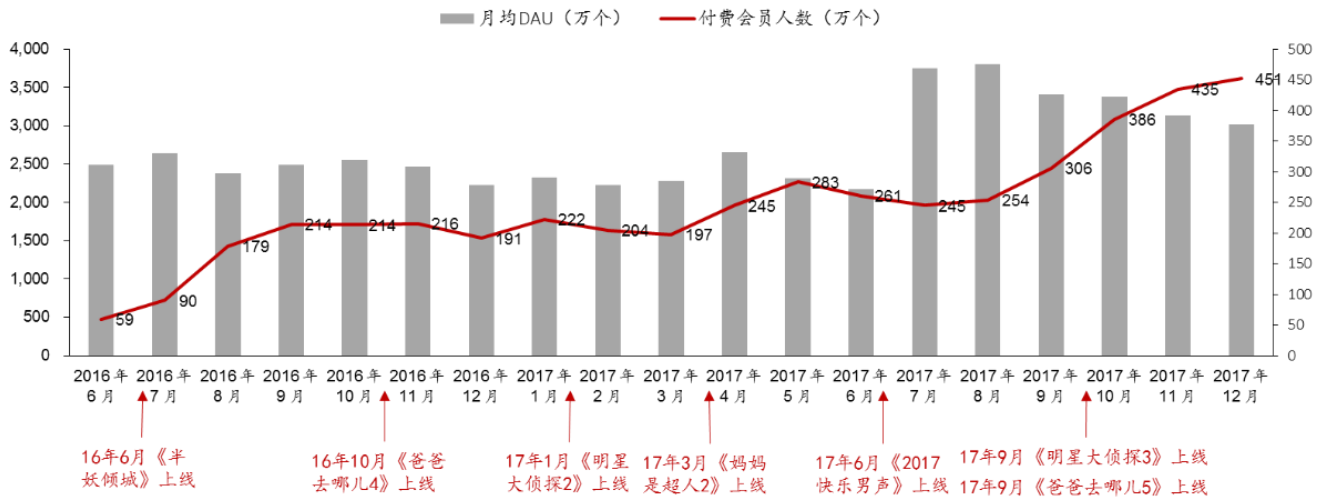
资料来源：剧星传媒，华泰证券研究所

互联网视频业务的收入主要来自三块：会员付费、广告（软广、硬广）、直播。

会员付费：自制综艺拉升会员数

头部自制综艺已经成为拉升会员数的利器。从16年年中到17年年底，芒果TV的付费会员数大幅提升共出现了3次：一次是16年年中，这是因为2014年起，芒果TV开始推行独播战略，16年6月，自制剧《半妖倾城》只对付费会员开放，强势拉动一波会员数增长热潮。第二次大幅增长是在2017年3月至5月，这是由《明星大侦探2》的口碑发酵和《妈妈是超人2》的上线热播所带动。第三次大幅增长是在2017年9月11日，这是由系列综艺《明星大侦探3》和《爸爸去哪儿5》的同时期上线引发的热潮，“综N代”的双打效果显著。

图表51: 芒果TV: 头部节目显著拉动付费会员数增长



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

会员付费收入主要由付费率和 ARPPU 值决定。根据可比公司同口径付费率, 我们保守估计芒果TV2018年的付费率处于行业两巨头爱奇艺和腾讯2017年的水平, 估计为6.5%, 得出公司2018年月均付费会员数为613万人, 这一预测数字相比2017年年底的会员数451万人(公司公告)提升162万人, 增长率为36%。观察2018年年初至8月8日S级综艺的播放量已经为2017年的2倍+了(见图57及图58), 且随着下半年《幻乐之城》等综艺节目的上线和会员活动的开展, 付费会员数有可能进一步提升, 因此我们认为付费会员数估计合理。关于ARPPU值, 公司2017年会员日均ARPPU值为0.31元, 根据公司目前的月会员定价为14-18元之间, 我们保守估计未来会员日均ARPPU值为0.33元, 对比爱奇艺会员2017年日均ARPPU值为0.35元, 我们认为此估计合理。综上, 我们得到2018年快乐阳光互联网视频用户付费收入估计为7.39亿元。

图表52: 快乐阳光互联网视频业务用户付费收入预测

	2017年	2018年	2019年	2020年
会员收入(百万)	390	739	1360	1772
yoy		89%	84%	30%
APP月独立设备数(万)	8245	9433	10754	12259
yoy		14%	14%	14%
付费率: 月均付费会员数/APP月独立设备数	3.53%	6.5%	10.5%	12.0%
月均付费会员数(万人)	291	613	1129	1471
日均ARPPU(元)	0.31	0.33	0.33	0.33
年ARPPU值(元)	113	120	120	120

资料来源: 艾瑞, 华泰证券研究所

图表53: 快乐阳光互联网视频业务用户付费率行业对比

	时间	会员数(万人)	月独立设备数(万)	付费率
爱奇艺	2017/6	3000	55645	5.4%
	2017/12	5080	59943	8.5%
	2018/3	6010	60120	10.0%
	2018/6	6620	58161	11.4%
腾讯视频	2017/6	3348	50184	6.7%
	2017/9	4300	53703	8.0%
	2018/3	6259	58842	10.6%
	2018/6	7400	60371	12.3%

资料来源: 艾瑞, 华泰证券研究所

软广：芒果TV与湖南卫视联合招商更具吸引力；“综N代”软广赚钱效应强劲

2017年芒果TV与湖南卫视在软广方面联合招商，广告主可以在芒果TV和湖南卫视上同时投放广告，降低广告主成本，提高广告转化率。根据公司公告，2017年19档节目中可分配软广总金额为10.69亿元，而芒果TV取得软广联合招商分成收入3.3亿元（税后），占比近三成，湖南台为芒果TV广告业务第二大客户。

图表54：2017年芒果TV广告业务前五大客户

排名	广告业务前五大客户（按金额）	合作开始时间
1	广州韵洪广告有限公司 北京韵洪广告有限公司	2014年
2	湖南广播电视台	2017年
3	湖南呈美国际文化传播有限公司	2016年
4	广东华录百纳蓝火文化传媒有限公司	2008年
5	喀什蓝色火焰文化传媒有限公司	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

芒果系已经形成较为成熟的自制节目带，各节目带持续推出“综N代”和“姊妹篇”，软广号召力强。目前，芒果系的自制节目带涵盖亲子、悬疑智力、“酷文化”等模块，其中亲子模块以《爸爸去哪儿》《妈妈是超人》系列为旗手；悬疑智力模块以《明星大侦探》系列为旗手，在软广上针对性强，销售单价也随着“综N代”的推出而上扬：S级综艺《明星大侦探3》项目广告金额达7772万元（公司于17年底根据广告招商情况估算）。

根据公司公告，截至2017年末，公司针对各影视剧及综艺节目已签订广告合同金额1.49亿（不含税），2017年已执行7056万，待执行7302万。

图表55：芒果系已经形成较为成熟的综艺节目带

自制节目带	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
亲子节目带	萌仔萌萌宅	妈妈是超人	爸爸在哪儿	宝贝的新朋友
悬疑智力节目带	重返地球	密室逃脱·古宅 明星大侦探 卫视版	生存类节目	明星大侦探
芒果系综艺带	马栏山研究院			
"酷文化"节目带	青少年角色互换节目 放学别走	学霸大爆炸 TF家族二代出道实录	青少年角色互换节目第二季 年度垂直类青少年选秀	中国少年强 待定
新型情感节目带	才不会被狼君欺骗	手心里的你	妻子的浪漫逃离	XX的朋友
广告定制节目	美味速递（待定） 超级星学院（待定）	旋风大冒险 童话星球	待定 待定	待定 待定

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表56：2017年芒果TV部分项目广告签约合同金额

影视剧及综艺节目名称	广告签约合同金额（不含税，万元）
《重返地球》	12.17
《明星大侦探3》	8086.87
《放学别走》	754.72
《宝贝的新朋友》	1541.66
《萌仔萌萌宅》	1443.4
《谈判官》	3018.87
合计	14857.69

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

软广收入包括通过冠名、合作伙伴、指定用品或植入等，与自制综艺尤其是头部综艺的数量和播放量密切相关。根据猫眼APP数据，2018年芒果平台的综艺节目从数量和点击量上都有显著提升：拿2017年芒果TV平台综艺点击量与2018年年初至8月8日对比，发现2018年上线的S级综艺（点击量超10亿次）数量与2017年相当，但是单部点击量显著提高；2018年A级综艺（点击量超3亿次或3亿次左右）数量相比2017年显著提高。根据《2016年湖南卫视广告资源宝典》，《我是歌手》这样的S级综艺的软广招商规

模为 2.62 亿元（不含冠名费），因此我们保守估计 S 级综艺的软广收入在 2~3 亿元之间，价格每年增速为 10%，得出 18 年芒果 TV 软广收入估计为 13.8 亿元。

图表57： 2018年1月1日至8月8日芒果TV平台综艺播放量排名（不完全统计）

序号	节目名称	上线时间	类型	累计播放量（亿次）	级别	平均软广收入	制作方
1	《歌手 第二季》	2018	综艺	28.23	S	2~3 亿元	湖南卫视
2	《向往的生活》	2018	综艺	18.02	S	2~3 亿元	湖南卫视
3	《明星大侦探 第三季》	2017	综艺	14.87	S	2~3 亿元	芒果 TV
4	《妈妈是超人 第三季》	2017	综艺	14.36	S	2~3 亿元	芒果 TV
5	《我是大侦探》	2018	综艺	13.40	S	2~3 亿元	湖南卫视、芒果 TV
6	《声临其境 第一季》	2018	综艺	9.81	A	1~2 亿元	湖南卫视
7	《萌仔萌萌宅》	2017	综艺	7.54	A	1~2 亿元	芒果 TV
8	《变形计第十五季》	2018	综艺	6.95	A	1~2 亿元	湖南卫视
9	《真心大冒险》	2018	综艺	4.91	A	1~2 亿元	芒果 TV
10	《三宝大战诸葛亮》	2018	综艺	4.80	A	1~2 亿元	芒果娱乐
11	《童言有计》	2018	综艺	4.64	A	1~2 亿元	芒果 TV
12	《我家那小子》	2018	综艺	4.21	A	1~2 亿元	湖南卫视
13	《放学别走》	2018	综艺	3.96	A/普通		芒果 TV
14	《密室逃脱·暗夜古宅》	2018	综艺	3.01	A/普通		芒果 TV
15	《幻乐之城》	2018	综艺	3.00	A/普通		湖南卫视
16	《中餐厅 第二季》	2018	综艺	2.70	A/普通		湖南卫视
17	《快乐大本营》	2018	综艺	2.47	A/普通		湖南卫视
18	《宝贝的新朋友》	2017	综艺	2.07	A/普通		芒果 TV

资料来源：猫眼 APP，华泰证券研究所

图表58： 2017年芒果TV平台综艺播放量排名（不完全统计）

序号	节目	上线时间	类型	播放量（亿次）	级别	平均软广收入	制作方
1	爸爸去哪儿第五季	2017/9/7	综艺	23.0	S	2~3 亿元	湖南卫视
2	明星大侦探第三季	2017/9/22	综艺	10.3	S	2~3 亿元	芒果 TV
3	亲爱的客栈	2017/10/7	综艺	10.2	S	2~3 亿元	湖南卫视
4	快乐大本营	1997/7/11	综艺	3.0	A	1~2 亿元	湖南卫视
5	宝贝的新朋友	2017/10/16	综艺	2.9	A	1~2 亿元	芒果 TV
6	奇兵神犬	2017/11/3	综艺	2.6	A/普通		湖南卫视
7	儿行千里	2017/8/27	综艺	1.9	普通		湖南卫视
8	让世界听见	2017/10/29	综艺	1.0	普通		湖南卫视
9	天天向上	2008/8/4	综艺	0.4	普通		湖南卫视
10	完美假期 第二季	2016/7/17	综艺	0.2	普通		湖南经视
11	爸爸带娃记 2017	2017/9/16	综艺	0.2	普通		

资料来源：猫眼 APP，华泰证券研究所

图表59： 快乐阳光互联网视频业务软广测算（单位：百万元）

	单部营收贡献	17年数量	17年营收	单部营收贡献	18年数量	18年营收	单部营收贡献	2019年数量	2019年营收
S级综艺	200	3	600	220	3	660	242	4	968
价格增长				10%			10%		
A级综艺	100	2	200	110	6	660	121	8	968
价格增长				10%			10%		
其他综艺	10	6	60	10	6	60	10	9	90
小计		11	860		15	1380		21	2026

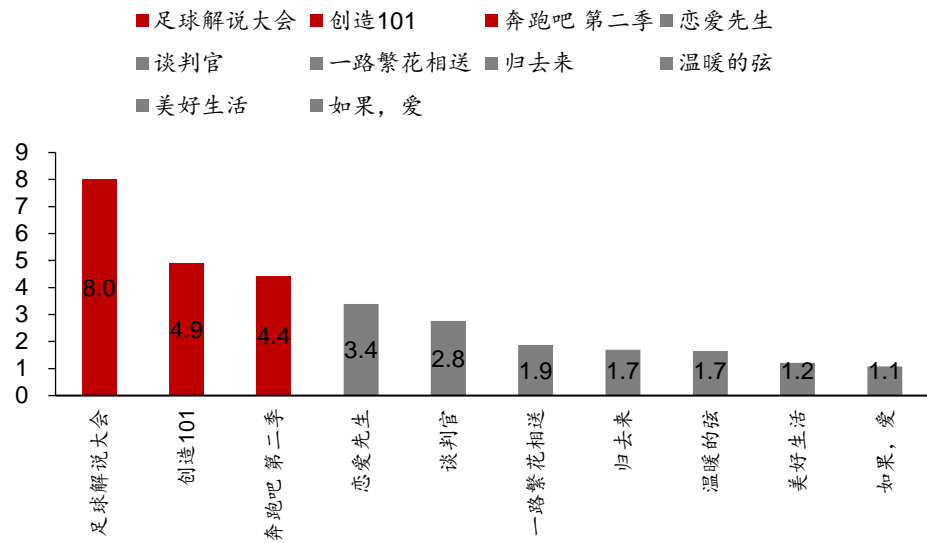
资料来源：华泰证券研究所

注：对 2019 年综艺节目数量的预测逻辑：芒果 TV 已经形成了综艺节目带持续孵化综艺 IP，已有的综艺 IP 会持续迭代。一般“综 N 代”的点击量高于“综 1 代”，因此 A 级综艺 IP 会成长为 S 级综艺 IP，普通综艺 IP 会成长为 A 级综艺 IP。

硬广：随着内容规模和用户数提升而稳步提升

单集综艺对流量的吸引能力不亚于电视剧和网剧。从总点击量看，综艺节目一般无法与剧集相提并论，因为前者数较少、后多；但是，如果考核单集点击量综艺节目的效率往往远超剧集。从 2018 年上半年视频平台点击量 TOP10 的作品的单集点击量来看，综艺节目单集点击量均超过剧集。其中，《创造 101》和《奔跑吧 第二季》的单集点击量均超过 4 亿。

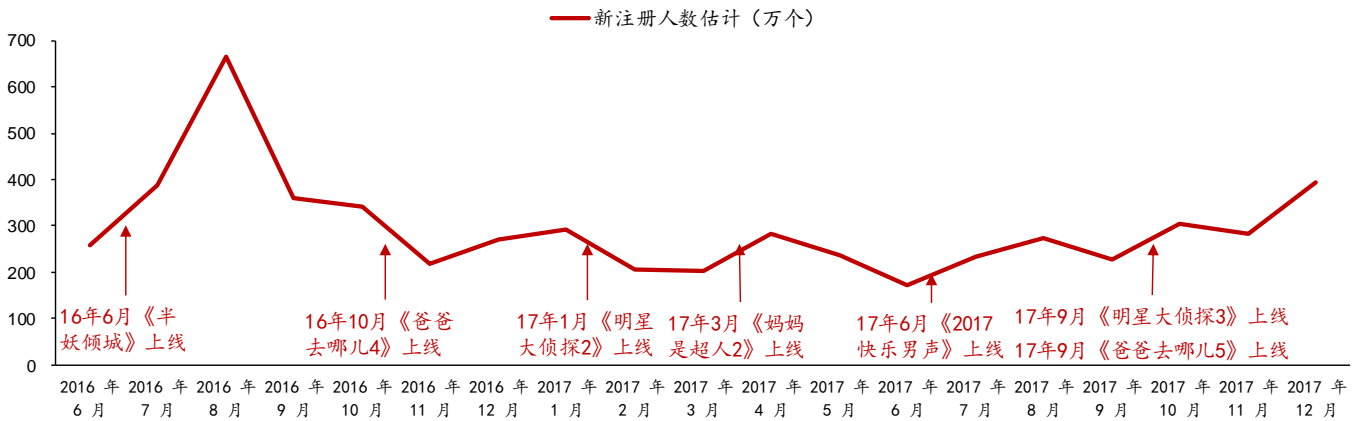
图表60: 2018年上半年视频平台点击量TOP10的作品的单集点击量比较



资料来源: 猫眼 APP, 华泰证券研究所

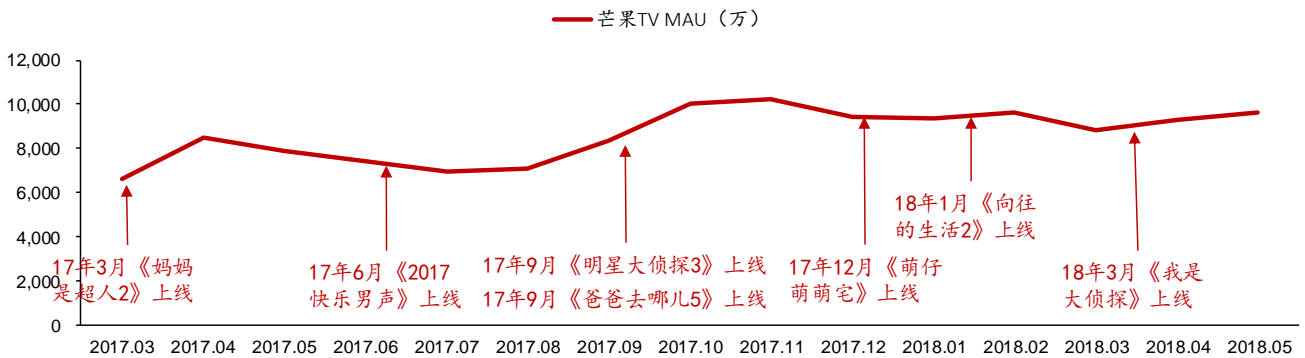
头部节目拉新作用明显。从16年年中到17年年底, 芒果TV新增注册用户头部综艺开播后的1~2个月内通常会出现注册人数增长的小高峰。

图表61: 芒果TV: 头部节目拉新作用明显



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表62: 芒果TV: 头部节目拉动MAU增长、维持MAU在一定水平



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

硬广收入=可计费 CPM*CPM 结算率*售卖率*CPM 单价，其中，可计费 CPM 与非会员点击量相关。总点击量的增速预测我们假设增速与月独立设备数的增速相当。根据爱奇艺《网络视频个人付费行业白皮书》数据，付费会员日均观看时长为 93 分钟，而非付费会员日均观看时长为 79 分钟，因此我们合理假设会员观看时长为非会员的 1.2 倍，则会员 CPM 占比为付费率的 1.2 倍。根据业内平均单价（60 元左右，参见上文），在合理范围内估计结算率和售卖率。且我们认为，随着公司在硬广上的发力，售卖率（即上刊率）有望提升，CPM 单价也有望随着 CPI 和公司平台地位的提升而提升。在上述假设下，我们估计 2018 年硬广收入约为 8.98 亿元。

图表63：快乐阳光互联网视频业务硬广测算

	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
日均 VV (万)	11220	12837	14634	16683
yoy		14%	14%	14%
总 CPM (千次点击/年)	40953000	46853808	53413341	60891209
会员 CPM 占比	4%	8%	13%	14%
非会员 CPM	39218520	43199211	46683260	52122875
CPM 结算率	73%	80%	85%	85%
售卖率	30%	45%	55%	55%
平均单价 (元)	55.0	57.8	60.6	63.7
yoy		5%	5%	5%
硬广收入 (百万元)	472	898	1323	1551

资料来源：艾瑞，华泰证券研究所

注：1) 点击量（日均 VV）与月独立设备数的增速成正比，我们估计两者增速一致。2) CPM 结算率即广告折扣率，我们估计随着平台影响力的提升，芒果 TV 对下游议价能力也会相应提升，结算率会呈现一定上升趋势，同理，售卖率也会随着芒果 TV 平台影响力的提升而提升。3) 广告单价方面，我们估计随着平台议价能力的提升，单价会以略高于 CPI 相当的增速上涨。

综合软广和硬广的收入预测，我们得到对快乐阳光互联网视频业务广告收入的预测：估计 18 年广告收入为 23.22 亿元，同比增长 74%。

图表64：快乐阳光互联网视频业务广告收入预测

	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
广告收入 (百万)	1332	2278	3349	4287
yoy	65%	71%	47%	28%
广告收入--软广	860	1380	2026	2735
yoy		60%	47%	35%
占广告收入比重	65%	61%	60%	64%
广告收入--硬广	472	898	1323	1551
yoy		90%	47%	17%
占广告收入比重	35%	39%	40%	36%

资料来源：华泰证券研究所

注：对 2020 年软广收入采用保守预测，参考艺恩咨询数据，2017 年单个 S 级综艺招商规模为 10 亿元量级，单个 A 级综艺招商规模在 1 亿元量级，我们认为芒果 TV 软广仍有涨价空间，保守估计软广收入增速为低于 2018 年和 2019 年的水平，为 35%，

泛娱乐拓展：芒果生态力和综艺节目本身的机动性和平台效应为泛娱乐拓展铺路

综艺节目本身具备延伸变现模式的属性。综艺节目制作周期短，拍摄难度低，且内容大多是边做边播/直播，因此与观众互动性强，内容灵活性更高，玩法上也更容易嫁接其他作品的宣传推广、艺人的宣传培养、电子商务等多样玩法。甚至有的综艺节目本身即为平台：如《美丽俏佳人》为美妆推介平台、《快乐大本营》一定程度上承担了新作发布，艺人推介等功能。

近期《创造 101》等选秀节目的火热，给产业带来新的启发：以视频网站为整合者和传播者，将市场上的偶像团体进行筛选、整合出道，保证在出道之初就获得大量关注度和粉丝。视频网站在此过程中，不仅可以享受节目带来的广告收入，还可以拓展粉丝经济等变现手段，甚至参与到后续艺人的合约分成。

我们认为，芒果系有望凭借头部节目自制能力和芒果生态的全面性，充分参与到变现模式创新的产业浪潮中。在直播领域，快乐阳光的互联网视频业务（芒果TV）已经有明显创收，预计会随着用户数的增长而增长。在艺人经纪领域，芒果系不仅拥有《超级女声》《快乐男声》等头部综艺品牌，而且拥有天娱传媒这样的专业艺人经纪公司；在视频电商领域，芒果系不仅拥有《美丽俏佳人》这样的美妆综艺，而且拥有快乐购主业中已经打通的供销渠道。芒果生态在内容及内容要素、渠道、中介等产业链各个环节上的全面覆盖，使得芒果TV和湖南台具有更大的变现拓展空间。

图表65：快乐阳光互联网视频业务直播收入预测

	2017年	2018年	2019年	2020年
直播收入（百万）	10.67	12.21	13.92	15.86
yoy		14%	14%	14%

资料来源：华泰证券研究所

注：直播收入与用户数成正比，我们预计会随着用户数（即月独立设备数）的增长而增长

内容库逐步积累，为运营商业务和内容运营业务的拓展奠定基石

内容库以头部自制内容为特色，募集资金用于版权库扩张和自制布局

芒果TV的头部内容多出于芒果系版权库。根据公司公告，目前芒果TV正片内容库资源已超过12万小时，自制内容及来自股东（芒果传媒，实际控制人为湖南台）的内容时长达到1977小时。虽然自制及股东内容整体占比较低，但是头部内容多出芒果系版权内容库，2017年1-11月芒果TV平台播放量TOP5综艺均为自制综艺。

图表66：芒果TV内容版权库

类别	正片数量（份）	正片时长（小时）	时间范围
股东出资	2883	1861	2015年1月1日-2017年6月30日
股东处购买	122	116	2017年7月1日-2017年9月30日
自制内容	20475	2256	截至2017年9月30日
投资内容	209	154	截至2017年9月31日
外购内容	137004	117973	截至2017年9月32日

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表67：2017年芒果TV TOP5网络综艺均为自有版权内容（数据截至2017年11月21日）

排名	名称	芒果TV播放量（亿）	是否自制
1	明星大侦探2	20.7	✓
2	爸爸去哪儿5	20.1	✓
3	快乐男声2017	20	✓
4	妈妈是超人2	15.1	✓
5	变形计13	15.1	✓

资料来源：艺恩智库，华泰证券研究所

公司拟使用募集资金中的15亿元用于芒果TV版权库扩建项目。项目将以网络独家版权方式采购5部卫视年度重点电视剧，项目建设期两年，第一年采购100集，约合2部剧，第二年采购150集，约合3部剧。另一方面，快乐阳光将布局更多的自制节目，重点发展S级节目。

图表68：芒果TV版权库扩建项目

项目名称	性质	部数	集数	万元/集	投资金额（万元）	投资估算T+12（万元）	投资估算T+24（万元）
卫视年度重点电视剧	网络独家版权	5	250	600	150,000	60,000	90,000

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

内容运营采取“独有版权分销战略”，有效提升公司盈利能力

近年芒果TV实行独有版权分销战略（即公司的内容运营业务），通过销售湖南卫视综艺节目、定制栏目剧和自制节目的形式将获得资金，同时将部分拥有独家信息网络播映权的影视剧销售。

“分销战略”增强公司采购头部影视剧内容的资本实力，另一方面分散单部影视内容的成本和风险，同时公司盈利能力有效提升。2015-2017H1 内容运营业务毛利由 7880 万元提升至 4.27 亿，2017H1 内容运营业务毛利率高达 85%，为公司盈利的重要支撑。

图表69：芒果TV自有版权库内容储备

序号	影视剧名称	类型	序号	影视剧名称	类型
1	香蕉打卡	网络综艺	29	2016 蒙牛孙酸酸乳超级女声学院	网络综艺
2	开普勒 452b	网络综艺	30	2017 蒙牛孙酸酸乳超级女声全国超级拉票赛	网络综艺
3	完美假期	网络综艺	31	爸爸带娃记	网络综艺
4	完美假期第二季	网络综艺	32	我是歌手踢馆音乐小屋	网络综艺
5	明星大侦探	网络综艺	33	扒扒爸爸看爸爸	网络综艺
6	明星大侦探之明星烧脑时间	网络综艺	34	超女 24 小时超级直播秀	网络综艺
7	歌手相互论	网络综艺	35	全员加速中第二季之全员小黑屋	网络综艺
8	备战 T2 区	网络综艺	36	2017 快乐男声	网络综艺
9	百万秒问答	网络综艺	37	大本营的秘密花园第二季	网络综艺
10	我是歌手 谁来踢馆	网络综艺	38	变形计第十三季	网络综艺
11	芒果捞新闻	网络综艺	39	明星大侦探第二季	网络综艺
12	八卦鉴定事务所	网络综艺	40	妈妈是超人第二季	网络综艺
13	偶像万万碎	网络综艺	41	和歌手在一起	网络综艺
14	选秀季 2015	网络综艺	42	十分花少	网络综艺
15	正在粉丝楼	网络综艺	43	名侦探俱乐部	网络综艺
16	爸爸去哪儿第三季之他听爸爸的话	网络综艺	44	女生日记之做决定事务所	网络剧
17	喵喵喵喵喵喵	网络综艺	45	金牌红娘 2	网络剧
18	我是歌手第四季之歌手直播间	网络综艺	46	搭讪大师	网络剧
19	2016 超级女声	网络综艺	47	古镜	网络剧
20	爱笑麻瓜秀	网络综艺	48	半妖倾城	网络剧
21	大本营的秘密花园	网络综艺	49	半妖倾城 第二季	网络剧
22	芒果女神看奥运	网络综艺	50	学童进击之新生来袭	网络剧
23	功夫小蝇	网络综艺	51	花样江湖	网络剧
24	黄金单身汉	网络综艺	52	金牌红娘 2	网络剧
25	爸爸去哪儿第四季	网络综艺	53	史料不及	网络剧
26	爸爸去哪儿星闻萌播	网络综艺	54	终极游侠	网络剧
27	2016 年蒙牛酸酸乳超级女声超级演唱会	网络综艺	55	生命因你而动听	微电影
28	2017 年蒙牛酸酸乳超级女声地面唱区海选	网络综艺	56	精灵王座	电影
			57	猪猪侠之英雄猪少年	电影

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测：节目版权进一步壮大带动版权分销，影视剧投资制作规模扩大。内容运营业务主要包括国内版权销售、国外版权销售和**内容销售**。

国内版权分销收入来自于三部分：湖南卫视综艺节目和定制栏目剧版权、外购版权、自制节目版权。快乐阳光倚靠湖南卫视生态圈，在节目分销领域优势突出：根据骨朵传媒数据，2017 年上半年，芒果 TV 凭借《明星是侦探 2》《妈妈是超人 2》和《变形计》三档节目占据视频网站网综流量市场的 26.7%。2018 年年初至 8 月 8 日，芒果系综艺在数量和播放量上都远超 2017 年水平，因此我们预计 18 年国内版权分销收入有望保持年 10% 的增长。

国际版权业务包括影视剧、综艺节目的单部分销、节目保底分成模式、以有对方所需元素的单集销售或频道落地、活动授权等。随着国际业务部进一步拓展市场和拓宽产品线，公司估计该业务收入 19-20 年有望以年 10% 的速度增长。

内容服务指通过一定的方式或者手段将芒果 TV 的内容植入到合作方的硬件中，使硬件和内容搭配销售，因暂未拿到明确的续约合同，合同到期后不再预测收入。

影视剧投资业务收入方面，由于电视剧的单集售价主要受制作成本规模的影响，因此该部分收入预测主要看公司项目计划。公司按照快乐阳光的实际已签订合同、意向合同预测及投拍计划预测 2018-2020 年影视投资制作发行收入。2018 年开始，公司在影视剧投资制作发行方面加大投入，加快开发进度。

图表70: 截至2018年2月28日, 快乐阳光正处于后期制作、拍摄或前期准备过程中的影视剧情况

序号	影视剧名称	主投/参投	投资占比	集数	目前拍摄进度
1	《火王之破晓之战》	主投	40%	60 (新媒体平台)	已获发行许可证
2	《亮剑之雷霆战将》	参投	10%	50	已获发行许可证, 尚未播出
3	《甜蜜暴击》	参投	30%	38	已获发行许可证, 尚未播出
4	《男子汉之雷神突击》	参投	10%	40	已完成后期
5	《少年盾》	参投	20%	40	已获发行许可证, 尚未播出
6	《鳄鱼与牙签鸟》	主投	50%	50	筹备
7	《六爻》	主投	50%	40	筹备
8	《鸡零狗碎的青春》	主投	50%	25	筹备
9	《三千鸦杀》	主投	40%	50	筹备
10	《code blue》	主投	50%	24	筹备
11	《没有玫瑰的花店》	主投	50%	24	筹备
12	《33分侦探》	主投	50%	24	筹备
13	《最后的朋友》	主投	50%	30	筹备
14	《Blood X Blood》	主投	50%	40	筹备
15	《我有特殊的沟通技巧》	主投	50%	40	筹备
16	《你好, 检察官 (新增)》	主投	60%	42	筹备
17	《掮客 (新增)》	参投	18%	42	剧本阶段, 2018年3月开机
18	《我的波塞冬 (新增)》	主投	100%	40	已开机
19	《我们这代人 (新增)》	参投	20%	40	筹备中
20	《锦衣之下 (新增)》	参投	15%	60	已杀青, 后期中
21	《我们都要好好的 (新增)》	主投	60%	45	拍摄中
22	《凡人的品格》	-	-	-	取消
23	《良言写意》	-	-	-	原有合作协议终止, 合作洽谈中

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表71: 快乐阳光互内容运营业务收入预测

	2015年	2016年	2017年	2018年 E	2019年 E	2020年 E
内容运营业务收入 (百万)	119	451	987	1416	1623	1893
YOY		278%	119%	43%	15%	17%
1) 版权分销收入 (含内容服务)			941	909	957	1053
其中--国内版权分销收入				820	902	992
YOY					10%	10%
其中--国际版权分销收入				50	55	61
YOY					10%	10%
其中--内容服务收入				39		
YOY						
2) 影视剧投资制作发行收入			46	506	666	840
YOY				1002%	32%	26%

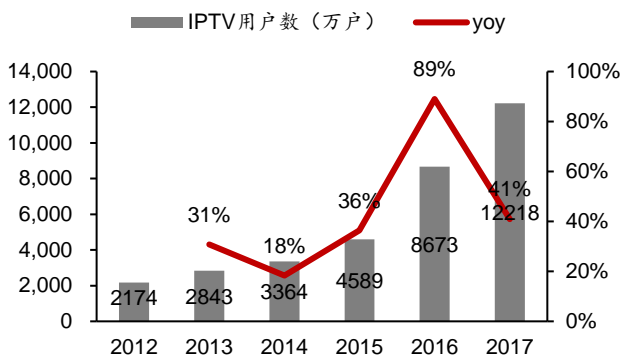
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

运营业务已经覆盖至30个省/直辖市/自治区，有望分享行业红利
快乐阳光的运营业务分为IPTV、OTT业务及电信移动增值业务。

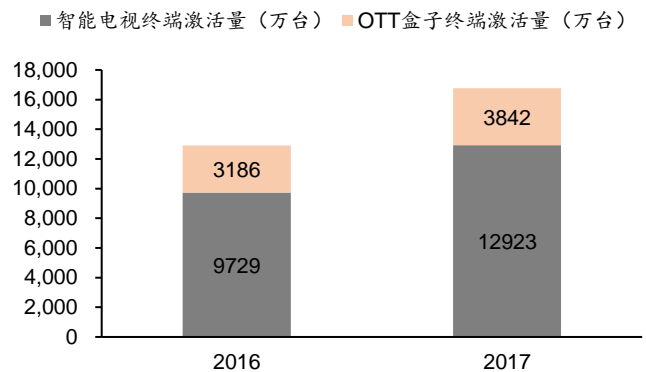
IPTV和OTT产业发展受到政策支持。自2010年三网融合政策推行以来，IPTV业务和OTT业务已成为电信运营商核心业务之一。同时，伴随有线网络近年来的技术环境与业务模式升级，DVB+OTT日益成为有线电视运营商新的业务增长点。2015年4月，广电总局下发《关于当前阶段IPTV集成播控平台建设管理有关问题的通知》，2015年8月，国务院办公厅颁布《三网融合推广方案》，国内IPTV、OTT产业发展持续获得政策支持。

在政策支持下，IPTV和OTT用户规模近年来快速增长。据《2017年通信运营统计公报》，截至2017年末，IPTV用户达1.22亿户，全年净增3,545户，增长率40.9%。根据奥维云网发布的《2018年中国OTT发展预测报告》，2017年中国OTT终端激活总规模为1.68亿台，其中智能电视为1.29亿台。截止2017年12月，OTT终端日活6,491万台，平均6,430万台/天。奥维云网据当前发展速度推测，2018年OTT终端日活将上升至7,974万台/天。

图表72: IPTV用户数近年呈现迅猛增长态势



图表73: OTT终端(包括OTT盒子与智能电视)激活量显著提升

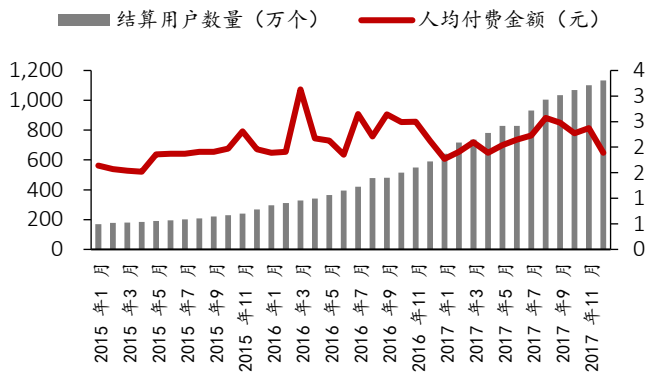


资料来源: 工信部《2017年通信运营统计公报》，华泰证券研究所

资料来源: 奥维云网《2018年中国OTT发展预测报告》，华泰证券研究所

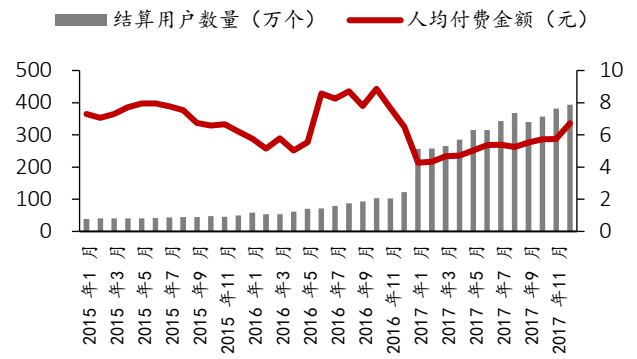
快乐阳光具备的IPTV牌照及OTT TV集成播控牌照，向合作的运营商平台提供综合内容服务及增值应用服务，目前业务已经拓展至30多个省、直辖市及自治区。快乐阳光提供的“芒果TV”专区服务涵盖综艺、影视、少儿等内容服务并提供单片订购、频道包月、包季、包年会员等多种付费模式的产品包。在湖南省内，快乐阳光重点以湖南IPTV为核心，按用户数收取基本服务费和增值点播业务费。湖南外，快乐阳光主要就付费点播增值业务进行收费。根据公司公告，截至2017年底，快乐阳光与运营商合作的OTT、IPTV业务已进入超过30个省、直辖市及自治区。分成方式上，快乐阳光将IPTV业务基础包收费的1%作为分成支付给湖南台，省外业务基本通过当地第三方(分成比例约50%)。截至2017年12月，基础服务用户1133万，增值服务用户393万，增值用户渗透率由16年初23%提升至17年底35%。在月ARPU值方面，由于不定期促销活动的存在，基础服务用户在1.76-3.03元间波动，增值服务用户在5.05-8.86元间波动。

图表74: IPTV&OTT 基础服务结算用户数与人均付费金额



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表75: IPTV&OTT 增值服务结算用户数与人均付费金额

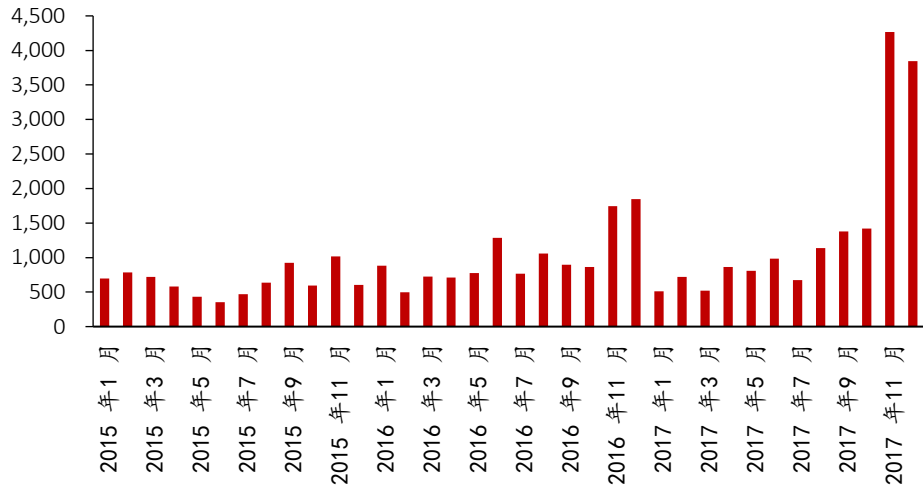


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

电信移动增值业务在 17 年底增长迅猛。快乐阳光 2017 年实现移动增值业务收入 1.71 亿元 (YoY42%), 主要由于快乐阳光逐步提高对移动增值业务的版权投入, 加强各省渠道的客户推广, 并在品牌独立计费点、内容合作、联合会员等方面与客户进行全面合作。同时快乐阳光电信移动增值业务收入呈现一定季节性特征, Q4 收入显著高于全年其他时段, 主要由于快乐阳光于每年的 Q2、Q3 集中资源进行营销推广, 推广效果于每年的 Q3、Q4 体现; 与此同时, 各大电信运营商基于其内部收入指标考核要求, 一般年底推出较多促销折扣活动。

图表76: 2017 年年底电信移动增值业务月收入确认金额增长显著

■ 电信移动增值业务月收入确认金额 (万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测: IPTV 及 OTT 运营商业业务向各省市扩张拉动收入增长。快乐阳光运营商业业务主要分为 IPTV 及 OTT 运营商业业务和电信移动增值业务。对于 IPTV 及 OTT 运营商业业务, 公司公告中按照各个省市地区业务开展计划进行了估计, 可以看出, IPTV 及 OTT 业务向各省市的逐步扩张为拉动收入增长的主要动力; 对于电信移动增值业务, 考虑到该业务与三大运营商合作稳定, 因此保守估计每年收入为 1.5 亿元 (2017 年为 1.7 亿元)。

图77: IPTV 及 OTT 运营业务中基础包业务可实现收入预计

业务模式		2017H2	2018年E	2019年E	2020年E
合计(百万元)		147	392	447	487
湖南	基础包	12146	30200	32800	34375
福建	基础包	630	2000	2600	3200
云南	基础包	960	2800	3200	3600
辽宁	基础包	600	2000	2500	3000
四川	基础包	120	450	600	700
新疆	基础包	160	600	800	1000
黑龙江	基础包	-	200	280	350
浙江	基础包	-	100	300	400
宁夏	基础包	-	100	250	350
广西	基础包	-	600	1200	1500
酒店业务	基础包	50	150	200	250

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图78: IPTV 及 OTT 运营业务中增值包业务可实现收入预计

地区	业务模式	2017H2	2018年E	2019年E	2020年E
合计(百万元)		83	294	425	583
湖南	增值包	4890	14800	16700	17600
安徽	增值包	300	1100	1700	2240
北京	增值包	40	100	170	350
福建	增值包	-	100	350	700
甘肃	增值包	20	100	250	540
广东	增值包	160	500	550	740
广西	增值包	50	450	800	1140
河北	增值包	400	1250	2000	2740
河南	增值包	-	150	350	740
黑龙江	增值包	-	100	200	440
湖北	增值包	50	450	750	1140
吉林	增值包	-	200	400	640
江苏	增值包	90	300	700	1040
江西	增值包	20	200	500	940
辽宁	增值包	15	50	80	200
内蒙	增值包	-	100	200	490
宁夏	增值包	10	50	100	250
青海	增值包	-	100	200	460
山东	增值包	-	335	650	940
山西	增值包	40	150	256	490
陕西	增值包	40	400	750	1040
上海	增值包	120	500	800	1140
深圳	增值包	80	300	400	640
四川	增值包	-	200	700	1100
天津	增值包	40	150	250	450
新疆	增值包	-	100	200	350
有线	增值包	1890	4000	6000	8690
浙江	增值包	-	-	-	220
重庆	增值包	16	150	400	800
其他	增值包	-	1000	2000	4000
新型业务收入		-	2000	4100	6000

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表79：快乐阳光运营业务收入预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
运营业务收入 (百万)	161	307	611	836	1022	1220
YOY		91%	99%	37%	22%	19%
其中--IPTV 及 OTT 运营业务			440	686	872	1070
YOY				56%	27%	23%
其中--电信移动增值业务			171	150	150	150
YOY				-12%	0%	0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

综上所述，我们预计快乐阳光 2018 年~2020 年营业收入分别为 53.07 亿元、72.33 亿元、90.24 亿元。

图表80：快乐阳光收入预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
三大业务收入 (百万)	954	1747	3331	5280	7206	8996
1) 互联网视频业务收入 (百万)	674	989	1733	3029	4561	5884
YOY		47%	75%	75%	51%	29%
2) 内容运营业务收入 (百万)	119	451	987	1416	1623	1893
YOY		278%	119%	43%	15%	17%
3) 运营业务收入 (百万)	161	307	611	836	1022	1220
YOY		91%	99%	37%	22%	19%
其他收入 (百万)	7	70	54	27	27	27
总营收 (百万元)	961	1817	3385	5307	7233	9024
YOY		89%	86%	57%	36%	25%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：其他业务主要包括授权收入、推广服务收入和硬件销售收入。其中授权收入和推广服务收入存在不确定性，而硬件销售业务较为稳定，因此公司预计收入保持稳定。

收购五家标的公司协同构建独具特色的芒果生态圈

芒果互娱：深挖 IP 资源价值，进行游戏 IP 合作

芒果互娱是湖南台旗下从事移动互联网游戏相关业务的综合性平台。芒果互娱主营业务为游戏业务和互动营销业务。游戏业务包括游戏 IP 合作、游戏研发和游戏发行，产品涵盖移动单机游戏、移动网络游戏、网页游戏等；互动营销业务方面，芒果互娱基于湖南台电视节目的内容互动，通过微信、微博或支付宝等社交平台，在电视观众与电视节目进行交互操作时进行品牌展示、加载广告内容、获取商业回报。

截至 2017 年 9 月 27 日，芒果互娱已储备 30 余款电视节目、影视剧的游戏改编权，包括《快乐大本营》、《天天向上》、《我想和你唱》、《武神赵子龙》、《还珠格格》等知名 IP。芒果互娱向游戏研发商授权 20 余项，涉及卡牌、ARPG、飞行射击、移动电竞等多种游戏类型。芒果互娱研发及发行的主要游戏共 3 款。

图表81：芒果互娱研发及发行的主要游戏产品情况

游戏名称	游戏类型	收入类型	运营日期	发行平台	游戏类型
《爸爸去哪儿 2》	手机游戏 (单机)	自主研发	2014.6 至今	安卓/iOS	竖版跑酷
《一年级》	手机游戏 (单机)	自主研发	2014.11 至 2016.12	安卓/iOS	飞行射击
《武神赵子龙》	网页游戏	代理发行	2016.4 至今	芒果游戏中心	动作角色扮演 (快乐阳光)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

芒果互娱的收入包括游戏、互动营销、增值业务、电竞业务及其他业务收入，其中占比最大的板块是游戏业务。芒果互娱游戏板块业务由游戏 IP 合作、游戏发行及运营、游戏自研等组成，其中游戏 IP 合作是公司主要收入来源。2017 年全年，芒果互娱游戏板块共实现收入 7,948.23 万元，对比预期收入 6,355.76 万元，超额完成 25.06%。

游戏 IP 合作业务的收入主要与 IP 储备有关。截至 2018 年 2 月 28 日,芒果互娱共储备 50 项优质 IP。芒果互娱所储备的 IP 类型较为多样,包括影视类、综艺类、小说类等,与湖南台及诸多影视剧公司保持持续良好的合作关系。权限范围在改编权授权范围上多为独家授权,且多数 IP 可在全球范围内不受语言版本限制使用,且授权周期较长。公司预计芒果互娱 2018 年可实现的 IP 合作收入为 4,946.11 万元,根据公司公告,截至 2018 年 2 月 28 日,已经对外明确授权的 IP 合作收入金额约 1,031.12 万元,占全年预测总金额的 20.84%。

公司预计,游戏发行业务有望在 2018 年显著贡献业绩,原因系发行游戏数量增加,且在独代产品和 H5 产品上有新的布局。

图表82: 芒果互娱收入预测(公司公告预计)(万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
游戏业务	1132	5942	7948	7447	8017	8215
游戏 IP 合作				4946	5392	5458
游戏发行				2501	2626	2757
互动营销	1512	1869	2270	2549	2751	2951
其他业务		318	1323	4796	5036	5288
电竞业务			1011	3038	3190	3349
衍生业务				1758	1846	1939
增值业务	841	948	2376			
合计	3486	9076	14928	14791	15804	16454

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

注:根据公司公告,截至 2018 年 2 月 28 日,游戏发行业务实现收入约 300 万元(未经审计),约占全年预测收入的 12.00%。

公司根据游戏发行进度,估计 2018 年游戏发行业务营收为 2500.52 万元。

天娱传媒: 艺人经纪与影视及综艺节目互相促进

天娱传媒是湖南台旗下知名的大型娱乐公司,定位于青年文化敏感者和引导者,现已成为中国最大的青年偶像娱乐公司之一。天娱传媒主营业务包括艺人经纪业务、节目及影视剧制作业务、其他无线增值授权业务等。

天娱传媒打造了华语地区最具品牌知名度和影响力的音乐选秀节目《超级女声》、《快乐男声》和《快乐女声》,成功推出过李宇春、张杰、魏晨、华晨宇、于朦胧等近百名优质偶像及团体,形成具有市场竞争力的偶像培训品牌和偶像养成机制。根据公司公告,截至 2017 年 9 月 27 日,天娱传媒合作的签约艺人达 30 余名。近年来,天娱传媒注重综艺节目创新研发并持续加强对影视剧的投资及制作,陆续推出包括《燃烧吧!少年》、《一起来看流星雨》系列、《爸爸去哪儿》系列等青春偶像、合家欢类作品。

图表83: 天娱传媒主营业务情况梳理

主营业务板块	具体内容	盈利模式
艺人经纪	艺人挖掘培养和规划运作 艺人音乐及大型活动 艺人商业演出 艺人影视表演 艺人商务运营	通过艺人参演影视节目、发行音乐、参加商业性演出、品牌代言以及周边衍生产品授权获取一定比例的佣金收入。
节目及影视剧制作	电影、电视剧、综艺节目的采购、制作与销售	影片票房收入、发行收入、广告收入、衍生品收入、点击量分成、制作费收入
其他无线增值授权	主要采购音乐版权,并通过授权使用的方式,将所拥有的版权提供给渠道商	收取授权使用费

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

天娱传媒的收入包括艺人经纪、节目及影视剧制作和其他无线增值授权业务,其中以艺人经纪和节目及影视剧制作为主。

公司签约艺人发展态势良好，根据公司公告，一线艺人如华晨宇合同到期日在2021年，公司有望凭借10余年“偶像打造”经验继续分享行业成长红利。影视剧制作方面，公司按照天娱传媒的实际已签订合同、意向合同预测、投拍计划以及排片计划，对预测期的影视剧作品收入和成本进行预测。

图表84：截至18年6月，天娱传媒储备和开发的影视剧进展情况

项目	类别	分类	剧集类型	总投资额 (万元)	投资占比	投资额 (万元)	资金来源	分成方式	预计上线时间	集数	主要剧组成员	预计单集		预计收入 (万元)	预计成本 (万元)	目前进展
												集网播	集台播			
《火王之破晓之战》	投资	电视剧	古代	30900	9%	2781	自有资金	按投资比例	2018年	60	陈柏霖、景甜	700	290	4500	2700	已取得发行许可证
《艳势番之新青年》	投资	电视剧	青春热血励志	35000	25%	8750	自有资金	按投资比例	2018年	48	黄子韬, 易烊千玺	650	300	12000	8750	前期制作筹备
《千门江湖》	投资	网络剧	民国悬疑	4200	25%	1050	自有资金	按投资比例	2018年~2019年	40(共2季)	2宁桓宇, 金雯昕	121	无	1000	1050	拍摄中
《蜗牛与黄鹂鸟》	投资	电视剧	青春音乐爱情	35000	51%	11800	自有资金	按投资比例	2019年	50	待定	500	300	17300	17850	前期筹备
《延禧攻略》	投资	电视剧	古代宫廷	28000	10%	2800	自有资金	按投资比例	2018年	60	秦岚, 聂远, 余诗曼	600	无	3000	2800	拍摄完毕
《瞄准》	投资	电视剧	年代谍战	40000	19%	7600	自有资金	按投资比例	2019年	48	待定	800	400	9300	7600	前期筹备

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表85：天娱传媒收入预测（公司公告预计）（万元）

	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E
艺人经纪业务	21138	16332	25720	27930	30648	33261
其他无线增值授权及其他业务	809	5310	4691	6604	6604	6604
节目及影视剧制作业务	26803	20545	18568	20825	31421	31967
其他	130	156				
合计	48880	42343	48980	55359	68672	71832

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

芒果影视：湖南台精品青春剧生产主力军

芒果影视是湖南台影视剧生产主力军，专注于精品影视剧的投资、制作、发行。芒果影视自成立以来独立投资和联合投资出品的电视剧约30部，多次在国内、国际上荣获“五个一”工程奖、飞天奖、金鹰奖、亚洲电视奖等各类奖项。

目前芒果影视投资制作的电视剧以主投主控为主，推出过《宫》、《宫锁珠帘》、《风华正茂》等知名影视剧。同时，作为湖南卫视“青春进行时”定制栏目剧场的唯一生产组织方和资源协调方，出品过《爱的妇产科》、《旋风少女》、《漂亮的李慧珍》等一系列优秀作品。

芒果影视未来具备丰富的产品储备，已就未来2-3年内的新作品制定了明确的开发、制作和发行计划。市场剧方面，《远大前程》、《流水迢迢》、《在纽约》等S级剧目预计将在未来三年内进行发行；定制栏目剧方面，截至2017年中已有6部剧分别在深圳、广东、福建、云南等卫视平台发行并播出且深圳、福建和云南都实现了两部剧以上的二轮发行，各目标平台对于定制栏目剧的认可度稳步提高；网络剧方面，《结爱》等精品剧目于2017年下半年开机。

芒果影视收入主要由影视剧投资制作业务收入决定。公司按照芒果影视的实际已签订合同、意向合同预测、投拍计划以及排片计划，对预测期的影视剧作品收入和成本进行预测。

图表86: 截至18年6月, 芒果影视储备和开发的影视剧进展情况

项目	类别	分类	剧集类型	总投资额 (万元)	投资 占比	投资额 (万元)	资金 来源	分成方 式	预计上线 时间	预计 集数	预计单集售价 (万元)	预计收入 (万元)	预计成本 (万元)	目前 进展
《封神》	投资 合约	电视剧	古代神话	16200	41%	6642	自有 资金	按投资 比例	2018年	65	400	3952	2513	已完 成
《远大前程》	投资 合约	电视剧	年代剧	34600	40%	13840	自有 资金	按投资 比例	2018年	60	1015	23178	13040	已完 成
《秋收起义》	投资 合约	电视剧	政治剧	6000	3%	150	自有 资金	按投资 比例	2017年 8月	32	200	2085	1500	已完 成
《男子汉之雷神突击》	投资 合约	电视剧	青春、励志 (军旅片)	16000	20%	3200	自有 资金	按投资 比例	2018年	40	545	506	-	后期 制作
《金牌投资人》	投资 合约	定制栏 目剧	现代题材	9000	50%	4500	自有 资金	按投资 比例	2018年 二季度	41	-	-	-	后期 制作
《在纽约》	投资 合约	电视剧	现代题材	32000	40%	10240	自有 资金	按投资 比例	2018年 12月	50	975	19538	12800	现场 拍摄
《隐秘而伟大》	投资 合约	电视剧	近代革命	20000	50%	10000	自有 资金	按投资 比例	2019年 2月	32	905	22269	15000	前期 筹备
《流水迢迢》	投资 合约	电视剧	古代传奇	27500	50%	13750	自有 资金	按投资 比例	2019年 12月	50	985	23819	16250	剧本 创作
《我站在桥上看风景》	投资 合约	定制栏 目剧	现代题材	10000	50%	5000	自有 资金	按投资 比例	2018年 一季度	41	-	-	-	后期 制作
《结爱·千岁大人的初恋》	投资 合约	电视剧	爱情奇幻剧	14600	40%	5840	自有 资金	按投资 比例	2018年	25	670	6620	5840	后期 制作
《谁将流年抛却》	投资 合约	网络剧	现代剧	3000.00	1.00	3000.00	自有 资金	按投资 比例	2018年 底	24	345	4470	4394	剧本 创作

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表87: 芒果影视收入预测(公司公告预计)(万元)

	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E
影视业务收入	37757	51807	78118	84611	84774	88219
发行收入	37757	51807				
市场剧收入				36375	35423	36487
定制栏目剧收入				44759	44881	45027
网络剧收入				3477	4470	6705
广告收入				5189	5708	6278
经纪服务收入				283	340	408
其他业务收入			626	299	344	414
合计	37757	51807	78744	90382	91165	95319

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

芒果娱乐: 全媒体娱乐内容制作公司

芒果娱乐是湖南台旗下专业的全媒体娱乐内容制作公司, 主营业务包括电视剧业务、综艺节目业务和艺人经纪业务, 为各大视频网站及卫视频道提供内容产品。

2015年以来, 在影视业务方面, 芒果娱乐引进韩国畅销小说改编电视剧《单身游戏》, 制作并发行电视剧《寻找爱的冒险》, 均获得不俗收视率; 参与投资电影《唐人街探案》、《铁道飞虎》也都取得了较高票房。综艺节目业务方面, 芒果娱乐承制湖南卫视节目《味道》, 联合出品《周一见》明星户外真人秀, 联合制作明星生活体验观察秀节目《闪亮的爸爸》, 联合制作网络真人秀节目《Hello!女神》等。

芒果娱乐收入主要来自影视剧及综艺节目投资制作业务。公司按照芒果娱乐的实际已签订合同、意向合同预测、投拍计划以及排片计划, 对预测期的影视剧作品收入和成本进行预测。

图表88: 截至18年6月, 芒果娱乐现有储备和开发的影视剧进展情况

名称	项目定位	投资制作类型	版权比例	拍摄集数	拍摄进度	资金来源	分成方式	预计上线时间	预计单集台播售价(万元)	预计单集网播售价(万元)	预计收入(万元)	预计成本(万元)
《欢喜猎人》	现代都市轻喜剧	联合制作	40%	46	已拍摄未播出	自有资金	按投资比例	2018年	-	390	8,763	5,504
《荒村公寓》	惊悚悬疑偶像剧	联合制作	80%	24	筹备	自有资金	按投资比例	2018年	-	393	7,862	4,868
《热血狂篮》	现代青春校园剧	联合制作	50%	36	已拍摄未播出	自有资金	按投资比例	2018年	330	-	6,936	3,826
《众病之王》	都市探险剧	联合制作	60%	36	筹备	自有资金	按投资比例	2018年	189	377	14,164	8,966
《初恋那件小事》	现代青春校园剧	联合制作	70%	28	筹备	自有资金	按投资比例	2018年	111	404	11,056	7,170
《幸福的理由》	都市爱情偶像剧	参投	20%	55	已拍摄未播出	自有资金	按投资比例	2018年	172	300	4,875	3,298
《侦探俱乐部》	现代推理偶像剧	联合制作	70%	36	筹备	自有资金	按投资比例	2019年	152	189	9,199	6,166
参考《侦探俱乐部》	现代推理偶像剧	联合制作	70%	36	筹备	自有资金	按投资比例	2019年	152	189	9,199	6,166
《迟到了, 我的爱人》	青春奇幻偶像剧	承揽制作	100%	24	筹备	自有资金	按投资比例	2019年	-	189	5,189	3,000
网剧 A	都市爱情偶像剧	联合制作	50%	24	筹备	自有资金	按投资比例	2019年	-	354	5,180	3,170
《本宫看你何时死》	古装穿越轻喜剧	联合制作	80%	40	筹备	自有资金	按投资比例	2019年	83	354	14,792	9,736
《萌妃当嫁》	古装轻喜剧	承揽制作	100%	24	筹备	自有资金	按投资比例	2019年	-	217	5,208	3,200
《流星花园》	都市爱情偶像剧	参投	40%	48	拍摄中	自有资金	按投资比例	2019年	236	283	13,239	5,434

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表89: 截至18年6月, 芒果娱乐现有储备和开发的综艺节目进展情况

名称	节目类型	投资制作类型	版权比例	确认收入年度	拍摄集数	资金来源	分成方式	拍摄进度	项目总成本(万元)	预计收入(万元)	预计成本(万元)
《绝望者游戏》	网络大电影	联合投资+分成	50%	2017年	1	自有资金	按投资比例	已上线	257	138	144
《荒村》	网络大电影	播映权售出+分成	100%	2017年	1	自有资金	按投资比例	已拍完	264	330	264
《闪亮的爸爸》第二季	娱乐, 真人秀	承揽制作	100%	2017年	12	自有资金	按投资比例	已播完	1,245	1,613	1,245
《周一见》第三季	娱乐, 真人秀	联合制作	33%	2017年	12	自有资金	按投资比例	进行中	619	272	111
《黄子韬演唱会》4场+发布会	演唱会	制作	100%	2017年	1	自有资金	按投资比例	已执行	786	726	786
《超次元偶像》	娱乐, 网络真人秀	联合制作	40%	2017年	10	自有资金	按投资比例	结算中	5,684	1,156	2,592
酷狗校际音乐超级联赛	音乐	承揽制造	100%	2017年	1	自有资金	按投资比例	结算中	783	966	783
马来西亚榴莲节	活动	承揽制作	100%	2017年	1	自有资金	按投资比例	结算中	375	404	375
南宁民歌节	活动	承揽制作	100%	2017年	1	自有资金	按投资比例	结算中	636	676	636
《暖! 人鱼君》	网络大电影	播映权售出+收益分成 50%	100%	2018年	1	自有资金	按投资比例	后期制作	300	340	303
《401 磅青春》	网络大电影	播映权售出+收益分成 50%	100%	2018年	1	自有资金	按投资比例	后期制作	300	340	303
《我们的少年时代》	网络大电影	制作	100%	2018年	1	自有资金	按投资比例	后期制作	300	311	300
《开心麻花贺岁档》	网络大电影	播映权售出+收益分成 50%	100%	2018年	1	自有资金	按投资比例	未启动	300	311	310

名称	节目类型	投资制作类型	版权比例	确认收入年度	拍摄集数	资金来源	分成方式	拍摄进度	项目总成本(万元)	预计收入(万元)	预计成本(万元)
《亮出一道菜》	综艺秀	联合制作	50%	2018年	10	自有资金	按投资比例	筹备中	1,300	524	451
偶像短视频第1季	短视频	制作	100%	2018年	100	自有资金	按投资比例	筹备中	500	566	500
大城小爱	短剧	制作	100%	2018年	100	自有资金	按投资比例	发行中	900	943	900
《闪亮的爸爸》第三季	娱乐, 真人秀	承揽制作	100%	2018年	12	自有资金	按投资比例	筹备中	1,300	1,509	1,300
拼车卡拉秀	脱口秀	承揽制作	100%	2018年	12	自有资金	按投资比例	已拍完	160	189	160
2018个人演唱会	演唱会	制作	100%	2018年	4	自有资金	按投资比例	筹备中	1,152	1,274	1,152
2018艺人生日会定制	活动	承揽制作	100%	2018年	1	自有资金	按投资比例	未启动	100	113	100
2018年话剧	话剧, 首演+巡演	联合制作	50%	2018年	1	自有资金	按投资比例	进行中	550	307	276
2018年融媒体中心项目	活动	承揽制作	100%	2018年	1	自有资金	按投资比例	进行中	1,617	1,837	1,617
网络大电影《我们的少年时代2》	网络大电影	制作	100%	2019年	1	自有资金	按投资比例	未启动	200	217	200
《荒村》	网络大电影	播映权售出+分成	100%	2019年	1	自有资金	按投资比例	已拍完	264	330	264
《男主大甩卖》	网络大电影	制作	100%	2019年	1	自有资金	按投资比例	筹备中	200	217	200
《湖南广电定制项目》	网络大电影	制作	100%	2019年	1	自有资金	按投资比例	未启动	200	217	200
《次元星计划》	真人秀	联合制作	35%	2019年	10	自有资金	按投资比例	筹备中	5,000	1,409	1,321
《亮出一道菜》第2季	综艺秀	联合制作	50%	2019年	10	自有资金	按投资比例	未启动	1,300	524	451
偶像短视频第2季	短视频	制作	100%	2019年	100	自有资金	按投资比例	未启动	800	908	800
2019年一线卫视音乐类	音乐综艺	联合制作	50%	2019年	12	自有资金	按投资比例	未启动	5,000	2,642	2,453
文创梦之梯	真人秀	承揽制作	100%	2019年	12	自有资金	按投资比例	未启动	1,600	1,887	1,600
2019个人演唱会	演唱会	制作	100%	2019年	8	自有资金	按投资比例	未启动	2,304	2,500	2,304
2019艺人生日会定制	活动	承揽制作	100%	2019年	2	自有资金	按投资比例	未启动	200	226	200
2019年话剧	话剧, 首演+巡演	联合制作	50%	2019年	1	自有资金	按投资比例	未启动	550	307	276
2019年融媒体中心项目	活动	承揽制作	100%	2019年	1	自有资金	按投资比例	未启动	2,021	2,296	2,021

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表90: 芒果娱乐收入预测(公司公告预计)(万元)

	2015年	2016年	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E
屏幕节目	8200	8465	6201	-	-	-
电视剧及衍生	4703	20655	44335	54295	61887	72335
电影及衍生	-	26	87	-	-	-
节目及衍生	2057	4866	6722	14260	20744	22743
艺人经纪	1012	2567	5965	7254	8850	10348
合计	15972	36579	63310	75809	91481	105426

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

综上所述, 我们得到公司2018~2020年营业收入预测值分别为: 106.82亿元、129.16亿元、149.25亿元。

图表91：芒果超媒各业务营业收入估计（单位：百万）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
电视购物	2798	3219	2984	2984	2984	2984
快乐阳光	961	1817	3385	5307	7233	9024
芒果互娱	35	91	137	148	158	165
天娱传媒	489	423	486	554	687	718
芒果影视	378	518	743	904	912	953
芒果娱乐	160	366	632	758	915	1054
合计	4820	6434	8367	10655	12888	14898

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：本业电视购物的预测逻辑：由于电视购物业务属成熟期业务，因此我们估计未来三年营收增速为0。

投资建议

PS 估值比较

可比公司 Netflix、爱奇艺、哔哩哔哩 18 年 9 月 5 日市值对应 18 年 PS 估值水平分别为 9X、5X、5X，均值为 6X。我们认为，此三家可比公司均在美股上市，美股市场与 A 股市场差异导致美股的 PS 估值对 A 股借鉴意义不大。

图表92: 可比公司 PS 对比 (2018年9月5日)

证券代码	公司简称	市值 (亿美元)	17 年收入 (亿美元)	17 年 PS (倍)	18 年营收预测 (亿美元)	18 年 PS (倍)
NFLX.O	NETFLIX	1,486	117	13	159	9
IQ.O	爱奇艺	192	27	7	37	5
Bili.O	哔哩哔哩	32	4	8	6	5

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰证券研究所

注: 1) Netflix、爱奇艺、哔哩哔哩三家公司 18 年预测均取自 bloomberg (2018 年 9 月 5 日) 一致预测均值; 2) 人民币对美元汇率为 6.8.

PE 估值比较

可比公司 Netflix、爱奇艺、哔哩哔哩中仅有 Netflix 实现盈利, 18 年 9 月 5 日市值对应 18 年 PE 估值倍数为 105X, 我们认为, 此估值倍数参考意义较低。

图表93: 可比公司 PE 对比 (2018年9月5日)

证券代码	公司简称	市值 (亿美元)	17 年净利润 (亿美元)	17 年 PE (倍)	18 年净利润预测 (亿美元)	18 年 PE (倍)
NFLX.O	NETFLIX	1,486	5.6	266	14.2	105
IQ.O	爱奇艺	192	-5.8	-33	-8.7	-22
Bili.O	哔哩哔哩	32	-5.8	-5	-0.4	-85

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰证券研究所

注: 1) Netflix、爱奇艺、哔哩哔哩三家公司 18 年预测均取自 bloomberg (2018 年 9 月 5 日) 一致预测均值; 2) 人民币对美元汇率为 6.8.

付费用户数/用户数估值比较

可比公司 Netflix、爱奇艺、哔哩哔哩 18 年 9 月 5 日市值对应单用户市值分别为 1143 美元、33 美元、40 美元; 对应单付费用户市值分别为 1193 美元、291 美元、3141 美元。芒果超媒 2018 年中报显示, 截至 2018 年 6 月 30 日, 芒果 TV 平台付费会员数增至 601 万。根据艾瑞咨询数据, 芒果 TV 2018 年 6 月独立设备数为 9937 万。考虑到哔哩哔哩为聚合视频平台, 与在线视频的盈利模式相差较大; Netflix 的市场主要在欧美, 与芒果 TV 面对用户市场有较大差异。因此参考爱奇艺的单用户市值 33 美元, 则芒果 TV 的价值为 32.79 亿美元; 参考爱奇艺的单付费用户市值 291 美元, 则芒果 TV 的价值为 17.49 亿美元。我们认为, 此种估值方法未考虑美股和 A 股的估值差异, 参考性较低。

图表94: 可比公司单用户市值比较 (2018年9月5日)

证券代码	公司简称	市值 (亿美元)	18 年 6 月全球用户数 (亿)	18 年 6 月全球付费用户数 (亿)	付费率	单用户市值 (美元)	单付费用户市值 (美元)
NFLX.O	NETFLIX	1,486	1.30	1.25	96%	1143	1193
			18 年 6 月月独立设备数 (亿)	18 年 6 月付费用户数 (亿)	付费率	单用户市值 (美元)	单付费用户市值 (美元)
IQ.O	爱奇艺	192	5.82	0.66	11%	33	291
			18 年 6 月月独立设备数 (亿)	17 年付费用户数 (亿)	付费率	单用户市值 (美元)	单付费用户市值 (美元)
Bili.O	哔哩哔哩	32	0.71	0.01	1%	44	3141

资料来源: 公司公告, 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

PEG 估值法

我们认为，PEG 估值是对芒果超媒一种可行的估值方法。我们预计 18~20 年归母净利润为 11.34/14.94/18.25 亿元，对应 18~20 年 EPS 为 1.15/1.51/1.84 元。根据公司公告，此次并购后 17 年备考归母净利润为 8.15 亿元，对应 18~20 年净利增长率为 39%/32%/22%。考虑到公司作为成长股，18 年净利增长率为 39%；我们保守给予公司 18 年 PEG 在 1X 左右 (0.9X~1X)，对应 18 年 PE 估值 35~39X，则对应 18 年目标价 40.25~44.85 元。考虑到标的稀缺性和成长性，首次覆盖给予增持评级。

图表95：可比公司 PE 对比（2018 年 9 月 5 日）

证券代码	市值 (亿美元)	2017 年净利润 (亿美元)	2017 年 PE (倍)	bloomberg 预测 18 年净		18 年净利增速	18 年 PEG (倍)
				利润均值 (亿美元)	18 年净利增速		
NFLX.O	1,486	5.6	266	14.2	154%	1.7	
IQ.O	192	-5.8	-33	-8.7	-	-	
Bili.O	32	-5.8	-5	-0.4	-	-	

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰证券研究所

注：1) Netflix、爱奇艺、哔哩哔哩三家公司 18 年预测均取自 bloomberg (2018 年 9 月 5 日) 一致预测均值；2) 人民币对美元汇率为 6.8。

风险提示

重点自制综艺点击量或招商不达预期的风险

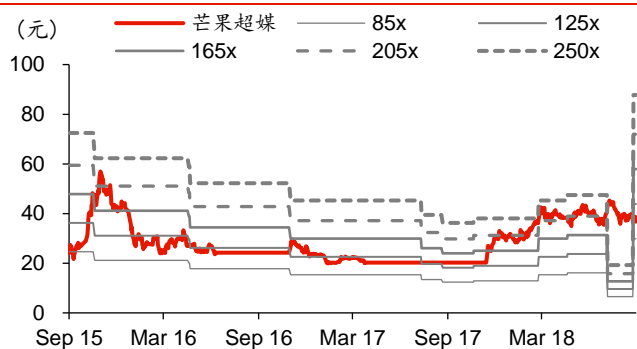
公司以自制综艺带动软广收入，拉动付费会员数和平台点击量的增长。因而，若公司投入成本较高的重点自制综艺招商不达预期，则会导致软广收入不达预期；若上线之后点击量不达预期，则表明对用户吸引力不强，则会导致新增会员量和点击量不达预期，从而影响会员付费收入和硬广收入。

内容成本消化不达预期的风险

根据公司公告，2017 年快乐阳光（芒果 TV）的互联网视频业务（主要业务）的内容成本占互联网视频业务的总成本的 58%，构成公司最主要的成本项。而为了驱动会员数持续增长并留存老会员，必须持续对内容进行高投入。而若收入端的增长速度低于内容成本的增长速度，则会出现内容成本高企，压缩净利润的情况。

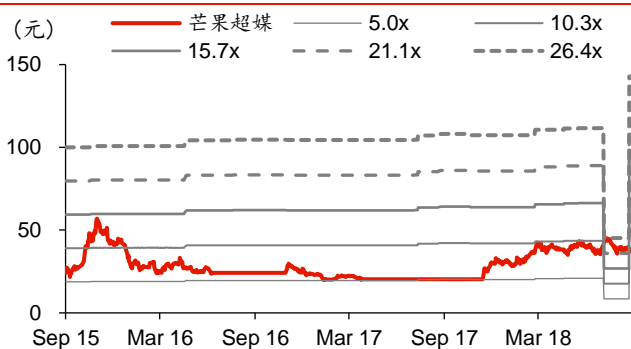
PE/PB - Bands

图表96: 芒果超媒历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表97: 芒果超媒历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,044	1,995	3,626	4,874	7,025
现金	1,025	1,105	2,062	3,110	5,062
应收账款	152.35	215.59	310.05	375.05	433.52
其他应收账款	21.98	12.09	20.88	25.26	29.20
预付账款	197.12	200.34	37.58	44.65	50.69
存货	101.69	73.71	269.21	302.70	353.38
其他流动资产	546.22	388.54	926.19	1,016	1,096
非流动资产	293.66	279.10	1,567	2,192	2,192
长期投资	11.33	16.65	16.65	16.65	16.65
固定投资	120.21	115.64	1,630	3,873	6,412
无形资产	50.97	47.11	(1,849)	(4,558)	(7,913)
其他非流动资产	111.14	99.70	1,769	2,861	3,676
资产总计	2,338	2,274	5,194	7,066	9,217
流动负债	668.63	551.08	2,355	2,733	3,059
短期借款	0.00	35.95	0.00	0.00	0.00
应付账款	305.87	246.54	1,503	1,786	2,028
其他流动负债	362.75	268.58	851.78	947.10	1,032
非流动负债	5.26	3.95	5.21	4.80	4.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.26	3.95	5.21	4.80	4.65
负债合计	673.89	555.02	2,360	2,738	3,064
少数股东权益	43.98	40.32	40.32	40.32	40.32
股本	401.00	401.00	990.02	990.02	990.02
资本公积	673.39	677.82	88.80	88.80	88.80
留存公积	545.62	600.12	1,714	3,209	5,034
归属母公司股东权益	1,620	1,679	2,793	4,288	6,113
负债和股东权益	2,338	2,274	5,194	7,066	9,217

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(51.10)	(60.07)	4,318	4,849	6,262
净利润	63.85	63.78	1,134	1,494	1,825
折旧摊销	34.31	30.75	2,051	3,228	4,392
财务费用	(29.47)	(30.74)	(30.77)	(51.73)	(81.73)
投资损失	(29.36)	(2.14)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(121.93)	(140.80)	1,155	176.60	123.90
其他经营现金	31.49	19.08	8.07	2.09	2.34
投资活动现金	(372.20)	240.56	(3,335)	(3,853)	(4,392)
资本支出	30.55	28.78	3,340	3,853	4,392
长期投资	(235.00)	(1.20)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(576.66)	268.14	4.66	0.00	0.00
筹资活动现金	(75.64)	22.44	(25.23)	51.73	81.73
短期借款	(50.00)	35.95	(35.95)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	589.02	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	4.43	(589.02)	0.00	0.00
其他筹资现金	(25.64)	(17.94)	10.72	51.73	81.73
现金净增加额	(498.79)	202.75	957.53	1,048	1,952

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,219	2,984	10,655	12,888	14,898
营业成本	2,537	2,306	7,516	8,931	10,138
营业税金及附加	12.31	14.35	98.11	144.72	192.23
营业费用	561.45	526.29	1,487	1,737	1,984
管理费用	118.38	113.69	432.50	462.96	496.05
财务费用	(29.47)	(30.74)	(30.77)	(51.73)	(81.73)
资产减值损失	0.29	1.26	11.71	21.27	7.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.36	2.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.16	62.11	1,141	1,644	2,161
营业外收入	17.55	4.49	3.66	3.70	3.00
营业外支出	0.57	0.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.14	66.46	1,145	1,647	2,164
所得税	0.29	2.68	10.26	152.84	338.92
净利润	63.85	63.78	1,134	1,494	1,825
少数股东损益	(2.67)	(8.76)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	66.53	72.54	1,134	1,494	1,825
EBITDA	52.00	62.13	3,161	4,820	6,472
EPS (元, 基本)	0.17	0.18	1.15	1.51	1.84

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.07	(7.32)	257.09	20.97	15.59
营业利润	(39.08)	31.70	1,737	44.06	31.49
归属母公司净利润	(30.04)	9.03	1,464	31.75	22.14
获利能力 (%)					
毛利率	21.18	22.72	29.46	30.71	31.95
净利率	2.07	2.43	10.65	11.59	12.25
ROE	4.11	4.32	40.61	34.85	29.86
ROIC	2.93	4.99	150.65	122.77	167.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.82	24.40	45.44	38.75	33.24
净负债比率 (%)	0	6.48	0	0	0
流动比率	3.06	3.62	1.54	1.78	2.30
速动比率	2.91	3.49	1.42	1.67	2.18
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.29	2.85	2.10	1.83
应收账款周转率	29.87	15.78	39.42	36.50	35.74
应付账款周转率	8.19	8.35	8.59	5.43	5.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.07	1.15	1.51	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.05)	(0.06)	4.36	4.90	6.33
每股净资产(最新摊薄)	1.64	1.70	2.82	4.33	6.17
估值比率					
PE (倍)	546.89	501.58	32.08	24.35	19.93
PB (倍)	22.46	21.67	13.03	8.49	5.95
EV_EBITDA (倍)	678.45	567.83	11.16	7.32	5.45

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com