

分类号 F23/747  
U D C \_\_\_\_\_

密级 公开  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 台网融合背景下的芒果超媒财务  
可持续增长研究

研究生姓名: 张婷

指导教师姓名、职称: 张鲜华 副教授 阮英 工程师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张婷 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 张解中 签字日期： 2022.6.16

导师(校外)签名： 张 签字日期： 2022.6.20

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 张婷 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 张解中 签字日期： 2022.6.16

导师(校外)签名： 张 签字日期： 2022.6.20

**Research on Sustainable Financial Growth  
of Mango Hypermedia under the  
Background of Network Convergence**

**Candidate: Zhang Ting**

**Supervisor: Zhang Xianhua      Ruan Ying**

## 摘要

随着互联网与传统媒体的融合,传媒产业成为我国数字经济的重要组成部分。各传媒平台纷纷推出优质内容产品,提升视频内容占比,以期增加用户粘性,从而提升自身的财务可持续增长能力。相较于爱奇艺、优酷、腾讯、哔哩哔哩等平台的连年亏损,芒果超媒是唯一一家盈利的传媒平台。自2015年实施台网融合后,已形成了完整的新媒体产业链布局,成为国内首支A股国有控股上市传媒平台。然而,随着传媒产业进入“后红利”时代,面对着不断加剧的行业内竞争,芒果超媒未来的财务可持续增长压力骤增。

由此,本文基于相关理论与既有成果,基于芒果超媒2014—2020年的财务数据,对其财务可持续增长能力进行了三方面的检验。首先,运用传统的希金斯模型对其实际增长速度进行了检验。结果表明,因存在销售费用高、存货周转效率低和应收账款回收速度变慢等问题,芒果超媒的实际增长速度与可持续增长速度差异较大。其次,基于芒果超媒的ESG绩效对其财务可持续增长能力进行了综合分析。结果表明,芒果超媒在社会和治理维度表现良好,但在环境维度,因未就气候变化风险和机会以及碳排放展开相关的讨论而评分极低。最后,针对其价值创造维度的检验结果表明,芒果超媒的价值创造过程具有可持续性,在未来,有可能推动财务的可持续增长,并形成良性循环。

基于针对检测结果,本文最后提出,在台网融合背景下,芒果超媒的综合价值创造过程虽具有可持续性,但需要对以下几方面投入足够的重视:首先,需加强对销售费用的控制,加强变现能力,缩小实际增长速度与可持续增长速度之间的差距;其次,建立核心人才股权激励计划,减少核心人员流失所带来的风险;最后,改变环境维度表现差强人意的现状,尽快将碳排放等讨论提上议程。

**关键词:** 财务可持续增长 台网融合 希金斯模型 ESG 绩效 价值创造 芒果超媒

## Abstract

With the integration of Internet and traditional media, the media industry has become an important part of China's digital economy. Various media platforms have launched high-quality content products to increase the proportion of video content, with a view to increasing user stickiness, thus enhancing their financial sustainable growth ability. Compared with the successive losses of iQiyi, Youku, Tencent and other platforms, Mango Hypermedia is the only profitable media platform. Since the implementation of the network integration in 2015, a complete new media industry chain layout has been formed, becoming the first A-share state-controlled listed media platform in China. However, with the media industry entering the "post-dividend" era, facing the increasing competition within the industry, the future financial sustainable growth pressure of Mango Hypermedia will suddenly increase.

Therefore, based on relevant theories and existing achievements, this paper tests the financial sustainable growth ability of Mango Hypermedia in three steps based on its financial data from 2014 to 2020. Firstly, the traditional Higgins model is used to test. The results show that the actual growth rate of mango hypermedia is quite different from the sustainable growth rate due to the problems of high sales cost, low inventory turnover efficiency and slow recovery of accounts receivable. Secondly, based on the ESG performance of Mango Hypermedia, it comprehensively

analyzes its financial sustainable growth ability. The results showed that mango hypermedia performed well in the social and governance dimensions, but in the environmental dimension, it scored extremely low because it did not discuss the risks and opportunities of climate change and carbon emissions. Finally, the test results based on the dimension of value creation show that the comprehensive value creation process of mango hypermedia is sustainable, which may promote the sustainable financial growth and form a virtuous circle in the future.

Based on the test results, this paper finally puts forward that although the comprehensive value creation process of mango hypermedia is sustainable under the background of network integration, it needs to pay enough attention to the following aspects: First, it is necessary to strengthen the control of sales expenses, strengthen the liquidity, and narrow the gap between the actual growth rate and the sustainable growth rate; Secondly, establish an equity incentive plan for core talents to reduce the risks caused by the loss of core personnel; Finally, change the present situation of unsatisfactory performance in environmental dimension and put the discussion of carbon emissions on the agenda as soon as possible.

**Keywords:** financial sustainable growth;network integrates;Higgins model;ESG performance;value to create;mango hepermedia

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究内容与方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究方法.....	5
1.3.3 研究思路.....	6
<b>2 文献综述及理论基础</b> .....	7
2.1 文献综述.....	7
2.1.1 台网融合.....	7
2.1.2 财务可持续增长.....	8
2.1.3 财务可持续增长能力检验.....	9
2.1.4 文献述评.....	11
2.2 基础理论.....	11
2.2.1 客户价值理论.....	11
2.2.2 价值创造理论.....	12
2.2.3 流量经营理论.....	13
<b>3 芒果超媒发展历程及经营现状分析</b> .....	15
3.1 芒果超媒发展历程.....	15
3.2 芒果超媒经营环境分析.....	16
3.2.1 外部环境分析.....	17
3.2.2 内部环境分析.....	21
3.3 芒果超媒财务现状分析.....	26
3.3.1 偿债能力分析.....	26
3.3.2 营运能力分析.....	28

3.3.3 盈利能力分析 .....	30
3.3.4 成长能力分析 .....	31
3.4 小结 .....	32
<b>4 芒果超媒财务可持续增长能力分析 .....</b>	<b>33</b>
4.1 基于希金斯模型的财务可持续增长能力分析 .....	33
4.1.1 模型选择 .....	33
4.1.2 分析实施 .....	34
4.1.3 结果讨论 .....	40
4.2 基于 ESG 绩效的财务可持续增长能力分析 .....	41
4.2.1 ESG 评级选择 .....	41
4.2.2 分析实施 .....	42
4.2.3 结果讨论 .....	45
4.3 基于价值创造的财务可持续增长能力综合分析 .....	45
4.3.1 价值创造逻辑 .....	46
4.3.2 分析实施 .....	47
4.3.3 结果讨论 .....	52
4.4 小结 .....	52
<b>5 芒果超媒财务可持续增长能力优化建议 .....</b>	<b>54</b>
5.1 抑制盲目扩张冲动，缩小与可持续增长率之间的关系 .....	54
5.2 有效控制销售费用，制定有助于长期发展的降本规划 .....	54
5.3 将各方利益结合起来，建立核心人才股权激励计划 .....	55
5.4 加强辨识度与市场认可度，提高会员粘性 .....	55
5.5 丰富题材内容，突破现有用户圈 .....	56
5.6 提高付费用户渗透率，构建平台内容生态 .....	56
5.7 组建并参与环境议题的讨论，扩大社会影响力 .....	57
<b>6 研究结论与未来展望 .....</b>	<b>58</b>
6.1 研究结论 .....	58
6.2 未来展望 .....	59

**参考文献** .....60

**后 记** ..... 64

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

数字经济的不断发展，不仅对公众的生活方式有一定的影响，而且使得大众的娱乐方式也发生了巨大的改变。由以电视台为主的传统娱乐模式逐渐转变为以互联网赋能的新媒体娱乐模式。不论前者还是后者，在发展过程中均受到来自各方的压力。以电视台为主的传统媒体面临用户流失、制作团队锐减等方面的问题，而对于以互联网赋能的新媒体来说，网民规模的不断扩大造就了网民在互联网当中的使用总时长变多，不可否认的是，短视频作为媒体形式快速发展的一个板块，在一定程度上对长视频造成了巨大的冲击，这种冲击不仅体现在用户数量上，还体现在使用时长上。从目前发展的形势来看，短视频用户的使用时长已经超过了长视频。通过发布的研究报告来看，短视频消费时长为长视频的4倍左右。除此之外，电商、社交媒体的不断强势迅猛发展，均成为瓜分流量最主要的竞争对手。同时这几个平台的活跃用户量也在不断上升，流量红利的逐步衰退对长视频行业也进行了降维打击。在这竞争激烈的环境中，如何保持原有的时长红利以及流量红利变成为长视频行业所要面对的最主要问题。为了使传统媒体不被湮没在市场发展的大环境中，同时也为了将长视频所具有的优势发挥到极致，台网融合这一背景应用而生。

芒果超媒作为第一个吃螃蟹的人，率先建立了台与网相联系的机制，打破独立发展的次元壁，台与网从单向赋能发展成为今天的双向赋能，最大的成果不仅在于网可以带动台的发展而且依据目前的形式来看，台也可以对网进行反哺。此外，芒果超媒作为唯一一家盈利的长视频网站，除了在台与网这一机制上快人一步，还在于其将自身产业链不断优化，打造具有芒果超媒特色的全产业链。依托这一产业链的不断发展，芒果超媒不断与时俱进，持续输出优质内容，在行业竞争不断加剧下，输出内容的量再多也不及输出内容有质，芒果超媒在这一点上也堪称行业典范。芒果超媒为了将同行业给自身所带来的风险降到最低，还大力发展“小芒”生态，将社交、电商等结合在一起吸引用户。众所周知，互联网解决的基础需求便是社交需求，芒果超媒充分运用这一理念打造小芒，将属于芒果

TV 的用户“留”在小芒 APP，实现多平台用户共享，增加了用户粘性。有且不限于以上几点，芒果超媒通过不断的发展成为了传媒行业的白马，那么这一现象又会维持多久，成为了关注的焦点，因此本文选择用芒果超媒作为案例企业，研究其财务是否具有可持续性以及业务的可持续是否会拉动财务的可持续这一问题。

## 1.2 研究意义

实现可持续发展是每个企业在经营过程中最重要的目标，不仅可以帮助企业实现高质量发展，而且还会带动企业的财务在未来实现可持续增长。而要想做到这一点，就需要对企业所面对的内、外部环境进行剖析，并且在此基础上，确立能够为企业带来稳定收入的各类渠道，不断为企业财务可持续增长创造动力。此外，企业还需重视社会责任的履行情况，增强社会认可度，不断扩大自身的影响力，有助于企业长远的、高质量的发展，进而也会带动企业财务的可持续增长。

### 1.2.1 理论意义

企业发展的最终目标，不是在一定时期内获得短暂的利益，而是在于具有长期稳定的盈利能力。要想具有这一能力，那么肯定要让企业在各方面的发展中实现迅速增长，为了实现这一目标所需要付出大量的努力，但是有些条件是没有办法改变的，譬如：企业竞争的外部环境、竞争对手的发展情况等。若企业没有将可持续这一理念贯穿到发展的过程中，只是盲目追求企业的扩大以及财务数据的可观，那么，企业将不会形成良性的可持续发展之路。研究学者们通过对大量企业进行研究调查后，财务可持续增长这一理念逐步受到了学者们的青睐，目前针对这一主题的研究，学者们都有不同的倾向点与侧重方向。本文在以前学者的研究基础上，考虑到了影响芒果超媒财务可持续增长的各方面因素，从不同的维度去综合考量芒果超媒目前的财务是否具备可持续增长的能力以及在未来企业发展的过程中，与之相关的非财务因素是否会对芒果超媒的财务可持续增长起到正向、积极的作用，在以前研究者的基础上，将两者结合起来分析财务可持续增长，为后续研究扩充了维度。

## 1.2.2 现实意义

目前，长视频行业中表现较为突出的企业有爱奇艺、腾讯视频、优酷以及哔哩哔哩等，与这些企业不同的是，芒果超媒近几年一直是长视频行业企业中的标杆，率先实现了扭亏为盈的目标，并且连续四年盈利能力稳步增长。随着视频行业竞争进入白热化阶段，各家企业必须寻找对于其有利的发展模式，保障其在行业内的地位，从而帮助企业实现财务的可持续增长。台网融合虽在一定程度上为芒果超媒的发展贡献了力量，但是芒果超媒若想实现财务长期可持续增长，最关键的在于如何“造血”。互联网的发展使得短视频、中视频等不断崛起，而最关键的是，用户对于这些媒体形式的注意力是有限的，那么原本属于长视频行业的部分注意力资源会被短视频以及中视频分走，那么，这对于芒果超媒来说也是一个巨大的挑战。除此之外，每个用户每天在视频上所花费的时间成本是有限的，如何提升自己用户的忠实度也成为了企业需要考虑的一个关键问题。在此基础上，芒果超媒在财务可持续增长方面所需要面临的压力丝毫未减。本文通过研究芒果超媒在当下以及未来影响财务可持续增长方面会受到哪些因素的影响以及如何应对这些风险，对于行业中其他企业也具有一定的借鉴意义。

本选题选取芒果超媒作为研究对象，不仅通过对其目前的财务概况进行分析，发现其中所存在的各类风险，而且还通过希金斯模型来对当下芒果超媒的财务可持续增长能力进行检验。除此之外，通过 ESG 绩效、ESG 评级与价值创造流程来对未来影响芒果超媒财务可持续增长的各类因素进行分析，为芒果超媒在未来的发展过程中提供更多的思路，把握未来机遇，增强危机意识，不断深化财务可持续增长在该案例企业中的作用。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文的具体内容框架如下：

第一部分：绪论。此部分主要论述为什么选择这一背景下的这家企业进行分析，同时还大体阐释了为什么选择财务可持续增长这一主题对案例企业进行分析

的原因。此外，对本文将在后续的研究过程中将会对哪些方面展开具体的研究以及如何研究作出阐述，最后形成本文的研究思路图，方便对本文的研究脉络进行清晰的展示；

第二部分：文献综述及理论基础。首先，结合本文研究的主题，对目前国内外文献进行梳理与总结，分析归纳了台网融合、财务可持续增长以及影响这一主题的各类要素，了解了目前各研究人员对财务可持续增长这一主题研究的侧重点以及倾向点；其次，对所需要用到的核心理论进行具体的阐述，为后文的研究奠定了理论基础；

第三部分：案例企业发展历程及经营现况分析。通过介绍芒果超媒的发展历程，对案例企业的相关背景有所了解。在此基础上，对目前芒果超媒所面临的内外部环境进行分析，识别芒果超媒所面临的来自这两方面的机会与挑战。除此之外，还对芒果超媒目前的财务状况进行分析，本部分选取偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力四方面的相关指标进行分析，了解目前芒果超媒的经营情况；

第四部分：芒果超媒财务可持续增长能力分析。此部分从三个角度来对芒果超媒财务可持续增长情况进行分析。首先，从传统分析财务可持续增长能力的模型中选取希金斯模型对芒果超媒目前财务是否具备可持续增长的能力进行研究与评价，得出基于财务指标的研究结论；其次，为将案例企业的非财务指标考虑在内进行客观评价，本文基于 ESG 评级对芒果超媒目前的财务可持续增长能力进行相关研究，分析芒果超媒在目前以及未来哪些方面改进以及加强会促进芒果超媒的财务实现正向的可持续增长；最后，通过价值创造对芒果超媒的财务可持续能力进行综合分析，通过价值创造的五个流程，得出在未来这一流程是否会对芒果超媒的财务可持续增长形成推动作用；

第五部分：芒果超媒财务可持续增长能力优化建议。提出针对芒果超媒财务可持续增长的优化建议。通过前文的分析，发现芒果超媒目前存在有使其财务不可持续增长的因素以及在未来发展过程中将会有哪些因素使得芒果超媒财务不可持续增长，针对这些因素对芒果超媒财务可持续增长做出相应的建议；

第六部分：研究结论与未来展望。通过上述几个维度的分析与研究，对芒果超媒这一案例进行详细的剖析，最终得出研究结论。并且，在研究案例企业的过程中，也发现了目前传媒行业所需要面对的各类共性风险，在此基础上，对未来

研究进行展望。

### 1.3.2 研究方法

本文采取的研究方法为案例分析法。从所需要研究的单个案例出发，分析过程中某些角度与同行业企业进行横向对标，发现案例企业在整个市场发展中的优点与劣势。本文选取行业中的白马企业—芒果超媒作为研究对象进行分析。首先通过对芒果超媒目前所面临的内外部环境以及财务现状进行分析，在此基础上运用希金斯模型对芒果超媒财务是否存在有可持续增长能力进行分析，通过运用综合价值创造模型对芒果超媒目前的价值实现流程进行分析，分析这一流程在未来是否会对财务可持续增长形成正面影响，除此之外还通过 ESG 评级对芒果超媒的财务可持续增长能力进行综合分析。用过以上分析，提出芒果超媒财务可持续增长的优化建议。

### 1.3.3 研究思路

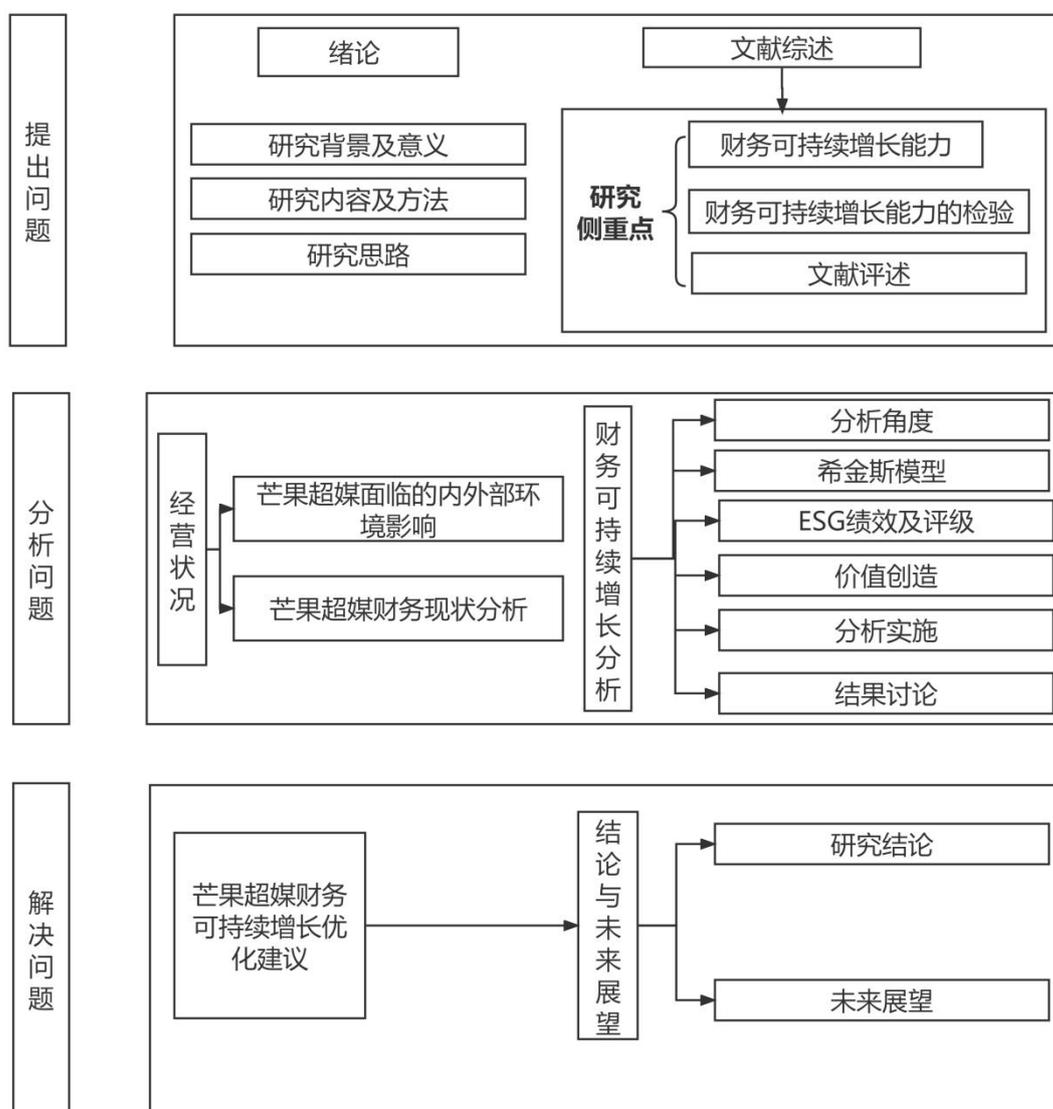


图 1.1 研究思路图

## 2 文献综述及理论基础

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 台网融合

以互联网为之赋能的新媒体发展模式不断多元化,对传统媒体与各新媒体都造成了一定程度上的冲击。对于整个传媒行业来说,目前的发展格局与之前大有不同。具体表现为:从最初各电视台的独立发展,到电视台之间相互合作发展,再到如今电视台与互联网相互赋能的发展。

在国外的研究中,早于台网融合这一词汇出现在大众视野的是媒体融合这一个词汇,该词汇最早被 Nicholas Negroponte 在 2000 年所提出来,并认为媒体融合在未来会是一种趋势且会逐步发展出许多不同的形式。时代的不断变化以及技术的不断发展, Henry Jenkins (2002) 对媒体融合这一词汇有了新的理解并将其定义为:“不同媒介产业之间会进行不同的合作,在这两个或多个不同的媒介平台上,各个媒介平台所制作的内容会在与之合作的媒介平台之间相互流动,在此基础上,受众行为在这个过程当中发生转移。”随后大数据的不断发展使媒介融合的重点偏向于台网融合。Borgman C (2007) 将台网融合从技术意义上做出了如下解释:电视台与各智能平台之间存在互通性,曾经通过传统的“交流”渠道来整理各类信息,如今也可以通过各类应用程序来对信息进行传播。Chalmers M (2009) 则对台网融合的意义做出了总结与归纳,数字技术的引入,不断促进了媒体之间相融合的能力,这也意味着,大众在生产方式与传播方面有了更多的选择。经过后续不断的发展,各类研究专家开始对台网融合对传媒企业商业模式、盈利模式、可持续发展等方面的影响进行研究。Zvezdan (2018) 认为传媒行业中各企业的商业模式侧重于将多平台聚合起来,在自上而下的企业流程与自下而上的消费者驱动中,媒体之间的分歧最主要的表现在供应商上面,而台网融合则解决了这方面所存在的问题。Macnamara J (2010) 则直接表明,台网融合并不是技术的最终结果,而是一个持续的过程。国内在这方面的研究则侧重于案例分析,最主要集中在台网融合的动因上。最典型的便是蔡雯 (2007) 经过实地

考察之后，对台网融合有了新的见解，那便是各企业出于为自身经济利益的考虑或是由于某种社会需求的驱动，企业通过各类手段，实现电视台与以互联网为平台的企业之间的融合。

### 2.1.2 财务可持续增长

经过长时间的发展，在国外研究中将财务可持续增长定义为：与企业所制定的财务政策相一致的年销售额增长率，其中，财务政策包括具体包括有资产负债率、利润率等，除此之外，国外对这一主题的研究集中在中小企业方面。Adoli&Kilika（2020）强调企业财务是否能够实现可持续增长与企业的发展规划、商业战略等有极大的关系，并且企业的高层需要对企业选择哪种可持续增长方式做出正确的判断。Seok-Soo Kim（2021）通过实证研究的方法对六个不同行业影响其财务可持续增长的变量进行分析，最终得出技术能力在其中发挥中介的作用，但是影响企业财务可持续增长的最主要因素是企业的内部管理流程以及企业自身的价值创造流程。

国内对于财务可持续增长方面的研究大体集中在计算或者指标的选取上，最多的是，运用实证分析方法得出哪一类的指标对于企业财务可持续增长的影响最大。康俊（2016）通过对影响财务可持续增长的四个因素进行实证分析得到：对于农业上市公司来说，企业盈利的能力、企业的发展能力与财务可持续增长存在有正向的关系，而营运能力与能否在一定时期对账务进行偿还的能力对于企业的财务可持续增长没有明显的相关关系。曹阳、戴玉娟（2018）不仅对财务维度影响企业可持续发展的因素进行分析，同时还对非财务维度影响企业可持续发展的因素进行了讨论，最终将这两个维度运用因子分析法进行分析得出：对于医药企业来说，影响企业财务可持续增长最主要的企业偿还债务的能力、企业在发展过程中获得收益的能力以及未来过程中的发展能力。而企业的营运水平对于医药上市公司财务的可持续增长的影响次之。由此可见，对于不同行业来说，影响财务可持续增长的财务因素虽然相同，但影响水平却大相径庭。若想合理的评价企业的财务可持续增长情况，需要对所在的行业进行一定的考量。

### 2.1.3 财务可持续增长能力检验

财务可持续增长能力不仅意味着企业在一定时期内财务绩效是否具备有可持续增长的能力，还意味着企业在目前或未来的发展中，是否能够做出有助于企业实现可持续的价值活动。前者主要考虑了财务指标对于企业的影响，后者则考虑了非财务指标对于企业的影响，基于此，这一部分将从这两个角度对有关文献展开梳理与总结。

基于财务指标这一角度下，用来衡量财务可持续增长能力则是通过各类模型计算而得。国外研究方面，以“财务可持续增长”为关键词进行搜索可以发现，最早对这一主题进行研究的是希金斯（1977），他在做出一系列假设后将财务可持续增长能力定义为企业对各类资源的使用不会过度，从严格意义上来说，企业不会将其所拥有的资源全部用完的情况下，自身的各业务板块会给企业带来多少销售增长率。然而，詹姆斯·C·范霍恩（2002）则在前人研究的基础上提出，企业在经营过程中所带来的各种变化会对财务可持续增长能力造成什么影响，尤其是财务政策方面的变化。与之不同的是，拉巴波特（2002）和科雷（2003）则主要是从企业现金流方面对这一主题进行研究。

国内对于财务维度这一视角下的研究，集中在运用财务可持续增长模型解决实际问题方面。但针对不同行业的企业，均有学者对其进行研究。高菁，潘婷，章丽群（2018）通过对医药行业中的企业针对这一问题进行研究，但杨黎明等人（2020）则是对高新技术企业的展开研究，而潘立生，李野彬（2021）则对制造业企业进行研究。可想而知，对于不同的企业来说，影响财务可持续增长的因素也是不同的。这部分学者通过实际的案例分析，为企业发现了在经营过程中财务方面的问题以及为企业在日后的发展中提供了较为具有建设性的意见。在应用领域方面，财务可持续增长模型可以帮助企业有效制定财务计划。邹瑞山（2020）将七匹狼作为案例公司进行研究，在研究的过程中，主要以财务可持续增长模型对企业的融资策略所带来的影响进行分析，经过一系列的实证研究后，最终得出，企业的可持续发展率对企业的融资方式具有一定的影响。还有小部分学者对财务可持续增长模型进行重新构建，蒋尧明，章丽萍，张旭迎（2013）通过对财务可持续增长率进行驱动四个要素入手，分析以及识别影响财务可持续增长的风险，并将这四个要素影响程度进行排序。但这样的研究也有局限之处，因为对于不

同行业的企业来说，影响可持续增长率的因素虽然是相同的，但各因素所带来的影响却会因为行业的不同而有所不同。

基于非财务指标这一角度下，国内的学者与国外的学者大体上都偏向于研究该企业社会责任履行情况、高管性别以及高管学历等因素对财务可持续增长造成正面还是负面的影响进行分析与研究。国外研究当中，Sarah Keohane Williamson（2020）与 Tim Koller（2020）通过研究高管的投资爱好对于企业财务可持续增长的影响发现：在大型、高风险的项目中投入足够的人力资源与资本，极有可能会正面影响企业的长期价值。除此之外，企业对自身发展的各方面进行长期战略规划的同时投资超过资本成本的项目也会对企业的财务可持续增长有很大的帮助。Danilo Brozovi（2020）等人通过对 100 家在财务可持续增长领域表现优异的企业进行研究得出：若是一家企业不仅愿意为其股东创造源源不断的价值，而且愿意将客户、员工、社区等考虑到价值创造的群体中，该企业的财务可持续增长能力往往比一般企业要强。

国内研究中，董淑兰，陈美茹（2014）对创业板企业进行筛选后，选出 24 家具有代表性的企业，通过研究社会责任履行情况与这一主题之间的关系，最后得知：对于创业板的各企业来说，社会责任履行情况与企业的财务可持续增长能力之间的关系很模糊。与前者研究人员不同的是，刘海燕，张莉（2017）则对主板市场当中企业的进行筛选，得出的结论与前边学者的结论完全不同，对主板市场中的企业来说，社会责任履行情况的好坏与企业财务可持续增长能力具有较强的显著性关系。

总而言之，通过对不同学者的研究过程与研究结论进行梳理可以得知，不同行业之间，不同上市板块之间影响财务可持续增长能力的因素也有所不同。性质不同的企业在运营的过程中，运营机制是完全不同的，这也会导致影响企业财务可持续增长的因素有所不同。所以，在评价企业财务可持续增长能力时应结合所在的行业特征与所属上市板块来一起分析。总之，现有的研究无一例外对企业所面临的总体环境、社会责任履行情况、研发(R&D)投入、管理特征等角度探讨企业财务可持续增长的驱动因素，力求在“内因”和“外因”的结合中寻找财务可持续增长的突破口。

## 2.1.4 文献述评

财务可持续增长一直以来都是学者们研究的重要主题,通过对财务可持续增长有关文献进行梳理后发现,目前针对财务可持续增长的研究主要集中在对这一概念、模型以及影响因素这三方面。在概念方面,财务可持续增长的广义范围不断扩大,不再是单纯的认为只有实现可观的增长才能被称之为财务可持续增长,如今的财务可持续增长更加关注企业的财务是否能够可持续发展,在这个基础上,财务的平稳发展也可以算是实现了财务的可持续增长。在模型应用方面,目前评价财务可持续增长的模型有四种,主要是研究人员通过财务数据的计算,得出具体的结果。但在影响因素方面,跨学科研究的兴起逐步对这一主题的研究有所影响,很多学者开始考虑财务以外的因素对财务可持续增长所造成的影响,并通过实证的方法去得到相应的结果。本文认为,企业与企业之间的内在运营机制不同,大样本的研究只能在宏观角度确立影响因素,不能对企业具体的影响因素进行分析。基于此,本文从财务可持续增长理论出发,通过不同维度对案例企业的财务可持续增长情况进行分析。

## 2.2 基础理论

### 2.2.1 客户价值理论

可以对企业客户价值进行评价的主体有许多,由于每个主体的角度不同,那么也会得出不同的结论并且在评价客户价值时的倾向点也有所不同。C2B 的业务与 B2C 的业务对于客户价值的定义是不同的,其中, B2C 的业务是服务于终端用户的业务,考虑客户价值的时候主要从用户的角度出发,那么,如果用户本身的需求与企业的客户价值之间还有一定的距离,那么就会形成消费者剩余,在此基础上就会形成口碑,为企业带来积极的影响。C2B 的业务建立在客户需求之上的,是从企业的角度出发来评价客户对企业的价值,主体与客体的对象则与前者恰恰相反。对于企业来说,客户价值是指企业在长期发展过程中,那些愿意为其提供的商品或服务付出一定的代价从而使得企业能够从中获取利润。对于客户价值这一主题的研究,大多集中在对于客户价值的预测、评估、细分等方面。根据

客户价值演化的过程，可以得知，客户类型的不同使得客户行为会有所不同，而客户行为的不同则会导致最后所形成的客户价值也是不同的。客户类型大致分为四类，分别为：易变内向、易变外向、保守内向与保守外向，这些会导致两种不同的客户行为，即为购买行为与分享行为。在不同客户行为的驱使下，最终将客户价值分为两种，购买价值与传播价值（详见图 2.1）。

互联网以及数字经济的不断发展，大众的购买方式与娱乐方式逐渐都发生了或多或少的改变，客户可以利用网络平台进行购买活动，并且可以在互联网上分享自己的购买行为，这样就会导致企业的盈利能力与客户的购买行为相联系在一起，并且客户的价值最后会促进企业盈利能力的大提升。随着外在经营环境不断变化，客户所利用的购买平台也会有所不同，这样会对最初的客户类型进行一定的影响，四类不同的客户在心理上会发生改变，这样就会改变客户的行为，最终改变客户的价值，进而会对企业的盈利能力造成一定的影响。

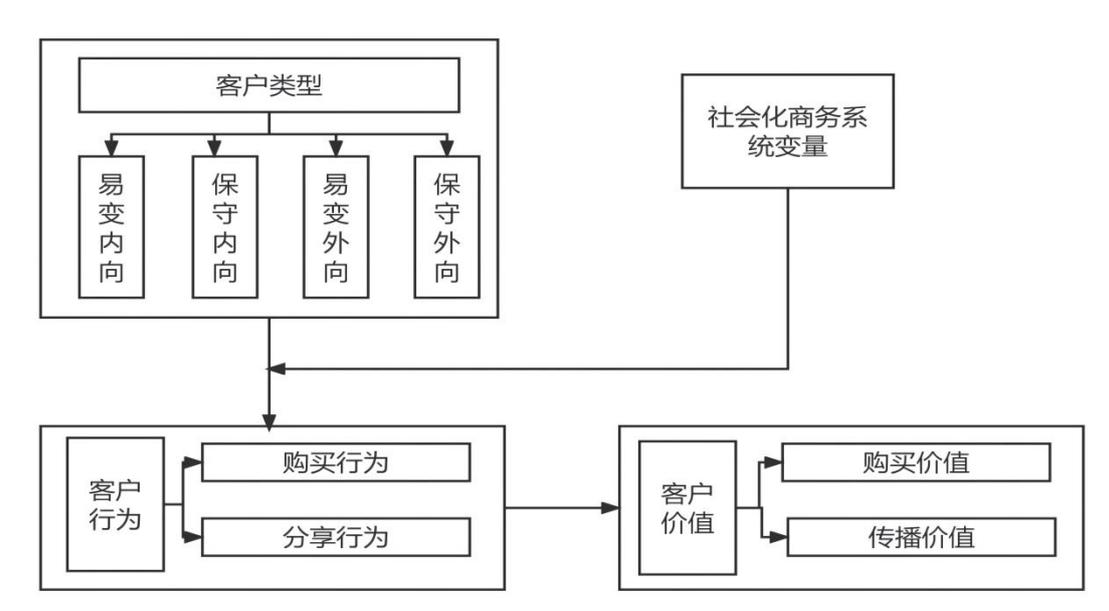


图 2.1 客户价值演化框架图

## 2.2.2 价值创造理论

价值创造理论经过多年的发展以及不同研究学者对这一理论的不断充实，在单纯研究如何帮助企业利润实现最大化的基础上也会将企业的内外部环境考虑在内，得出企业需要不断对自身价值创造的内容进行创新才能购获得源源不断的盈利能力。对任何一家企业而言，最重要的目的都是具备一定的盈利能力，在实

现盈利之后，如何将这份能力长久地保持下去成为最需要被考虑的话题。企业不断地进行价值创造以及不断地创造价值，有助于提升财务可持续增长能力，同时，也会帮助企业实现高质量发展。

价值创造主要通过企业的价值来源、能够为企业带来价值的业务、企业在不断的发展中会有哪些价值表现这三方面来进行研究。不同的学者对价值创造进行研究的视角不同，造成了对价值创造这一理论的理解也就大有不同。不同的理论学派对价值创造的主体以及价值表现方式均有所不同，早期的理论学派对于价值创造的主体与价值源泉认知较为单一，但社会在不断的进步，可以构成价值创造的主体有很多，不再局限于劳动者这个单一的要素，为此，后期理论则对价值创造的主体从劳动者扩展为与企业业务相关的各个相关利益的群体，具体包括有：客户、员工、政府、社区等（详见图 2.2）。相对应的是，企业价值创造这一过程最终表现出来的结果也就从最开始单一的经济绩效逐步拓展到经济绩效、环境绩效以及社会绩效等方面。价值创造理论在逐步发展的过程中，演化出了与之不同的概念，最主要的有价值星系、价值网等。

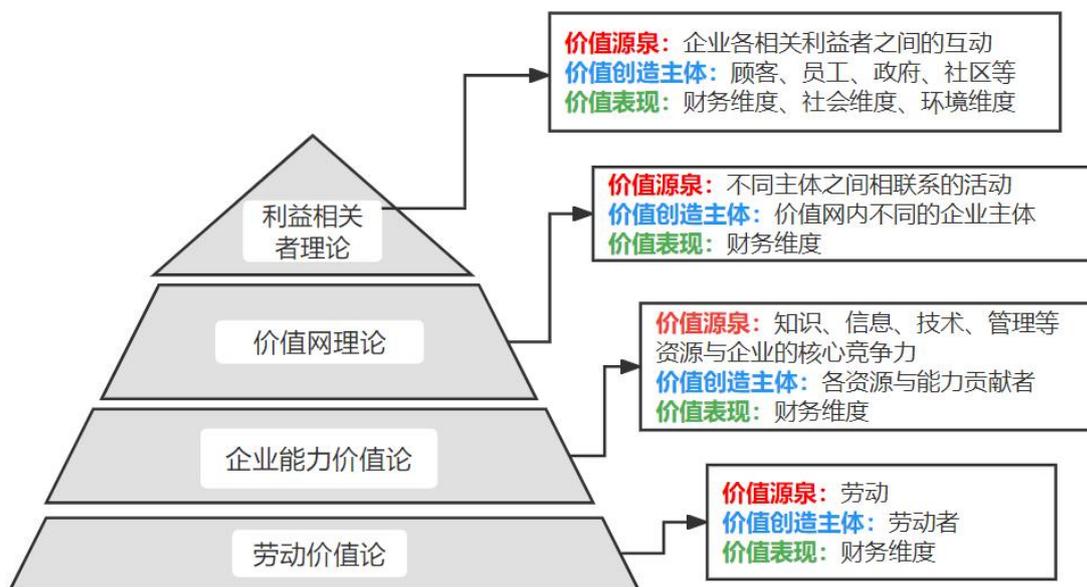


图 2.2 不同理论对于价值创造内容的涵义对比

### 2.2.3 流量经营理论

不同的情景下会对流量有不同的解读。若将流量这一词汇放置在互联网领域，便代表着在一定的时间内，有多少用户登录网站、有多少用户会使用 APP 等。

但若将流量这一词汇运用到通信领域则代表着有多少客户使用通信网络；但在实体经济领域，流量又代表着某个时间段内有多少顾客光顾商场或者店铺。不管在什么应用场景下，都会着重考虑流量的变现问题，即会给企业带来多大的利益，于是便出现了流量经营这一理论。

流量经营是指，在各个平台发展的基础上，对流量规模、层次以及涵义等方面均有不同的目标，并且会将这些目标作为企业的经营方向，通过对流量的运营，发挥出其本身所具有的价值。总体来说，对流量经营的研究实际上是对如何将获取客户的流量来源进行扩大以及通过哪些流量会获得高质量的、具有价值的新客户进行探讨。流量经营的主体实际上为客户，客户在对自身的注意力资源进行分配时，地点、应用等方面的选择都将为用户考虑的因素，这也对流量经营的机制有一定的影响。对于流量经营来说，最核心的还在于开放与合作，目前流量经营的大环境已经逐步开放，所以对于传媒企业来说，流量经营的核心需要放在加强各方的合作上。

### 3 芒果超媒发展历程及经营现况分析

#### 3.1 芒果超媒发展历程

从芒果超媒发展至今的情况来看，可以将其发展历程概括为两个阶段，分别为：快乐购阶段与芒果超媒阶段，这两者之间的关系为，芒果超媒的前身为快乐购（详见图 3.1）。在 2005 年，湖南广电与湖南卫视在战略上达成一致，决定共同出资设立快乐购，金鹰控股作为湖南广电旗下的子公司，在三年后，湖南卫视将自身持有百分之八十五的股份全部纳入金鹰控股中。通过不断的积蓄发展力量，公司在 2011 年从公司制转变为股份制，随着公司战略发生改变，公司于 2015 年在深交所完成上市，自此成为了国内第一家有关电视购物方面的 A 股上市公司。值得一提的是，快乐购在这一时期的业务主要是以电视购物为主，消费金融业务为辅。对于快乐购来说，2018 年是意义非凡的一年，重大资产重组事项在证监会得到的批准与通过，这也意味着快乐购时期的结束，自此开始步入芒果超媒阶段。

在芒果超媒发展的这一阶段中，以芒果 TV 作为核心运营平台，通过整合其他四个平台的业务以及其所拥有的资源，形成了独特的生态产业链。芒果超媒旗下的天娱传媒负责对艺人的签约、培训等工作，并在不断的发展中，形成了自己独特的艺人体系；芒果影视则主要对影视剧的制作业务进行负责；与芒果影视不同的是，芒果娱乐主要是负责全媒娱乐内容制作，涵盖了电视剧、电影、综艺等业务；芒果互娱则是专注于手游开发。各个板块之间发挥协同效应，发挥自身优势，逐步形成了独具特色的全产业链生态布局。

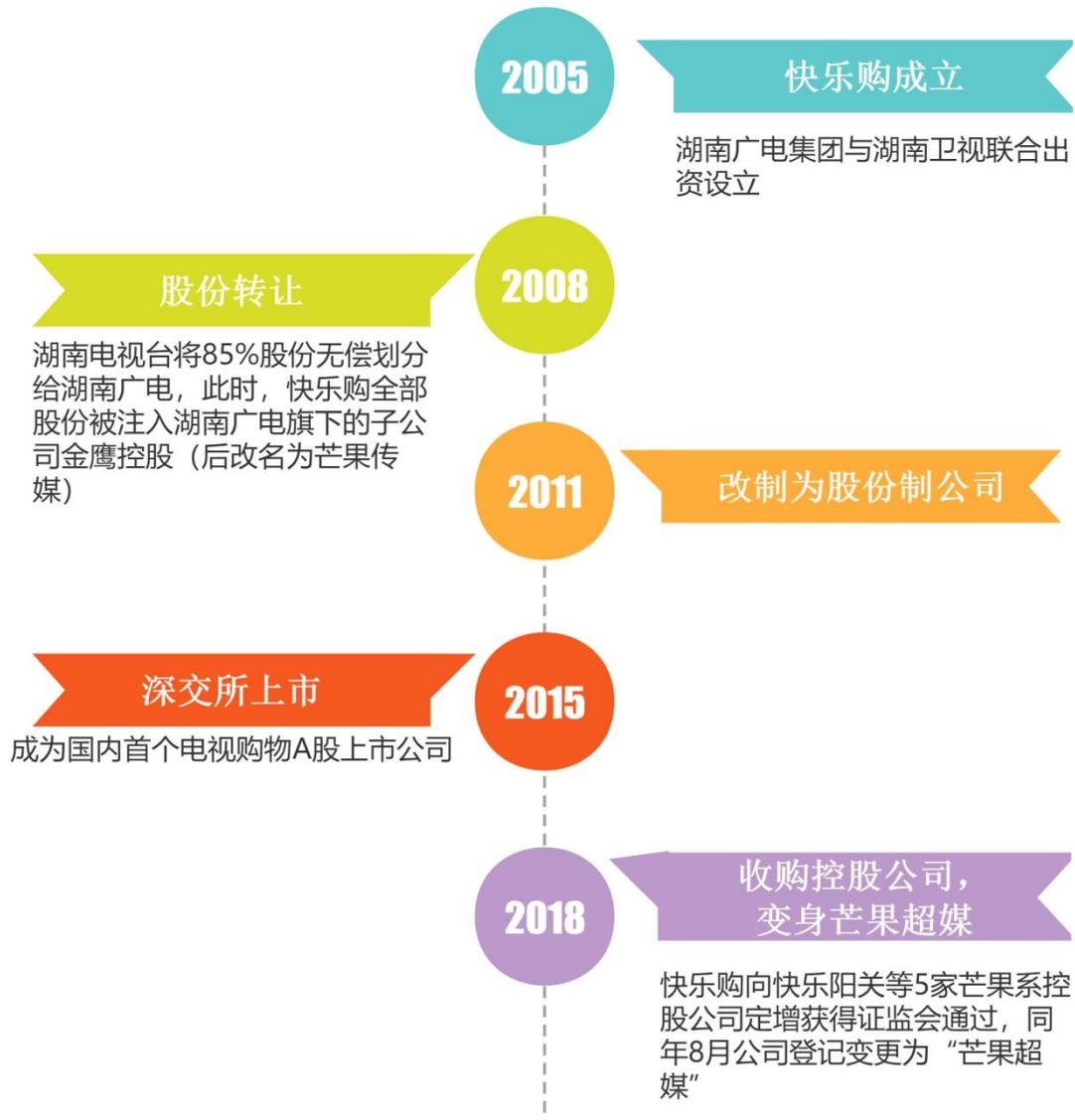


图 3.1 芒果超媒发展历程

### 3.2 芒果超媒经营环境分析

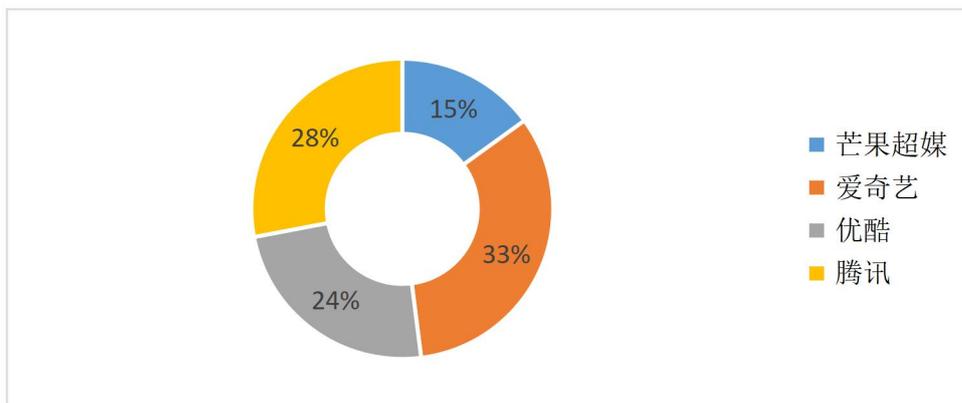
若想对企业的经营情况进行客观的评价, 不仅需要对企业内部环境进行剖析, 还需要结合企业所面临的外部环境进行综合考虑。鉴于此, 本部分通过对芒果超媒的内、外部环境进行分析, 客观评价芒果超媒目前所处的经营环境会为其带来怎样的机遇与挑战。

### 3.2.1 外部环境分析

从目前已有关于企业外部环境的分析来看，PEST 分析法作为最为普遍的方法，具有一定的实用性与可信度。在这一方法中，P 代表政治环境；E 代表经济环境；S 代表社会环境；T 则代表技术环境。通过着四个方面可以全面分析企业所需要面对的外部环境，有助于企业识别目前所面临的外部的威胁与挑战，从而能够更好的调整整体的经营战略，所以，下文使用 PEST 这种方法对芒果超媒的外部环境进行分析。

#### 3.2.1.1 政治环境

互联网不断发展，给传媒行业带来了机遇也带来了挑战。政策监管也随着传媒行业的发展而逐步加严，对娱乐视频平台颁布了多项政策。例如，取消“超前点播”、反垄断等，监管政策的不断施压，在短期内会对传媒行业造成一定的冲击，但从长期来看，则有利于长视频行业的健康发展。目前，Z 世代<sup>1</sup>在传媒行业中最核心的受众群体，正处于世界观、人生观形成的阶段，所以，对传媒行业的政策约束只会越来越多。芒果超媒作为国有控股的视频平台，对所制作的内容是否符合规范具有与生俱来的敏感性，这也为芒果超媒与爱优腾进行抗衡提供了得天独厚的条件。但是，随着监管政策不断加严，主旋律剧集成为市场的趋势，芒果超媒在这方面虽然具有不可复制的优势，但从 2021 年各平台所播出的主旋律剧来看，芒果超媒占比最低，仅为 15%；而爱奇艺则高达 33%（详见图 3.2），由此可见，芒果超媒虽然能够把握主流发展动向，但是竞争对手在剧集数量的丰富度上显著高于芒果超媒。



<sup>1</sup> Z 世代：主要是指 00 后、10 后的青少年。

图 3.2 爱奇艺、优酷、腾讯和芒果超媒 2021 年播出主旋律剧集占比

数据来源：新时代证券

### 3.2.1.2 经济环境

企业所需要依赖的整体环境中，经济环境是处于第一位的。经济环境中，大众在购买能力、可受用的群体规模等都会对企业的发展水平造成一定的影响。经济动能在社会发展的助推下，会逐步培育出新的增长点，将在部分领域发挥出巨大的潜力，从本质上来说，经济环境的不断优化代表着经济在一定时间段内会实现增长，而经济增长则代表着大众会有更高的实际收入并且愿意将更多的金钱与精力投入到娱乐、教育等领域。当前，我国企业所处的经济环境与之前那种粗放式发展模式不同，现在更加追求高质量、可持续发展。

对于传媒行业来说，当前市场中付费用户的规模虽然是不断加大的，但值得注意的是，总体的增长速度却趋于放缓（详见图 3.3），这意味着付费用户市场趋于饱和，对于传媒企业来说，当前最重要的便是巩固现有付费用户对于平台的忠诚度，行业竞争的不断加剧，使得各平台间竞争压力不断凸显，纵使外部经济环境具有足够的带动性，但是否愿意为之付出一定的经济利益还取决于公众对个平台的认可以及热爱。经济环境给传媒企业带来机遇的同时也带来了莫大的挑战。

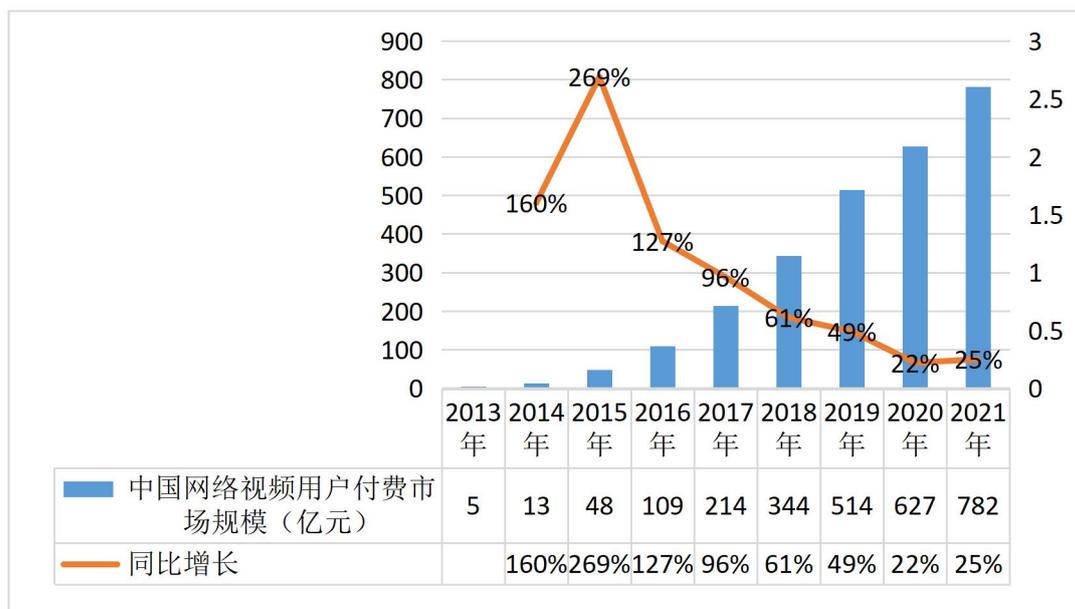


图 3.3 2013-2021 年付费用户规模及增速图

数据来源：互联网报告白皮书

台网融合前，芒果超媒的主平台芒果 TV 的付费会员在 2016 年为 191 万，2017 年为 451 万，但在台网融合后付费会员在 2018 年、2019 年、2020 年分别为 1075 万、1837 万、3613 万（详见图 3.4）。芒果超媒通过自身的优势，推动普通平台的用户向付费会员方面发展，同时通过线上加线下的各类会员活动，吸收新会员。伴随着国民经济水平的不断提高，企业经营管理理念与公众接受度也逐步提高，这对于异业合作来说具有莫大的机遇。台网融合后的芒果超媒正是抓住了这样的机遇，建立电商平台。大力发展各类线上线下活动，拓展了会员增长渠道，这也为芒果超媒财务可持续增长提供了新动力。但是，将芒果超媒的付费会员数与爱奇艺、腾讯这样的大厂相对比还有一定的差距。造成这一局面不仅是因为爱奇艺与腾讯在业务发展领域拥有较深根基，具有一定的忠实用户，还有其在行业中还处于发展期，而芒果超媒则处在成长期。在同样大环境影响下，如何“出圈”还将是未来芒果超媒的一大挑战。

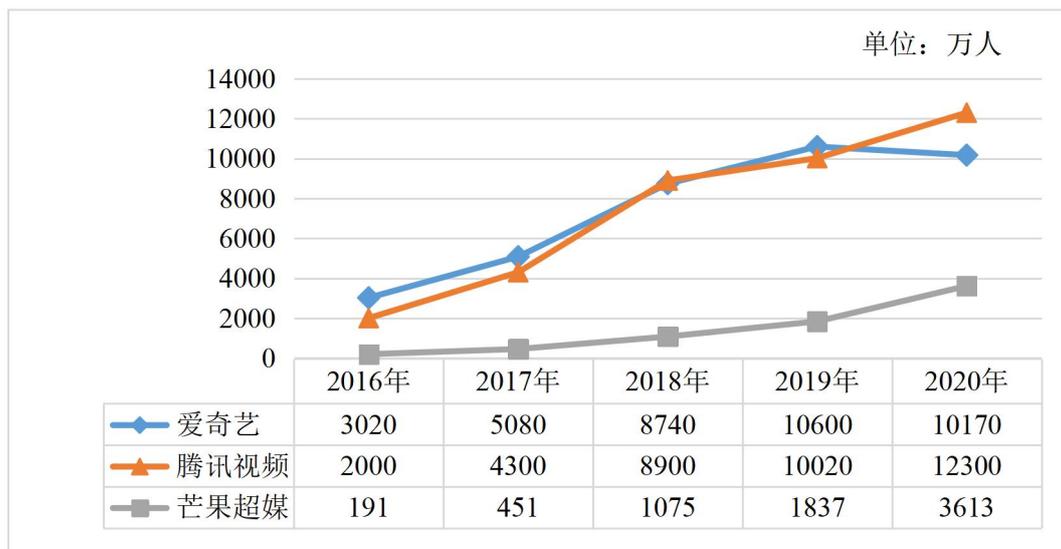


图 3.4 芒果超媒、爱奇艺和优酷付费会员人数

数据来源：新时代证券

### 3.2.1.3 社会环境

社会环境主要指行业竞争情况。对于芒果超媒来说，不管是站在第一梯队的爱奇艺、优酷、腾讯，还是站在第三梯队的哔哩哔哩，由于所处的行业相同，所以他们在某些方面的发展存在相似之处，譬如：主要的收入大部分来自平台会员收入，或是广告植入收入。但由于每个企业对于自身业务的细分不同，导致各企

业在市场细分战略上存在有巨大的差异。行业中的企业均有相对的竞争对手，对行业竞争情况了熟于心才能将核心竞争力的优势发挥出来。企业需要重视自身目前存在的短板与长处，针对需要改进的短板采取针对性的措施，为企业长期健康的发展提供一定的基础。除此之外，企业也会不断强化自身发展的长处，提升企业的核心竞争力，这两方面共同发力才能够更好的帮助企业实现长期的财务可持续增长。

芒果超媒通过正确的公司战略深刻的认识了这一点，随后便展开了与之不同的战略规划。一方面，台网融合后的芒果超媒发挥独特优势，与湖南广播电视台签订了节目采购协议，相对于其他企业来说降低了播出成本与采购成本，这也是台网融合这一优势为公司近年来的发展奠定了良好基础的结果。另一方面，与众多传媒企业不同的是，芒果超媒构建了小芒电商，年轻女性作为芒果 TV 的主用户，各类直播、拼团、种草对其影响力较大。根据 QuestMobile 对各类企业用户的划分，在芒果超媒用户年龄的构成中，24 岁以下的用户占总用户数的比例高达 54%，而爱奇艺、优酷、腾讯同类型用户占比分别为 23%、30%、32%（详见图 3.5）。台网融合后的芒果超媒通过自制综艺等节目与明星低成本附加条约，将通过丰富广告资源获取的优质好物、低价好物种草这类型年轻用户。



图 3.5 芒果超媒、爱奇艺、优酷、腾讯用户年龄构成

数据来源：新时代证券

### 3.2.1.4 技术环境

传媒行业的快速发展离不开技术升级换代的支持，技术的进步使得制作内容的角度与方法更加多元化，同时，团队专业化程度也越来越高，拍摄的设备以及角度更加新颖，专业的工作室负责各类专项综艺，促使推出的自制综艺内容更加趋向于精品化。不仅如此，5G+超高清大屏技术的进步，促使芒果超媒在目前发展的基础上，尽可能拓展业务，催生新的发展模式，以便推动芒果超媒的可持续发展。

### 3.2.2 内部环境分析

通过 SWOT 分析，可以帮助企业在所擅长的基础上，发现目前存在的不足之处，同时抓住当前存在的新的机会，帮助企业将风险最小化。下文选择用 SWOT 分析方法对台网融合背景下的芒果超媒进行内部环境分析（详见图 3.6）。

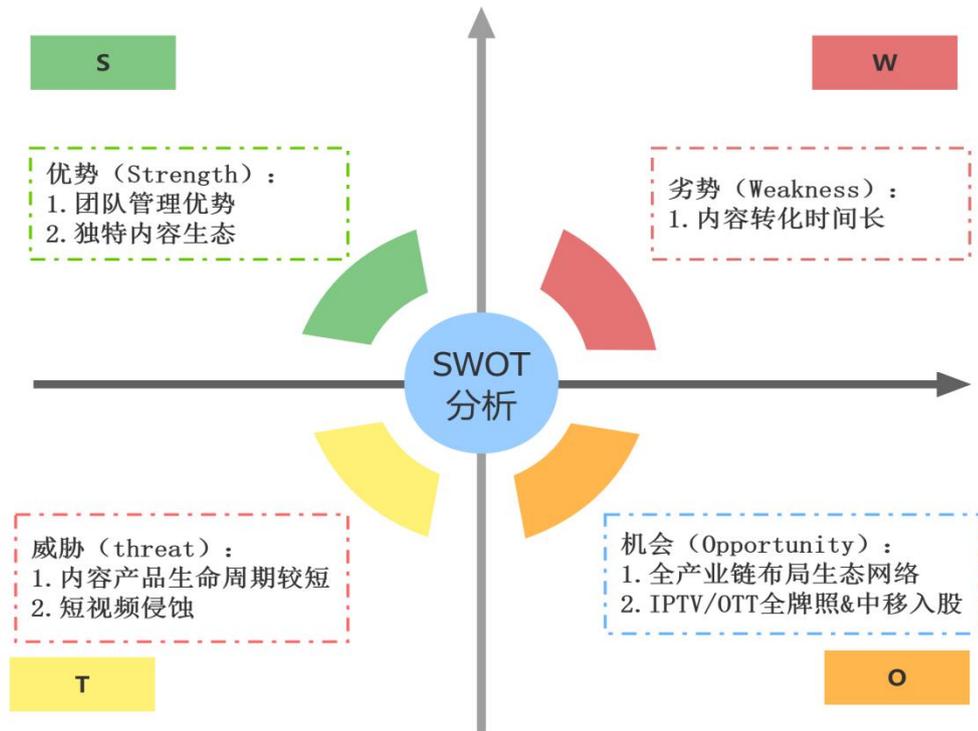


图 3.6 芒果超媒 SWOT 分析图

### 3.2.2.1 优势

#### (1) 团队管理

对于一个企业来说，具有稳定团队是至关重要的，尤其是对于以芒果超媒为例的这类传媒企业来说，团队的管理愈发重要。由于传媒企业需要对外输出内容，这就需要团队在内容制作前广泛的了解市场喜好；内容制作过程中，有熟练的拍摄技巧以及在内容制作完成后，拥有被大众所接受的后期剪辑团队，无形之间对传媒企业在团队管理这一方面的要求进行了隐形的提高。目前芒果超媒相对于行业中其他企业来说，拥有稳定的内容制作团队，这些团队大多以工作室的形式存在，负责不同领域的内容制作，不仅会提升专业水平，同时，也会提升企业团队的内部和谐性。而团队以工作室这种形式存在最大的亮点在于独立，工作室对资源配置、人员配置等方面有极大的话语权，这在一定程度上也加剧了芒果超媒团队管理的稳定性。除此之外，在公司的核心管理层方面，横向对标腾讯、优酷等企业可得知，芒果超媒的管理层也较为稳定，因为腾讯的管理层直接来自于腾讯总公司的元老，随时有调任的可能性；优酷的管理层则经过了多次轮换，唯独芒果超媒的管理层是来自于湖南卫视，由此可见，芒果超媒目前的团队管理具有一定的稳定性。

#### (2) 独特内容生态

芒果超媒在内容方面与其他平台最大的不同是，它具有相对独特的内容制作体系，在自身不断的发展过程中，形成了亲综艺<sup>2</sup>的内容生态体系。从数量上来说，芒果超媒在 2019 年以 45 部自制综艺位居榜首，相较于同行业的爱奇艺 23 部，腾讯 40 部以及优酷 13 部来说，处于领先地位。众所周知，数量多少并不代表质量的好坏，对于传媒行业的企业来说，这一道理也适用于此。芒果超媒深谙影视剧因受到题材会限制范围这一道理，所以芒果超媒在亲综艺领域深耕细作，制作的内容在市场也受到了较高的话题讨论热度。目前形成了行业内独特的制作体系与流程（详见图 3.7）。芒果超媒将品牌、观众与平台互相联系起来，从方案、题材与嘉宾的选择均注重社会影响力，并且在节目制作的过程中，将广告进行精准植入，这对于芒果超媒来说，可以为其在后续的发展过程中提供一定的收入，促进芒果超媒财务可持续增长。除此之外，芒果超媒在亲综艺制作的过程中，将

<sup>2</sup> 亲综艺：节目的嘉宾以家庭或类家庭的形式对节目进行录制，是情感综艺节目的一个分支。

观众对于题材、嘉宾等喜好充分考虑在内，逐步形成具有可持续性的制作过程。由此可见，芒果超媒将自身所具备的优势充分发挥出来，独特的内容生态成为芒果超媒在行业内发展的独特优势。

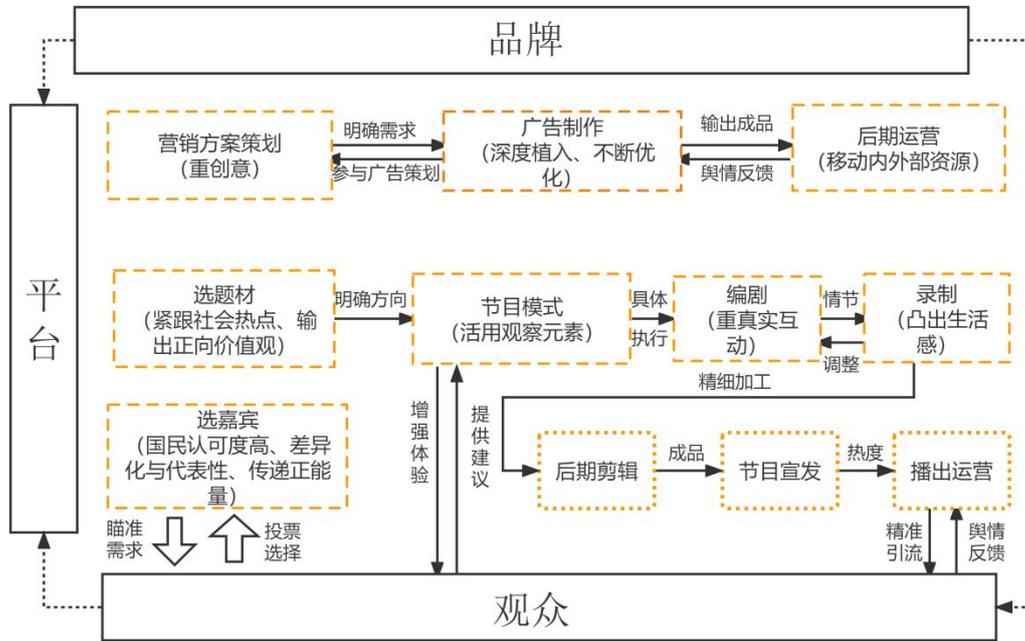


图 3.7 芒果超媒亲综艺节目制作方法

数据来源：芒果青春研究院

### 3.2.2.2 劣势

对于传媒企业来说，最重要的产品是制作的剧集内容。这一产品的特征与传统制造业、生产型企业的产品均有所不同，所需要承担的风险也较大。虽然，这一威胁对于全传媒行业的企业来说都存在，但是，相较于别的平台直接购买剧集，芒果超媒采用的方式是自己制作。这虽然帮助芒果超媒节省了采购成本，但是剧集的制作不仅需要在前期对其进行投入（详见图 3.8），主要的投入包括资金、设备、场地等的投入，而且需要选择符合制作剧集主体的嘉宾。根据芒果青春研究院的披露，芒果超媒制作一部综艺节目所需投入的时间大部分为一年至三年不等，在这期间，芒果超媒需要为剧集付出大量的成本。而且剧集节目制作完成之后会经过广电总局的审核，也需要一定的时间成本。最重要的是，经过前边两个环节后，内容在平台播出会受制于用户喜爱程度等的影响，由于内容制作过程的周期为一至三年不等，所以，三年前制作的内容是否还会被当下的市场所接受，对于

芒果超媒来说也是一个考验。综上所述，芒果超媒在这一方面具有劣势，需要警惕内容播放及收益不达预期这一风险。

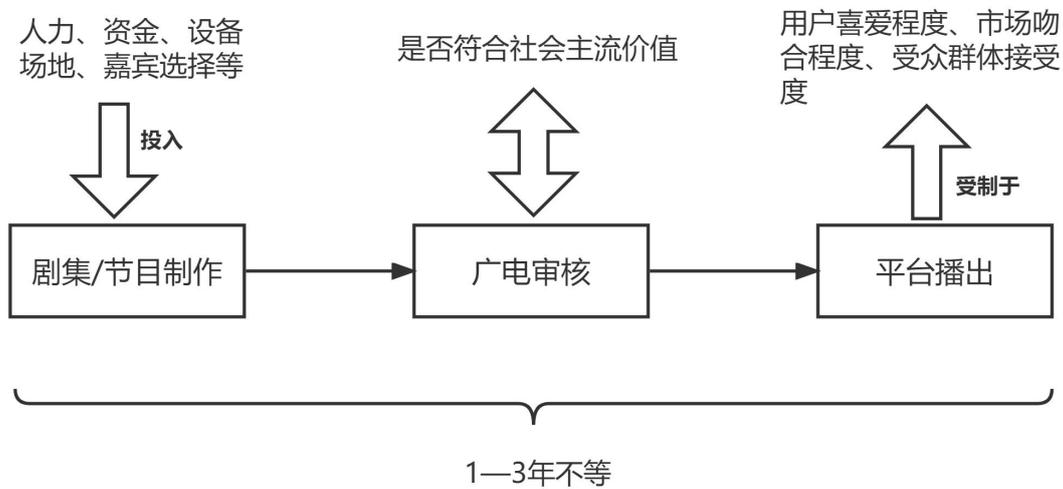


图 3.8 芒果超媒自制内容转化周期及内容

### 3.2.2.3 机会分析

#### (1) 全产业链生态布局

全产业链布局的标准是以市场为导向，对于传媒企业来说，全产业链布局意味着整合行业中所有需要的生产要素以及整个生产过程中的标准体系，最后形成企业所特有的产业链条。全产业链布局不仅可以帮助芒果超媒节省部分外部成本，例如：版权成本、播放成本等；还可以帮助芒果超媒节省内部成本，譬如，签约艺人可以在芒果超媒的多个业务中进行多元化发展，帮助企业降低签约成本。

芒果超媒在经过多年的部署之后，形成了独特的全产业链生态（详见 3.9），所谓全产业链即涉及上、中、下游。上游主要负责芒果超媒艺人经纪业务，为芒果超媒在剧集制作以及综艺制作时，提供了相当大的备选空间，作为传媒类企业，输出的内容会对社会产生一定的影响，芒果超媒艺人经纪这一上游产业链则加强了对艺人来源的可控性，从而为中游内容的制作提供了一定的保障，有利于加强输出内容的变现能力，推动芒果超媒财务实现可持续增长。芒果超媒将中游的主要内容划分为对剧集、综艺以及游戏进行制作，最后下游通过各种渠道对这些内容进行播放，最终达到变现的目的，上、中、下游之间的各产业链有着较强的协同性，可以促进芒果超媒长期的可持续发展。

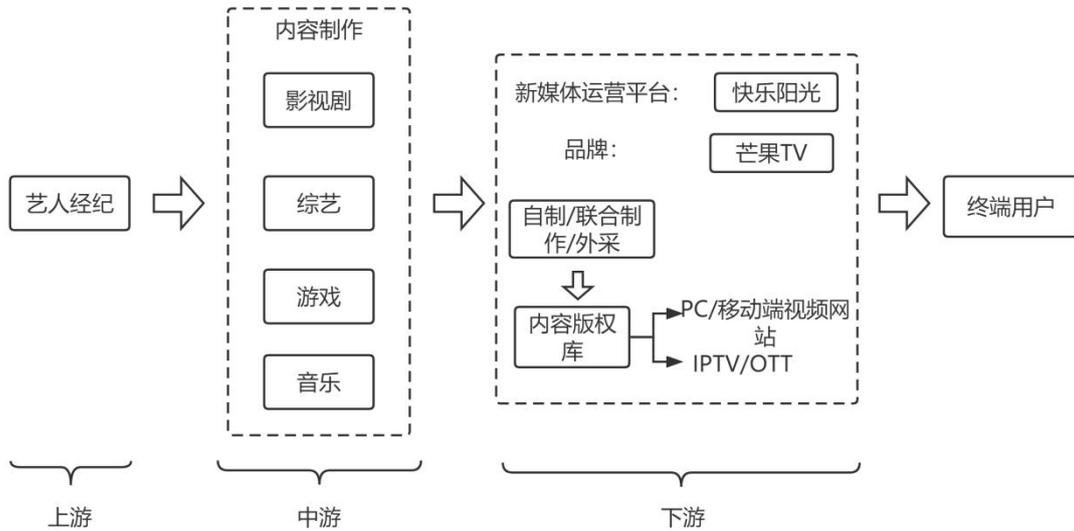


图 3.9 芒果超媒全产业链生态布局图

数据来源：万联证券

### （2）IPTV/OTT 双牌照&中移入股

芒果超媒早在 2010 年建立了 IPTV 团队以及 OTT 团队,经过了十年的发展,这两项业务逐步发展融合,增强了彼此的协同性。IPTV 代表着将互联网技术融入到传统媒体中,而 OTT 代表着直接通过互联网来向大众传输内容。从竞争格局来看,OTT 端是爱优腾占据领先地位,IPTV 端则是芒果 TV 抢占优势。但值得注意的是,芒果超媒同时拥有这两端的业务牌照,而作为竞争对手的爱优腾只能与 OTT 牌照方展开业务合作。芒果超媒无形之间拓宽了自己的内容播放渠道。同时随着中移资本对芒果超媒进行入股,芒果超媒在双牌照方面的优势将被不断放大,由于咪咕文化是中移资本旗下的企业,随着中移资本的入驻,芒果超媒在大屏播放上的收入将逐渐变得可观,再加之 5G 赋能,将会在未来给芒果超媒带来巨大的发展能力与机遇。

### 3.2.2.4 威胁分析

#### （1）内容产品生命周期较短

传媒行业中的企业均需要面对内容产品周期较短这一风险,但芒果超媒由于是自制的节目颇多,受到这一因素的影响将会大于别的同行业企业。这里指的内容产品生命周期是指,节目或剧集播出后所带来的热度会持续多长时间。众所周知,视频类节目的热度会集中在一定的时间内,一旦热度消退,内容的价值也会

随之下降。芒果超媒为了避免这一威胁所带来的影响，不断衍生剧集或综艺的 IP 产业链，最典型的是，芒果超媒制作了“我家”、“妻子们”等系列的节目，使得观众不断期待节目的播出，将内容的转化时间加长，但也需要警惕内容过于同质化会影响观众的体验感受，所以芒果还需不断对内容制作进行创新，保持内容产品发展的可持续性。

### （2）短视频侵蚀

随着大众对媒体形式接触度的不断提高与深化，此前对于长视频所付出的时长会在一定程度上分给短视频，这就对长视频造成了一定的冲击。此前，对于短视频的定义为一分钟以内的视频，中长视频为三十分钟到一个小时，但是，随着传媒行业竞争不断加剧，长短视频均在各自的领域不断反向发展。例如，字节跳动、西瓜视频、快手等均开始逐步发展中长视频业务，芒果超媒所在的长视频领域，也在短视频方面加紧对大芒计划的部署，但在未来，短视频的用户是否会将自身的注意力从现有的短视频平台转移到芒果超媒所部署的“大芒计划”上来还存在有一定的疑惑，所以，短视频的侵蚀对芒果超媒的未来的发展也会造成一定的威胁。

## 3.3 芒果超媒财务现状分析

企业当前的财务状况是否满足投资者、债权人等相关利益者的预期将会影响他们后续对企业的投资以及信任，短期来看，这些利益相关者注重企业所带来的回报，但从长远来看，他们更关心企业的财务是否能够得到可持续增长，但是，评价企业是否具有财务可持续能力均依赖于企业当下的财务现状。债权人和投资者是要通过预计未来的收益以及这些收益是否具有稳定性进行考核；公司管理层则倾向于通过评估该企业当前的财务状况与当前设置职位所带来的效益，更重要的是，管理层更加在意公司所提供的资产是否会得到可观的回报。由于资料的有限，本文选择通过对芒果超媒在 2014—2020 年的年报中信息披露的各项财务指标进行分析。

### 3.3.1 偿债能力分析

作为财务分析的关键部分，公司的偿付能力比率是衡量其是否具有能支付长

期债务的能力。偿债能力分析不仅可以帮助企业评估其资本结构，还可以帮助企业主决定是否必须重新分配内部和外部股权。流动比率代表着一个企业在短期内是否有足够的资金去偿还债务的能力。从芒果超媒自身来分析便可得知，2014—2017 以来，该指标在台网融合前<sup>3</sup>均在 2.5 之上，在此之后便有所下降，徘徊在 1.5 左右（详见图 3.10）。将这一比率放在行业中来看，流动比率的均值在 2 左右，之所以会出现流动比率下降是因为随着各大传媒机构的不断兴起以及文化传媒这一板块的内容在日常生活中的重要性不断加重，芒果超媒在台网融合后制作了许多内容<sup>4</sup>，尤其是像《向往的生活》等这样的爆款综艺，这类型内容加重了它的流动负债，导致流动比率有所下降。由此可见，芒果超媒的短期偿债能力较之前也有所下降。

流动资金中具有变现能力强的资金也有变现能力弱的资金，所以要在结合速动比率的基础上进行分析。芒果超媒的速动比率在台网融合前平均为 2.3，台网融合后平均为 1.2。其中的原因为，台网融合后的芒果超媒不仅整合了旗下的业务团队，还由于其具有了党媒国企的属性，发展不断趋于稳定，由此建立了稳定的内容制作团队以及拥有了较为稳定的贷款商，这些均需要付出大量的成本以及芒果超媒需要大量的资金去组建团队等。综上所述，从这两个比率的综合分析来看，台网融合后芒果超媒的偿债能力较之前有所下降，但也需要关注目前所投入成本的项目是否会在后期拥有可观的回报。

从产权比率的角度来分析，可以得知台网融合前芒果超媒产权比率平均值 0.48 来说，台网融合后这一比率均值到了 1.06。业务方面，是台网融合后芒果超媒自制了许多象级爆款<sup>5</sup>，背后的成本也在不断上升，同时，对于这些爆款内容下的变现也需要一定时间。这也印证了台网融合前芒果超媒存在大量闲置资金，而台网融合后充分运用这些资金制作内容，而内容的变现又需要一段时间，所以，芒果超媒的长期偿债能力也就有所减弱。

总而言之，芒果超媒在台网融合后不仅与中移资本进行战略合作，还成立了许多工作室来制作优质内容，将资金、资源进行了充分的利用，不断加大剧剧集的制作能力。显而易见，台网融合后芒果超媒的资金结构在业务以及战略规划

<sup>3</sup> 台网融合前：准确来说，台网融合是一个过程不能单纯将其进行划分一个具体的时间节点，但为便于对比并且在 2018 年更名为“芒果超媒”，所以将台网融合的节点广义的定为 2018 年。

<sup>4</sup> 内容：指公司制作的各类影视节目、综艺节目。

<sup>5</sup> 象级爆款：知名度较高的影视节目、综艺节目。

影响下发生了改变,虽然台网融合后的偿债能力相比于台网融合前有一定的下降,但结合芒果超媒的整体战略来看,目前的举债是为了在未来实现更大的回报,具有一定的合理性。

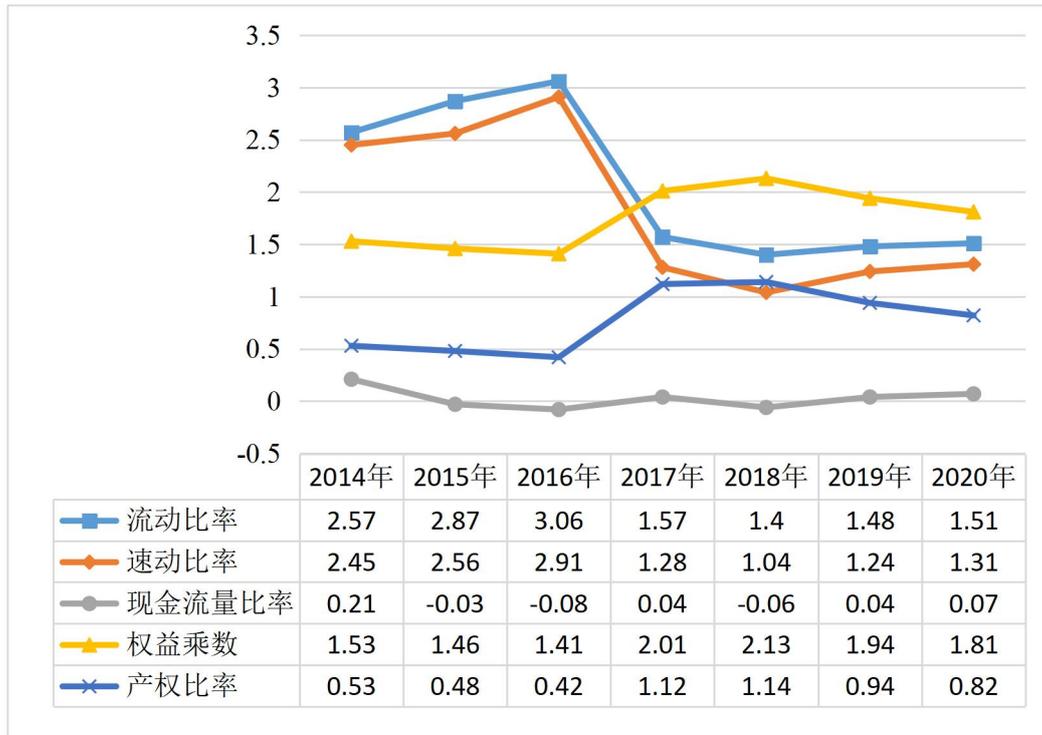


图 3.10 芒果超媒 2014—2020 年偿债能力指标

数据来源: 芒果超媒 2014—2020 年年度财务报告

### 3.3.2 营运能力分析

通过对企业营运能力进行分析,可以判断企业是否具备维持正常的经营活动的能力。通常判断营运能力的水平的高低围绕存货、应收账款和总资产在一定时间内的周转次数多少来判断。

芒果超媒的存货周转率在 2014—2020 年期间总体呈现下降的趋势。对于芒果超媒这类传媒企业来说,存货为其拍摄的内容,在台网融合前的几年里,存货周转率呈阶梯式下降,这从中说明芒果超媒有许多产品也就是所谓的内容积压的比较多,原因可能有两点:一方面,芒果超媒将综艺或电视节目拍出来,但需要经过广电总局的审核,这其中会有一定的时间差;另一方面,芒果超媒的销售政策发生改变。

芒果超媒的应收账款周转率在 2015 年之后便开始急速下滑,其中,最大值为 2015 年的 32.15 次,最小值为 2021 年的 4.54 次,说明公司的回款效率也是逐

渐降低的。从芒果超媒每年的年报中可知，芒果超媒近几年应收账款总额在不断的增加，然而与之相对于的周转率确是不断下降的，这所有的迹象，都直指芒果超媒体每况愈下的应收账款状况。应收账款规模的提升，或说明公司在回款状况欠佳、逐渐放宽信用政策，从而增加赊销力度。虽然，一定程度上来看促进了营收规模的增加，但同时也大幅增加了经营风险。在近五年中，应收账款的回收速度呈现下降的趋势，一方面是由于芒果超媒在前期制作内容时会投入大量的资金，但内容需经过广电总局的审核，并且在外部监管政策越来越严格的情况下，周期只会越来越长，并且内容上架之后受用户影响较大，会出现市场接受度不高的情况。

相较于前两个比率的大幅度波动，芒果超媒总资产周转率的波动幅度较小，在 2018—2020 年，芒果超媒的总资产周转率前后浮动不超过 0.5，台网融合后更是降到了 1 以下。台网融合前，芒果超媒还不算一个烧钱的企业，但台网融合后，由于外部竞争环境变得越来越激烈，想要市场中站稳脚跟，就必须加大内容的创作与生产，这也是为什么台网融合后芒果超媒变得越来越会“烧钱”，媒介方式的不断多元化，也对芒果超媒的销售能力造成了一定的考验。

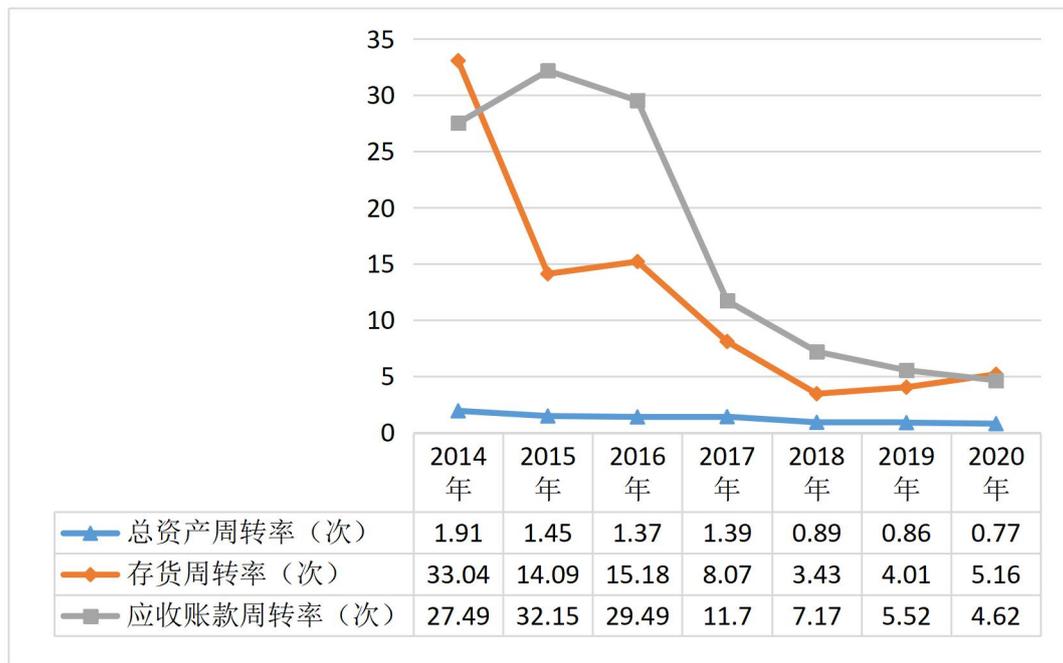


图 3.11 芒果超媒 2014—2020 年营运能力指标

数据来源：芒果超媒 2014—2020 年报

### 3.3.3 盈利能力分析

为了在充满竞争的市场中继续向好发展,使企业可以利用的机会最大化。盈利能力分析有助于企业识别增长机会与市场趋势,也可以帮助利益相关者更好地了解该企业。净资产收益率代表企业获取利润的能力,自然是越高越好。台网融合前后,芒果超媒这一比值均为正数。纵观行业内其他企业,爱奇艺该值平均水平为-145.18%,腾讯视频该值平均水平也为负数。但是与之不同的是,拥有党媒国企属性的贵广网络,净资产收益率均值达到 13.99%,广电网络均值达到 3.47%,芒果超媒均值达 13.72%(详见图 3.12)。不管在像爱奇艺这样独当一面的企业中,还是在像贵广网络等纯正血统的卫视台中,芒果超媒获取利润的能力都表现的较为优异。对于前者,芒果超媒拥有独特的经营模式,可以以较低的价格在卫视播放节目、购买版权,然而对于爱奇艺等一众“靠自己”的企业来说,购买版权等方面就耗费了大量成本,在内容制作上更是显得捉襟见肘。对于后者,芒果超媒又具有自己独特的战略发展眼光,综艺节目方面,不管是早年间的《快乐大本营》、《超级女声》、《超级男声》等还是近几年的《向往的生活》、《明星大侦探》、《女儿们的恋爱》等均收获了一致好评,除此之外,芒果超媒还拥有属于自身的 APP—芒果 TV,通过植入广告与吸收会员数也会为其吸金不少。

总资产收益率不仅是投资者关注企业盈利能力的重要指标,还是管理层要关注如何提高业绩的重要指标。相较于广电网络的平均值 1.49%与贵广网络的平均值 6.06%来说,台网融合后的芒果超媒平均值为 9.12%,在同类型的企业中也具有领先地位,相较于位于第一梯队的爱奇艺、优酷、腾讯均为负数的总资产收益率也颇有优势。就毛利率而言,腾讯视频的毛利率均值为 43.9%,芒果超媒为 35%,爱奇艺则为-0.07%。芒果超媒这样的年轻新秀之所以会有可观的毛利率最重要的原因即为:台网融合后,芒果超媒整合了原有的业务体系,虽然将其划分为四大板块的业务,与之前相比可谓是短小精悍。这其中的优点便是方便对内容质量进行严格把控。由于传媒行业的特殊性,综艺节目与影视剧节目均属于高不确定性的非标准化产品,由此可见,盈利能力也有一定的不确定性。2019 年开始,芒果超媒定资募资的 80%要用于内容资源库的扩建,由于内容的质量具有不确定性,也会在一定程度上加大芒果超媒盈利风险。

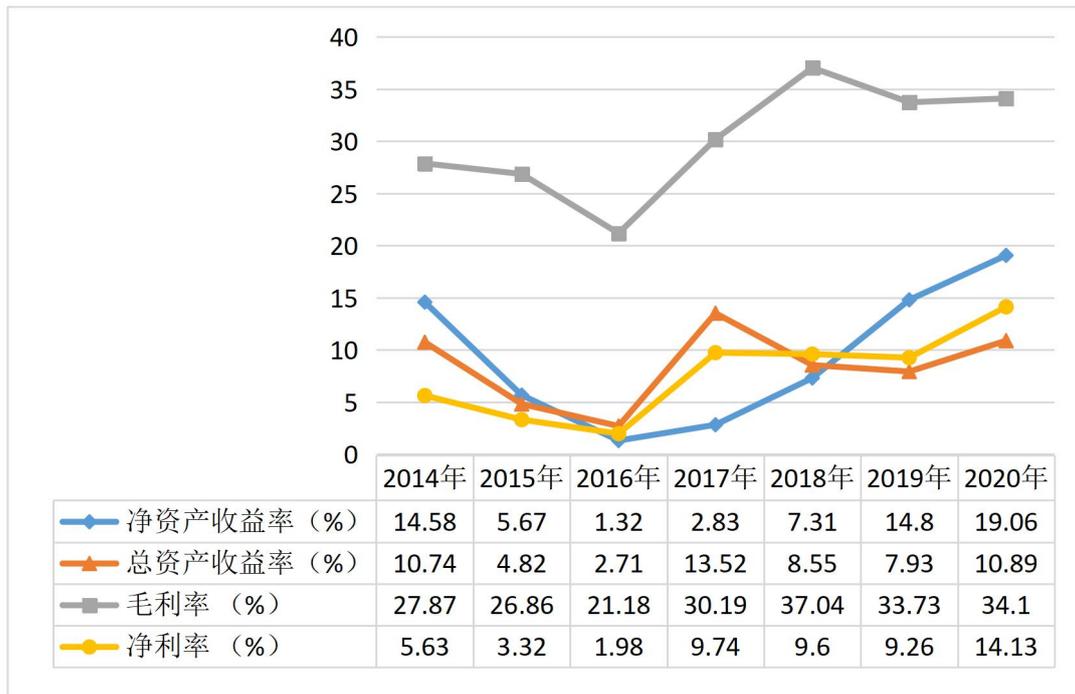


图 3.12 芒果超媒 2014—2020 年盈利能力指标

数据来源：芒果超媒 2014—2020 年年报

### 3.3.4 成长能力分析

对于当前外界可以获取的财务数据而言，通过对企业发展能力进行分析，可以帮助相关利益者判断企业在未来发展的大致趋势，芒果超媒 2014—2020 年发展能力指标如图 3.13 所示。

芒果超媒的这三项比率在 2017 年均出现过一次大涨，是由于芒果超媒为了在 2018 年重组，与中移资本等进行合作，资产经营规模扩大所造成的。除 2017 年那次大涨以外，芒果超媒的资本积累率与净利润增长率在台网融合前均呈现负数，而芒果超媒在台网融合后净利润增长率开始有了显著提升，这与重组有极大的关系，重组之后由于具有播放牌照以及中移资本的加持以及行业发展趋势逐渐向好，芒果超媒盈利性水平在不断提升。总资产增长率不仅可以体现出企业取得资产的来源还可以体现出企业是否可以偿还债务。台网融合前后芒果超媒的总资产增长率忽高忽低，这也侧面说明芒果超媒没有在经营范围内保持资产的稳定增长。从整个趋势来看，芒果超媒的成长能力波动较大，但从近两年的发展趋势来看，芒果超媒的发展能力有所提升。但是综合来看，芒果超媒目前的成长能力受众多因素的影响，不具有稳定性。

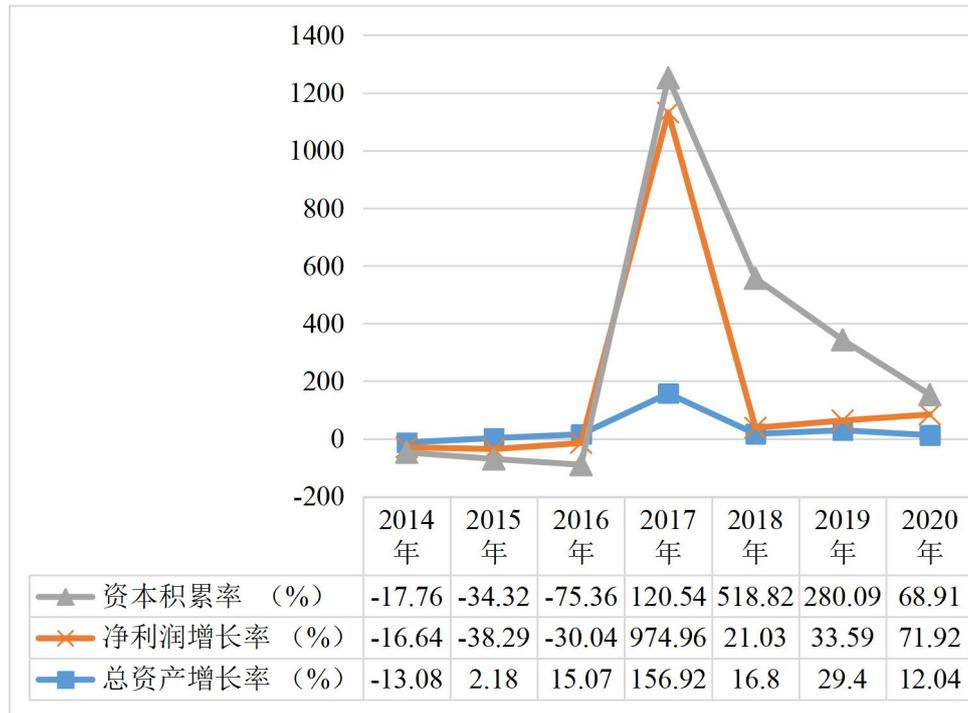


图 3.13 芒果超媒 2014—2020 年成长能力指标

数据来源：芒果超媒 2014—2020 年年报

### 3.4 小结

通过上文的分析，对芒果超媒大体的财务现况有了一定的了解，芒果超媒的偿债能力、营运能力较台网融合前有所下降；盈利能力则较台网融合前有所提高；除此之外，芒果超媒的发展能力不论台网融合前还是台网融合后都不稳定。结合影响经营情况的内外部因素来看，行业竞争的不断加剧，需要更加警惕对内容建设与投资方面存在有过度投入的项目。偿债能力与营运能力的下降不代表芒果超媒的发展不如从前，相反，是因为之前资金使用效率不高致使如今这两个指标出现下降趋势。芒果超媒的盈利能力虽然有所提高，但也需要警惕外部环境带来的风险，尤其是大众喜好度所带来的影响；在成长能力方面，整体的发展趋势不太稳定。由此可见，评价芒果超媒的财务可持续增长情况不能仅由当前所能获取到的数据进行分析，还需结合业务的发展情况来做具体的评价。

## 4 芒果超媒财务可持续增长能力分析

### 4.1 基于希金斯模型的财务可持续增长能力分析

通过前文对有关财务可持续增长理论的论述,基于财务指标来评价财务可持续增长能力的模型有四种。本部分通过对各模型的假设条件以及适用口径进行对比分析,选出合适的模型来评价芒果超媒目前的财务可持续增长情况。

#### 4.1.1 模型选择

模型选择是任何一个分析中最重要的部分,企业所实施的各项措施均会对财务可持续增长造成一定的影响。对于每个模型来说,均有其适用的范围与局限之处,虽然模型所表达的涵义是相同的,但确是建立在不同的理论研究中发展而来的,但也存在与之相反的情况即:建立在相同的理论基础上,由于考虑的因素不同造成了表达涵义上的差异。财务可持续增长模型便属于后者,虽然这四类模型是建立在财务可持续增长理论上演化而来的,但是其中的假设条件却大相径庭,这就导致计算出来的结果也是不同的(详见表 4.1)。

希金斯模型的局限之处在于它所提出的各个假设条件均不发生改变的情况下的,但在这些假设中,其中一项假设为企业股利政策在很大程度上不会发生改变,众所周知,企业为获得一定的外部投资以及扩大自身社会影响力,必然会出台各种股利政策,何况是对于芒果超媒这类的上市企业来说。由此,该模型便在实际应用受到了局限。与希金斯模型不同的是,范霍恩模型所选取的指标过多且选取标准不同,在后续分析中对财务可持续增长的影响因素不好把握。拉巴波特模型的局限之处在于:在该模型下单纯地将企业经过经营发展最后得到的净利润作为其现金流的主要渠道,不管是哪家企业,取得现金流的手段与途径绝对不止只有净利润这一个方面。所以,该模型不仅自身假设存在局限之处,而且在实际应用时也不合逻辑。科雷模型与拉巴波特模型虽然在假设上有所不同,但是所表达的内涵确实一致的。企业的现金流发生变动本来就是由许多因素引起的,就是因为这一情况,在实际应用的过程中难以将企业的现金流变动因素全面的考虑在计算过程当中。综合各模型的局限之处来看,希金斯模型不论在实际应用中还是

可操作的角度都更胜一筹。

从表 4.1 可以得知，基于会计口径与现金流口径下的模型各有两种。从口径对比方面，由于现金流本身容易受到较多因素的影响并且在实际应用时由于找不到较为准确的数据而难以得到较为客观、公正的结果。但与之相反的是，会计口径下可以通过财报获得准确、可观的数据，进而会得到准确的结果，对于各方利益者也有较高的借鉴意义。此外，对评价模型进行纵向比较可知，希金斯模型所选取的指标比范霍恩模型的指标要固定，不会存在较多的不确定以及模糊的指标。综上所述，希金斯模型优于其他三个模型，所以选择用这一模型来对芒果超媒的财务可持续增长情况进行分析。

表 4.1 财务可持续增长模型局限之处对比

口径	模型	局限之处
会计口径	希金斯模型	建立在假设条件不变的基础上
	范霍恩模型	指标过多，对后续的影响因素的分析不明确
现金流口径	拉巴波特模型	存在假设谬误且实际应用过程中较为困难
	科雷模型	难以全面考虑影响现金流变动的因素

数据来源：根据各理论模型整理而得

#### 4.1.2 分析实施

通过对希金斯模型进行深入的了解，这一模型的本质是通过差异增长率来评价财务可持续增长情况，而要得出这一比率，需要对芒果超媒的实际增长率与可持续增长率进行作差分析，在这个计算结果的基础上，得出案例企业目前的财务可持续增长情况。本部文选取芒果超媒 2014—2020 年财务报表中的数据计算这两个比率。

##### (1) 实际增长率

企业的实际增长率是指本年销售额与上年销售额作差之后的增长额在本年销售额当中的占比，所以，若想得到芒果超媒的实际增长率就需要对它的营业收入进行分析。整体上来说，芒果超媒的营业收入几乎呈现不断增长的趋势，实际增长率的增长情况也从 2014 年的负数一跃在 2017 年达到了最近几年的峰值

156.94%，与其他年度相比，增长率异常高（详见图 4.1）。是有以下三个原因：第一，芒果超媒为进行重组，整合自己旗下的业务，达到了规模效应；第二，受到内容创作的影响，那一年推出了像《爸爸去哪儿》这样的爆款综艺，获得了市场的青睐，同时在综艺节目播出的过程中也植入了广告，为芒果超媒带来了巨大的收益；第三，当年芒果超媒在深交所上市，由于对重大资产进行合并重组，造成了营业收入会比正常情况下高。剔除 2017 年的数据之后，芒果超媒实际增长率的发展趋势忽高忽低，不是很稳定。台网融合前最高值为 15.05%。台网融合后实际增长率仅在 2019 年出现了较高的增长，此后的 2020 年就跌落到了 12.08%。各方面的收入均对实际增长率有较大的影响，这就对芒果超媒的变现方式提出了较大的考验。由于行业特殊性，变现方式大多是会员收入的变现以及广告收入的变现，差异化的竞争战略成为获得收益的最主要因素。

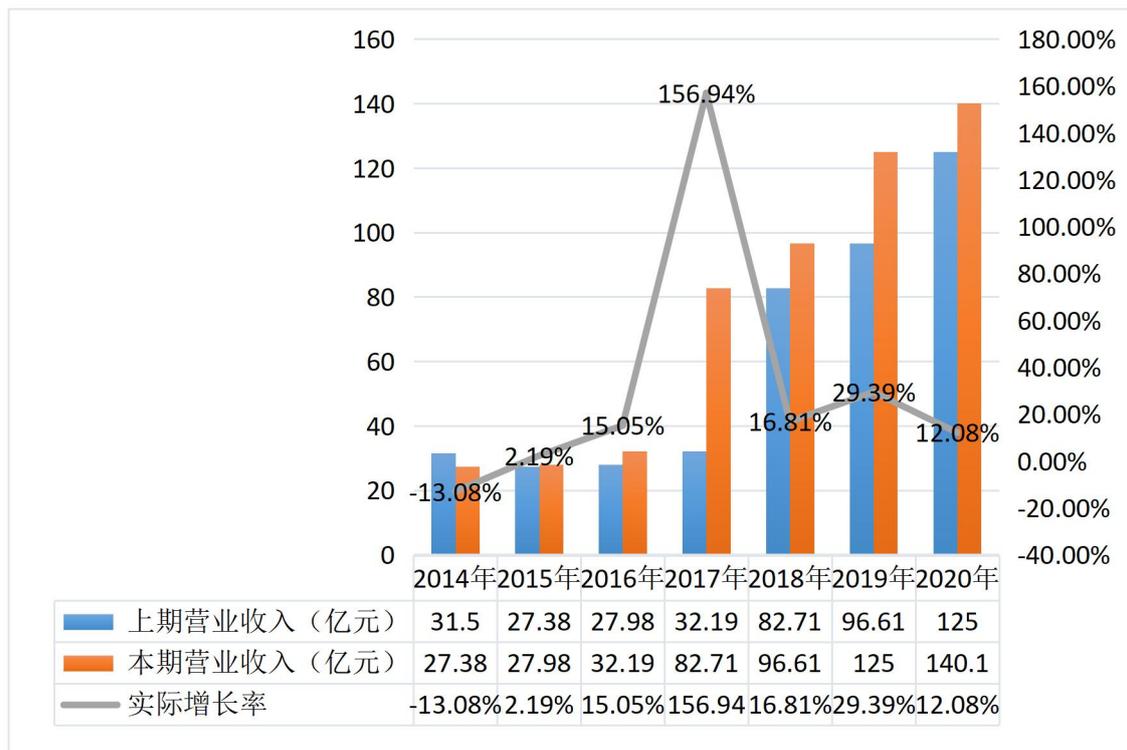


图 4.1 芒果超媒 2014—2020 年实际增长率趋势图

数据来源：根据公式计算所得

## (2) 可持续增长率

该模型下，可持续增长率的影响因素主要有以下四个，分别为：销售净利率、总资产周转率、权益乘数和留存收益率。芒果超媒的可持续增长率处于不断变化的过程之中（详见图 4.2），其中，在 2015 年、2016 年和 2018 年出现下降趋势，

其余年份则呈现上升的趋势。由于从计算可持续增长率的公式来看，影响这一比率的因素有四个，所以，为了对芒果超媒可持续增长率呈现出来的波动趋势进行探究，则要从这四方面入手。

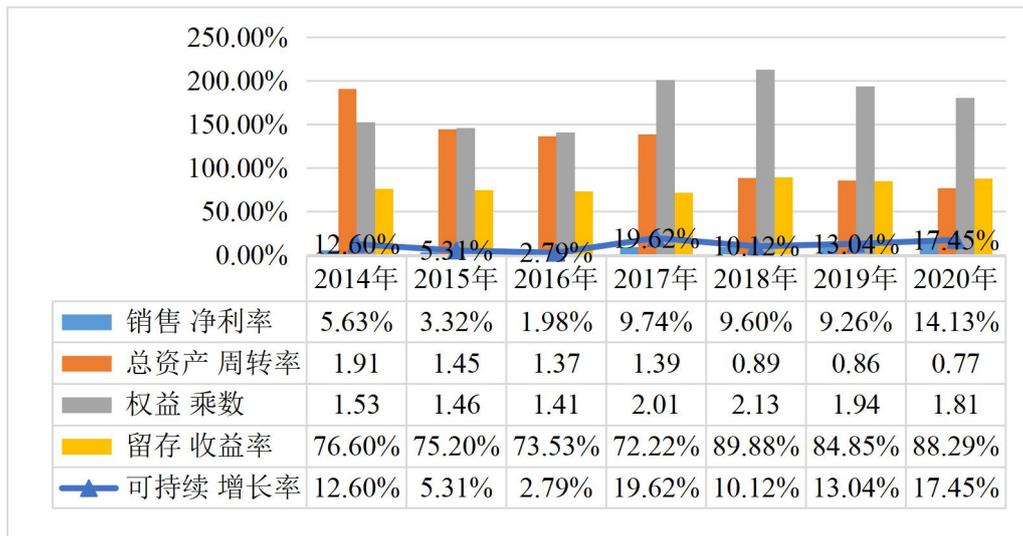


图 4.2 芒果超媒 2014—2020 年可持续增长率

数据来源：根据公式计算所得

### ①销售净利率

要想分析销售净利率，就要从对它有所影响的因素入手，所以就需要对这一比率的计算公式出发。这一比率是通过净利润与营业收入相比较而得来的，一个企业要想保持销售净利率稳定或者有所提高就需要保持净利润与销售收入的增长。前文在分析实际实际增长率时对销售收入进行了系统的分析，此处不再赘述。所以，针对这一比率的分析，主要从各项费用的消耗来进行研究。

对芒果超媒所支出的费用进行横向比较，每年的花费之中，销售费用的耗用是最严重的。纵向比较来看，除研发费用与财务费用之外，其余两项费用在整体上均呈现出逐年上涨的趋势（详见表 4.2）。其中，管理费用方面，台网融合后的芒果超媒虽然这一费用呈现上涨趋势，在 2019 年与 2020 年分别上涨 5.0%、4.5%。但远远低于销售收入的增长速度，所以，芒果超媒的管理费用支出情况是合理的。芒果超媒的财务费用一直是处于负数的状态，这代表芒果超媒财务费用可以帮助企业“赚钱”，这主要来源于芒果超媒募集到的资金会产生利息收入，且台网融合后，芒果超媒的利息收入在每年均有增长，这也代表大部分投资者对它未来的盈利能力持有较为乐观的态度。通过对芒果超媒 2014 年至 2020 年营业成本进行

考察发现,该项目在总成本中的比重高达百分之七十,而这三项费用在其中的比重最高的为销售费用,达到 17.58%。经过这几个维度的综合比较,芒果超媒在销售费用方面的耗费较多。尤其在 2019 年与 2020 年,随着短视频平台的不断火爆,芒果超媒为抢占一定的市场,加大了销售费用的支出。虽然销售费用在不断增加,但这也可以帮助芒果超媒带来较为可观的收益,具体表现为:营业收入的增长速度高于销售费用的增长速度。从另一个角度来说,虽然从目前已有的数据来看,达到了较为理想的效果,但随着短视频平台的爆火以及长视频平台之间竞争的加剧,芒果超媒还是应该适当的控制销售费用。

表 4.2 芒果超媒 2014—2020 年费用构成

	年份	销售费用 (亿元)	管理费用 (亿元)	财务费用 (亿元)	研发费用 (亿元)
	2014 年	5.472	0.948	-0.247	--
台网 融合前	2015 年	5.641	1.235	-0.256	--
	2016 年	5.614	1.184	-0.295	--
	2017 年	11.81	3.677	-0.230	1.901
台网 融合后	2018 年	18.01	4.612	-0.242	2.209
	2019 年	21.41	6.101	-0.366	2.393
	2020 年	21.64	6.292	-0.862	1.844

数据来源:芒果超媒 2014—2020 年年度财务报告

## ②权益乘数

权益乘数与企业的资产、债务结构是否合理有一定的关系。通常来说,权益乘数较低的企业偿付债务的能力就越高。想过要对这一因素进行客观分析,需要对影响它的具体要素进行分析,众所周知,权益乘数的影响因素具体有两个,一个是企业的资产总额,另一个为企业的负债总额。从芒果超媒目前的资产结构来看,流动资产所占的比重在 2015 年之后便开始逐步下降,非流动资产所占的比重则在 2015 年之后逐步增加,这代表芒果超媒增加了长期投资。但是,从芒果超媒的负债结构来看,芒果超媒的流动负债平均占比高达 98% (详见表 4.3),虽与行业特性有一定的关系,但这样的负债结构将会使得企业在可持续发展方面有一定的风险,因为流动负债比率的增加虽然会帮助企业减少融资方面的部分花费,但这无形之间加剧了芒果超媒所需要面对的偿还债务的压力。因此,芒果超媒应对自身目前的债务结构进行调整,降低经营过程中财务方面需要面对的风险。

表 4.3 芒果超媒 2014—2020 年资产/债务结构

		流动资产 比率	非流动资产 比率	流动负债 比率	非流动负 债比率
台网 融合前	2014 年	88.38%	11.01%	--	--
	2015 年	90.07%	9.93%	99.15%	0.80%
	2016 年	87.43%	12.56%	99.21%	0.74%
	2017 年	75.89%	24.11%	96.30%	3.69%
台网 融合后	2018 年	71.55%	28.46%	95.99%	4.00%
	2019 年	68.68%	31.32%	96.10%	3.91%
	2020 年	67.05%	32.91%	99.34%	0.01%

数据来源：芒果超媒 2015—2020 年年度报告

### ③总资产周转率

通俗意义上来说，周转率一词代表了循环的速度。那么顾名思义，总资产的周速度就是对这一指标最好的解释，相对应的，这一循环的速度越快越好。芒果超媒的总资产周转率仅仅在 2015 至 2016 年间出现过增长，其余年份均呈现出下降或持平的趋势（详见图 4.3）。值得注意的是，芒果超媒 2020 年较 2019 年来说，不管是营业收入方面，还是总资产方面，均有所提高，但总资产周转率却是持平，这说明，芒果超媒总资产周转率也不尽如人意。台网融合前，芒果超媒的总资产周转率还能超过 1；而台网融合后，芒果超媒的总资产周转率始终没有超过 1，说明芒果超媒在台网融合后需要投资的体量有所扩大，加之同行业竞争对手不断，芒果超媒为制作大量的综艺节目与剧集节目，扩大了对这些项目的投入，最终导致总资产周转率的下降。

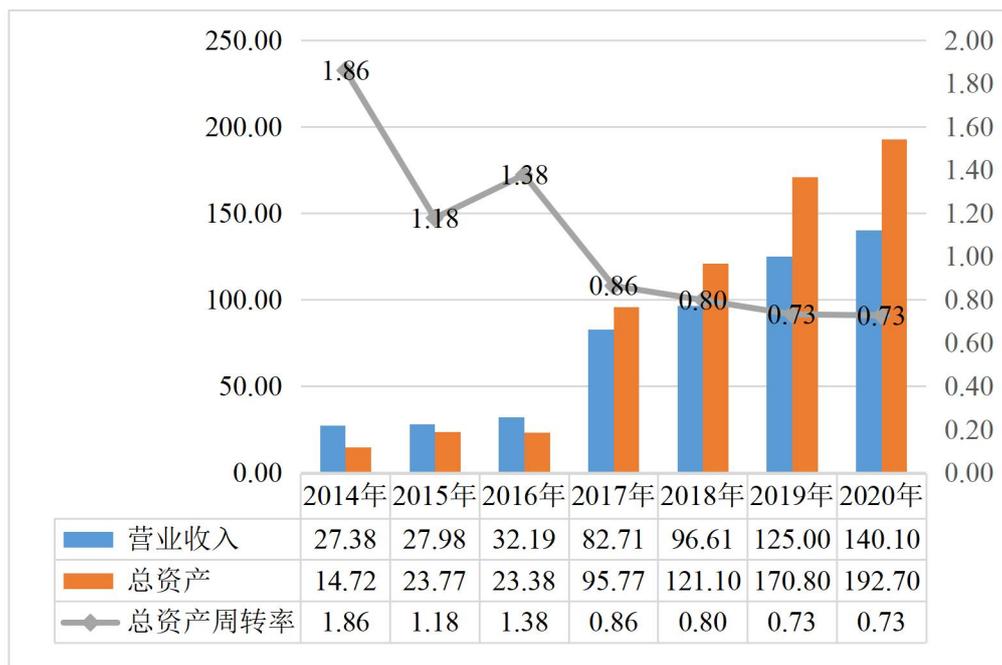


图 4.3 芒果超媒总资产周转率各年对比

数据来源：芒果超媒 2014—2020 年年度报告

## ④留存收益率

从最简单的角度解读留存收益率便是将股利分掉之后，企业将净利润的多少比例留在企业当中以供后续的发展才是合理的，那么，这也表明，影响这一比率的因素为企业每年对于股东支付的金额以及净利润。从图 4.4 可以看出，芒果超媒的留存收益率在 2018 年与 2020 年出现上升的趋势，其余年分均呈现出下降的态势。根据芒果超媒每年披露的报表中可以得知，芒果超媒每年的净利润均有所上涨，那么在这种情况下，出现留存收益率上升的原因可能是股利政策没有发生变化或是实行了收缩型的股利政策；与之相反的是，该比率呈现出下降的趋势则为芒果超媒采取了扩张型的股利政策。由此看来，芒果超媒不断对股利政策在进行调整，股利支付水平也不断的发生变化，对于企业的相关利益这来说，这样的现象会带给他们公司发展不稳定这样的负面信息，从长远来看，不利于企业的发展。

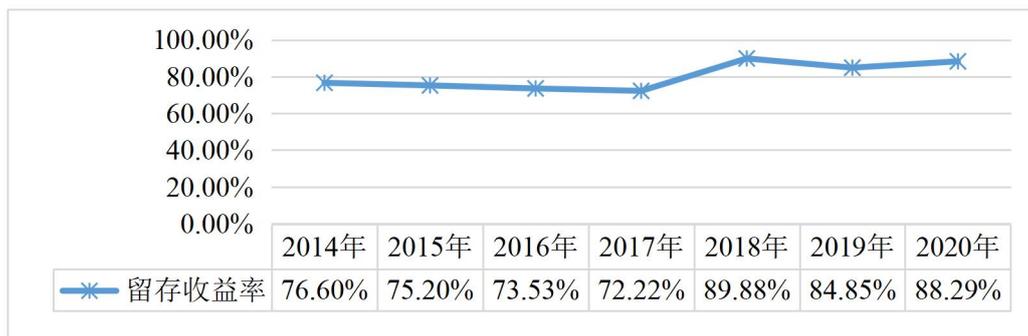


图 4.4 芒果超媒留存收益趋势图

数据来源：芒果超媒 2015—2020 年年度报告

本文还利用 SPSS 软件，对影响财务可持续增长率的四个因素做了描述性统计（详见表 4.4），标准偏差较大的因素为留存收益率。因此，芒果超媒应在后续的发展中，应增加对留存收益的重视，实施较为稳定的股利支付政策。

表 4.4 财务可持续增长率四因素描述统计

	N	最小值	最大值	均值	标准 偏差
销售净利率	7	1.98%	14.13%	7.6657%	4.23733%
总资产周转率	7	.77	1.91	1.2343	.41230
权益乘数	7	1.41	2.13	1.7557	.28855
留存收益率	7	72.22%	89.88%	80.0814%	7.38020%
有效个案数（成列）	7				

数据来源：SPSS 计量软件分析而得

### 4.1.3 结果讨论

希金斯模型所运用的原理最后外化出来的结果是通过将实际增长率与可持续增长率作差而得来的，通过对比两个比率之间的差距，发现企业目前发展过程中存在的那些不利于企业可持续发展的因素，便于企业在后续的经营过程中做出改进。从两个比率做差得到的结果来看，芒果超媒在 2016 年至 2019 年为正数，2014 年、2015 年以及 2020 年为负数（详见图 4.5），结合芒果超媒的发展历程来看，这一切都合乎情理。

对于芒果超媒来说，2014 年与 2015 年可以称之为起步阶段，企业本身拥有较多的资金，业务方面还在物色能够投资的项目，所以，实际增长率会低于企业的可持续增长率。但是，后续几年间可以称之为是芒果超媒的发展时期，芒果超媒也面对资金短缺这一状况。还需要认识到，这样的情况仅仅会发生在企业高速发展的时期，毕竟实际增长的速度与可持续增长的速度还是会有所差距。恰巧，芒果超媒 2020 年的表现则印证了这一点，这一年芒果超媒的差异增长率又变成了负数，但这次的情况却与之前的情况完全不同，因为此时的芒果超媒不再属于刚起步阶段。芒果超媒的管理层也应当分析这一比率呈现出负数的原因，如果出现这个情况是因为企业的经营政策或者是芒果超媒具有部分剧集没有播导致收入减少，进而造成实际增长率小于可持续增长率的现象，那么，可以减少对影响因素的关注。但如果不是因为这两种情况，那么便是行业竞争程度加剧的影响，随着传媒行业中各个企业都开始发力，同时短视频也不断的发展，给芒果超媒带来了巨大的压力，若想提高实际增长率便需要调整企业目前的经营政策，发挥核心竞争力。

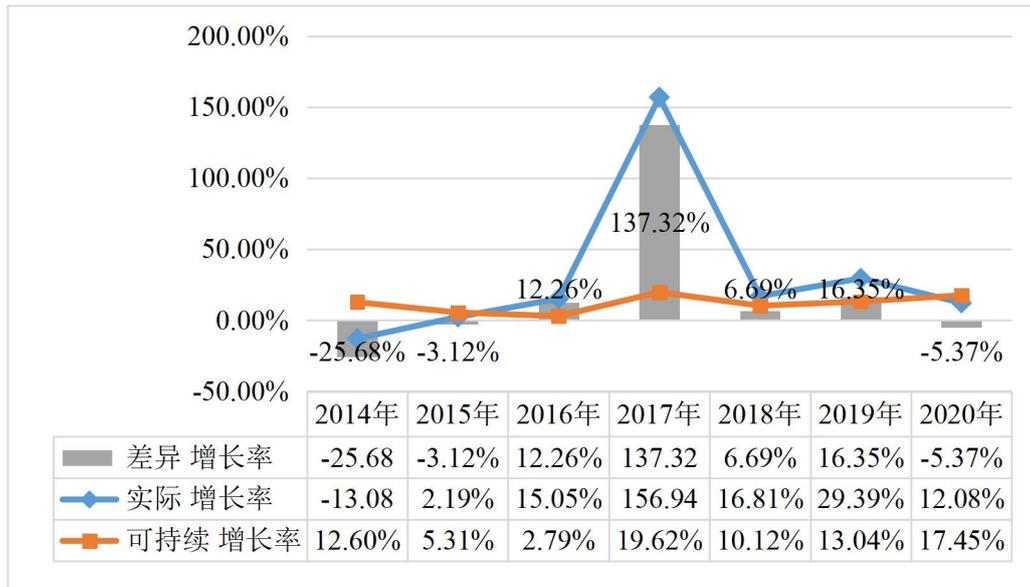


图 4.5 芒果超媒差异增长率趋势图

数据来源：根据公式计算所得

## 4.2 基于 ESG 绩效的财务可持续增长能力分析

在企业逐步发展的过程中，会受到来自各方的关注。每个相关利益者都会对该企业的财务状况进行了解，若想获得投资者的投资或企业想在行业中的地位位于前列，那么短期良好的财务状况已经不能将其满足，最重要的是如何将企业的财务状况长期内实现可持续增长与可持续发展。ESG 绩效与评级不仅通过企业自身内部对经济绩效、社会绩效以及环境绩效进行披露，使得外部投资者、债权人等对于企业在财务方面的表现以及非财务方面的表现有大致地了解，而且 ESG 评级是通过企业外部的机构对在社会维度、治理维度、环境维度进行打分，客观评价企业在这三个方面的表现。由此看来，ESG 绩效与评级可以帮助相关利益者更好的对芒果超媒的财务可持续增长情况有进一步的了解。

### 4.2.1 ESG 评级选择

在 ESG 评级体系构建的过程中，对各项指标的选择都进行了慎重的考量，对不同指标的选取均有不同的依据与原则。ESG 评级体系中指标选取的结果是建立在重要性、相关性以及数据有效性三者的交集之上（详见图 4.6），通过不同的侧重选出最终的可用指标。其中，对选取指标重要性考量方面则侧重于那些对

企业经营状况及长期发展有重要影响的指标；对选取指标相关性进行考量时则将重点放在了与公司中长期股价相关性较高的那些指标上；然而，由于不同行业对 ESG 评级指标的选取与侧重点是不同的，所以为了让选取的指标符合行业发展的特点，对数据的有效性也进行了一些规范处理。基于以上三方面的共性指标，最终选取出对于企业自身合乎发展的 ESG 指标，从而构建出相对应的 ESG 评级体系。Fields—ESG 评级系统正是建立在上述基础上，将数据的重要性、有效性和相关性都考虑在内，为了对芒果超媒 ESG 表现做出客观评价，所以本文选取 Fields—ESG 评级系统对此部分进行分析。

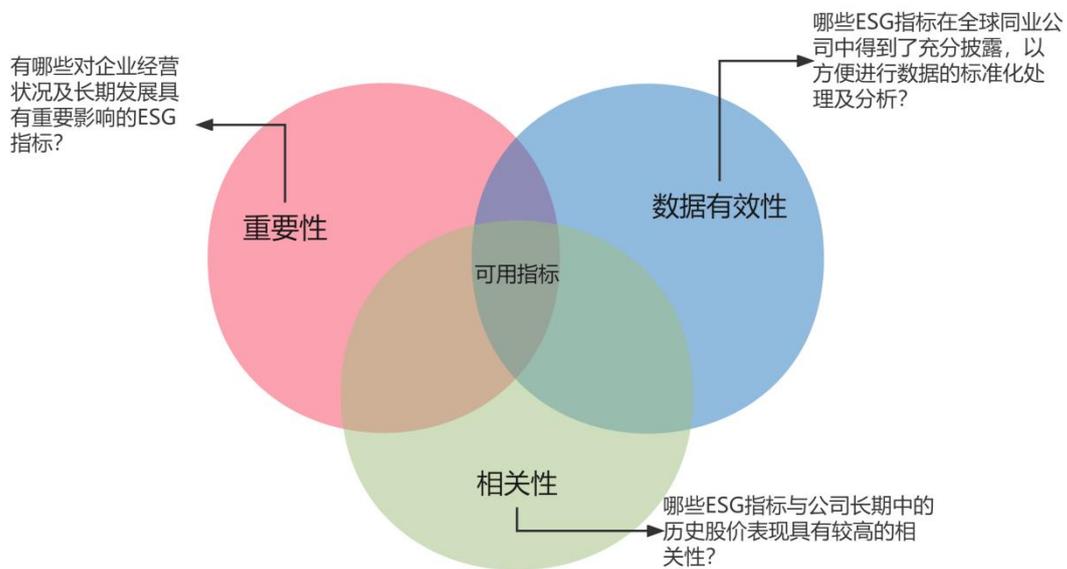


图 4.6 ESG 评级体系构建原则

#### 4.2.2 分析实施

ESG 绩效可以帮助企业更客观的评价企业的综合绩效，发现企业除财务方面还有哪些方面会存在影响企业长期发展的因素，通过对这些因素进行识别，可以帮助企业提高自身所具备的价值以及不断对那些不利因素进行修正以及改进，从而促进企业的高质量发展。此部分将通过芒果超媒的经济绩效、社会绩效、环境绩效进行分析。根据芒果超媒在 2020 年发布的 ESG 报告来看，这三方面的绩效均呈现出比较乐观的结果（详见表 4.5）。

表 4.5 芒果超媒近两年 ESG 绩效

绩效指标		2019 年	2020 年
经济绩效	营业收入（亿元）	125.01	140.04
	归母净利润（亿元）	11.56	19.82
	总资产	170.78	192.66
	研发投入（亿元）	2.80	3.19
	研发人员数量（人）	645	622
	纳税金额（亿元）	4.06	3.82
	股东分红（亿元）	1.78	2.31
环境绩效	办公用电量（千瓦时）	8987525.6	8548814.5
	能源强度（千瓦时/万元营收）	7.19	6.04
	能源效率（万元营收/千瓦时）	0.14	0.17
	办公水资源消耗量（吨）	45158.5	38291.8
	水资源消耗强度（吨/万元营收）	0.04	0.03
	水资源效率（万元营收/吨）	27.68	36.58
社会绩效	员工劳动合同签订率	100%	100%
	社会保险覆盖率	100%	100%
	工会覆盖率	100%	100%
	员工培训次数（次）	--	264
	员工培训费用投入（万元）	--	179
	扶贫支出（万元）	--	1509.64
	参与志愿者活动的人数（人）	--	1788

数据来源：芒果超媒 2020 年 ESG 报告

芒果超媒在经济绩效方面的表现为绝大部分指标在 2020 年均优于 2019 年，最显著的在于母公司股东所享有的利润得到了很大的提升，2020 年较 2019 年增长了 70% 左右，次要显著的便是股东的投资回报，增长了近 30%。但在纳税金额与研发人员数量方面的表现均不及 2019 年。由于芒果超媒在 2020 年的营收情况强于 2019 年，所以，造成纳税金额下降的原因可能是以下两个，其一为存在税收优惠政策，其二便是企业实施了积极的纳税筹划政策。通过相关资料显示，税收优惠政策没有较大的变动，那么造成这一结果的便是芒果超媒在 2020 年积极组织纳税筹划。造成研发人员数量下降的原因可能是：研发人员为寻求更高的理想信念主动辞职或是被同行业竞争者高薪聘请，不管是哪种原因导致这种结果，芒果超媒均需警惕这一风险。环境绩效方面，各项指标在 2020 年比 2019 年都有了进一步的提升。剔除 2019 年没有披露的指标，芒果超媒在社会绩效方面的表现较为稳定，三者均保持水平发展，足以体现，芒果超媒对于员工的重视程度。

越来越多的投资者会更看重企业是否具有长期发展的潜力,但衡量这一潜力并不只是从财务维度进行考察,也会对非财务维度进行一定的考核。ESG 绩效当中的各种指标虽然不会在企业的年度财务报告显示,但却对于企业的可持续发展起到了决定性的作用。根据芒果超媒进两年的 ESG 绩效结果来看,芒果超媒需警惕研发人员流失这一风险。

由于 ESG 绩效是企业自身内部进行的披露,为了使评价结果更具有客观性,本文采用 Fields—ESG 评级系统对芒果超媒 2020 年 ESG 表现的综合评分进行分析,该评价体系将环境 (E)、社会 (S)、治理 (G) 三个维度的级别设为 1—10 级 (1 为最低评级,10 为最高评级),三者权重分别是百分之五十、百分之二十五、百分之二十五。通过这一评级体系可知:芒果超媒在治理方面 (G) 为 8.65 分,社会方面 (S) 为 8.84 分,而环境方面 (E) 则仅有 0.56 分,综合得分为 4.65 分,整体处于中间水平 (详见表 4.6)。

表 4.6 芒果超媒 2020 年度 ESG 评级具体科目评分表

分类	科目	评分	综合评分
治理	是否具有股权激励计划	1	8.65
	独立董事出席董事会会议出席率	10	
	独立董事占董事会总人数比例	10	
	女性董事占比	10	
	董事会成员受教育背景高于本科的比例	10	
	是否设置有监事委员会主席	10	
	合计 <sup>6</sup>	8.5	
社会	是否有客户反馈系统	1	8.84
	女性员工比例	10	
	是否出具标准无保留意见	10	
	人员培训课时	4	
	合计	6.25	
环境	是否重点排污单位	10	0.56
	是否就气候变化风险进行讨论	1	
	是否就气候变化机会进行讨论	1	
	碳排放因子	2	
	合计	3	

数据来源: Fields—ESG 评级系统

在这三个维度的表现中,芒果超媒的社会维度表现较为突出,其次是治理维

<sup>6</sup> 合计是指其他方面的综合评分

度，在环境维度的表现则差强人意。通过具体的 ESG 评级科目具体科目表可得知，治理维度中，芒果超媒在百分之七十左右的科目中表现近乎为满分，除去未披露的具体项目外，影响芒果超媒这一维度评分的原因为员工股权激励计划的缺失。而在社会维度中，客户反馈系统的缺失成为牵制这一维度最终综合评分的主要原因。相较于前两个维度来说，根据 Filds—ESG 评级系统对其综合评分的结果来看，芒果超媒在环境维度仅有一个满分项目，其余项目的综合评分均低于预期水平，尤其是芒果超媒对就气候变化风险与机会讨论较少。除以上三方面维度的影响因素外，造成芒果超媒最终评分处在中间水平的原因还在于负面舆情的发布，譬如：阿里创投清仓、《快乐大本营》停播等。

### 4.2.3 结果讨论

根据以上分析结果来看，不论综合评分的高与低，在每个维度中均有影响及制约其得分的项目。就治理维度来说，芒果超媒若想提高此维度的综合评分，就需要在日后的发展过程中注重核心员工股权激励计划，留住核心人才，为芒果超媒长期可持续发展奠定人才基础；芒果超媒在社会维度的加强应把重点放在建立客户反馈系统上，对于任何企业来说，用户才是最核心的要素，对于芒果超媒这样的传媒企业来说，这一要素更为重要；为提高芒果超媒整个 ESG 评分，最大的发力点在于加强环境维度的重视，利用自身平台的优势积极参与有关气候变化与碳排放的讨论，在平台积极发布相关信息，引导用户对环境的重视，充分发挥企业的社会责任。

## 4.3 基于价值创造的财务可持续增长能力综合分析

为了使企业的财务实现可持续增长，需要不断对影响企业长期价值的因素进行了解、管理与调整，以期实现可持续的价值创造过程。行业竞争的不断加剧使得企业需要面对的压力也越来越大，芒果超媒也不例外，在这一大环境下，企业需要面对的不仅是短期财务实现增长，更重要的是如何实现财务长期的可持续增长。

### 4.3.1 价值创造逻辑

对于企业来说，首先重要的是具备一定的盈利能力，但随着市场的不断变化以及自身能力的不断提升，真正要考虑的是如何让企业变得值钱，通俗地讲即为企业要有一定的价值。国内外的价值评价方法大多局限在经济指标这一范畴。（详见表 4.7）传统制造业企业要想实现财务可持续增长就必须要在产品利润等方面深耕，芒果超媒作为与传统制造业不同的非生产型企业，最大的优势便在于可以利用数字化手段对企业产品、技术、服务等来进行全方位展示。目前，用来评价企业的价值的方法层出不穷，但并不是每种方法均适合用来分析任何行业。

表 4.7 国内外价值评价方法对比

国外研究方法	国内研究方法
经济增加值理论模型（EVA）	现金流折现模型
调整现值法	实物期权法
蒙特卡罗模拟法	F—0 组合法
	PE 估值法

数据来源：新浪财经

芒果超媒这类型企业，产出的内容即为企业的产品，但在内容问世之前，需要投入大量资金，在此基础上最重要的便不是资金将会带给企业多少利益，而是资金是如何在企业的整个流程中发挥价值的，所以要想客观评价芒果超媒财务可持续增长情况，最重要的是评价企业的价值创造过程是否可以帮助业务进行可持续性发展，进而是否可以帮助企业的财务可持续增长步入良性循环。整个价值创造的过程分为五个环节，各环节之间通过不断将形成的价值内容进行内在转化与外在转化，构成一个价值创造的闭环体系，详见图 4.7。在这个体系之中，各个环节将所确立的内容通过内化或者外化的过程转化成下一个环节的目标与方向。价值认知通过对其内容进行外化转变为企业的价值主张，价值主张又将内容进行内化转变为企业的价值融合，这在三个环节进行转化的过程中，价值沟通这一环节可谓是最关键的存在，贯穿了整个价值创造的全过程，上一环节所形成各项内容的综合价值表现将成为确立下一环节目标的基础，通过这样良性的发展，最终外化形成企业的综合价值实现。最关键的是，除了这些内容之外，价值沟通还会对每个环节所得到的结果与别的环节进行沟通及改进，若有利于企业日后的发展，便会强化企业最初形成的价值认知，从而对后续环节起到一个良性发展的作用；

若没有对企业发展过程形成促进作用,便将会对企业原始的价值认知进行修正与改进,避免在后续的环节中造成错误指示,从而得出与经营环境不相匹配的结果,影响企业的后续发展进程。

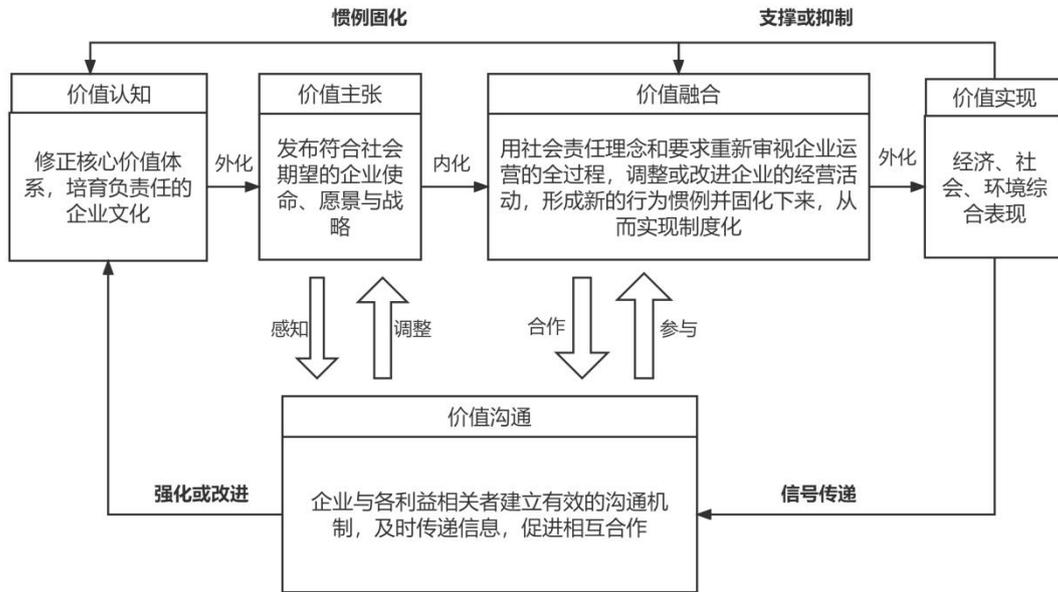


图 4.7 企业价值创造的过程及机理

### 4.3.2 分析实施

通过对芒果超媒价值创造的整个过程进行分析,分别从影响价值创造的五个方面来评价芒果超媒的整个价值创造流程是否具有可持续性。

#### 4.3.2.1 价值认知

在价值创造的过程中,价值认知作为起点,具体是指企业在经营过程中,通过对管理层以及员工等进行培训,在企业内部不断对企业文化与企业社会责任形成一致认识的过程。芒果超媒的企业文化聚焦青春,同时企业的核心价值观中遵循男女平等,引导社会更加关注女性力量。王铮(2012)等人对企业绩效与企业高管是女性之间的关系进行研究得知,女性能够作为高管进入企业就代表着她接受过高等教育,并且拥有良好的教育背景,而这正可以帮助企业提升管理水平。周泽将,刘文惠(2018)等人通过研究女性高管对于财务行为与公司价值的影响分析得出,女性高管有助于对公司的财务行为产生积极影响。并且在后续的研究

中通过 A 股上市公司为样本分析得出：女性高管可以显著抑制财务舞弊。芒果超媒现有高级管理者<sup>7</sup>共 201 人，占总体员工的 4%，其中高级管理层中女性占比为 48.26%（详见表 4.13），且大部分拥有良好的教育背景，从高级管理层来看，芒果超媒目前的管理层有助于企业的可持续发展，这也印证了芒果超媒将核心价值观融入到了具体的实践当中，不断培育负责任的企业价值体系，为社会树立正向的标杆。此外，芒果超媒也不断将社会责任理念贯穿到员工的培训中，通过保护员工的合法权益、男女员工实行同工同酬等措施，让员工对企业的价值观达成一定的共识，以期提高公司的内部交流效率，促进公司内部可持续发展。

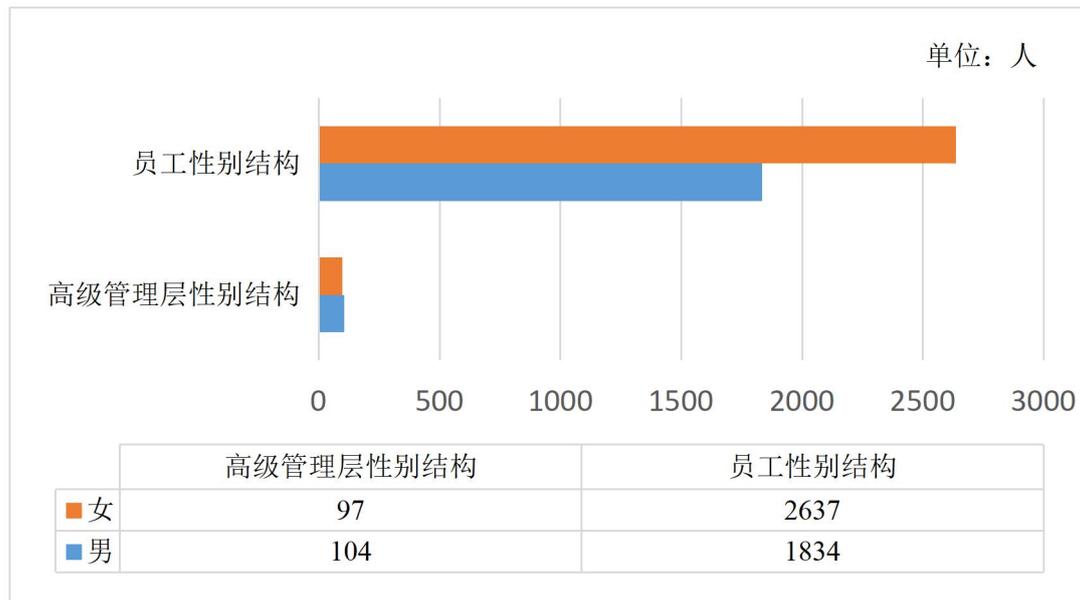


图 4.8 芒果超媒 2020 年员工性别结构构成

数据来源：芒果超媒 ESG 报告

#### 4.3.2.2 价值主张

价值主张是指企业在发展的过程中会不断形成与企业内在和外在相匹配的使命与愿景，通过这些形式，最终对外展示以及履行企业所需要做的社会责任。每个企业的使命与愿景都有其存在的理由，这不仅代表了企业的原则，也代表了企业的经营理念。一个企业在价值创造的过程中需要明确自身的使命，因为这不仅会指导企业后续的价值创造流程，还会影响企业的价值沟通环节，进而有可能将企业最初的价值认知带偏。所以说，良好的价值主张对于企业来说至关重要。

<sup>7</sup> 高级管理层：指公司高级总监级别以上。

在价值主张这个环节，企业所外化表现出来的与社会所期望的应当相吻合。同时在这一过程中，企业也会通过不同的方式去向社会传播自身的价值主张，以期得到外界对于其本企业的认可与理解。

芒果超媒在自身发展的过程中，与用户、员工等相关利益方建立起了良性的关系，不断与各方面加强沟通，从芒果超媒节目立项流程中（详见图 4.9）可以看出，芒果超媒在选取节目进行制作时，节目工作室与经营管理委员会会进行良好的沟通机制，同时，这两部分在组织架构上也充分考虑了与企业相关的各个利益方，将这些利益方也考虑进来，与这些群体进行良好的互动与沟通，促使后续工作的有效展开。经过经营委员会同意之后，总经理办公室会将对所要制作的项目进行整体评价，在这一过程中，会将芒果超媒形成的价值主张考虑到其中，在确立项目具有一定收益的基础上，考核节目的制作是否会带来一定的社会效益。通过自身特有的属性，履行一定的社会责任。芒果超媒作为国有控股的媒体平台，在实现创新业务与核心盈利的基础上，最终选择出适合企业价值主张的长期战略发展，实现企业业务的可持续发展，不仅有助于企业的价值融合，还有望在未来通过业务可持续发展带动芒果超媒的财务实现可持续增长。

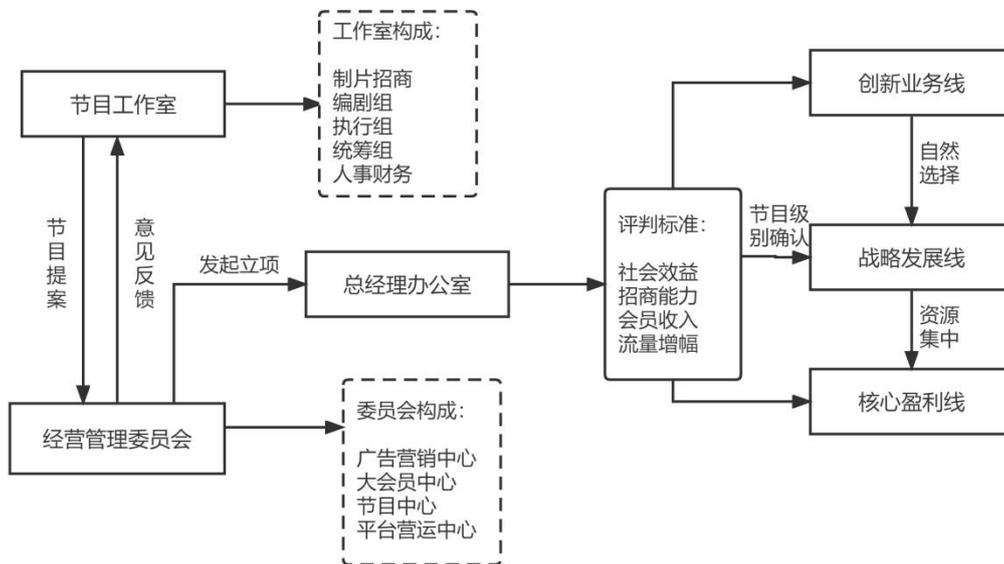


图 4.9 芒果超媒节目立项流程

数据来源：万联证券

### 4.3.2.3 价值融合

对于企业来说，价值融合是指企业在经营过程中会有或多或少的问题，通过不断的复盘去重新审视这一过程，对企业运营过程中不利于长期发展的活动进行调整与改进，对于那部分有利于企业长期发展的活动保留下来。在此之后，企业会形成全新的行为惯例，通过这个新的行为惯例再去指导业务的发展，以期减少给自身所带来的负面影响，最重要的是，在这一过程中，将社会责任理念贯穿始终，将企业的各项业务与社会活动相联系，以期减少企业带给社会的负面影响。

与传统制造业不同的是，芒果超媒所在的传媒行业本身对于社会的影响较大，输出的理念以及播出的内容均会对受众群体的价值观产生一定的影响。所以，价值融合对于芒果超媒来说更为重要。秉持这一观点，芒果超媒的剧集与综艺节目制作的过程中，不断围绕主旋律进行创作，打造主旋律宣传内容带。芒果超媒在2020年所制作的剧目中，均与社会主流价值相符合，同样也符合社会责任理念（详见表4.8）。由此可见，芒果超媒将价值主张内化后形成的价值融合这一过程是可以在日后的发展过程中坚持下去的，具有一定的可持续性。

表 4.8 芒果超媒 2020 年部分上线剧目所弘扬精神

剧目制作	所弘扬精神	是否符合社会责任理念
《中国》第一季	以人文视角对今天中国电影所影响的人与事进行报道，对中国精神进行深度挖掘	√
《战旗美如画》	通过对新时代军人的刻画，展示军人赤诚报国的风采	√
《石榴花开 2》	通过少数民族的视角，全面展现脱贫攻坚的奋斗历程	√
《功夫学徒之走进中国》	从独特的视角向世界解读我国的脱贫信念	√
《闪耀的平凡》	凸出“人民之上”的理念	√
《乘风破浪的姐姐》	致力于关注女性的社会价值	√

数据来源：芒果超媒 2020 年社会责任报告

#### 4.3.2.4 价值沟通

价值沟通是指企业能够与相关利益者建立的沟通机制，能够对各相关利益者的诉求给与答复，便是具有价值的沟通机制。在有价值的沟通机制下，企业可以通过各相关利益者的诉求调整自身的经营方式，同时，也会通过回复利益相关方的期望，得到这些利益相关方对企业的重视。价值沟通作为企业价值创造过程中最重要的一环，不仅对于每个流程都有指导与被指导的意义，而且有助于企业及时调整对于整个价值创造过程来说不利于其可持续发展的因素。良好的沟通可以使得企业与各利益相关方都对彼此的期望有一定的了解，在后续发展的过程中，逐步满足这些相关利益群体的诉求，不仅能够帮助企业在社会中树立良好的社会形象，也有助于企业在获取信息时减少一部分成本，综合来看，良好的价值沟通有助于企业长期的可持续发展。

从芒果超媒 2020 年披露的社会责任报告来看，芒果超媒积极各相关利益方的期望（详见表 4.9），正所谓事事有回应。正确、合理的价值沟通会将价值认知进行强化或者改进，通过这样的方式，及时调整企业的价值认知，从而重新外化成为新的价值主张。在这一过程中，芒果超媒不仅减少了信息获取的成本，而且将企业社会责任理念融入这一环节当中，由此可见，目前芒果超媒建立起了有效的价值沟通机制，能够促进芒果超媒价值创造流程的可持续发展，在未来，这一流程也会发挥出巨大的效应，带动芒果超媒的财务实现可持续增长。

表 4.9 芒果超媒 2020 年利益相关方沟通

利益相关方	利益相关方的期望	公司回应方式
政府及监管机构	合规经营	合规经营
	依法纳税	税收贡献
	宣扬主流文化	创新主流文化传播价值
股东\债权人	合规公司治理	完善公司治理
	可持续发展	合理的股东回报
	稳定业绩增长	积极管理和维护与投资者的关系 履行债务人义务
员工	保障权益与福利	建立科学薪酬制度
	提供职业培训	全方位的培训体系
	良好的工作环境	开展丰富的员工活动 遵守相关法律法规

×续表	表 4.9 芒果超媒 2020 年利益相关方沟通	
供应商\客户\消费者	诚信经营	公平、透明的采购
	公平采购	建立长期合作关系
	隐私保护	强化信息安全
社区及公众	重视公益宣传	常态化助力公益宣传矩阵
	投身扶贫公益事业	关爱留守儿童
		参与志愿者活动

数据来源：芒果超媒 2020 年社会责任报告

#### 4.3.2.5 价值实现

准确来说，在价值创造过程中的价值实现是指：企业所要实现的目标。而这一目标若是用财务绩效来确立，便是通过各项财务指标来具体体现出来，但这一指标若是通过非财务绩效来体现，则是利用各项非财务指标对其进行衡量。为了将价值实现进行客观、全面的评价，则选取财务指标与非财务指标结合的方法对芒果超媒的价值实现进行具体的评价，外化则表现为经济绩效、环境绩效以及社会绩效三大板块。从前表 4.5 可以看出，芒果超媒在 2019 年与 2020 年这三方面的绩效结果来看，总体表现向好，95%以上的指标均有所提升。这也从侧面印证了芒果超媒目前的价值创造过程具有可持续性，在未来的发展中也会带动财务发展的可持续。

#### 4.3.3 结果讨论

综上，芒果超媒在整个价值创造的过程中，这五个方面环环相扣，并能够在相互沟通交流的基础上完善每一环节的任务，改善环节中存在的有问题的地方，最终帮助企业形成适合其发展的价值认知，并在这一认知的影响下为后续的发展打下坚实的基础。日后，在这样的价值创造流程指导下，未来芒果超媒的财务会实现可持续增长。

#### 4.4 小结

通过运用希金斯模型对芒果超媒目前的财务可持续增长能力进行检验发现，芒果超媒的差异增长率呈现出不稳定且波动较大的趋势，由此可见，过去及目前，

芒果超媒的财务可持续增长表现的均差强人意。但这只反映出过去与当下芒果超媒的情况，财务的发展情况有时会由于各种因素不断变化与发展呈现出滞后效应。基于传统模型下所反映出来的财务状况没有将芒果超媒的内在潜力进行充分的考虑，由此为了使分析结果具有一定的客观性，便基于 ESG 评级对芒果超媒财务可持续增长能力进行综合分析，也得出对于相关利益者来说，芒果超媒具有中长期投资价值，在未来也会迈向高质量发展，从而也侧面印证了芒果超媒在未来会实现财务的可持续增长。最后，秉持着业财融合以及要想实现财务的可持续增长必须实现业务和价值创造流程的可持续发展这一观点，对芒果超媒的价值创造流程进行分析。对于业务来说，最重要的便是在不断发展过程中能够创造出价值，带动企业的财务实现可持续增长。通过分析得知，目前芒果超媒在整个价值创造的过程中业务均具有可持续性，并能在未来发挥出巨大额潜力，将会带动芒果超媒财务实现可持续增长。

## 5 芒果超媒财务可持续增长能力优化建议

传媒行业从之前以较高速度增长的趋势逐渐开始回落，竞争对手数量的不断增加以及时长红利的逐步衰退，对传媒行业中的企业发起了新的挑战。除此之外，经济环境的稳步发展使得企业也更加注重自身发展是否具备可持续性，从以往一味追求速度与数量，逐步将发展重心放在优质内容与特色内容上，对内容进行不断的深耕，各家企业都想在目前经营的基础上形成自己独特的核心竞争力以便于应对严峻、复杂的行业环境。上文指出了芒果超媒在实现财务可持续增长过程中将面临的各类风险，这里提出相应的参考建议，在帮助芒果超媒财务实现可持续增长的同时为同行业内其他公司想要实现财务可持续增长提供借鉴与参考。

### 5.1 抑制盲目扩张冲动，缩小与可持续增长率之间的关系

许多企业在发展的过程中选择用扩大规模效益的方法来让企业在市场环境中获得一定的发展，但是这种粗放式的发展模式在后期却极有可能成为企业面临风险的根源。从影响财务可持续增长的实际增长率与可持续增长率来看，如果出现前者大于后者时，企业可能会出现资金短缺的情况；而当前者小于后者时，代表企业的运营效率不高、资金使用效率不高。当出现以上两种情况，管理者应及时分析导致这种情况的原因，尽可能地缩小两种增长率之间的差距，及时对企业的经营管理模式进行调整，帮助企业实现长期健康的发展。芒果超媒目前实际增长率与可持续增长率之间发展不平衡，所以，芒果超媒需要对这种情况进行准确判断，发现出现这一情况会是长期的还是短期的，在这一基础上及时调整自身的经营策略，使得这两种比率之间的差距变化幅度尽可能的缩小。

### 5.2 有效控制销售费用，制定有助于长期发展的降本规划

销售费用对于每个企业来说，都是一笔必要的花费。但是，任何事物均是过犹不及，对于销售费用这一板块也同样适用，并不是每一笔销售费用的花费都会给企业带来相应的、理想的回报，所以，企业应对销售费用有所规划，利用有限的资源发挥出巨大的效益。要做到对销售费用进行有效的控制，就要对业务发展的事前与事中的销售费用进行有效的控制。芒果超媒应在每个项目内容进行实施

前，对项目所需要的花费进行评估，减少不必要的支出；此外，芒果超媒还应定期进行有效的销售费用分析，判别在已经发生的项目中，哪些项目是存在有降本空间的，通过不断的复盘，制定出有助于芒果超媒长期发展的降本规划。除此之外，芒果超媒还应定期对每个业务项目下设的工作室等进行复盘，判断是否存在组织资源浪费的情况，通过对自身组织架构的合理性进行分析，优化组织结构，减少芒果超媒的销售费用。最后，芒果超媒可以加强以及优化产品投放的消费渠道，结合产品特征定向投放，减少不必要以及低效率的销售费用。

### 5.3 将各方利益结合起来，建立核心人才股权激励计划

社会大环境下，传媒行业中的各家企业所拥有的业务不断多元化，竞争变得越来越激烈，人才成为继技术之后的又一关键制胜点。核心人力资源作为带动企业长期发展的关键要素成为关乎企业生存与发展最重要的命题。芒果超媒目前存在的一大风险便是核心研发人员的流失，2020年较2019年，芒果超媒核心研发人员流失23人，流失率为3.5%，虽然芒果超媒现有针对人才的奖励模式但这一模式仅仅针对工作室人才，没有将核心人才与之进行差异化奖励。所以，建立核心人才股权激励计划，不仅有助于加强核心人才对于企业的忠诚度，而且可以将公司、股东和核心团队的利益结合在一起，为芒果超媒在中长期发展的过程中提供源源不断的核心竞争力，进而提升芒果超媒的财务可持续增长能力。

### 5.4 加强辨识度与市场认可度，提高会员粘性

会员的多少直接对传媒企业的营收起到决定性的作用，有些会员可能只对目前平台中的某各节目感兴趣，所以愿意为之在短时期内付出一定的时间成本、经济成本等。但对着节目以及剧集播出的结束，企业就会流失这部分会员，由此可见，就会对企业的营收有一定的影响。如何将短期的会员变成长期的会员，如何将长期的会员“留”在企业中，成为必须要关注的重要问题。会员收入作为芒果超媒目前收入变现端最主要的一个部分，会员的重要程度不言而喻。随着各家企业的竞争不断激烈，在会员数量上的增长是有限的，那么如何留住现有的会员成为各大企业需要面临的问题之一。芒果超媒可以不断优化小芒电商平台，定期或不定期举行相应的会员活动，通过与芒果TV实现会员共享的形式，不断提升会

员的权益，进而提升会员粘性，同时还有助于其他业务板块的发展。社区化的运营不断受到大众的推崇，芒果超媒也可以建立与会员独特的互动渠道，强化平台与会员之间的关系，不断推崇会员的粉丝化运营，帮助芒果超媒减少获取信息的成本。除此之外，芒果超媒还要在现有线下活动的基础上，不断加强与粉丝之间的互动，扩大自己的社会影响力，在市场中形成一定的辨识度与认可度。

## 5.5 丰富题材内容，突破现有用户圈

用户对于每个企业来说，都是至关重要的，对于芒果超媒这样传媒企业来说这一重要性更加凸显。从当下的发展情景来看，可供用户选择的平台众多自然会将用户的注意力资源分散掉一部分，除了需要增加现有用户的粘性，更需要做的是吸引部分新用户。这就要求，芒果超媒尽可能将自身所制作的内容丰富化，多方面考虑不同的受众群体，将不同群体的喜爱程度客观、合理的做出判断，根据这些判断再将内容丰富，以此来达到增加新用户的目的。目前，芒果超媒的用户主要集中在年轻一代中且大多为 90 后与 00 后，这也芒果超媒制作的内容有很大的关系，芒果超媒应将原来集中在都市、青春、爱情剧集制作题材进行丰富，加入不同年龄段喜好的各类题材内容，譬如：加大布局悬疑、公安、谍战等吸引更多用户，尤其是男性用户。根据芒果超媒用户画像得出，现阶段芒果超媒的用户大多集中在女性方面，通过不断丰富题材内容，可以帮助企业突破现有的用户圈。同时，在市场调研的基础上，加大制作适合不同年龄段的综艺节目，例如：《乘风破浪的姐姐》一反常规偶像规则，邀请 30 位不同年龄段已颇具知名度的女艺人选秀成团，有望吸引其他年龄段女性的关注。

## 5.6 提高付费用户渗透率，构建平台内容生态

用户的忠诚度决定企业的产品好坏，但付费用户是否能够长时间的将注意力放在平台上决定了平台的收入以及价值。对于芒果超媒这样的传媒企业来说，变现的收入大部分需要依靠平台，广告植入获取的收益是由于其制作以及播放的内容多少来决定，需要注意的是，这样的收入是不稳定的。但提高付费会员的渗透将有利于企业的长远发展，因为这不仅代表了大部分受众群体对于平台本身的认可，而且代表企业自身后续的发展也将可持续化。芒果超媒目前主要变现渠道为

会员收入以及广告收入。外部竞争环境的不断变化导致芒果超媒未来在会员数量提速上变现不尽人意，进而影响企业的变现能力。此外，广告主要集中投放在剧集或综艺节目之中，广告主也会深度考量节目质量的高低再决定是否对其展开投资，并且，广告主意愿的不确定性也会对芒果超媒的变现能力进行一定的削弱。若想要长期稳定的发展并在财务上实现可持续增长，除了要提高付费用户的渗透率之外，还要拓宽自身的平台边界，构建平台内容生态，构建新营销矩阵，加强芒果超媒的变现能力，最终实现财务的可持续增长。

## 5.7 组建并参与环境议题的讨论，扩大社会影响力

处在社会大环境中的每个企业都或多少的消耗了一部分资源，随着社会责任这一理念在企业以及行业大环境中的深入，越来越多的群体对于企业在这方面是否表现良好也会有所介意。企业发布社会责任报告，说明企业自身对于社会责任具有足够的重视，但是评价这一行为是否有效以及效果如何，还需要外在的评价机构对其做出评价。加大对资源的可利用以及加强环境的可持续性，对于处在社会中的任何企业与个体来说都很重要，芒果超媒所在的传媒行业对气候的影响也是巨大的，具体体现在芒果超媒在制作内容的同时会设用拍摄设备，就会消耗电资源，拍摄完成之后内容会通过互联网进行播放，这也会对环境造成一点的影响。有且但不限于以上几点，影响环境的因素还存在于许多方面，这些都在隐形当中加大了对环境的负担。芒果超媒应在未来发展的过程中，借助自身平台的优势，尽可能多的组织并参与有关环境议题的讨论，利用优质明星的社会影响力，引导公众更加关注环境方面的问题，除此之外，芒果超媒还可以制作与环境议题有关的综艺节目等，通过科普的方式对综艺节目进行输出，强化公众保护环境的观念，不仅有助于强化芒果超媒在大众心中的印象，而且还会帮助扩大芒果超媒的社会影响力。

## 6 研究结论与未来展望

### 6.1 研究结论

目前，媒介发展模式不断多元化，媒体发展形式也不断丰富，随着受众群体不断扩大，各媒体企业面临的外部环境不断严峻，如何在这样的环境中突出重围成为传媒企业不可避免所要面临的问题。企业若想在财务上实现可持续发展，便要通过不断加强业务的可持续性，通过业务的可持续来助力财务的可持续增长。本文选取芒果超媒作为案例企业进行研究，不仅因为其在行业发展中连续四年实现业绩正增长，还因为其在发展的过程中通过布局生态全产业链，实现上游、中游、下游的良好配合，具有一定的典型性。

基于此，本文从影响芒果超媒的内外部环境进行分析，从而更好的发现芒果超媒目前所面对的机会与威胁，随后便通过分析其目前的财务经营状况，对芒果超媒的各项财务指标进行分析。在此基础上分别从希金斯模型、ESG 绩效及评级、价值创造综合评价三个维度对芒果超媒财务可持续增长能力进行分析，得出以下结论：

第一，了解了芒果超媒的财务状况，就能发现芒果超媒的偿还债务的能力稍有不足；芒果超媒在营运的过程中出现总资产与应收账款周转率的下降；芒果超媒的盈利能力表现有目共睹较为优异，但也需要警惕外部因素带来的风险，尤其是竞争对手方面所带来的影响；在发展能力方面，芒果超媒各相关指标的波动都比较大，这也说明，芒果超媒目前的发展能力不稳定。

第二，通过将各财务模型进行横向与纵向的对比之后，最终选择希金斯模型对芒果超媒财务可持续增长进行评价，通过研究发现芒果超媒目前在有关比率方面的波动也比较不稳定，分别从影响个比率的因素进行分析发现，存在的问题有：收入的不稳定、对于销售方面的花费较大等。总过前文分析，芒果超媒也需要及时调整自身的经营策略，尽可能将两个比率之间的差距稳定下来。

第三，通过 ESG 绩效及评价对芒果超媒目前在治理维度、社会维度、环境维度进行 ESG 评分分析发现，芒果超媒在前两者方面表现较为优异，后者表现则有一定的欠缺，除去不可抗力因素，后续发展中应重视对环境所造成的影响。

但治理方面与社会方面评分之所以表现好,是因为芒果超媒在内部管理与外部沟通层面相关。通过不断加强这两方面的表现,可以进一步为芒果超媒财务可持续增长打下坚实的基础,除此之外,芒果超媒在后续的发展过程中也需积极参与有关环境议题的讨论,运用自身平台的优势,尽可能多的发布有关环境方面的资讯,从而提高芒果超媒的 ESG 评分,更好的促进芒果超媒财务可持续增长。

第四,通过价值创造对芒果超媒的财务可持续增长能力进行综合分析得出,目前芒果超媒在业务流程上具备一定的可持续性,而这一可持续性会带动业务的可持续发展,在这一因素的影响下,为芒果超媒未来的财务可持续性提供了更大的可能。

总而言之,未来传媒企业的发展将会面临巨大的行业竞争,各企业需从内部发掘增长点,进而推动财务业绩的不断提高。芒果超媒在未来发展的过程中,业务将发挥出巨大的优势,有足够的去赋能财务的可持续增长。

## 6.2 未来展望

财务如何才能实现可持续增长是每个企业与各方研究人员倾尽全力去探讨的一个话题,它不仅与企业的业务具有紧密的联系,还与企业的各项流程具有一定的联系。芒果超媒作为行业中第一家扭亏为盈的企业,通过自身所面临的问题,对于行业中其他企业具有一定的借鉴意义。本文在评价芒果超媒财务可持续增长能力时尽可能将影响这一能力的财务因素与非财务因素进行分析。随着时代的进步以及研究范围的不断拓宽,在未来,研究学者们可以获取到更多的数据,从而使得论证将会变得更加严密,准确度也会更高。

## 参考文献

- [1]Adoli, H. L.& Kilika, J. M. Conceptualizing the role of leadership strategy in the context of strategic management process: A review of literature. In: Journal of Economics and Business, 2020,3(4),1598-1623.
- [2]Afuah,Allan&Tucci,Christopher.Internet Business Models and Strategies[J].Boston Mc Graw Hill,2001.
- [3]Buffarta M.,Croidieub G.,Kim P.H.,Bowmand R.Even winners need to learn: How government entrepreneurship programs can support innovative ventures.Res[J].Policy 2020,49,104-125.
- [4]Cooper V,Molla A.Information systems absorptive capacity for environmentally driven IS-enabled transformation[J]. Inf. Syst.J.2017,27,379-425.
- [5]Frederic Delmar, Per Davidson, William Gartner. Arriving at the High-growth Firm[J], Journal of Business Venturing,2003,3:189.
- [6]Furr N., Shipilov,A.Digital doesn't have to be disruptive: The best results can come from adaptation rather than reinvention[J].Harv.Bus.Rev.2019, 94-97.
- [7]Godfrey A,Seiders K,Voss G B.Enough Is Enough! The Fine Line in Executing MultichannelRelationalCommunication[J].Journalof Marketing,2011,75(4):94-109.
- [8]Grewal D,Roggeveen A L,NordfaLt J. The Future of Retailing[J].Journal of Retailing,2017,93(1):1-6.
- [9]Robert C. Higgins. Analysis for Financial Management, Eight Edition[M]. New York:Mc Graw-Hill Companies, Inc.1977.
- [10]Lalit Arora, Shailendra Kumar, Piyush Verma. The anatomy of sustainable growth rate of Indian manufacturing firms[J].Global Business Review , 2018,19(4),1050-1071, .
- [11]Larke R,Kilgour M,O' Connor H, et al.Build touchpoints and they will come:transitioning to omnichannel retailing[J].International journal of physical distribution & logistics management,2018(4):465-483.
- [12]Linder J C,Cantrell S.Five business-model myths that hold companies back [J]. Strategy & Leadership,2001,29(6):13-18.

- [13]Macnamara, J.: Remodelling media: the urgent search for new media business models[J]. Med. Int. Aust. 2010,137, 20–35.
- [14]Norfhadzilahwati Rahim. Sustainable growth rate and firm performance: A case study in Malaysia.[J]International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research 2017 ,3(2), 48-60,.
- [15]Rigby, Darrell.The Future of Shopping.[J].Harvard Business Review,2011.
- [16]Seok-Soo Kim. Sustainable Growth Variables by Industry Sectors and Their Influence on Changes in Business Models of SMEs in the Era of Digital Transformation[J]. Sustainability ,2021,13,7114.
- [17]阿尔弗雷德·拉巴波特.创造股东价值[M].云南人民出版社, 2002,70-118.
- [18]曹阳,戴玉娟.我国中小型制药企业可持续增长能力实证分析—基于上市企业的经验依据[J].卫生软科学, 2018 (32): 14-19.
- [19]董淑兰,陈美茹.企业社会责任对财务可持续增长的影响研究—基于创业板企业数据[J].会计之友, 2014 (20): 7-12.
- [20]詹姆斯.C.范霍恩.现代企业财务管理(第十一版)[M].北京:经济科学出版社,2002.
- [21]高箐,潘婷,章丽群.中国医药制造业上市公司财务可持续增长及影响因素研究[J].上海对外经贸大学学报.2018, 25(02)30-39.
- [22]黄爱双,陈育俭,薛璐璐.商业信用对公司财务可持续增长影响分析[J].吉林工商学院学报, 2017, 33(01)32-36+41.
- [23]蒋尧明,章丽萍,张旭迎.融资与可持续增长视角下的企业财务危机中长期预警模型[J].中央财经大学学报, 2013 (03) 84-89.
- [24]刘绍庆.社会责任履行与企业可持续发展关系研究[J].管理研究. 2020.23,06.
- [25]刘晓宁,郑少锋.房地产上市公司财务战略实证分析—基于可持续增长视角[J].财会月刊, 2014(08):65-68.
- [26]李绮,孙丽. EVA 引入可持续增长率对财务状况的影响—以高新技术企业为例[J].财会通讯, 2017(05):57-60.
- [27]潘立生,李野彬.企业可持续增长性的影响因素研究—基于公司运营环境的视角[J].中国管理信息化, 2021 (01) :55-60.
- [28]裴小兵,尚方剑,蒋伟.基于价值链的生产过程价值增值量化[J].财会通讯, 20

- 19(35):55-58.
- [29]苏利平, 马肖驰.企业财务可持续增长模型改进及实证运用[J].会计之友,2014(10): 41-45.
- [30]苏利平.上市公司可持续增长影响因素指标体系构建及回归分析[J].商业经济研究,2013(18):65-66.
- [31]汤谷良, 游尤. 可持续增长模型的比较分析与案例验证[J]. 会计研究, 2005, (8).
- [32]危小超, 李峰, 杨珈惠. 社会化商务环境下客户价值演化研究[J]. 北京邮电大学学报, 2020 (02): 11-22.
- [33]温素彬, 袁梦, 邵胜华. 管理会计工具及应用案例—基于五要素杜邦系统的可持续增长模型及应用[J]. 会计之友, 2016(11):133-136.
- [34]王晗. 我国上市公司盈利质量与企业可持续发展之间的相关性研究—以中小版企业为例[D]. 西安: 西安工程大学, 2011.
- [35]王慧娟. 基于企业可持续增长思维的投资决策研究[J]. 财会通讯, 2013(5).
- [36]杨黎明, 丁麟赫, 李雪薇. 基于财务视角的可持续增长研究—以 SN 高新技术产业公司为例[J]. 山东工商学院学报, 2020 (05): 71-80.
- [37]徐鹿, 李雨繁. 资源共享助力企业价值创造的路径研究—基于价值网财务管理视角[J]. 会计之友, 2021 (23): 17-22.
- [38]约翰. L. 科雷. 公司战略[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2003.
- [39]杨淼, 陈楚, 陈菡彬. 风险投资、创新战略与企业财务可持续性[J]. 会计之友, 2018 (19): 81-87.
- [40]闫华红, 孙明菲. 可持续增长下的财务战略研究[J]. 经济管理与研究, 2011(2): 94-102.
- [41]叶萌, 蚁琦. 企业可持续增长的影响因素[J]. 东方企业文化, 2013(3):245.
- [42]中国互联网络信息中心(CNNIC). 中国互联网络发展状况统计报告[R].2020.
- [43]赵华, 彭博, 张鼎祖.财务风险约束下的财务可持续增长测度模型研究[J].长沙理工大学学报, 2010 (03): 12-17.
- [44]邹瑞山.公司融资策略中可持续增长模型应用研究[J].财会通讯, 2020 (04): 110-114.
- [45]詹姆斯.C.范霍恩.现代企业财务管理(第十一版)[M].北京:经济科学出版社,200

2.

- [46]曾晖.青海省上市公司财务可持续发展分析——基于希金斯 SGR 模型[J].商业会计,2016(01):42-43.
- [47]周泽将,刘文惠,刘中燕.女性高管对公司财务行为与公司价值的影响研究评述[J].外国经济与管理,2012(34):73-81.
- [48]周泽将,刘中燕,胡瑞.CEO vs CFO: 女性高管能否抑制财务舞弊行为[J].上海财经大学学报,2016(18):50-63.
- [49]张兰,刘桂英.基于价值创造的企业可持续增长临界分析[J].财会通讯,2012(20):61-62.

## 后 记

转眼间，我的三年研究生生活就要结束了，还记得初来学校的喜悦，还记得第一次来到大西北的感受，还记得第一次吃到真正的牛肉面那种快乐，还记得第一次黄河边的夜话...兰州这个城市带给我许多新奇的体验，也带给我无尽的遐想，感谢我来到这个城市的每一分、每一秒，以后都将是我人生浓墨重彩的一笔。遥遥无期的日子，终于在无意间来临，有不舍、有遗憾、有快乐、也有无尽的想念。

感谢我的导师，不仅教会我做事认真勤勉，也教会我如何更好地对待生活。读研期间，老师与我的交谈每次都是温柔体贴，细心地回答我的困惑，没有丝毫不耐烦；论文选题之初，老师凌晨还在与我沟通，仔细聆听我每一个想法；论文写作过程中，老师对每一个细节都不放过，力求做到最好。生活中，老师随性洒脱的人生态度也最令我钦佩，亦师亦友，不胜感激。

感谢我的爸爸妈妈，从小到大给予我无限的宠爱，支持我做自己喜欢的事情，不求把我培养成样样精通，但喜欢的都会让我涉猎，妈妈温和如水，爸爸沉稳严厉，最好的搭档莫过于此。在我成长的过程中，不仅教会我如何面对困难，也教会我如何变得坚强。

感谢我亲爱的朋友们，虽然我们不是常联系，但我们彼此知道大家一直都在，还记得小边半夜给我打电话说有关她的趣闻轶事；还记得蓉蓉和我分享她初谈恋爱的美好，还记的我和老妹隔着半个大洋讨论疫情什么时候才会让我们见面。作为独生子女的我，非常庆幸从十几岁开始一直陪我到现在的老妹，虽然爱无言说，但我们依然是最懂彼此的人。

谢谢小张，让我体会了爱情最初的模样，八年的恋爱即将步入新的阶段，每每想起都会觉得不可思议，少年不惧岁月长，彼方尚有荣光在，即使山高路远，我也愿意为你而来。