

# 2025年半年报点评：业绩阶段性承压，核心主业彰显韧性

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628	14,080	13,124	14,107	15,045
同比(%)	4.66	(3.75)	(6.79)	7.50	6.65
归母净利润(百万元)	3,556	1,364	1,507	1,758	2,044
同比(%)	90.73	(61.63)	10.48	16.66	16.24
EPS-最新摊薄(元/股)	1.90	0.73	0.81	0.94	1.09
P/E(现价&最新摊薄)	13.63	35.51	32.14	27.55	23.70

关键词：#新产品、新技术、新客户

## 投资要点

- 事件：**芒果超媒发布2025年半年度报告。25H1营业收入59.64亿元，yoy-14.31%；归母净利润为7.63亿元，yoy-28.31%；扣非净利润为6.10亿元，yoy-33.15%。业绩下滑的主要原因在于传统电商业务板块收入下降，同时，为巩固核心竞争力而持续加大在优质内容和技术研发上的战略性投入，导致成本上升，对当期利润造成压力。虽然总成本随收入下降而减少了11.56%，但核心的芒果TV互联网视频业务营业成本却上涨了11.78%。这直接导致该业务毛利率同比下降8.6pct至27.49%。成本的增加主要系公司在头部内容上的投入。25H1公司研发投入达1.60亿元，yoy+26.41%，主要投向自研的芒果大模型及AIGC应用。
- 主动收缩电商业务致整体收入下降，而互联网视频业务表现稳健，用户粘性持续提升：**1) 2025H1芒果超媒的营收与利润双双下滑，从分部数据来看，下滑主要归因于内容电商业务的收缩。该板块上半年实现收入4.47亿元，yoy-67.09%。快乐购调整经营策略，积极优化传统电商业务结构。公司正主动缩减或剥离盈利能力较弱、协同效应不高的传统电视购物业务，以集中资源发展核心主业。小芒电商首次实现半年度盈利。通过开设线下旗舰店、联动IP开发潮流周边商品，小芒电商正逐步构筑从内容观看互动消费的商业闭环。2) 相比之下，作为公司基本盘的芒果TV互联网视频业务表现稳健，实现收入48.83亿元，yoy-1.50%。在长视频行业广告市场整体承压的背景下，核心业务能维持相对稳定，体现了业务韧性和用户粘性。其中：①会员业务实现营业收入24.96亿元，同比略有增长。25H1芒果TV月活均值同比增长14.24%，得益于公司持续输出的优质独家内容，成功吸引并留存了核心用户群体。②广告业务实现营业收入15.87亿元。③运营业务实现营业收入8亿元，同比增长约7%，重新步入增长通道，得益于公司在IPTV、OTT领域的牌照优势和内容优势，以及大屏治理取得的阶段性成果。
- 盈利预测与投资评级：**我们认为芒果超媒正处在战略调整和蓄力期。公司主动优化业务结构，并为巩固长期护城河而在内容与技术上加大投入，是导致短期利润下滑的主要原因。虽然短期业绩承压，但其长期发展逻辑依然清晰。随着广告市场的逐步复苏和公司在剧集领域的持续发力，芒果TV的广告和会员业务有望重拾增长。我们将2025-2027年归母净利润预测从18/21/23亿元下调至15/18/20亿元，当前股价对应2025-2027年PE分别为32/28/24倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济与政策风险，市场竞争风险，影视内容上线后不及预期风险，AI技术进步不及预期风险。

2025年08月28日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 张文雨

执业证书：S0600525070007  
zhangwy@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	25.60
一年最低/最高价	18.07/32.10
市净率(倍)	2.09
流通A股市值(百万元)	26,155.52
总市值(百万元)	47,890.45

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.23
资产负债率(% ,LF)	29.91
总股本(百万股)	1,870.72
流通A股(百万股)	1,021.70

## 相关研究

《芒果超媒(300413)：2024年报及2025Q1季报点评：优质剧集拉动会员数和付费，会员收入首破50亿元大关》

2025-05-02

《芒果超媒(300413)：2024年第三季度财报点评：综艺及剧集播放量齐增，会员规模再创新高》

2024-10-29

## 芒果超媒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
	流动资产	17,872	16,259	18,704	21,334	营业收入	14,080	13,124	14,107
货币资金及交易性金融资产	5,508	3,350	5,203	7,290	营业成本(含金融类)	9,992	9,409	10,052	10,598
经营性应收款项	6,397	5,980	6,417	6,821	税金及附加	72	85	91	97
存货	1,332	1,254	1,340	1,412	销售费用	1,991	1,855	1,995	2,187
合同资产	924	862	926	988	管理费用	440	410	413	410
其他流动资产	3,712	4,814	4,818	4,822	研发费用	264	250	278	300
非流动资产	14,658	17,175	17,032	16,898	财务费用	(189)	(207)	(251)	(306)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	45	43	46	49
固定资产及使用权资产	368	338	307	307	投资净收益	285	153	173	222
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	8,696	8,696	8,696	8,696	减值损失	(98)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	(85)	(74)	(76)
长期待摊费用	94	117	141	165	营业利润	1,742	1,430	1,674	1,952
其他非流动资产	5,500	8,024	7,888	7,730	营业外净收支	21	29	28	26
资产总计	32,530	33,434	35,737	38,232	利润总额	1,763	1,459	1,702	1,978
流动负债	9,803	9,209	9,810	10,327	减:所得税	420	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	121	121	121	净利润	1,343	1,459	1,702	1,978
经营性应付款项	7,203	6,783	7,246	7,640	减:少数股东损益	(21)	(48)	(56)	(66)
合同负债	1,322	1,232	1,325	1,413	归属母公司净利润	1,364	1,507	1,758	2,044
其他流动负债	1,166	1,073	1,118	1,153					
非流动负债	197	198	198	198	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.81	0.94	1.09
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,286	1,253	1,451	1,672
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	7,215	2,283	2,481	1,672
租赁负债	145	145	145	145					
其他非流动负债	52	53	53	53					
负债合计	10,000	9,407	10,008	10,525	毛利率(%)	29.03	28.30	28.74	29.56
归属母公司股东权益	22,489	24,034	25,793	27,837	归母净利率(%)	9.69	11.49	12.46	13.59
少数股东权益	41	(7)	(64)	(130)					
所有者权益合计	22,530	24,027	25,729	27,707	收入增长率(%)	(3.75)	(6.79)	7.50	6.65
负债和股东权益	32,530	33,434	35,737	38,232	归母净利润增长率(%)	(61.63)	10.48	16.66	16.24

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
	经营活动现金流	(25)	1,958	2,750	1,939	每股净资产(元)	12.02	12.85	13.79
投资活动现金流	(7,685)	(4,718)	(1,451)	(407)	最新发行在外股份 (百万股)	1,871	1,871	1,871	1,871
筹资活动现金流	(288)	48	0	0	ROIC(%)	4.41	5.32	5.77	6.20
现金净增加额	(7,997)	(2,713)	1,299	1,532	ROE-摊薄(%)	6.07	6.27	6.82	7.34
折旧和摊销	5,929	1,030	1,030	0	资产负债率(%)	30.74	28.14	28.00	27.53
资本开支	(165)	(1,107)	(1,046)	(50)	P/E (现价&最新股本摊薄)	35.51	32.14	27.55	23.70
营运资本变动	(7,529)	(41)	9	(26)	P/B (现价)	2.15	2.02	1.88	1.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

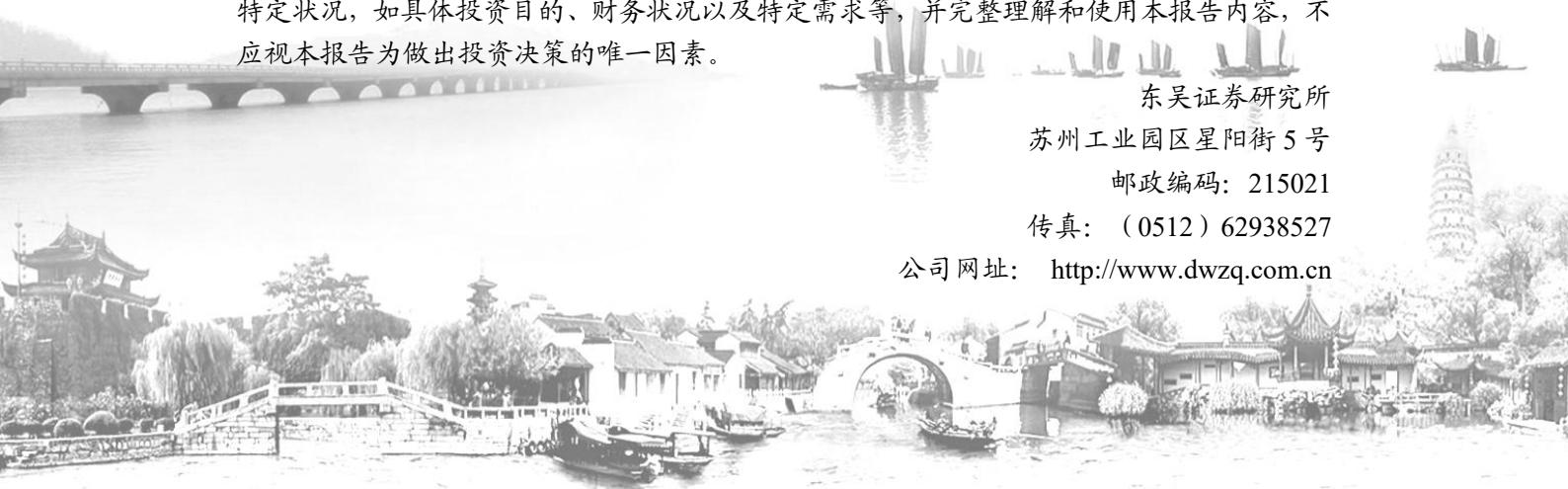
### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>