

芒果超媒 (300413.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

广告修复可期，关注内容上线及 AIGC 布局

业绩简评

- 2023年4月21日，公司披露22年业绩及23年一季报，22年营收137.0亿元/yoy-10.8%，归母净利润18.2亿/yoy-13.7%；1Q23收入30.6亿/yoy-2.2%，归母净利润5.4亿/yoy+7.4%。

经营分析

- 广告短期承压，会员量创新高，运营业务稳健增长，内容电商快速发展。1) 广告：22年营收39.9亿元/yoy-26.8%，H2同比降幅较H1收窄10.4pct，H2广告承压程度改善；2) 会员：22年营收39.2亿/yoy+6.2%，年末有效会员5916万人/yoy+17.4%，创新高，主要系《披荆斩棘2》《声生不息·港乐季》《消失的孩子》等优质内容的拉动+会员活动营销等促进。3) 运营商：22年收入25.1亿/yoy+18.4%，增长稳健。4) 内容电商：22年收入21.4亿/yoy-1.0%，疫情下仍保持稳健，其中小芒电商全年GMV为21年的7倍，DAU峰值206万。
- 22年归母净利率稳健，1Q23盈利水平回升。22年公司归母净利率13.3%/yoy-0.45pct，毛利率33.8%/yoy-1.7pct，我们认为主要系成本较刚性，而产生的收入收缩，由于费率稳定，销售费率/管理费率/研发费率同比-0.17/+0.02/-0.06pct，理财产品收益使投资收益占营收比重同比+0.73pct；1Q23销售费率同比-3.2pct，抵消毛利率下滑（同比-2.6pct）的影响，归母净利率同比+1.6pct至17.3%。
- 广告修复可期，23年产品线丰富，关注内容上线及公司的AIGC布局。1) 23年2、3月社零总额当月同比分别+3.5%/10.6%，截至23年3月社零总额累计同比+5.8%，消费回暖；2) 《声生不息·宝岛季》等内容热播中，关注《乘风破浪2023》《大宋少年志2》等优质内容的上线；3) 23年公司将以AIGC和虚实结合互动为产品技术创新的主攻方向，探索AIGC与媒体业务的结合，结合虚拟人等内容生产需求打造虚拟互动空间。

盈利预测、估值与评级

- 我们认为，23年业绩修复可期，长期看好公司自制优质内容优势及IP价值，预计23-25年EPS为1.18/1.41/1.66元，对应PE为27.76/23.08/19.71X，维持“买入”评级。

风险提示

- 会员增长及广告修复不及预期；内容监管风险；竞争加剧

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

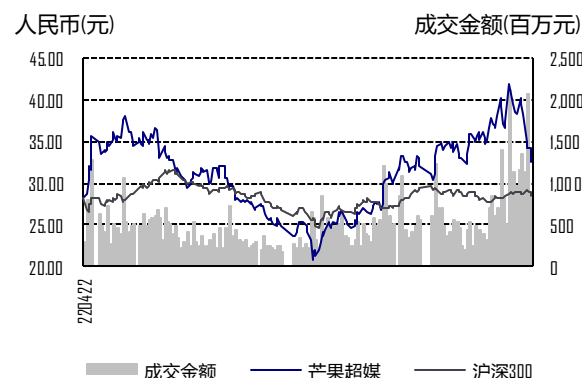
联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.64元

相关报告：

- 《会员业务稳健，广告承压不改长期逻辑-芒果超媒22年三季报点评》，2022.10.25
- 《疫情影响短期，关注疫后修复及内容上线-芒果超媒22年中报点评》，2022.8.18
- 《内容储备丰富，关注2Q22精品内容陆续上线-芒果超媒业绩点评》，2022.4.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,356	13,704	15,977	17,986	19,723
营业收入增长率	9.64%	-10.76%	16.59%	12.57%	9.66%
归母净利润(百万元)	2,114	1,825	2,199	2,646	3,098
归母净利润增长率	6.66%	-13.68%	20.51%	20.31%	17.07%
摊薄每股收益(元)	1.130	0.976	1.176	1.414	1.656
每股经营性现金流净额	0.30	0.29	3.55	3.86	4.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.46%	9.68%	10.59%	11.44%	11.94%
P/E	50.63	30.77	27.76	23.08	19.71
P/B	6.31	2.98	2.94	2.64	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,006	15,356	13,704	15,977	17,986	19,723
增长率		9.6%	-10.8%	16.6%	12.6%	9.7%
主营业务成本	-9,230	-9,905	-9,067	-10,387	-11,553	-12,602
%销售收入	65.9%	64.5%	66.2%	65.0%	64.2%	63.9%
毛利	4,775	5,450	4,637	5,590	6,433	7,121
%销售收入	34.1%	35.5%	33.8%	35.0%	35.8%	36.1%
营业税金及附加	-22	-27	-90	-80	-90	-99
%销售收入	0.2%	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,164	-2,469	-2,180	-2,528	-2,844	-3,004
%销售收入	15.5%	16.1%	15.9%	15.8%	15.8%	15.2%
管理费用	-629	-696	-624	-749	-816	-879
%销售收入	4.5%	4.5%	4.6%	4.7%	4.5%	4.5%
研发费用	-184	-272	-235	-304	-337	-350
%销售收入	1.3%	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	1,775	1,986	1,508	1,929	2,346	2,790
%销售收入	12.7%	12.9%	11.0%	12.1%	13.0%	14.1%
财务费用	87	101	131	88	99	108
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-89	-112	-168	-34	0	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	37	133	80	80	80
%税前利润	4.1%	1.8%	7.5%	3.6%	3.0%	2.6%
营业利润	2,006	2,136	1,725	2,163	2,624	3,075
营业利润率	14.3%	13.9%	12.6%	13.5%	14.6%	15.6%
营业外收支	-20	-21	41	35	20	20
税前利润	1,987	2,114	1,766	2,198	2,644	3,095
利润率	14.2%	13.8%	12.9%	13.8%	14.7%	15.7%
所得税	-7	0	0	0	0	0
所得税率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	1,979	2,114	1,766	2,197	2,644	3,095
少数股东损益	-3	0	-59	-2	-2	-3
归属于母公司的净利润	1,982	2,114	1,825	2,199	2,646	3,098
净利率	14.2%	13.8%	13.3%	13.8%	14.7%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,979	2,114	1,766	2,197	2,644	3,095
少数股东损益	-3	0	-59	-2	-2	-3
非现金支出	4,525	5,018	5,314	4,652	4,752	4,902
非经营收益	-67	-29	-109	-72	-94	-96
营运资金变动	-5,857	-6,541	-6,419	-134	-74	-168
经营活动现金净流	581	562	552	6,643	7,228	7,733
资本开支	-70	-193	-187	-4,816	-5,140	-5,110
投资	260	244	0	0	0	0
其他	4	-3,244	841	80	80	80
投资活动现金净流	194	-3,193	654	-4,736	-5,060	-5,030
股权募资	0	4,497	286	0	0	0
债权募资	-310	30	1,569	-1,152	0	0
其他	-192	-300	-309	-323	-286	-285
筹资活动现金净流	-502	4,227	1,545	-1,475	-286	-285
现金净流量	273	1,597	2,751	431	1,881	2,418

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,336	6,974	9,687	10,082	11,937	14,336
应收款项	3,192	3,966	4,763	5,133	5,689	6,119
存货	1,660	1,690	1,600	1,645	1,706	1,861
其他流动资产	2,736	6,271	5,385	5,909	6,263	6,473
流动资产	12,925	18,901	21,435	22,769	25,595	28,789
%总资产	67.1%	72.4%	73.8%	74.4%	75.6%	77.2%
长期投资	23	24	88	88	88	88
固定资产	187	184	165	172	180	187
%总资产	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
无形资产	6,129	6,790	7,155	7,426	7,834	8,067
非流动资产	6,341	7,210	7,615	7,849	8,257	8,489
%总资产	32.9%	27.6%	26.2%	25.6%	24.4%	22.8%
资产总计	19,266	26,111	29,050	30,618	33,852	37,278
短期借款	40	83	1,109	0	0	0
应付款项	6,090	6,032	6,608	7,042	7,775	8,244
其他流动负债	2,457	2,770	2,343	2,736	2,898	3,058
流动负债	8,587	8,885	10,060	9,779	10,673	11,301
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	229	183	116	93	76
负债	8,644	9,114	10,243	9,895	10,766	11,377
普通股股东权益	10,588	16,966	18,851	20,769	23,135	25,952
其中：股本	1,780	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
未分配利润	3,882	5,746	7,307	9,226	11,591	14,408
少数股东权益	33	31	-44	-46	-49	-51
负债股东权益合计	19,266	26,111	29,050	30,618	33,852	37,278

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.113	1.130	0.976	1.176	1.414	1.656
每股净资产	5.947	9.069	10.077	11.102	12.367	13.873
每股经营现金净流	0.326	0.300	0.295	3.551	3.864	4.134
每股股利	0.130	0.130	0.130	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	18.72%	12.46%	9.68%	10.59%	11.44%	11.94%
总资产收益率	10.29%	8.10%	6.28%	7.18%	7.82%	8.31%
投入资本收益率	16.59%	11.63%	7.57%	9.31%	10.16%	10.77%
增长率						
主营业务收入增长率	12.04%	9.64%	-10.76%	16.59%	12.57%	9.66%
EBIT 增长率	57.19%	11.88%	-24.06%	27.91%	21.58%	18.95%
净利润增长率	71.42%	6.66%	-13.68%	20.51%	20.31%	17.07%
总资产增长率	12.81%	35.53%	11.26%	5.40%	10.56%	10.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.8	72.4	84.6	80.0	80.0	78.0
存货周转天数	70.7	61.7	66.2	59.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	203.0	187.5	197.2	185.0	185.0	180.0
固定资产周转天数	4.9	4.4	4.4	3.9	3.7	3.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.87%	-60.61%	-59.94%	-61.66%	-63.38%	-65.76%
EBIT 利息保障倍数	-20.5	-19.6	-11.5	-22.0	-23.7	-25.7
资产负债率	44.87%	34.90%	35.26%	32.32%	31.80%	30.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-19	买入	51.55	N/A
2	2021-10-29	买入	38.13	N/A
3	2022-03-01	买入	34.13	N/A
4	2022-04-25	买入	28.33	N/A
5	2022-08-18	买入	30.59	N/A
6	2022-10-25	买入	23.18	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402