

评级： 买入

李甜露

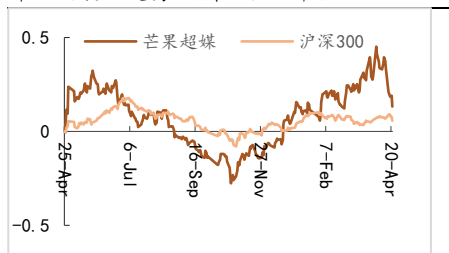
联席首席分析师

SAC 执证编号：S0110516090001

litianlu@sczq.com.cn

电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	32.64
一年内最高/最低价 (元)	44.00/20.68
市盈率 (当前)	32.79
市净率 (当前)	3.15
总股本 (亿股)	18.71
总市值 (亿元)	610.60

资料来源：聚源数据

相关研究

- 广告收入下滑拖累业绩，内容力保证核心优势
- 坚持内容为本，探索破局之路
- 扎根长视频，进军新赛道

核心观点

- **事件：**芒果超媒披露 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营业收入 137.04 亿元，同比增长-10.76%；归母净利润 18.25 亿元，同比增长-13.68%；扣非归母净利润 15.87 元，同比增长 22.94%。2023 年一季度，公司实现营业收入 30.56 亿元，同比增长-2.16%；归母净利润 5.45 亿元，同比增长 7.39%；扣非归母净利润 5.20 亿元，同比增长 9.55%。
- **综艺领头羊地位牢固，内容制作业务降本增效毛利提升。**2022 年，公司旗下 24 个节目制作团队继续打造全行业极具竞争力与市场价值的自制综艺体系，25 个影视制作团队和 34 家“新芒计划”战略工作室积极开展台网融合创新，不断巩固公司内容自制优势。在行业降本增效的趋势之下，公司内容业务实现收入 11.18 亿元，同比收缩 40%，但毛利率提升 2 个 pct。公司旗下芒果 TV 综艺领头羊地位通过持续不断推出优质节目得以巩固，全年共上线 77 档各类综艺节目，包括《乘风破浪第三季》《大侦探第七季》《密室大逃脱第四季》和《披荆斩棘第二季》4 档综 N 代节目、献礼香港回归 25 周年的创新节目《声生不息·港乐季》，高口碑的衍生综艺《快乐再出发》续作《快乐再出发第二季》等。芒果 TV 全年上线重点影视剧、“大芒计划”微短剧等各类影视剧 163 部，其中芒果季风上线 5 部台网剧、4 部网剧。
- **受行业环境影响，2022 年广告业务承压，影响全年收入利润水平下滑。**2022 年，芒果 TV 互联网视频业务基本盘地位稳固，实现营业收入 104.18 亿元，占公司营收 76%，其中广告业务受行业环境影响较大，实现收入 39.94 亿元，同比减少 14.59 亿元，同比下滑 27%。面对互联网广告行业景气度下滑的不利影响，公司积极应对：芒果 TV 升级联合招商机制，从单平台的内容营销升级为双平台、多圈层、全链路的立体营销体系，同时创新营销策略，提供一揽子专项营销方案，争取独家预算，多家重点客户合作金额逆势增长；上线超级秀、裸眼 3D 秀等广告新形式，下半年新拓展非贴片类广告品牌 32 个，实现非贴片硬广增收。
- **会员规模再创新高，定制综艺等特色内容运营成效显著。**2022 年，芒果 TV 会员业务保持健康增长：年末有效会员数达 5916 万，同比增长 17%，全年会员业务收入达 39.15 亿元，同比增长 6.15%，营收占比接近公司广告业务。芒果 TV 打造芒果特色内容运营体系，针对重点 IP 进行系列开发，上线《快乐再出发》《欢迎来到蘑菇屋》等会员定制综艺；推出“纳凉季”“甄选季”等多个主题季整合营销活动和向往卡、密逃卡、天下长河卡等多款 IP 限定卡，满足不同消费群体需求；强化渠道覆盖和拉新，打造中国移动“芒果卡”、华芒融合会员等重磅会员产品。
- **运营商业务增长稳健，小芒电商 GMV 是 2021 年的 7 倍。**2022 年，公司运营商业务实现营业收入 25.09 亿元，同比增长 18.36%，省外业务依托与三大运营商持续深化大屏业务全国布局，省内业务试点“芒果大电

视会员”等业务，增值收入规模和用户粘性得到提升。公司内容电商业  
务全年实现收入 21.36 亿元，同比保持稳态，毛利率提升 0.6 个 pct，小  
芒电商在 2022 年完成首轮融资，坚持“新潮国货内容电商平台”定位，  
全年 GMV 达到上一年度的 7 倍，DAU 峰值达 206 万，业务发展成效  
初显。

- **投资建议：**公司受益于湖南广电双平台联动共生优势，同时始终秉承内  
容创新基因，23 年综艺片单包括《青年π计划》《声生不息·宝岛季》  
《全员加速中》《乘风 2023》等一批重点项目，继续保持 40%以上创新  
节目孵化。公司业绩有望在宏观环境不断改善的背景下得以修复，重归  
稳健增长轨道。预计公司 2023-2025 年营业收入为 155.13/178.57/202.23  
亿元，同比增加 13.2%/15.1%/13.2%，归母净利润分别为  
21.74/26.75/31.27 亿元，同比增加 19.1%/23.0%/16.9%，对应 PE 为  
28/23/20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，消费不及预期，技术进步不及预期。

#### 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	137.04	155.13	178.57	202.23
营收增速(%)	-10.8%	13.2%	15.1%	13.2%
净利润(亿元)	18.25	21.74	26.75	31.27
净利润增速(%)	-13.7%	19.1%	23.0%	16.9%
EPS(元/股)	0.98	1.16	1.43	1.67
PE	33	28	23	20

资料来源：Wind，首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表(百万元)					现金流量表(百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,435	27,029	31,315	35,582	经营活动现金流	552	3,018	3,208	2,877
现金	9,687	14,454	17,488	20,285	净利润	1,825	2,174	2,675	3,127
应收账款	3,235	3,626	4,132	4,570	折旧摊销	5,081	753	675	606
其它应收款	929	931	1,071	1,247	财务费用	24	16	15	-31
预付账款	1,650	1,857	2,135	2,403	投资损失	-133	-186	-223	-268
存货	1,600	1,785	2,034	2,285	营运资金变动	-6,189	316	129	-484
其他	3,838	4,017	4,338	4,535	其它	2	15	21	23
非流动资产	7,615	7,013	6,434	6,165	投资活动现金流	654	-285	-238	-337
长期投资	4	5	5	5	资本支出	-5,583	-168	-114	-311
固定资产	165	147	132	401	长期投资	20	-1	0	0
无形资产	6,965	6,269	5,642	5,078	其他	6,217	-116	-124	-26
其他	398	379	362	388	筹资活动现金流	1,545	2,035	63	256
资产总计	29,050	34,042	37,749	41,747	短期借款	1,026	1,018	1,018	1,018
流动负债	10,060	13,182	14,541	15,751	长期借款	8	0	0	0
短期借款	1,058	2,076	3,094	4,112	其他	478	998	-905	-660
应付账款	4,836	5,335	6,012	6,800	现金净增加额	2750	4767	3034	2797
其他	131	140	100	100	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
非流动负债	183	192	192	192	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	-10.8%	13.2%	15.1%	13.2%
其他	183	192	192	192	营业利润	-19.2%	19.5%	23.5%	17.1%
负债合计	10,243	13,374	14,733	15,943	归属母公司净利润	-13.7%	19.1%	23.0%	16.9%
少数股东权益	-44	-113	-196	-293	获利能力				
归属母公司股东权益	18,851	20,781	23,212	26,097	毛利率	33.8%	34.9%	35.6%	35.5%
负债和股东权益	29,050	34,042	37,749	41,747	净利率	12.9%	13.6%	14.5%	15.0%
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	9.7%	10.5%	11.6%	12.1%
营业收入	13,704	15,513	17,857	20,223	ROIC	8.7%	9.3%	10.4%	10.7%
营业成本	9,067	10,103	11,500	13,046	偿债能力				
营业税金及附加	90	47	54	61	资产负债率	35.3%	36.5%	39.4%	40.8%
营业费用	2,180	2,513	2,875	3,215	净负债比率	6.9%	11.2%	14.5%	16.9%
研发费用	235	248	286	324	流动比率	2.1	2.1	2.2	2.3
管理费用	624	698	821	910	速动比率	2.0	1.9	2.0	2.1
财务费用	-131	16	15	-31	营运能力				
资产减值损失	-50	-45	-40	-40	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	4.3	4.5	4.6	4.6
投资净收益	133	186	223	268	应付账款周转率	1.9	2.0	2.0	2.0
营业利润	1,725	2,062	2,546	2,983	每股指标(元)				
营业外收入	45	48	51	53	每股收益	0.98	1.16	1.43	1.67
营业外支出	4	5	5	5	每股经营现金	0.27	1.61	1.72	1.54
利润总额	1,766	2,105	2,592	3,031	每股净资产	10.08	11.11	12.41	13.95
所得税	0	0	0	1	估值比率				
净利润	1,766	2,105	2,592	3,030	P/E	33	28	23	20
少数股东损益	-59	-69	-83	-97	P/B	3	3	3	2
归属母公司净利润	1,825	2,174	2,675	3,127					
EBITDA	6,716	2,873	3,282	3,606					
EPS(元)	0.98	1.16	1.43	1.67					

## 分析师简介

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖领域为互联网与文化传媒。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现