

小芒电商 GMV 高增长，探索 AIGC 新应用场景

芒果超媒(300413)

评级:	增持	股票代码:	300413
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	44.0/20.68
目标价格:		总市值(亿)	546.62
最新收盘价:	29.22	自由流通市值(亿)	298.54
		自由流通股数(百万)	1,021.70

►事件概述

根据芒果超媒最新披露的半年报，公司 2023 年上半年实现营业收入 66.89 亿元，同比下降-0.37%，实现归母净利润 12.51 亿元，同比增长 5.04%。

►8 档综艺节目入选 TOP20，创新优质内容传递大国担当

根据云合数据，2023 上半年 TOP20 头部综艺累计有效播放 65 亿，同比上涨 2%，占总有效播放比例为 50%，同比提升 2 个百分点。根据公司半年报，芒果 TV 上线 39 档各类综艺节目，《乘风 2023》《声生不息·宝岛季》《大侦探第八季》《女子推理社》等 8 档节目，入选 2023 年上半年网络综艺有效播放 TOP20（云合数据），持续夯实综艺领头羊地位。《乘风 2023》获外交部和多国大使馆、主流媒体重点推荐，在影响力、传播力、话题度上均取得全新突破，成为首档全网热搜破万综艺。《声生不息·宝岛季》推动两岸同胞心意相通。在海内外播出后产生强烈反响。

►广告收入降幅收窄，运营商收入稳定增长，与移动、阿里深入会员合作

2023 年上半年，公司广告业务营业收入 17.90 亿元，同比下降 17.23%，降幅明显收窄；运营商业务实现营业收入 13.89 亿元，同比增长 15.18%；会员业务实现营业收入 19.61 亿元，同比增长 5.54%。根据公司半年报，上半年公司与中国移动合作在湖南省内试点推出的“芒果卡”新增用户突破百万，7 月 16 日，公司与中国移动联合举行中国移动动感地带芒果卡发售会，以“内容+网络+应用”产品模式全新升级用户权益的动感地带芒果卡进行全国发售。8 月 3 日，芒果 TV 与淘宝天猫正式达成合作，淘宝天猫 88VIP 会员新增芒果 TV 会员年卡权益，此次合作是 88VIP 首次与阿里生态以外视频平台进行权益合作。

►小芒电商保持高速发展态势，收购金鹰卡通、探索 AIGC 新技术应用场景

小芒电商 2023 年上半年 GMV 已超过去年全年 GMV 总额，继续保持高速发展态势。小芒电商先后打造多款品牌热销品，首个自营潮服品牌“南波万”实现从单品到品牌的跃迁，为合作品牌提供更具商业价值的成长样板。

根据公司 7 月 26 日公告，公司拟以自有资金现金收购控股股东芒果传媒持有的金鹰卡通 100%股权，交易价格为 8.35 亿元，其中业绩承诺为标的公司 2023/2024/2025 年度净利润不低于 4625.38/5414.25/5969.47 万元。

公司持续创新用户交互，探索 AIGC 等新技术应用场景，上线“嗨聊派对”全站聊天大厅，目前已有百万日活用户，推出拟人化 AI 产品，将“拟人大模型”与特色 IP 内容联动，引入《大宋少年志 2》AI 角色，建立 AI 社交系统，试水 AI 聊天付费场景。

►投资建议：维持“增持”评级

结合公司最新财报数据及主营业务发展情况，我们调整公司 2023-2025 年营收 182.61/202.47/（未预测）亿元的预测至 156.84/178.16/198.52 亿元，调整 2023-2025 年归母净利润 28.22/31.88/（未预测）亿元的预测至 20.37/22.62/24.35 亿元，调整 EPS 1.51/1.70/（未预测）元的预测至 1.09/1.21/1.30 元，对应 2023 年 8 月 18 日 29.22 元/股收盘价，PE 分别为 27、24、22 倍。公司为国资新媒体平台的标杆，业务优质，资产稀缺，目前估值水平处于历史低位，我们看好公司股价的上涨空间，维持“增持”评级。

►风险提示

拟收购事项尚未完成，存在不确定性；行业监管风险；人才流失风险；新业务拓展不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,356	13,704	15,684	17,816	19,852
YoY (%)	9.6%	-10.8%	14.4%	13.6%	11.4%
归母净利润(百万元)	2,114	1,825	2,037	2,262	2,435
YoY (%)	6.7%	-13.7%	11.6%	11.0%	7.6%
毛利率 (%)	35.5%	33.8%	34.3%	33.8%	33.4%
每股收益 (元)	1.13	0.98	1.09	1.21	1.30
ROE	12.5%	9.7%	9.9%	9.9%	9.6%
市盈率	25.86	29.95	26.83	24.17	22.45

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 赵琳

分析师: 李钊

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

SAC NO: S1120522010001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,704	15,684	17,816	19,852	净利润	1,766	2,004	2,207	2,385
YoY (%)	-10.8%	14.4%	13.6%	11.4%	折旧和摊销	5,146	4,020	4,220	4,520
营业成本	9,067	10,301	11,787	13,218	营运资金变动	-6,419	1,570	455	189
营业税金及附加	90	94	107	119	经营活动现金流	552	7,707	7,006	7,229
销售费用	2,180	2,495	2,834	3,158	资本开支	-187	-4,898	-5,196	-5,397
管理费用	624	706	802	893	投资	0	-530	-40	-40
财务费用	-131	-85	-120	-150	投资活动现金流	654	-5,396	-5,201	-5,398
研发费用	235	267	303	337	股权募资	286	0	0	0
资产减值损失	-50	-85	-100	-115	债务募资	1,608	0	0	0
投资收益	133	31	36	40	筹资活动现金流	1,545	-328	-85	-85
营业利润	1,725	1,980	2,182	2,361	现金净流量	2,751	1,983	1,721	1,747
营业外收支	41	25	25	25					
利润总额	1,766	2,005	2,207	2,386	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	0	0	0	0	成长能力				
净利润	1,766	2,004	2,207	2,385	营业收入增长率	-10.8%	14.4%	13.6%	11.4%
归属于母公司净利润	1,825	2,037	2,262	2,435	净利润增长率	-13.7%	11.6%	11.0%	7.6%
YoY (%)	-13.7%	11.6%	11.0%	7.6%	盈利能力				
每股收益	0.98	1.09	1.21	1.30	毛利率	33.8%	34.3%	33.8%	33.4%
					净利率	12.9%	12.8%	12.4%	12.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.3%	6.5%	6.4%	6.3%
货币资金	9,687	11,669	13,390	15,137	净资产收益率 ROE	9.7%	9.9%	9.9%	9.6%
预付款项	1,650	1,648	2,016	2,188	偿债能力				
存货	1,600	1,411	1,453	1,521	流动比率	2.13	2.14	2.09	2.10
其他流动资产	8,498	8,157	8,829	9,471	速动比率	1.72	1.75	1.70	1.72
流动资产合计	21,435	22,886	25,687	28,316	现金比率	0.96	1.09	1.09	1.12
长期股权投资	4	34	64	94	资产负债率	35.3%	34.6%	35.4%	35.2%
固定资产	165	165	165	165	经营效率				
无形资产	6,965	7,965	8,965	9,865	总资产周转率	0.47	0.50	0.51	0.51
非流动资产合计	7,615	8,548	9,580	10,513	每股指标 (元)				
资产合计	29,050	31,434	35,268	38,829	每股收益	0.98	1.09	1.21	1.30
短期借款	1,058	1,058	1,058	1,058	每股净资产	10.08	11.04	12.25	13.55
应付账款及票据	6,477	6,773	7,987	8,824	每股经营现金流	0.29	4.12	3.74	3.86
其他流动负债	2,525	2,852	3,264	3,604	每股股利	0.00	0.13	0.00	0.00
流动负债合计	10,060	10,683	12,310	13,486	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	29.95	26.83	24.17	22.45
其他长期负债	183	183	183	183	PB	2.98	2.65	2.39	2.16
非流动负债合计	183	183	183	183					
负债合计	10,243	10,866	12,493	13,669					
股本	1,871	1,871	1,871	1,871					
少数股东权益	-44	-78	-133	-182					
股东权益合计	18,806	20,567	22,775	25,160					
负债和股东权益合计	29,050	31,434	35,268	38,829					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

李钊：毕业于上海财经大学，曾任职于阳光私募研究部，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。