

2021年09月27日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

芒果超媒 (300413) 传媒

买入 (维持)

当前价: 42.44元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 媒体属性彰显主流价值

### 投资要点

- **事件:** 1) 芒果超媒持股超过 5%的股东阿里创投拟将全部协议转让其持有的股份, 占比 5.01%; 2) 芒果超媒旗下芒果 TV 和中国作家出版集团达成战略合作, 将联手开发优质内容产品;
- **阿里退出, 对公司经营影响较小。**从目前芒果超媒的整体业务来看, 公司运营和阿里体系的关联度较小。作为一个定位媒体的国有平台, 公司核心研发业务的护城河主要是来自于几十年来形成的创作能力和培养体系, 和外界无关。去年芒果破圈的电商业务也只是公司流媒体业务的衍生, 主要是依托于自身内容和流量进行衍生品变现。所以, 我们认为, 阿里退出, 对芒果超媒的整体业务并不产生明显的实质性影响, 不用过度担忧。
- **携手作家出版集团, 共建主流文化平台。**中国作家出版集团是中国作协直接领导的组织机构, 旗下包括作家出版社、文艺报、作家文摘报、多个文学期刊等产品。今天活跃在中国文坛的主流著名作家, 其第一本作品或代表作, 大部分都是由作家出版社出版的, 包括韩寒、莫言等著名作家的核心著作均有集团出版。芒果超媒和作家出版集团合作, 将有力推进国家主流文化阵地建设战略, 有利于文学戏剧互相促进, 依托于芒果 TV 强大的流量体系和覆盖面, 推动经典文学在新时期的传播与发展。
- **“季风剧场”正在形成品牌。**目前, 有部分媒体对季风剧场的效果产生了质疑, 但是我们并不认同。我们认为, 从目前季风剧场的情况来看, 反映出公司在剧集领域卓越的能力。目前, 季风剧场共上线约 5 部作品, 其播放量分别为: 《猎狼者》(9.17 亿次, 共 8 集, 单集 1.14 亿次); 《谎言真探》(9.8 亿次, 共 16 集, 单集 0.6 亿次); 《我在他乡挺好的》(11.58 亿次, 共 12 集, 单集 0.96 亿次); 《天目危机》(7.17 亿次, 共 12 集, 单集 0.59 亿次); 《婆婆的镯子》(6.44 亿次, 共 14 集, 单集 0.46 亿次)。我们将季风剧场的单集播放量和同期腾讯视频的月度头部剧集做对比, 除了《扫黑风暴》明显领先以外, 其他月份, 均和季风剧场剧集的单集播放量在伯仲之间。所以, 季风剧场作为一个全新产品, 在流量远不及腾讯视频的大背景下, 能取得这个成绩, 我们认为已经说明季风剧场的成功。
- **预计三季度用户数据会有反弹。**从目前的情况来看, 无论是三季度芒果上线的作品, 还是第三方统计的数据, 第三季度的流量情况预计将显著好于上半年, 将带动公司用户数据出现明显改善。中报因为用户数据增速下滑带来的担忧有望在三季报得到缓解。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计, 公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 1.3 元、1.71 元、1.97 元, 对应的 PE 为 33 倍、25 倍、22 倍。考虑到公司第三季度的用户有望反弹、互联网政策带来的情绪冲击正在逐步舒缓, 我们维持对芒果超媒“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 产品效果不及预期的风险、国家政策调整的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14005.53	17883.41	21176.54	24273.50
增长率	12.04%	27.69%	18.41%	14.62%
归属母公司净利润(百万元)	1982.16	2438.81	3196.70	3680.91
增长率	71.42%	23.04%	31.08%	15.15%
每股收益 EPS(元)	1.06	1.30	1.71	1.97
净资产收益率 ROE	18.64%	19.10%	20.65%	19.88%
PE	40	33	25	22
PB	7.50	6.24	5.15	4.30

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.71
流通 A 股(亿股)	9.31
52 周内股价区间(元)	41.31-91.98
总市值(亿元)	793.93
总资产(亿元)	212.70
每股净资产(元)	6.63

### 相关研究

1. 芒果超媒 (300413): 中报稳健、“哥哥”高歌 (2021-08-19)
2. 芒果超媒 (300413): 谎言真探进一步夯实“季风剧场”逻辑 (2021-06-29)
3. 芒果超媒 (300413): 猎狼者打开男性用户天花板 (2021-06-04)
4. 芒果超媒 (300413): 剧本杀, 给你另一段人生 (2021-05-13)
5. 芒果超媒 (300413): 优质内容驱动高成长, Q1 业绩超预期 (2021-04-27)
6. 芒果超媒 (300413): 内容优势助力业绩表现, 多业务全方面发展 (2020-10-29)

请务必阅读正文后的重要声明部分

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14005.53	17883.41	21176.54	24273.50	净利润	1979.34	2435.33	3192.15	3675.67
营业成本	9230.29	11573.38	13424.98	15349.91	折旧与摊销	4435.89	1673.82	1673.82	1673.82
营业税金及附加	21.98	64.69	62.15	76.76	财务费用	-86.62	-117.52	-130.19	-141.51
销售费用	2164.42	3040.18	3600.01	4126.49	资产减值损失	-36.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	629.20	858.40	994.77	1148.54	经营营运资本变动	33.59	-349.69	-96.38	113.42
财务费用	-86.62	-117.52	-130.19	-141.51	其他	-5744.43	-77.14	0.00	0.00
资产减值损失	-36.80	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>580.97</b>	<b>3564.80</b>	<b>4639.39</b>	<b>5321.39</b>
投资收益	80.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5379.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	5573.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>194.03</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2006.40</b>	<b>2464.27</b>	<b>3224.82</b>	<b>3713.30</b>	短期借款	-310.03	-39.79	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.65	-8.91	-11.20	-11.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1986.75</b>	<b>2455.36</b>	<b>3213.62</b>	<b>3702.23</b>	股权融资	0.00	90.34	0.00	0.00
所得税	7.41	20.03	21.47	26.56	支付股利	0.00	-396.43	-487.76	-639.34
净利润	1979.34	2435.33	3192.15	3675.67	其他	-191.81	117.52	130.19	141.51
少数股东损益	-2.82	-3.47	-4.55	-5.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-501.84</b>	<b>-228.36</b>	<b>-357.57</b>	<b>-497.83</b>
归属母公司股东净利润	1982.16	2438.81	3196.70	3680.91	<b>现金流量净额</b>	<b>273.39</b>	<b>3336.44</b>	<b>4281.82</b>	<b>4823.56</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5336.32	8672.76	12954.58	17778.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4426.21	5510.55	6630.01	7526.10	销售收入增长率	12.04%	27.69%	18.41%	14.62%
存货	1660.32	2178.52	2527.06	2889.40	营业利润增长率	70.36%	22.82%	30.86%	15.15%
其他流动资产	1501.95	664.09	786.38	901.38	净利润增长率	71.00%	23.04%	31.08%	15.15%
长期股权投资	22.88	22.88	22.88	22.88	EBITDA 增长率	29.40%	-36.74%	18.60%	10.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	186.92	158.10	129.28	100.46	毛利率	34.10%	35.28%	36.60%	36.76%
无形资产和开发支出	6051.72	4414.46	2777.20	1139.94	三费率	19.33%	21.14%	21.08%	21.15%
其他非流动资产	79.37	71.63	63.90	56.16	净利率	14.13%	13.62%	15.07%	15.14%
<b>资产总计</b>	<b>19265.70</b>	<b>21693.01</b>	<b>25891.30</b>	<b>30414.47</b>	ROE	18.64%	19.10%	20.65%	19.88%
短期借款	39.79	0.00	0.00	0.00	ROA	10.27%	11.23%	12.33%	12.09%
应付和预收款项	6917.62	8509.95	9943.80	11368.23	ROIC	32.29%	37.10%	58.79%	91.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.38%	22.48%	22.52%	21.61%
其他负债	1687.07	432.58	492.63	555.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8644.48</b>	<b>8942.54</b>	<b>10436.44</b>	<b>11923.29</b>	总资产周转率	0.77	0.87	0.89	0.86
股本	1780.38	1870.72	1870.72	1870.72	固定资产周转率	76.21	103.66	147.37	211.31
资本公积	4838.94	4838.94	4838.94	4838.94	应收账款周转率	4.69	5.32	5.10	4.99
留存收益	3968.67	6011.04	8719.98	11761.55	存货周转率	4.95	5.91	5.71	5.67
归属母公司股东权益	10587.98	12720.70	15429.64	18471.21	销售商品提供劳务收到现金营业收入	93.54%	—	—	—
少数股东权益	33.24	29.77	25.22	19.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10621.22</b>	<b>12750.47</b>	<b>15454.86</b>	<b>18491.19</b>	资产负债率	44.87%	41.22%	40.31%	39.20%
负债和股东权益合计	19265.70	21693.01	25891.30	30414.47	带息债务/总负债	0.46%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.51	1.92	2.21	2.45
					速动比率	1.31	1.67	1.96	2.21
					股利支付率	0.00%	16.26%	15.26%	17.37%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.06	1.30	1.71	1.97
					每股净资产	5.66	6.80	8.25	9.87
					每股经营现金	0.31	1.91	2.48	2.84
					每股股利	0.00	0.21	0.26	0.34
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	6355.67	4020.57	4768.45	5245.60					
PE	40.05	32.55	24.84	21.57					
PB	7.50	6.24	5.15	4.30					
PS	5.67	4.44	3.75	3.27					
EV/EBITDA	11.05	17.59	13.93	11.75					
股息率	0.00%	0.50%	0.61%	0.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn