

芒果超媒 (300413.SZ)

业绩环比改善，关注远期内容供给节奏

核心观点

业绩环比向好，降本增效，利润率表现平稳。2022H1 公司实现营收 67.14 亿，同减 14.50%，其中 22Q2 实现营收 35.91 亿，同减 6.6%，2022H1 公司实现归母净利润 11.91 亿，同减 17.95%，其中 22Q2 实现归母净利润 6.83 亿，同增 0.82%，环比增加 35%。2022H1 毛利率、费用率相对稳定，公司在 2022 年二季度疫情压力下实现业绩环比改善，抗风险能力优于同行。

疫情及前期高基数致广告业务下滑，会员业务增速放缓。2022H1 公司核心主业芒果 TV 互联网视频业务实现营业收入 52.27 亿元，同减 11.36%，其中广告业务实现营收 21.63 亿，同减 31.15%，主要原因为疫情影响以及前期基数高，但公司核心头部综艺保持较好的招商资源，《乘风破浪的姐姐 3》客户数 27 个，《生生不息·港乐季》获 10 个品牌方赞助；公司会员业务实现营收 18.58 亿，同增 6.48%，22H1 芒果 TV 日均、月均活跃用户数稳步抬升，人均单日使用时长在行业排名中相对靠前；公司运营商业实现营收 12.06 亿，同增 19.31%，持续保持稳定增长。

头部内容制作稳定输出，内容电商业务升级。2022H1 年公司新媒体互动娱乐内容制作业务实现营收 4.9 亿，同减 50.29%，内容电商业务实现营收 9.45 亿，同增 1.43%。内容制作业务受疫情影响导致下滑，内容电商与去年持平。公司持续推进双平台融合，截至 2022H1，芒果超媒双平台 48 个综艺制作团队、29 个影视制作团队、34 个新芒计划战略工作室，打造了国内最大的内容生产智库。综艺方面，2022H1 公司上线 36 档综艺节目，其中双平台自制或定制节目 33 档，三季度上线重点剧集《披荆斩棘的哥哥 2》；剧集方面，2022H1 芒果 TV 上线各类影视剧 78 部，其中重点影视剧 18 部，“大芒计划”微短剧 48 部；小芒电商 2022H1 完成增资扩股，孵化“芒品牌”，整合双平台优质 IP 资源，拓展超 500 家国潮国货商家。

风险提示：疫情影响剧综拍摄；会员增长不及预期；新赛道尚无业绩兑现。

投资建议：疫情压力下公司业绩仍有韧性，主业下滑程度低于同行，彰显公司较强的抗风险能力，长期来看，芒果 TV 媒体平台的核心逻辑未变，公司在保证优质内容稳定输出的同时，积极把握行业新趋势，关注 VR/AR、元宇宙、虚拟人等新业态。考虑疫情反复影响剧综拍摄且广告业务有顺周期属性，我们下调公司 22-24 年盈利预测 -10.27%/-5.1%/-1.79%，预计 22-24 年公司归母净利润为 23.14/27.50/31.64 亿，预计公司 22-24 年 EPS 为 1.24/1.47/1.69 元，对应 PE 24/20/17x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,006	15,356	15,146	17,936	20,940
(+/-%)	12.0%	9.6%	-1.4%	18.4%	16.7%
净利润(百万元)	1982	2114	2314	2750	3164
(+/-%)	71.4%	6.7%	9.5%	18.8%	15.1%
每股收益(元)	1.11	1.13	1.24	1.47	1.69
EBIT Margin	12.7%	12.9%	13.5%	13.7%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	18.7%	12.5%	12.2%	12.8%	13.0%
市盈率 (PE)	26.5	26.1	23.9	20.1	17.4
EV/EBITDA	9.9	9.4	9.3	8.0	7.0
市净率 (PB)	4.96	3.25	2.90	2.57	2.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·数字媒体

证券分析师：夏妍
021-60933162
xiayan2@guosen.com.cn
S0980520030003

证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	29.51 元
总市值/流通市值	55213/30159 百万元
52 周最高价/最低价	59.80/27.01 元
近 3 个月日均成交额	407.75 百万元

市场走势



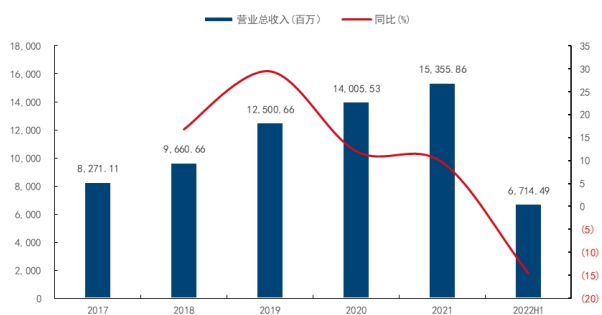
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《芒果超媒 (300413.SZ) -业绩短期承压，关注后续剧综排播》——2022-04-26
- 《芒果超媒-300413-2021 年年报预告点评：短期因素扰动业绩表现，长期确定性持续提升》——2022-01-28
- 《芒果超媒-300413-2021 年三季报点评：业绩稳健，关注内容表现》——2021-10-29
- 《芒果超媒-300413-2021 年中报点评：业绩稳健、新业态可圈可点，主流新媒体价值凸显》——2021-08-21
- 《芒果超媒-300413-平台内容篇：从海内外视频格局看芒果模式，内容端行稳致远》——2021-06-22

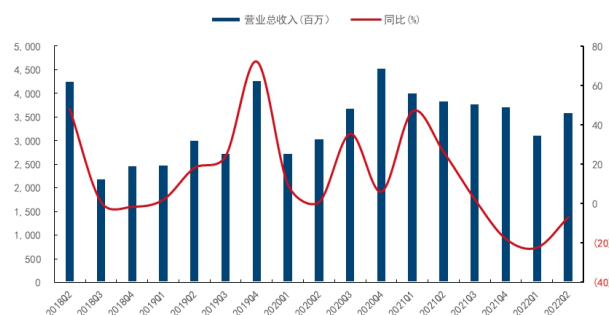
业绩环比向好, 22Q2 利润增速转正。2022H1 公司实现营收 67.14 亿, 同减 14.50%, 其中 22Q2 实现营收 35.91 亿, 同减 6.6%, 2022H1 公司实现归母净利润 11.91 亿, 同减 17.95%, 其中 22Q2 实现归母净利润 6.83 亿, 同增 0.82%, 环比增加 35%。公司在 2022 年二季度疫情压力下实现业绩环比改善, 抗风险能力优于同行。

图1: 芒果超媒营业收入及增速



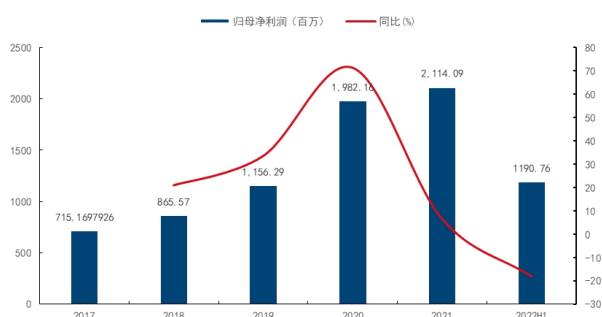
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 芒果超媒单季营业收入及增速



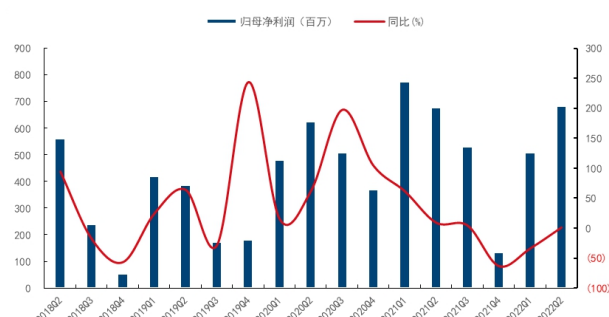
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 芒果超媒归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

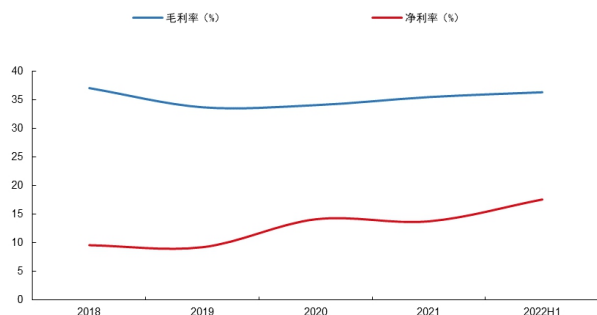
图4: 芒果超媒单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

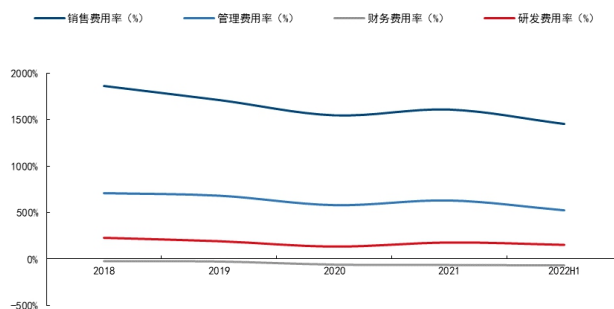
降本增效, 利润率表现平稳。2022H1 公司综合毛利率 36.32%, 同减 1.44pct, 主要因新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率下滑 14.06pct 至 13.17%, 而互联网视频业务毛利率 43.47%, 保持相对稳定, 公司费用率整体表现平稳, 基本与去年同期持平。

图5: 芒果超媒毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 芒果超媒费用率变化情况

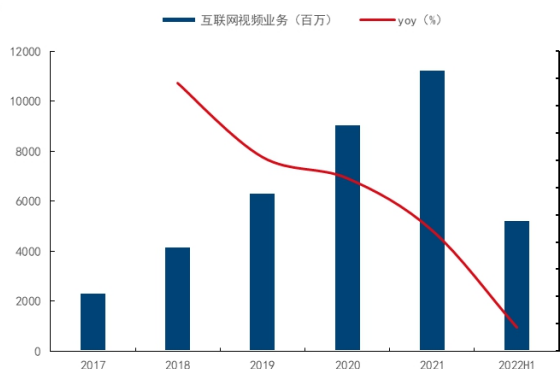


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情及前期高基数致广告业务下滑, 会员业务增速放缓

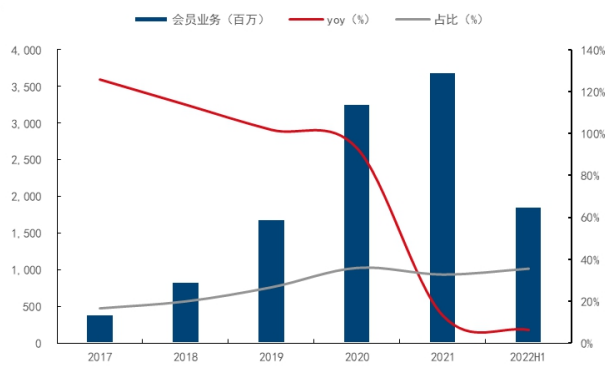
2022H1 公司核心主业芒果 TV 互联网视频业务实现营业收入 52.27 亿元, 同减 11.36%, 其中广告业务实现营收 21.63 亿, 同减 31.15%, 主要原因为疫情影响以及前期基数高, 但公司核心头部综艺保持较好的招商资源, 《乘风破浪的姐姐 3》客户数 27 个, 《生生不息·港乐季》获 10 个品牌方赞助; 公司会员业务实现营业收入 18.58 亿, 同增 6.48%, 22H1 芒果 TV 日均、月均活跃用户数稳步抬升, 人均单日使用时长在行业排名中相对靠前; 公司运营商业业务实现营收 12.06 亿, 同增 19.31%, 持续保持稳定增长。

图7: 芒果超媒互联网视频业务总收入及增长情况



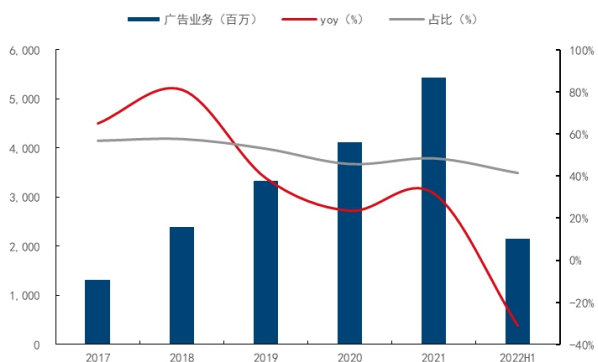
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 芒果超媒互联网视频会员收入及增长、占比情况



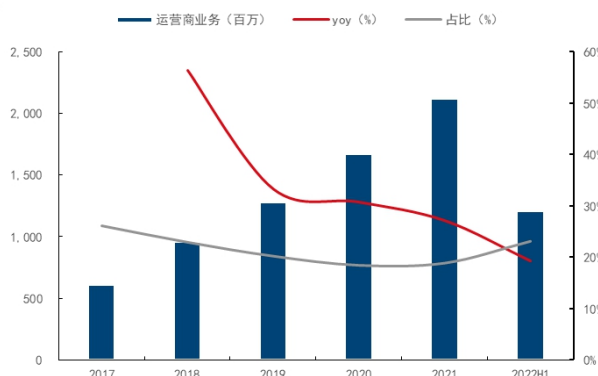
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 芒果超媒互联网视频广告收入及增长、占比情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 芒果超媒互联网视频运营商收入及增长、占比情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

头部内容制作保持稳定输出，内容电商业务持续推进

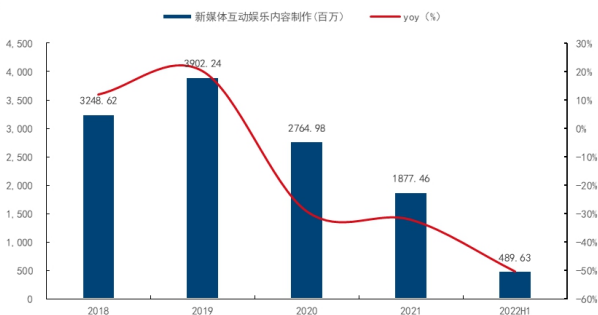
2022H1 年公司新媒体互动娱乐内容制作业务实现营收 4.9 亿，同减 50.29%，内容电商业务实现营收 9.45 亿，同增 1.43%。其中内容制作业务受疫情压制，内容电商与去年持平。公司持续推进双平台融合，截至 2022 年中，双平台 48 个综艺制作团队、29 个影视制作团队、34 个新芒计划战略工作室，打造了国内最大的内容生产智库。

综艺方面，2022H1 公司上线 36 档综艺节目，其中双平台自制或定制节目 33 档，综 N 代《乘风破浪 3》《大侦探 7》和创新综艺《声生不息》《春日迟迟再出发》位居行业前列，三季度上线重点剧集《披荆斩棘的哥哥 2》。

剧集方面，2022H1 芒果 TV 上线各类影视剧 78 部，其中重点影视剧 18 部，“大芒计划”微短剧 48 部，已上线《张卫国的夏天》《妻子的选择》《没有工作的一年》等 5 部精品剧集，微短剧方面，芒果 TV 专注于 7-10 分钟优质系列内容，爆款短剧《念念无明》播放量超 6 亿次。

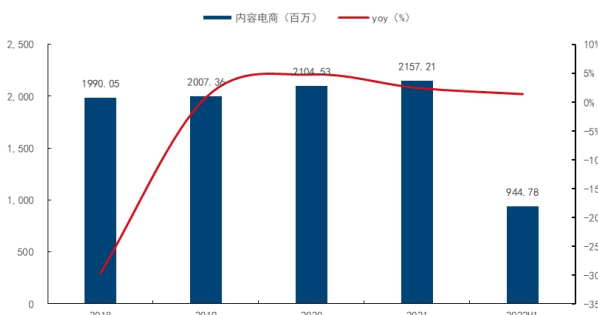
小芒电商方面，2022H1 完成增资扩股，整合双平台优质 IP 资源，孵化“芒品牌”，拓展超 500 家国潮国货商家。

图11: 芒果超媒新媒体互动娱乐内容及制作业务收入及增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 芒果超媒内容电商业务收入及增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示：疫情持续影响剧综拍摄；会员增长不及预期；新赛道尚无业绩兑现。

投资建议：疫情压力下公司业绩仍有韧性，主业下滑程度低于同行，公司具有较强的抗风险能力，长期来看，芒果TV媒体平台的核心逻辑未变，公司在保证优质内容稳定输出的同时，积极把握行业新趋势，关注VR/AR、元宇宙、虚拟人等新业态。考虑疫情反复影响剧综拍摄且广告业务有顺周期属性，我们下调公司22-24年盈利预测-10.27%/-5.1%/-1.79%，预计22-24年公司归母净利润为23.14/27.50/31.64亿，预计公司22-24年EPS为1.24/1.47/1.69元，对应PE 24/20/17x。

我们采用分部估值法看公司2023年的市场空间：互联网视频业务（会员+广告）按照PS法，预计23年该部分业务实现营收108亿，公司是市场上唯一实现盈亏平衡的视频平台，奈飞近半年的PS中枢在3-4X，近期用户数据不及预期持续下行，芒果超媒付费用户增长呈正向趋势，综合考虑我们仍给予该部分业务23年PS 4-4.5x，对应市值432-486亿；互联网视频业务（运营商）按照PE法，公司该业务收入增速保持20%-30%的正增长，高于同行，给予该部分业务PE 12-14X，对应市值156-182亿；内容电商业务按照PE法，考虑同行可比公司给予该部分业务PE 16-18x，对应市值42-47亿；内容制作业务按照PE法，考虑可比公司给予该部分业务PE 17-19x，对应市值22-25亿。预计公司23年目标市值在652-740亿，对应目标价35-40元。综合以上，维持芒果超媒“买入”评级。

表1：23年公司分部目标市值测算

分部业务	估值方法	23年业绩预测	估值	23年目标市值区间（亿）
互联网视频（会员+广告）	PS法	预计营业收入108亿	4-4.5x	432-486
互联网视频（运营业务）	PE法	参考同行净利率约40%，预计实现净利润13亿	12-14x	156-182
内容电商业务	PE法	参考内容电商平均净利率，预计该业务净利率约10-15%，预计实现净利润2.6亿	16-18x	42-47
新媒体互动娱乐内容制作业务	PE法	参考行业平均净利率约8-10%，预计该业务实现净利润约1.3亿	17-19x	22-25
合计目标市值（亿）				652-740

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司PE估值（A股）

公司代码	公司名称	前收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			投资评级
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300770.SH	新媒股份	34.59	78.84	2.94	3.25	3.67	11.77	10.64	9.43	增持
300133.SZ	华策影视	4.81	76.56	0.21	0.24	0.29	22.90	20.04	16.59	买入
002291.SZ	星期六	18.04	152.17	-0.77	0.77	1.13	-23.43	23.43	15.96	买入

资料来源：wind一致预测，国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司 PS 估值 (海外)

公司代码	公司名称	总市值 (亿美元)		收入 (亿美元)				PS (倍)		投资评级	
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
IQ.O	爱奇艺	32.47	45.06	42.99	45.85	48.23	0.72	0.76	0.71	0.67	暂未评级
BILI.O	哔哩哔哩	93.12	28.59	34.42	45.3	56.36	3.26	2.71	2.06	1.65	暂未评级
NFLX.O	奈飞	1072.41	296.98	296.98	348.24	384.43	3.61	3.61	3.08	2.79	暂未评级
DIS.N	迪士尼	2238.90	67418	846.76	943.98	1019.69	0.03	2.64	2.37	2.20	暂未评级

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

(综合 wind 和彭博数据, 美股标的爱奇艺、哔哩哔哩、奈飞和迪士尼的业绩预测引用市场一致预期。)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5336	6974	8086	9031	10387	营业收入	14006	15356	15146	17936	20940
应收款项	3028	3828	3735	4177	4589	营业成本	9230	9905	9881	11616	13551
存货净额	1660	1690	1732	2003	2299	营业税金及附加	22	27	30	36	42
其他流动资产	2900	2999	3029	3587	4188	销售费用	2164	2469	2302	2780	3350
流动资产合计	12925	18901	19581	21798	24464	管理费用	629	696	643	765	806
固定资产	187	184	334	487	628	研发费用	184	272	242	280	344
无形资产及其他	5894	6444	7635	8937	10268	财务费用	(87)	(101)	(185)	(210)	(239)
投资性房地产	237	558	558	558	558	投资收益	81	37	40	40	40
长期股权投资	23	24	25	26	27	资产减值及公允价值变动	37	68	70	70	70
资产总计	19266	26111	28134	31805	35945	其他收入	(157)	(329)	(242)	(280)	(344)
短期借款及交易性金融负债	40	83	80	80	80	营业利润	2006	2136	2341	2779	3194
应付款项	5929	5882	5953	6677	7416	营业外净收支	(20)	(21)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	2618	2919	2765	3214	3748	利润总额	1987	2114	2321	2759	3174
流动负债合计	8587	8885	8798	9971	11244	所得税费用	7	0	7	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	0	0	1	1
其他长期负债	57	229	279	329	379	归属于母公司净利润	1982	2114	2314	2750	3164
长期负债合计	57	229	279	329	379	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8644	9114	9077	10300	11623	净利润	1982	2114	2314	2750	3164
少数股东权益	33	31	31	32	32	资产减值准备	38	23	75	72	80
股东权益	10588	16966	19026	21474	24290	折旧摊销	4410	4834	4844	5744	6728
负债和股东权益总计	19266	26111	28134	31805	35945	公允价值变动损失	(37)	(68)	(70)	(70)	(70)
关键财务与估值指标						财务费用	(87)	(101)	(185)	(210)	(239)
每股收益	1.11	1.13	1.24	1.47	1.69	营运资本变动	(309)	(801)	61	24	93
每股红利	0.11	0.13	0.14	0.16	0.19	其它	(40)	(22)	(75)	(71)	(79)
每股净资产	5.95	9.07	10.17	11.48	12.98	经营活动现金流	6044	6080	7150	8448	9916
ROIC	63.28%	56.65%	49%	51%	52%	资本开支	0	(131)	(6190)	(7200)	(8210)
ROE	18.72%	12.46%	12%	13%	13%	其它投资现金流	0	(3410)	410	0	0
毛利率	34%	35%	35%	35%	35%	投资活动现金流	188	(3542)	(5781)	(7201)	(8211)
EBIT Margin	13%	13%	14%	14%	14%	权益性融资	0	4497	0	0	0
EBITDA Margin	44%	44%	45%	46%	46%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	10%	-1%	18%	17%	支付股利、利息	(192)	(234)	(255)	(303)	(348)
净利润增长率	71%	7%	9%	19%	15%	其它融资现金流	(5575)	(4928)	(3)	0	0
资产负债率	45%	35%	32%	32%	32%	融资活动现金流	(5959)	(900)	(257)	(303)	(348)
股息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	现金净变动	272	1638	1111	945	1357
P/E	26.5	26.1	23.9	20.1	17.4	货币资金的期初余额	5064	5336	6974	8086	9031
P/B	5.0	3.3	2.9	2.6	2.3	货币资金的期末余额	5336	6974	8086	9031	10387
EV/EBITDA	9.9	9.4	9.3	8.0	7.0	企业自由现金流	0	5889	756	1019	1448
						权益自由现金流	0	960	937	1229	1686

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032