

Q2 业绩环比改善，关注下半年优质综艺及创新业务表现

——芒果超媒（300413）点评报告

增持（维持）

2022年08月24日

报告关键要素：

公司发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 67.14 亿元，同比下降 14.50%，实现归母净利润 11.91 亿元，同比下降 17.95%。其中，公司 Q2 单季度实现营业收入 35.91 亿元，环比增长 14.93%，实现归母净利润 6.83 亿元，环比增长 34.64%。

投资要点：

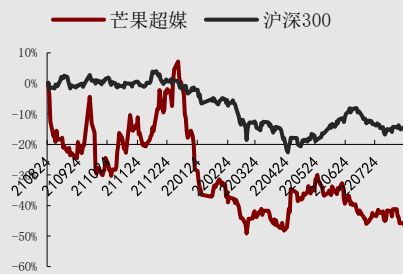
核心主业 Q2 环比改善，实景娱乐及内容电商未来可期：分业务看，核心主业芒果 TV 互联网视频业务 2022H1 实现营业收入 52.27 亿元，同比下降 11.36%，其中 Q2 单季度实现营业收入 27.59 亿元，环比增长 11.81%，主要是因为 Q2 广告业务收入较 Q1 有所改善；新媒体互动娱乐内容制作业务 2022H1 实现营业收入 4.90 亿元，同比下降 50.29%，毛利率下滑 14.06pct，我们认为主要是公司的实景娱乐 Mcity 等业务受疫情影响所致。目前，公司 Mcity 长沙店已经恢复到此轮疫情全面爆发前的水平，上海门店也在有序恢复之中；内容电商业务 2022H1 营收基本持平，新兴业态小芒电商实现快速发展，平台用户规模和运营效率均得到有效提升。我们认为随着疫情好转，公司将会继续推进实景娱乐全国门店的建设，IP 衍生、音乐版权等业务将有助于 M-CITY 品牌的构建；内容电商方面，公司将依托湖南卫视、芒果 TV 双平台 IP 资源和渠道优势，打造“新潮国货”等“美”、“潮”、“玩”垂类芒品牌，旨在实现“内容+视频+电商”的商业闭环，未来贡献大有可期。

广告业务承压，积极寻求创新业务模式：2022H1 公司实现广告收入 21.63 亿元，同比下降 31.15%，除去年同期基数较高的原因外，同比下滑的主要原因是疫情影响下广告主投放意愿较弱。为应对广告投放市场的低迷，公司主动寻求创新合作模式，从单平台的内容营销升级为以台网 IP 为核心的跨平台、多圈层、全链路的立体营销体系，依托台网独家优势为广告主提供更高价值的营销方案，旨在实现双赢。公司还以优质、创新的内容吸引更多的广告主，如上半年《乘风破浪 3》广告合作客户达 27 个，招商客户数领衔上半年度综艺市场；《声生不息·港乐季》作为全新节目已获得 10 个品牌方赞助。我们认为随着公司优质综艺下半年的顺利播映，广告业务有望进一步回暖。运营商业务 2022H1

基础数据

| | |
|------------|----------|
| 总股本(百万股) | 1,870.72 |
| 流通A股(百万股) | 1,021.70 |
| 收盘价(元) | 29.03 |
| 总市值(亿元) | 543.07 |
| 流通A股市值(亿元) | 296.60 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

疫情反复 Q1 业绩短期承压，看好后续内容储备拉动业绩回升

业绩稳健增长，以优质储备布局平台发展内容破圈进行时，新增增长点持续孕育中

分析师：

夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 15355.86 | 15565.30 | 18660.14 | 21536.86 |
| 增长比率(%) | 10 | 1 | 20 | 15 |
| 净利润(百万元) | 2114.09 | 2383.95 | 2802.08 | 3204.60 |
| 增长比率(%) | 7 | 13 | 18 | 14 |
| 每股收益(元) | 1.13 | 1.27 | 1.50 | 1.71 |
| 市盈率(倍) | 25.69 | 22.78 | 19.38 | 16.95 |
| 市净率(倍) | 3.20 | 2.84 | 2.48 | 2.16 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

实现营业收入 12.06 亿元，同比增长 19.31%，继续保持稳健增长。目前运营商业务已覆盖 31 个省级行政区域，覆盖用户数超 3.41 亿。此外，公司立足优质内容 IP 与目标用户核心需求，积极试水推出线上虚拟演唱会、艺人虚拟人、头部 IP 数字藏品等元宇宙内容新品，探索新技术环境下下一代内容创作的全新可能。

活跃用户数稳步提升，提价+业务协同提升会员 ARPPU 值：根据 QuestMobile 在线视频平台用户数据，2022H1 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，我们认为主要受益于《乘风破浪 3》、《大侦探 7》、《声生不息·港乐季》等优质综艺的播映。公司今年 1 月、8 月两次提价，旨在提升 ARPPU 值带动会员收入的进一步增长。2022H1 公司实现会员业务收入为 18.58 亿元，同比增长 6.48%，增速较缓，提价带来的提振作用并不明显。我们认为一方面是因为虽然会员业务进行了提价，但自动续费的老用户 1 年内仍可以享受原价，因此 ARPPU 值的提升短期并不能完全显现；另一方面，会员提价本身或影响部分用户的付费意愿，使得会员数量的增长放缓。目前，公司加强精细化运营，通过细分内容偏好，创新推出电影卡、IP 限定套餐等会员卡种，目前已建成七大品类、200 多项会员权益，会员权益体系丰富。此外，公司加强会员权益与运营商、实景娱乐、内容电商等业务的协同，一方面提升了会员权益的价值，另一方面也可为其他创新业务引流，实现业绩增长。

盈利预测与投资建议：预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 155.65/186.60/215.37 亿元，归母净利润分别为 23.84/28.02/32.05 亿元，对应 8 月 23 日收盘价，EPS 分别为 1.27/1.50/1.71 元，PE 分别为 22.78/19.38/16.95X，维持“增持”评级。

风险因素：疫情散发、政策监管不确定性、会员增速滞缓、内容表现不及预期、新业务拓展不及预期、人才流失等风险。

利润表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 15356 | 15565 | 18660 | 21537 |
| %同比增速 | 10% | 1% | 20% | 15% |
| 营业成本 | 9905 | 10014 | 12020 | 13996 |
| 毛利 | 5450 | 5551 | 6640 | 7541 |
| %营业收入 | 35% | 36% | 36% | 35% |
| 税金及附加 | 27 | 26 | 32 | 36 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 2469 | 2490 | 2986 | 3403 |
| %营业收入 | 16% | 16% | 16% | 16% |
| 管理费用 | 696 | 700 | 840 | 969 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 研发费用 | 272 | 240 | 309 | 345 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 财务费用 | -101 | -173 | -197 | -235 |
| %营业收入 | -1% | -1% | -1% | -1% |
| 资产减值损失 | -68 | -30 | -30 | -30 |
| 信用减值损失 | -44 | -41 | -41 | -41 |
| 其他收益 | 123 | 147 | 163 | 196 |
| 投资收益 | 37 | 64 | 61 | 79 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2136 | 2407 | 2824 | 3228 |
| %营业收入 | 14% | 15% | 15% | 15% |
| 营业外收支 | -21 | -20 | -20 | -20 |
| 利润总额 | 2114 | 2387 | 2804 | 3208 |
| %营业收入 | 14% | 15% | 15% | 15% |
| 所得税费用 | 0 | 4 | 3 | 4 |
| 净利润 | 2114 | 2382 | 2801 | 3203 |
| %营业收入 | 14% | 15% | 15% | 15% |
| 归属于母公司的净利润 | 2114 | 2384 | 2802 | 3205 |
| %同比增速 | 7% | 13% | 18% | 14% |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| EPS (元/股) | 1.13 | 1.27 | 1.50 | 1.71 |

基本指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.13 | 1.27 | 1.50 | 1.71 |
| BVPS | 9.07 | 10.21 | 11.71 | 13.42 |
| PE | 25.69 | 22.78 | 19.38 | 16.95 |
| PEG | 3.86 | 1.78 | 1.11 | 1.18 |
| PB | 3.20 | 2.84 | 2.48 | 2.16 |
| EV/EBITDA | 14.51 | 7.47 | 6.75 | 6.15 |
| ROE | 12% | 12% | 13% | 13% |
| ROIC | 12% | 12% | 12% | 12% |

资产负债表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 6974 | 7950 | 9480 | 11446 |
| 交易性金融资产 | 3410 | 3210 | 3010 | 2810 |
| 应收票据及应收账款 | 3787 | 4135 | 4078 | 4576 |
| 存货 | 1690 | 1730 | 1749 | 2078 |
| 预付款项 | 1834 | 1803 | 1803 | 1819 |
| 合同资产 | 903 | 965 | 1026 | 1077 |
| 其他流动资产 | 302 | 318 | 332 | 376 |
| 流动资产合计 | 18901 | 20111 | 21479 | 24184 |
| 长期股权投资 | 24 | 24 | 24 | 25 |
| 固定资产 | 184 | 186 | 183 | 180 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 6444 | 7524 | 8659 | 9916 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 558 | 563 | 568 | 573 |
| 资产总计 | 26111 | 28407 | 30913 | 34878 |
| 短期借款 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 应付票据及应付账款 | 5882 | 6079 | 5607 | 6056 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 1327 | 1393 | 1322 | 1400 |
| 应付职工薪酬 | 980 | 960 | 1171 | 1353 |
| 应交税费 | 123 | 136 | 156 | 184 |
| 其他流动负债 | 571 | 484 | 510 | 545 |
| 流动负债合计 | 8885 | 9052 | 8766 | 9538 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 229 | 219 | 209 | 199 |
| 负债合计 | 9114 | 9271 | 8975 | 9737 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 16966 | 19107 | 21909 | 25114 |
| 少数股东权益 | 31 | 29 | 29 | 27 |
| 股东权益 | 16997 | 19136 | 21938 | 25141 |
| 负债及股东权益 | 26111 | 28407 | 30913 | 34878 |

现金流量表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 562 | 1277 | 1593 | 2017 |
| 投资 | 244 | 200 | 200 | 200 |
| 资本性支出 | -193 | -305 | -307 | -313 |
| 其他 | -3244 | 59 | 56 | 74 |
| 投资活动现金流净额 | -3193 | -46 | -51 | -39 |
| 债权融资 | -40 | -10 | -10 | -10 |
| 股权融资 | 4497 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 70 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资成本 | -234 | -245 | -2 | -2 |
| 其他 | -66 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 4227 | -255 | -12 | -12 |
| 现金净流量 | 1597 | 975 | 1530 | 1966 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场