



买入（维持）

所属行业：传媒/数字媒体
当前价格(元)：21.40

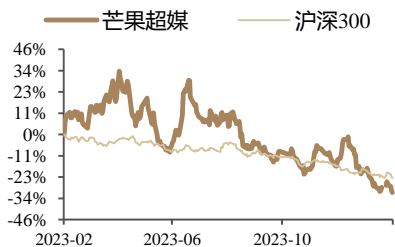
证券分析师

马笑
资格编号：S0120522100002
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

王梅卿
邮箱：wangmq@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.60	-15.65	-13.91
相对涨幅(%)	-7.32	-7.61	-3.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《芒果超媒(300413.SZ)：招商会片单丰富，关注广告行业恢复带来的收入提升，及长短剧集带来的用户增长》，2023.11.14
- 《芒果超媒(300413.SZ)主业稳健业绩增长，关注后续招商与金鹰卡通等带来的增量》，2023.10.25
- 《芒果超媒(300413.SZ) 23H1 业绩点评：龙头地位不变，内容创新会员增长 IP 变现技术赋能仍有广阔空间》，2023.8.19
- 《芒果超媒(300413.SZ) 首次覆盖报告：以优质内容为核心，打造 AI 赋能的全产业链数字媒体》，2023.8.3

芒果超媒 (300413.SZ) 业绩预告点评：各项指标持续向好符合预期，24 年爆款内容可期

投资要点

- 事件：公司发布 2023 年度业绩预告，各项主要经营指标持续向好。**2023 年预计全年实现归母净利润 32.8 亿元-38.8 亿元，同比增长 75.94%-108.12%；扣非净利润 16.2 亿元-18.2 亿元，同比增长 2.05%-14.65%；第四季度营业总收入同比、环比增幅预计均超 20%。
- 综艺领头羊稳固、剧集持续发力，后续片单储备丰富。**根据云合数据，2023 年芒果 TV 全网综艺正片有效播放量同比上涨 31%，全网剧集正片有效播放量同比上涨 46%，增速双双位居长视频行业第一。**展望后续，综艺与剧集片单丰富，优质内容供给延续。**11 月 11 日，芒果四平台联合举行招商会，现场发布芒果重点综艺超 100 档，重点电视剧 80 部以及动画、纪录片、晚会等内容。综艺方面，综 N 代储备丰富，24 年每个季度平均有 2-3 部头部综 N 代计划上映。剧集方面，27 部计划于 24 年上映，15 部暂定 25 年，其余待定。
- 会员与运营商收入稳步增长，广告业务逐步回暖。**
 - 会员：**芒果 TV 积极拓展中国移动动感地带芒果卡、淘宝 88VIP 权益合作等优质渠道，第四季度会员收入预计同比增长 33%，全年会员收入预计同比增长 11%，年末有效会员规模达 6653 万，续创新高。我们认为，多渠道会员合作扩大会员用户基数，后续有望通过持续的优质内容供给，维持付费用户粘性，逐步扩大会员收入基本盘。
 - 运营商：**持续夯实与各大运营商的业务合作，全年运营商业收入预计同比增长 10%。
 - 广告：**广告业务回暖，第四季度广告收入预计同比增长 18%，全年广告业务同比下降预计在 12% 以内，较上半年降幅明显收窄。我们认为，广告为顺周期业务，伴随宏观经济的持续改善，广告主的投放意愿与预算有望逐步恢复；同时伴随会员基数扩大，平台有望获得更多广告主的青睐，进一步提升份额。
- 收购金鹰卡通横向拓宽内容，培育小芒电商纵向延伸产业链。**
 - 金鹰卡通：**23 年公司完成对金鹰卡通的收购，金鹰卡通预计顺利完成 2023 年度业绩承诺。金鹰卡通作为国内头部亲子少儿内容平台，进一步夯实了公司亲子赛道内容护城河，与公司原有业务在节目创新、营销资源、动漫创投、研学乐园、衍生产品等方面形成全方位协同。
 - 小芒电商：**处于战略培育期的小芒电商，不断探索内容商业新模式，继续保持快速发展态势。2023 年 GMV 突破 100 亿元，自营品牌“南波万”GMV 超 2.7 亿元。
- 与抖音发布“精品短剧扶持计划”，短剧有望成为业务新切口。**12/14，芒果 TV 与抖音签订合作协议并重点发布了“精品短剧扶持计划”，未来三年，双方将围绕新国风、新青年、新生活、新职业、新技术、新人文、新农村、新竞界、新生态与大健康等十大主题，面向行业激励优质短剧的开发和制作。**一方面，长短视频合和共生，有望充分发挥各自的平台与内容优势。**我们认为，芒果 TV 作为长视频平台，发展短剧的优势在于内容。芒果 TV 自 2019 年“大芒计划”诞生以来，出品了《进击吧皇后》《念念无明》《虚颜》《风月变》等精品爆款，且《风月变》成为第一部上星播出的短剧。抖音的短视频流量玩法，成为助推短剧热度的关键因素。抖音作为短视频平台，正在成为优秀短剧的播出阵地，《逃离大英博物馆》《二十九》《柳夜熙》等优质短剧作品在抖音上受到用户喜爱。**另一方面，短剧内容与流量龙头强强联合，有望推动短剧高质量发展，并且通过付费、会员订阅或广告等模式探索商业化变现路径，逐步为公司贡献业绩。**双方还将积极探索短视频二创与品牌营

销等，共同挖掘产业链、价值链的合作空间。

- 税收影响落地，收入主要来源系高新技术企业，适用企业所得税率为 15%。** 公司预计全年非经常性损益区间为 16.6 亿元-20.6 亿元。公司预计未来适用的所得税政策将发生变化，预计 2023 年可净额确认递延所得税资产金额约 14 亿元至 18 亿元，同时计入当期企业所得税费用-14 亿元至-18 亿元，由此形成对 2023 年当期损益的一次性调整。公司预计自 2024 年起企业所得税优惠政策变化后，将根据企业所得税法相关规定缴纳企业所得税，公司主要利润来源湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司系高新技术企业，适用企业所得税率为 15%。
- 盈利预测与投资建议：**根据 23 年业绩预告，我们调整公司盈利预测，预计 2023-2025 年，公司营业收入为 144.69/165.37/181.40 亿元，同比 5.6%/14.3%/9.7%；归母净利润 36.90/22.29/25.04 亿元，同比 102.2%/-39.6%/12.3%。公司因税收政策变化带来的影响已基本落地，且我们认为已基本反映到股价。展望未来，公司 24 年优质片单丰富，内容供给充足，会员与运营业务有望维持增长态势，平台广告收入有望随宏观经济复苏持续恢复。此外，公司有多重边际变化：1) 与抖音合作短剧领域，长短视频合作丰富内容矩阵；2) 芒果 XR 虚拟棚正式投入使用，将改变传统的制作模式与拍摄手法，为内容制作降本增效；3) 海外业务蓬勃发展，芒果 TV 国际 APP，5 年来海外用户高速增长，覆盖全球超 195 个国家与地区，下载量超 1.4 亿。我们看好公司主业的稳健增长，以及各项变化带来的积极影响，因此维持“买入”评级。
- 风险提示：**广告恢复不及预期，核心团队离职风险，艺人违纪风险，竞争加剧等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,870.72		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,021.70	营业收入(百万元)	15,356	13,704	14,469	16,537	18,140
52 周内股价区间(元):	21.40-41.64	(+/-)YOY(%)	9.6%	-10.8%	5.6%	14.3%	9.7%
总市值(百万元):	40,033.43	净利润(百万元)	2,114	1,825	3,690	2,229	2,504
总资产(百万元):	30,180.43	(+/-)YOY(%)	6.7%	-13.7%	102.2%	-39.6%	12.3%
每股净资产(元):	10.88	全面摊薄 EPS(元)	1.13	0.98	1.97	1.19	1.34
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	35.5%	33.8%	34.8%	35.9%	35.6%
		净资产收益率(%)	12.5%	9.7%	16.5%	9.2%	9.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.98	1.97	1.19	1.34
每股净资产	10.08	11.92	12.99	14.20
每股经营现金流	0.29	3.24	3.51	3.98
每股股利	0.13	0.13	0.13	0.13
价值评估(倍)				
P/E	30.63	10.85	17.96	15.99
P/B	2.98	1.79	1.65	1.51
P/S	2.92	2.77	2.42	2.21
EV/EBITDA	7.19	4.48	3.68	2.75
股息率%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.8%	34.8%	35.9%	35.6%
净利润率	12.9%	25.5%	13.5%	13.8%
净资产收益率	9.7%	16.5%	9.2%	9.4%
资产回报率	6.3%	11.5%	6.3%	6.5%
投资回报率	7.4%	14.5%	7.7%	7.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-10.8%	5.6%	14.3%	9.7%
EBIT 增长率	-25.8%	29.7%	20.2%	11.6%
净利润增长率	-13.7%	102.2%	-39.6%	12.3%
偿债能力指标				
资产负债率	35.3%	30.9%	31.2%	31.1%
流动比率	2.1	2.6	2.7	2.9
速动比率	1.7	2.2	2.3	2.5
现金比率	1.0	1.5	1.5	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	83.4	80.2	75.0	76.5
存货周转天数	65.3	62.0	59.5	60.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	78.4	89.7	105.2	115.4

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,825	3,690	2,229	2,504
少数股东损益	-59	0	0	0
非现金支出	5,314	4,157	4,418	4,942
非经营收益	-109	-1,581	24	24
营运资金变动	-6,419	-213	-115	-23
经营活动现金流	552	6,053	6,557	7,446
资产	-187	-1,404	-3,929	-3,046
投资	0	0	0	0
其他	841	70	0	0
投资活动现金流	654	-1,334	-3,929	-3,046
债权募资	1,569	49	0	0
股权募资	286	0	0	0
其他	-309	-314	-267	-267
融资活动现金流	1,545	-266	-267	-267
现金净流量	2,751	4,453	2,361	4,134

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 31 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,704	14,469	16,537	18,140
营业成本	9,067	9,438	10,608	11,682
毛利率%	33.8%	34.8%	35.9%	35.6%
营业税金及附加	90	96	114	125
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	2,180	2,356	2,560	2,718
营业费用率%	15.9%	16.3%	15.5%	15.0%
管理费用	624	572	689	757
管理费用率%	4.6%	4.0%	4.2%	4.2%
研发费用	235	214	245	268
研发费用率%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	1,489	1,931	2,322	2,591
财务费用	-131	-159	-301	-355
财务费用率%	-1.0%	-1.1%	-1.8%	-2.0%
资产减值损失	-50	-8	0	0
投资收益	133	36	0	0
营业利润	1,725	2,066	2,623	2,946
营业外收支	41	24	0	0
利润总额	1,766	2,090	2,623	2,946
EBITDA	6,635	6,069	6,740	7,532
所得税	0	-1,600	393	442
有效所得税率%	0.0%	-76.6%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-59	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,825	3,690	2,229	2,504

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,687	14,140	16,501	20,634
应收账款及应收票据	4,660	4,421	5,053	5,543
存货	1,600	1,652	1,856	2,044
其它流动资产	5,488	5,532	5,889	6,196
流动资产合计	21,435	25,745	29,299	34,418
长期股权投资	4	3	3	3
固定资产	165	157	157	157
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6,965	4,073	3,584	1,688
非流动资产合计	7,615	6,462	5,973	4,077
资产总计	29,050	32,207	35,272	38,495
短期借款	1,058	1,058	1,058	1,058
应付票据及应付账款	6,477	6,030	6,777	7,463
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,525	2,633	2,964	3,239
流动负债合计	10,060	9,720	10,799	11,761
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	183	223	223	223
非流动负债合计	183	223	223	223
负债总计	10,243	9,943	11,022	11,984
实收资本	1,871	1,871	1,871	1,871
普通股股东权益	18,851	22,308	24,294	26,555
少数股东权益	-44	-44	-44	-44
负债和所有者权益合计	29,050	32,207	35,272	38,495

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师；2023年界面荣耀分析师传媒第一名。2023年21世纪金牌分析师传媒互联网第5名；港股及海外市场第5名。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网海外组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。