

300413.SZ

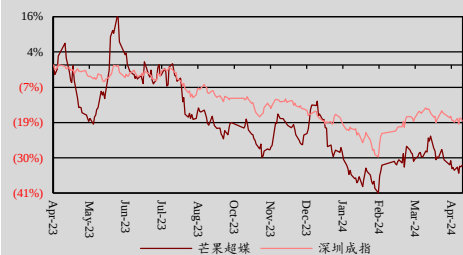
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 23.54

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5.7)	(5.8)	5.8	(31.0)
相对深圳成指	(4.4)	(1.5)	0.2	(9.9)

发行股数 (百万)	1,870.72
流通股 (百万)	1,021.70
总市值 (人民币 百万)	44,036.77
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	540.19
主要股东	
芒果传媒有限公司	56.09

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 4 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

《芒果超媒》20231218

《芒果超媒》20231025

《芒果超媒》20230819

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒：数字媒体

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

芒果超媒

2023 年扣非后净利润率稳定，开启竖屏短剧布局

芒果超媒 2023 年扣非后净利润率稳定，24Q1 收入和利润总额小幅增长；2023 年优质内容引领会员业务增长，广告业务加速复苏。我们认为，2024 年芒果 TV 综艺内容仍将保持较强竞争力，增强长剧和微短剧供给，进一步拉动会员收入增长以及广告恢复。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2023 年扣非后净利润率稳定，24Q1 收入和利润总额小幅增长。公司 2023 年营业收入 146.28 亿元，调整后同比+4.7%；2023 年归母净利润为 35.56 亿元，调整后同比+90.7%；扣非后净利润预计为 16.95 亿元，调整后同比+5.7%。全年非经常性损益为 18.60 亿元，其中有 16.29 亿元为公司未来适用税率变化导致的所得税费用一次性调整。2023 年公司毛利率 32.98%，同比-1.1ppts，三项费用率变动不大。2024 年 Q1 收入 33.24 亿元，调整后同比+7.2%，归母净利润 4.72 亿元，调整后同比-13.9%。24Q1 营业利润同比+3.7%，但由于税率变化，当期确认所得税费用较去年同期增加 8799 万元，导致税后利润同比有所下滑。
- 优质内容引领会员业务增长，广告业务加速复苏。2023 年芒果 TV 互联网视频业务收入 106.14 亿元，同比+1.9%。其中，会员收入 43.15 亿元，同比+10.2%，23Q4 会员收入同比+35.6%；年末有效会员规模达 6653 万，同比+12.5%。广告业务加速复苏，全年广告收入 35.32 亿元，同比-11.6%，较上半年降幅明显收窄，23Q4 广告收入同比+16.0%。芒果 TV 运营业务收入 27.67 亿元，同比+10.3%，保持稳健的增速。新媒体互动娱乐内容制作收入 11.50 亿元，同比-17.3%。内容电商收入 28.23 亿元，同比+32.1%。其中小芒电商收入 10.21 亿元，年度 GMV 突破 100 亿元，首个自营潮服品牌“南波万”GMV 超 2.7 亿元，2023 年净亏损 2.5 亿元。
- 保持综艺内容优势，增强剧集供给，进军竖屏短剧。根据云合数据，2023 年芒果 TV 全网综艺正片有效播放量同比+31%，全网剧集正片有效播放量同比+46%，增速双双位居长视频行业第一。2024 年公司储备超 80 部影视剧、100 部微短剧，进一步增强优质剧集供给能力。4 月 19 日，芒果 TV 发布两部竖屏短剧《捡到一个皇太子》《以爱之名》的开机信息，出品方为芒果 TV 和大芒剧场等。公司大芒计划工作室负责人表示，预计今年将制作上线 200 部竖屏小程序剧。我们认为，此前芒果 TV 与抖音的合作有望促进从生态流量角度对大芒竖屏短剧进行导流。

估值

- 我们认为芒果 TV 具有很强的内容生产基因，长剧和微短剧产能充足、储备丰富，综艺内容优势保持前列。考虑到所得税率变化影响，我们下调 2024/25/26 年归母净利润至 22.68/24.47/26.18 亿元，EPS 1.21/1.31/1.40 元，对应 PE 19.42/18.00/16.82 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 会员增长不及预期；广告投放低于预期；内容监管超预期；行业竞争加剧。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售收入 (人民币 百万)	13,977	14,628	16,385	18,065	19,878
变动 (%)	(8.98)	4.66	12.01	10.25	10.04
市盈率(倍)	24.02	12.39	19.42	18.00	16.82
归母净利润 (人民币 百万)	1,864	3,556	2,268	2,447	2,618
变动 (%)	(11.82)	90.73	(36.21)	7.87	6.99
每股收益 (人民币)	0.98	1.90	1.21	1.31	1.40
前次预测每股收益 (人民币)	/	/	1.42	1.59	/
调整幅度 (%)	/	/	(14.84)	(17.49)	/

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 芒果超媒 2022-23 年季度业绩表现

(人民币 百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比变化	环比变化
营业收入	3,101	3,588	3,507	4,432	3,324	7.21%	(24.99%)
毛利润	1,022	1,326	1,302	1,174	952	(6.90%)	(18.94%)
毛利率(%)	32.97	36.97	37.12	26.50	28.63	(4.34 ppts)	2.13 ppts
销售费用率(%)	11.93	14.38	19.51	15.57	10.40	(1.52 ppts)	(5.17 ppts)
管理费用率(%)	4.02	3.25	4.15	5.08	3.19	(0.83 ppt)	(1.89 ppts)
研发费用率(%)	1.78	1.39	1.60	2.66	1.28	(0.49 ppt)	(1.38 ppts)
归属于母公司净利润	548.3	702.5	514.9	1,790.0	472.3	(13.85%)	(73.61%)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,977	14,628	16,385	18,065	19,878
营业成本	(9,208)	(9,803)	(10,714)	(11,840)	(13,083)
毛利润	4,769	4,825	5,671	6,225	6,795
营业税金及附加	(91)	(100)	(112)	(124)	(136)
销售费用	(2,245)	(2,260)	(2,458)	(2,710)	(2,982)
管理费用	(647)	(612)	(623)	(686)	(755)
研发费用	(258)	(279)	(262)	(289)	(318)
财务费用	142	148	209	212	220
其他损益	93	97	150	150	150
营业利润	1,764	1,819	2,575	2,779	2,974
营业外净收支	41	32	16	16	16
利润总额	1,806	1,851	2,591	2,795	2,990
所得税费用	(0)	1,621	(389)	(419)	(448)
净利润	1,806	3,471	2,202	2,375	2,541
少数股东损益	59	84	66	71	76
归属于母公司净利润	1,864	3,556	2,268	2,447	2,618
普通股数(百万)	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
EPS	0.98	1.90	1.21	1.31	1.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净损益	1,806	3,471	2,202	2,375	2,541
折旧与摊销	5,057	5,170	6,005	7,954	9,102
运营资本变动	122	1,458	630	(527)	(1,161)
其他经营现金流	(6,362)	(9,016)	(8,625)	(9,488)	(9,962)
经营活动产生的现金流	622	1,084	213	316	520
资本开支	(21)	(11)	(16)	(18)	(20)
其他投资现金流	678	767	(55)	(55)	(55)
投资活动产生的现金流	657	756	(71)	(73)	(75)
债务融资	1,028	(1,014)	50	50	50
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资现金流	504	695	0	0	0
融资活动产生的现金流	1,532	(318)	50	50	50
现金变动	2,811	1,522	192	292	495
期初现金及等价物	6,974	10,370	11,882	12,074	12,366
期末现金及等价物	10,370	11,882	12,074	12,366	12,861

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	10,370	11,882	12,074	12,366	12,861
存货	1,609	1,717	1,877	2,074	2,292
应收款项	4,721	3,531	3,142	3,959	5,446
其他流动资产	5,448	3,784	4,089	4,403	4,745
流动资产总计	22,148	20,915	21,182	22,803	25,344
固定资产	174	142	123	111	103
无形资产	6,968	8,114	10,675	9,864	8,210
其他非流动资产	494	2,251	2,306	2,361	2,416
非流动资产总计	7,636	10,508	13,105	12,336	10,730
总资产	29,784	31,422	34,286	35,138	36,074
应付账款	6,571	6,926	7,632	8,434	9,319
短期借款	1,111	97	147	197	247
其他流动负债	2,941	2,837	2,837	2,837	2,837
流动负债总计	10,623	9,860	10,616	11,468	12,404
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动性负债	190	198	198	198	198
非流动负债总计	190	198	198	198	198
总负债	10,813	10,059	10,814	11,666	12,602
股东权益	18,970	21,364	23,472	23,472	23,472
少数股东权益	(44)	(129)	(133)	(133)	(133)
权益总额	18,970	21,364	23,472	23,472	23,472
总负债及权益	29,784	31,422	34,286	35,138	36,074

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	(8.98)	4.66	12.01	10.25	10.04
营业利润增长率	(17.39)	3.09	41.54	7.92	7.03
归母净利润增长率	(11.82)	90.73	(36.21)	7.87	6.99
获利能力					
毛利率	34.12	32.98	34.61	34.46	34.18
归母净利率	13.34	24.31	13.84	13.54	13.17
ROE	9.83	16.64	9.66	10.42	11.15
偿债能力					
资产负债率	36.31	32.01	31.54	33.20	34.93
净负债比率	57.00	47.08	46.07	49.70	53.69
流动比率	208.49	212.11	199.52	198.83	204.33
速动比率	157.20	173.73	161.01	160.44	166.08
营运能力					
总资产周转率	46.93	46.55	47.79	51.41	55.10
应收账款周转率	296.05	414.22	521.43	456.25	365.00
应付账款周转率	140.13	141.54	140.38	140.38	140.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	1.90	1.21	1.31	1.40
每股销售收入	7.47	7.82	8.76	9.66	10.63
估值比率					
P/E	24.02	12.39	19.42	18.00	16.82
P/S	3.15	3.01	2.69	2.44	2.22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371