

会员规模突破, 广告逐步复苏

投资要点

- 业绩总结:** 芒果超媒发布2023年度报告及2024年一季度报告, 1) 公司2023实现主营收入146.3亿元, 同比增长4.7%; 归母净利润35.6亿元, 同比增长90.7%; 扣非归母净利润17亿元, 同比增长5.7%。2) 2024Q1实现营收33.2亿, 同比增长7.2%; 归母净利润4.7亿, 同比下降13.9%。
- 24Q1加大内容投入叠加税收政策变化, 收入增速大于利润增速。** 24Q1公司营业收入增速7.2%, 营业利润增速3.7%, 归母净利润下降13.9%, 主要原因: 1) 公司营业成本上升, 主要是内容成本上升, 因为随着用户数增加, 公司为了提供更好的内容产品, 会选择加大投入。2) 受企业所得税优惠政策变化的影响, 公司24Q1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。
- 芒果TV业务会员规模持续突破, 广告业务加速复苏。** 2023年, 公司核心主营业务芒果TV互联网视频业务实现营业收入106.1亿, 同比增长1.9%。

会员业务, 2023年公司会员业务收入达43.2亿元, 同比增长10.2%。2023年末有效会员数达6653万, 相比去年提高了737万。公司致力于加大内容投入, 提升会员吸引力和粘性, 2023年上线综艺超过100场; 剧集同样重点发力, 利用寒暑假等窗口期差异化竞争。

广告业务, 2023年公司实现营收35.3亿元, 同比下降11.6%, 降幅较22年有所收窄, 且23Q4和24Q1已经实现同比正增长。综艺方面, 总N代一如既往表现优异, 《乘风2023》《披荆斩棘第三季》等头部IP稳住综艺广告招商大盘; 剧集方面, 《去有风的地方》《以爱为营》刷新公司剧集三年来招商金额、项目合作客户数纪录。2023年, 公司发力拓展多个互联网平台、白酒、食品等重点行业头部品牌客户, 新客户开拓占比达三分之一。

运营业务, 2023年实现营业收入27.7亿元, 同比增长10.3%, 继续保持稳健增长势头。省外业务方面, 依托与三大运营商, 尤其是与中国移动战略合作, 提升大屏内容的上线率和推荐率。省内业务方面, 通过创新经营, 优化线下激励政策、精耕重点区域, 推动IPTV业务增收; 上线“湖南智慧教育平台电视端”, 打造系列创新性专题课程, 累计吸引超600万用户参与。

- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2024-2026年EPS分别为1.08元、1.17元、1.25元, 对应的PE为21倍、19倍、18倍。考虑到公司有丰富的经典IP储备以及持续推出优秀影视综艺作品的 ability、未来宏观经济企稳对广告业务负面影响逐步消退、小芒电商等新兴业务步入正轨, 我们维持对公司的“买入”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、小芒电商发展不及预期的风险。

指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14628.02	16195.78	17688.59	19139.59
增长率	6.74%	10.72%	9.22%	8.20%
归属母公司净利润(百万元)	3555.71	2010.39	2192.38	2337.44
增长率	94.84%	-43.46%	9.05%	6.62%
每股收益EPS(元)	1.90	1.08	1.17	1.25
净资产收益率ROE	16.54%	8.61%	8.65%	8.50%
PE	11.76	20.80	19.07	17.89
PB	1.95	1.79	1.65	1.52

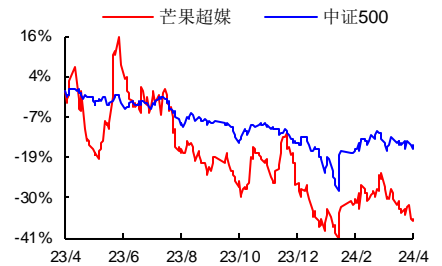
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 苗泽欣
执业证号: S1250524030004
电话: 13608650525
邮箱: mzxin@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)	10.22
52周内股价区间(元)	20.4-40.31
总市值(亿元)	418.11
总资产(亿元)	317.72
每股净资产(元)	11.74

相关研究

- 芒果超媒(300413): Q1利润企稳, 关注Q2-Q3重磅综艺上线 (2023-05-04)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：芒果 TV 互联网视频业务中的会员业务：公司设有三年内芒果 TV 用户量过亿的目标，且将 ARPU 提升作为内部运营重点之一，预计会员收入将实现稳步增长。但公司会加大内容投入，吸引更多会员加入和提升现有用户粘性，预计毛利率会保持平稳或略微下降。

假设 2：芒果 TV 互联网视频业务中的广告业务：预计 2024-2026 年广告业务将延续 2023Q4 和 2024Q1 的复苏态势，实现小幅正增长。

假设 3：内容电商：预计随着小芒电商和视频平台的进一步融合，电商的渗透率将逐步增加，预计 2024-2026 年收入增速分别为 25%/20%/18%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
芒果 tv 互联网视频业务	收入	10,614.03	11,357.01	12,038.43	12,640.35
	增速	1.88%	7.00%	6.00%	5.00%
	毛利率	41.31%	41.00%	40.80%	40.60%
新媒体互动娱乐 内容制作与运营	收入	1,149.94	1,264.94	1,366.13	1,448.10
	增速	2.85%	10.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	25.57%	20.60%	21.78%	22.65%
内容电商	收入	2,822.53	3,528.16	4,233.79	4,995.88
	增速	32.12%	25.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	4.95%	6.69%	6.69%	6.69%
其他	收入	41.52	45.67	50.23	55.26
	增速	154.82%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.34%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	14,628.02	16,195.78	17,688.59	19,139.59
	增速	6.74%	10.72%	9.22%	8.20%
	毛利率	32.98%	31.87%	31.11%	30.33%

数据来源：ifind，西南证券

综合考虑业务范围，选取了 3 家影视传媒上市公司作为估值参考，包括光线传媒、万达电影、中国电影。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				24E	25E	26E	24E	25E	26E
300251	光线传媒	263.14	8.97	0.37	0.41	0.47	24.49	21.64	19.03
002739	万达电影	316.01	14.50	0.53	0.68	0.79	27.36	21.19	18.37
600977	中国电影	220.68	11.82	0.43	0.49	0.53	34.12	29.59	27.36
平均值							28.66	24.14	21.59

数据来源：Wind，西南证券整理 (截至 20240425)

从 PE 角度看，2024E 行业平均值为 28.7 倍，我们认为公司具有领先市场的影视制作能力，在综艺制作领域强者恒强，在剧集制作方面也持续发力。综上所述，我们给予公司 2024 年与行业一致的估值，给予 28 倍 PE 估值，对应目标价 30.24 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	3471.33	2263.34	2494.04	2677.93	营业收入	14628.02	16195.78	17688.59	19139.59
折旧与摊销	5286.04	1809.33	1829.17	1814.20	营业成本	9803.01	11033.48	12185.97	13334.13
财务费用	-147.67	-187.95	-234.05	-290.08	税金及附加	100.12	82.02	89.58	96.92
投资损失	-73.24	-81.15	-81.15	-81.15	销售费用	2260.07	2431.39	2584.75	2739.35
营运资金变动	178.80	-844.33	179.28	192.91	管理费用	612.01	651.54	693.91	731.69
其他经营现金流	-7631.48	220.07	220.07	220.07	研发费用	278.73	290.96	282.40	286.42
经营性现金净流量	1083.77	3179.31	4407.37	4533.88	财务费用	-147.67	-187.95	-234.05	-290.08
资本支出	155.62	250.00	250.00	250.00	资产减值损失	-32.52	-55.53	-60.65	-65.63
长期投资	-834.80	-80.00	-80.00	-80.00	信用减值损失	-67.54	-86.89	-94.90	-102.68
其他投资现金流	1746.86	-427.71	-479.84	-521.39	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资性现金净流量	756.45	-757.71	-809.84	-851.39	投资收益	73.24	81.15	81.15	81.15
短期借款	-1024.15	36.00	36.00	36.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	20.29	-43.89	-41.39	-38.20	资产处置收益	1.17	0.66	0.66	0.66
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	122.92	121.82	121.82	121.82
资本公积增加	-735.38	0.00	0.00	0.00	营业利润	1819.03	1955.55	2134.12	2276.46
其他筹资现金流	1420.92	21.56	52.59	96.62	营业外收入	35.53	34.33	34.33	34.33
筹资性现金净流量	-318.32	13.66	47.21	94.41	营业外支出	4.01	17.23	17.23	17.23
现金流量净额	1522.00	2435.26	3644.74	3776.90	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					利润总额	1850.56	1972.65	2151.23	2293.56
					所得税	-1620.77	0.00	0.00	0.00
					净利润	3471.33	1972.65	2151.23	2293.56
					少数股东损益	-84.38	-37.74	-41.15	-43.88
					归母净利润	3555.71	2010.39	2192.38	2337.44
资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11882.21	14317.47	17962.21	21739.11	成长能力				
应收票据及账款	5068.53	5788.88	6322.46	6841.09	营收增长率	6.74%	10.72%	9.22%	8.20%
预付账款	1016.66	1670.18	1824.12	1973.76	营业利润增长率	5.45%	7.51%	9.13%	6.67%
其他应收款	47.85	53.33	58.25	63.03	EBIT 增长率	4.16%	4.80%	7.42%	4.50%
存货	1717.44	1920.71	2121.33	2321.21	EBITDA 增长率	3.07%	-48.58%	4.24%	1.90%
其他流动资产	1182.18	1187.11	1199.56	1211.66	归母净利润增长率	94.84%	-43.46%	9.05%	6.62%
流动资产总计	20914.87	24937.68	29487.94	34149.86	经营现金流增长率	96.46%	193.36%	38.63%	2.87%
长期股权投资	0.00	78.10	156.20	234.30	盈利能力				
固定资产	371.01	266.10	153.37	32.80	毛利率	32.98%	31.87%	31.11%	30.33%
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	23.73%	12.18%	12.16%	11.98%
无形资产	8113.88	6645.79	5265.69	3873.57	营业利润率	12.44%	12.07%	12.06%	11.89%
长期待摊费用	69.65	34.83	0.00	0.00	ROE	16.54%	8.61%	8.65%	8.50%
其他非流动资产	1952.98	2001.47	1949.96	1898.45	ROA	11.32%	5.92%	5.92%	5.82%
非流动资产合计	10507.52	9026.29	7525.22	6039.12	ROIC	-2.85%	14.79%	16.28%	19.28%
资产总计	31422.39	33963.97	37013.15	40188.98	估值倍数				
短期借款	33.78	69.78	105.78	141.78	P/E	11.76	20.80	19.07	17.89
应付票据及账款	6926.15	7409.89	8183.89	8954.97	P/S	2.86	2.58	2.36	2.18
其他流动负债	2900.55	3160.03	3470.83	3777.67	P/B	1.95	1.79	1.65	1.52
流动负债合计	9860.48	10639.70	11760.49	12874.42	股息率	0.00%	0.40%	0.43%	0.46%
长期借款	151.81	107.92	66.53	28.32	EV/EBIT	21.84	16.64	13.72	11.36
其他非流动负债	46.46	46.46	46.46	46.46	EV/EBITDA	5.32	8.26	7.02	5.96
非流动负债合计	198.27	154.37	112.98	74.78	EV/NOPLAT	-126.01	17.40	14.40	12.01
负债合计	10058.75	10794.07	11873.48	12949.20					
股本	1870.72	1870.72	1870.72	1870.72					
资本公积	8811.41	8811.41	8811.41	8811.41					
留存收益	10810.29	12654.29	14665.22	16809.20					
归属母公司权益	21492.42	23336.42	25347.35	27491.33					
少数股东权益	-128.79	-166.52	-207.68	-251.56					
股东权益合计	21363.64	23169.90	25139.68	27239.78					
负债和股东权益合计	31422.39	33963.97	37013.15	40188.98					

数据来源: ifind, 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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
