



芒果超媒 (300413.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

会员业务双位数增长,净利率受制于税

收优惠政策变化

业绩简评

8月21日,公司发布24年中报,H1营收69.6亿/同比+2.5%,归母净利润10.6亿/同比-15.5%,扣非归母9.1亿/同比-23.0%;Q2收入36.4亿/同比+0.1%,归母净利润5.9亿/同比-16.0%。

经营分析

收入:会员业务双位数增长,广告业务企稳,运营商业务短期承压,内容电商表现稳健。1)会员:1H24收入24.9亿/yoy+26.8%,《歌手2024》《与凤行》等爆款内容拉动会员数快速增长,同时创新会员权益体系,ARPPU值持续稳步提升。2)广告:1H24收入17.2亿/yoy-3.9%,降幅同、环比降低13.4、1.0pct,逐步企稳。3)运营商:1H24收入7.5亿/yoy-46.0%,主要系配合落实电视行业治理工作,围绕收费等服务优化,首页首屏推荐内容免费节目占比不低于50%,短期受影响。4)内容电商:1H24收入13.6亿/同增8.7%,其中小芒电商GMV66.5亿/同增近50%,同时减亏近4成。
净利率受制于税收优惠政策变化。1H24归母净利率、扣非净利率15.3%/13.1%,同比-3.4/-4.4pct,其中内容投入加大带动会员增长,但广告及运营商业务收入下滑,致互联网视频业务毛利率同比-6.6pct;销售、管理费率同比-2.3/-0.8pct,投资收益同增7.6倍,主要系债权投资产生较高利息收入,部分抵消毛利率的降低;税收优惠政策变化致所得税占利润总额的比例同增15.7pct。扣非净利率降幅高于归母净利率,主要系委托理财等非经收益增加。

展望后续:下半年内容丰富,中长期看好公司内容投入-创收增长的正向循环。1)《披荆斩棘4》已于8月播出,《花儿与少年6》《声生不息·港乐季2》《舞蹈狂花》等重点综艺将上线;储备剧集超80部,《国色芳华》等具备爆款剧集潜质;全年预计上线300部精品竖屏短剧丰富内容生态。2)中长期:目前共有56个综艺团队,22个影视制作团队和36家“新芒计划”战略工作室,是国内最大的头部综艺制作机构,同时在发力剧集内容,保障后续内容供给。

盈利预测、估值与评级

我们预计24-26年归母净利润为20.0/22.9/25.3亿元,对应PE为19.6/16.2/14.7X,维持“买入”评级。

风险提示

内容表现不及预期;广告主需求修复不及预期风险;用户增长不及预期;核心团队离职风险;内容监管风险。

传媒与互联网组

分析师:陈泽敏(执业S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师:陆意(执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

分析师:马晓婷(执业S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价(人民币):19.90元

相关报告:

1.《芒果超媒公司深度研究:优质内容为内核,台网一体打造优势》,2023.9.24



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,704	14,628	15,137	17,079	18,423
营业收入增长率	-10.76%	6.74%	3.48%	12.83%	7.87%
归母净利润(百万元)	1,825	3,556	1,999	2,292	2,532
归母净利润增长率	-13.68%	94.84%	-43.77%	14.65%	10.47%
摊薄每股收益(元)	0.976	1.901	1.069	1.225	1.354
每股经营性现金流净额	0.29	0.58	-0.59	5.85	3.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.68%	16.54%	8.61%	9.09%	9.22%
P/E	30.77	13.26	19.55	16.24	14.70
P/B	2.98	2.19	1.68	1.48	1.35

来源:公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	15,356	13,704	14,628	15,137	17,079	18,423
增长率		-10.8%	6.7%	3.5%	12.8%	7.9%
主营业务成本	-9,905	-9,067	-9,803	-10,696	-11,787	-12,650
%销售收入	64.5%	66.2%	67.0%	70.7%	69.0%	68.7%
毛利	5,450	4,637	4,825	4,441	5,292	5,773
%销售收入	35.5%	33.8%	33.0%	29.3%	31.0%	31.3%
营业税金及附加	-27	-90	-100	-78	-111	-120
%销售收入	0.2%	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%
销售费用	-2,469	-2,180	-2,260	-1,857	-2,061	-2,207
%销售收入	16.1%	15.9%	15.5%	12.3%	12.1%	12.0%
管理费用	-696	-624	-612	-496	-556	-600
%销售收入	4.5%	4.6%	4.2%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	-272	-235	-279	-238	-259	-279
%销售收入	1.8%	1.7%	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	1,986	1,508	1,574	1,772	2,305	2,566
%销售收入	12.9%	11.0%	10.8%	11.7%	13.5%	13.9%
财务费用	101	131	148	314	184	199
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-2.1%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-112	-168	-100	-60	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	133	73	233	80	80
%税前利润	1.8%	7.5%	4.0%	10.1%	3.0%	2.7%
营业利润	2,136	1,725	1,819	2,299	2,619	2,895
营业利润率	13.9%	12.6%	12.4%	15.2%	15.3%	15.7%
营业外收支	-21	41	32	14	20	20
税前利润	2,114	1,766	1,851	2,313	2,639	2,915
利润率	13.8%	12.9%	12.7%	15.3%	15.5%	15.8%
所得税	0	0	1,621	-355	-396	-437
所得税率	0.0%	0.0%	-87.6%	15.4%	15.0%	15.0%
净利润	2,114	1,766	3,471	1,958	2,243	2,478
少数股东损益	0	-59	-84	-42	-49	-55
归属于母公司的净利润	2,114	1,825	3,556	1,999	2,292	2,532
净利率	13.8%	13.3%	24.3%	13.2%	13.4%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,114	1,766	3,471	1,958	2,243	2,478
少数股东损益	0	-59	-84	-42	-49	-55
非现金支出	5,018	5,314	5,386	3,312	3,856	4,255
非经营收益	-29	-109	-1,685	-379	-91	-93
营运资金变动	-6,541	-6,419	-6,089	-5,987	4,944	-213
经营活动现金净流	562	552	1,084	-1,095	10,952	6,427
资本开支	-193	-187	-150	-5,016	-5,160	-5,160
投资	244	0	-835	-900	0	0
其他	-3,244	841	1,741	233	80	80
投资活动现金净流	-3,193	654	756	-5,683	-5,080	-5,080
股权募资	4,497	286	0	0	0	0
债权募资	30	1,569	383	-52	-6	0
其他	-300	-309	-701	-291	-289	-288
筹资活动现金净流	4,227	1,545	-318	-343	-295	-288
现金净流量	1,597	2,751	1,522	-7,122	5,577	1,059

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,974	9,687	11,882	4,716	10,255	11,282
应收款项	3,966	4,763	4,278	4,413	4,759	5,091
存货	1,690	1,600	1,717	1,723	1,793	1,881
其他流动资产	6,271	5,385	3,038	9,572	5,063	5,281
流动资产	18,901	21,435	20,915	20,424	21,870	23,534
%总资产	72.4%	73.8%	66.6%	62.1%	61.2%	61.3%
长期投资	24	88	81	81	81	81
固定资产	184	165	142	131	132	147
%总资产	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	6,790	7,155	8,425	10,227	11,612	12,585
非流动资产	7,210	7,615	10,508	12,447	13,841	14,836
%总资产	27.6%	26.2%	33.4%	37.9%	38.8%	38.7%
资产总计	26,111	29,050	31,422	32,872	35,711	38,370
短期借款	83	1,109	97	88	82	82
应付款项	6,032	6,608	7,045	7,292	8,036	8,325
其他流动负债	2,770	2,343	2,718	2,303	2,457	2,642
流动负债	8,885	10,060	9,860	9,684	10,575	11,048
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	229	183	198	147	132	121
负债	9,114	10,243	10,059	9,831	10,707	11,170
普通股股东权益	16,966	18,851	21,492	23,211	25,223	27,475
其中：股本	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
未分配利润	5,746	7,307	10,630	12,349	14,361	16,613
少数股东权益	31	-44	-129	-170	-220	-274
负债股东权益合计	26,111	29,050	31,422	32,872	35,711	38,370

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.130	0.976	1.901	1.069	1.225	1.354
每股净资产	9.069	10.077	11.489	12.408	13.483	14.687
每股经营现金净流	0.300	0.295	0.579	-0.586	5.854	3.436
每股股利	0.130	0.130	0.180	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	12.46%	9.68%	16.54%	8.61%	9.09%	9.22%
总资产收益率	8.10%	6.28%	11.32%	6.08%	6.42%	6.60%
投入资本收益率	11.63%	7.57%	13.76%	6.48%	7.81%	8.00%
增长率						
主营业务收入增长率	9.64%	-10.76%	6.74%	3.48%	12.83%	7.87%
EBIT增长率	11.88%	-24.06%	4.36%	12.56%	30.08%	11.36%
净利润增长率	6.66%	-13.68%	94.84%	-43.77%	14.65%	10.47%
总资产增长率	35.53%	11.26%	8.17%	4.61%	8.64%	7.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.4	84.6	84.0	96.0	92.0	92.0
存货周转天数	61.7	66.2	61.8	59.0	56.0	55.0
应付账款周转天数	187.5	197.2	187.1	185.0	185.0	180.0
固定资产周转天数	4.4	4.4	3.6	3.2	2.8	2.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.61%	-59.94%	-60.09%	-28.56%	-48.49%	-48.35%
EBIT利息保障倍数	-19.6	-11.5	-10.7	-5.6	-12.5	-12.9
资产负债率	34.90%	35.26%	32.01%	29.91%	29.98%	29.11%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	19	30	110
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.22	1.14	1.14	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-25	买入	23.18	N/A
2	2023-04-23	买入	32.64	N/A
3	2023-09-24	买入	27.39	32.23~32.23

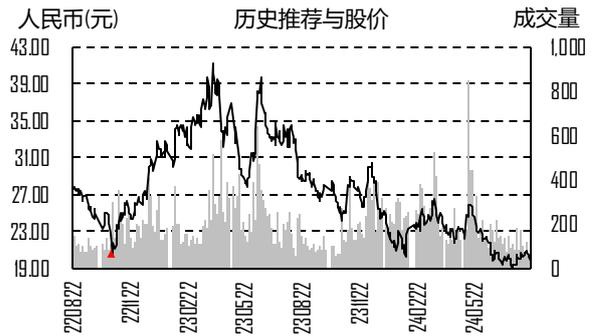
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究