

## 会员数持续增长，期待短剧等业务贡献增量

——芒果超媒（300413.SZ）点评

### 核心观点

- **24Q3 公司营业收入 33.17 亿(yoy-1.5%，qoq-8.73%)**，公司前三季度营业收入、营业利润保持平稳，公司核心主业延续稳健发展态势。Q3 毛利率 29.8% (yoy-7.3pp, qoq+0.7pp)，Q3 归母净利润 3.79 亿元 (yoy-27.41%，qoq-35.76%)，受企业所得税政策调整影响，公司所得税费用较去年同期增加 2.8 亿。
- **24H1 新媒体运营收入 49.6 亿 (yoy-3.6%)**，毛利率为 36.1% (yoy-6.6pp)。其中 **24H1 会员收入为 24.86 亿元 (yoy+27%)**，2024 年 10 月 11 日，在首届中国广播电视精品创作大会上芒果 TV 披露了有效会员规模已超 7000 万。QM 数据显示，芒果 TV 月度（8 月）活跃用户数已达 2.68 亿，稳居长视频行业前三。剧集方面，2024 年 Q3 剧集对会员创收的贡献度也在提升，云合数据显示，芒果 TV 会员内容有效播放占比上涨至 79%，同比提升 16%，位居长视频平台之首，《你比星光美丽》《私藏浪漫》进入 Q3 剧集会员内容有效播放霸屏榜。在微短剧赛道上，芒果依托独有的台网联动优势，推出全国首个黄金档微短剧剧场“730 大芒剧场”，率先推动了一批优质微短剧上星。**24H1 广告业务 17.21 亿元 (yoy-4%)**，主要系广告行业复苏相对乏力，从广告品类来看，品效广告率先修复，趋势更为明显，品牌广告回暖相对滞后。**24Q3，芒果 TV 综艺数据在文娱市场持续领跑**。云合数据显示，芒果 TV 全网综艺有效播放 25 亿，同比上涨 22%，《你好，星期六 2024》《中餐厅 8》《披荆斩棘 4》3 档节目表现突出，位列台综、网综霸屏榜 TOP3。芒果 TV 上新季播综艺供给大幅增加，共上新 31 部，位居爱优腾芒四平台之首。24Q4，芒果 TV 热播综艺《再见爱人 4》持续引爆热搜。双平台目前共有 8 个节目内容主理人赛道，49 个节目自制团队。后续《声生不息·港乐季 2》《女子推理社 2》《时光音乐会 4》《芒果新生班·搭档季》等重点节目也为 Q4 综艺奠定基础。

### 盈利预测与投资建议

- 公司热门综艺 IP 矩阵持续延展，系列化项目流量稳定。随着 88VIP 新渠道导入会员，叠加短剧内容供给端上量。我们预计公司 24~26 年归母净利润分别为 16.52/18.49/21.08 亿元（24~26 年原预测值为 17.25/19.83/22.76 亿元，根据季报，下调新媒体运营等收入预测），参考可比公司估值，给予公司 24 年 37 倍 PE，对应目标价 32.56 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

行业监管严格，市场竞争激烈，劣迹艺人风险，投资收益不及预期

### 公司主要财务信息

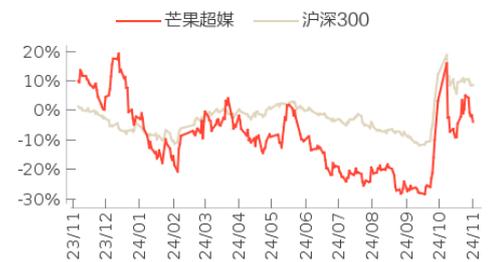
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,704	14,628	14,456	15,896	17,437
同比增长(%)	-10.8%	6.7%	-1.2%	10.0%	9.7%
营业利润(百万元)	1,633	1,819	1,883	2,107	2,404
同比增长(%)	-23.5%	11.4%	3.5%	11.9%	14.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,864	3,556	1,652	1,849	2,108
同比增长(%)	-11.8%	90.7%	-53.5%	11.9%	14.0%
每股收益(元)	1.00	1.90	0.88	0.99	1.13
毛利率(%)	33.8%	33.0%	27.0%	27.1%	27.9%
净利率(%)	13.6%	24.3%	11.4%	11.6%	12.1%
净资产收益率(%)	10.4%	17.6%	7.4%	7.7%	8.2%
市盈率	24.6	12.9	27.8	24.8	21.8
市净率	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	增持（维持）
股价（2024年11月01日）	24.52元
目标价格	32.56元
52周最高价/最低价	31.56/18.07元
总股本/流通A股（万股）	187,072/102,170
A股市值（百万元）	45,870
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024年11月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-8.51	-6.84	20.55	-2
相对表现%	-6.83	-3.66	6.78	-10.93
沪深300%	-1.68	-3.18	13.77	8.93



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

### 联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

### 相关报告

会员收入量价齐升，期待优质内容持续出圈：——芒果超媒（300413.SZ）24年中报点评	2024-08-23
《歌手 2024》热度破圈，新模式增厚管线流量：——芒果超媒（300413.SZ）点评	2024-05-24
收购金鹰卡通、联合 88VIP 助力公司用户拓展：——芒果超媒（300413.SZ）23Q3 点评	2023-10-30

表 1: PE 估值 (2024.11.1 收盘价) 汇率 USD/CNY=7.12 (单位: 人民币)

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
光线传媒	300251	8.51	0.14	0.22	0.37	0.42	59.76	39.07	23.21	20.32
万达电影	002739	11.83	0.42	0.35	0.62	0.74	28.26	33.53	19.18	15.92
奈飞公司	NFLX.O	5383.43	85.66	139.36	164.69	191.95	62.85	38.63	32.69	28.05
迪士尼	DIS.N	682.17	9.19	25.31	37.06	43.63	74.23	26.95	18.41	15.64
中国电影	600977	11.28	0.14	0.20	0.39	0.45	80.06	56.23	29.22	25.02
调整后平均								37.00	24.00	20.00

数据来源: Wind 一致性预期, 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,370	11,882	15,018	14,766	15,289	营业收入	13,704	14,628	14,456	15,896	17,437
应收票据、账款及款项融资	4,713	4,230	4,180	4,596	5,042	营业成本	9,067	9,803	10,549	11,592	12,573
预付账款	1,661	1,017	1,005	1,105	1,212	销售费用	2,245	2,260	1,713	1,888	2,071
存货	1,609	1,717	1,848	2,031	2,203	管理费用	647	612	389	416	456
其他	3,795	2,069	2,058	2,146	2,239	研发费用	258	279	194	216	238
<b>流动资产合计</b>	<b>22,148</b>	<b>20,915</b>	<b>24,109</b>	<b>24,644</b>	<b>25,984</b>	财务费用	(142)	(148)	(129)	(143)	(144)
长期股权投资	4	0	0	0	0	资产、信用减值损失	168	100	79	84	83
固定资产	174	142	147	144	134	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	133	73	288	343	332
无形资产	6,968	8,114	8,122	10,000	11,250	其他	37	24	(65)	(79)	(89)
其他	490	2,251	1,022	1,110	1,223	<b>营业利润</b>	<b>1,633</b>	<b>1,819</b>	<b>1,883</b>	<b>2,107</b>	<b>2,404</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,636</b>	<b>10,508</b>	<b>9,291</b>	<b>11,254</b>	<b>12,608</b>	营业外收入	46	36	30	32	30
<b>资产总计</b>	<b>29,784</b>	<b>31,422</b>	<b>33,400</b>	<b>35,898</b>	<b>38,592</b>	营业外支出	4	4	16	15	13
短期借款	1,058	34	34	34	34	<b>利润总额</b>	<b>1,674</b>	<b>1,851</b>	<b>1,898</b>	<b>2,124</b>	<b>2,421</b>
应付票据及应付账款	6,571	6,926	7,453	8,190	8,883	所得税	0	(1,621)	285	319	363
其他	2,994	2,901	2,738	2,859	2,988	<b>净利润</b>	<b>1,674</b>	<b>3,471</b>	<b>1,613</b>	<b>1,805</b>	<b>2,058</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10,623</b>	<b>9,860</b>	<b>10,226</b>	<b>11,083</b>	<b>11,905</b>	少数股东损益	(59)	(84)	(39)	(44)	(50)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,733</b>	<b>3,556</b>	<b>1,652</b>	<b>1,849</b>	<b>2,108</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.00	1.90	0.88	0.99	1.13
其他	190	198	198	198	198						
<b>非流动负债合计</b>	<b>190</b>	<b>198</b>	<b>198</b>	<b>198</b>	<b>198</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>10,813</b>	<b>10,059</b>	<b>10,424</b>	<b>11,281</b>	<b>12,103</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(44)	(129)	(168)	(212)	(262)	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871	营业收入	-10.8%	6.7%	-1.2%	10.0%	9.7%
资本公积	9,646	8,811	8,811	8,811	8,811	营业利润	-23.5%	11.4%	3.5%	11.9%	14.1%
留存收益	7,498	10,810	12,462	14,146	16,069	归属于母公司净利润	-11.8%	90.7%	-53.5%	11.9%	14.0%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>18,970</b>	<b>21,364</b>	<b>22,976</b>	<b>24,616</b>	<b>26,489</b>	毛利率	33.8%	33.0%	27.0%	27.1%	27.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29,784</b>	<b>31,422</b>	<b>33,400</b>	<b>35,898</b>	<b>38,592</b>	净利率	13.6%	24.3%	11.4%	11.6%	12.1%
						ROE	10.4%	17.6%	7.4%	7.7%	8.2%
						ROIC	8.0%	15.1%	6.7%	7.0%	7.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	36.3%	32.0%	31.2%	31.4%	31.4%
净利润	1,674	3,471	1,613	1,805	2,058	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	5,069	5,214	7,554	5,692	6,326	流动比率	2.08	2.12	2.36	2.22	2.18
财务费用	(142)	(148)	(129)	(143)	(144)	速动比率	1.92	1.93	2.16	2.02	1.98
投资损失	(133)	(73)	(288)	(343)	(332)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(171)	1,652	295	55	(12)	应收账款周转率	4.3	4.3	4.2	4.4	4.4
其它	(5,674)	(9,032)	1,224	(88)	(115)	存货周转率	5.1	5.4	5.4	5.5	5.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>622</b>	<b>1,084</b>	<b>10,269</b>	<b>6,977</b>	<b>7,781</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
资本支出	(507)	(1,160)	(7,550)	(7,550)	(7,550)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(64)	6	0	0	0	每股收益	1.00	1.90	0.88	0.99	1.13
其他	1,228	1,910	288	343	332	每股经营现金流	0.33	0.58	5.49	3.73	4.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>657</b>	<b>756</b>	<b>(7,262)</b>	<b>(7,207)</b>	<b>(7,218)</b>	每股净资产	10.16	11.49	12.37	13.27	14.30
债权融资	320	(300)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	402	(835)	0	0	0	市盈率	24.6	12.9	27.8	24.8	21.8
其他	810	816	129	(22)	(41)	市净率	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,532</b>	<b>(318)</b>	<b>129</b>	<b>(22)</b>	<b>(41)</b>	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-	-	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	<b>2,811</b>	<b>1,522</b>	<b>3,136</b>	<b>(252)</b>	<b>522</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。