



芒果超媒 (300413.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

内容投入加大致短期承压,会员业务保持良性增长

业绩简评

4 月 25 日, 公司发布 24 年报及 25 年一季报, 4Q24 收入 38.0 亿元, 同比-14.2%, 归母净利润-0.8 亿元, 同比转亏, 扣非归母 4.2 亿元, 同比+417.6%; 1Q25 收入 29.0 亿元, 同比-12.8%, 归母净利润 3.8 亿元, 同比-19.8%, 扣非归母 3.0 亿元, 同比-35.0%。

经营分析

会员业务良性增长; 广告业务企稳, 但增长仍有压力。1) 会员: 24 年收入 51.5 亿/yoy+19.3%, 创新高, 年末有效会员规模 7331 万/yoy+10.2%, 增长主要系持续稳定输出优质内容, 以《歌手 2024》《再见爱人 4》为代表的爆款综艺和以《小巷人家》《与凤行》为代表的热门剧集拉动, 同时公司创新会员权益体系, 稳步提升 ARPPU。在《大侦探·拾光季》等综艺、《国色芳华》《五福临门》等剧集的拉动下, Q1 保持良性增长。2) 广告收入企稳, 24 年广告收入 34.4 亿/yoy-2.7%, 降幅较上半年收窄 1.2pcts, 预计经济增速放缓背景下, 品牌广告预算收窄, 影响出品内容。

运营业务短期承压, 24 年小芒 GMV 再创新高, 传统购物板块收缩。1) 运营业务短期承压, 24 年收入 7.5 亿/yoy-46.0%, 主要系配合落实电视行业治理工作, 围绕“收费包”“单点付费内容”等电视大屏线管服务全面优化。2) 内容电商: 24 年收入 2.6 亿/yoy-7.9%, 其中基于 IP 商业变现闭环的小芒电商完成 A1 轮融资, GMV 161 亿, 4 年复合增长率 125%; 快乐购顺应市场需求转型银发赛道, Q1 传统电视购物收缩, 也是导致 Q1 收入下滑的因素之一。内容投入加大, Q1 净利润短期承压。24 年扣非净利率 11.7%, 同比-0.09pcts, 基本持平。1Q25 扣非归母净利润同比-35.0%, 主要系公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面的投入, Q1 芒果 TV 电视剧投入金额同比+12%, 1Q25 扣非净利率 10.5%, 同比-3.59pcts, 下滑主要系毛利率-2.2pcts (预计系内容投入加大), 销售费率同比+2.8pcts。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年归母净利润为 17.96/20.84/23.00 亿元, 对应 PE 为 26.7/23.0/20.9X, 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。

海外和传媒互联网组

分析师: 易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

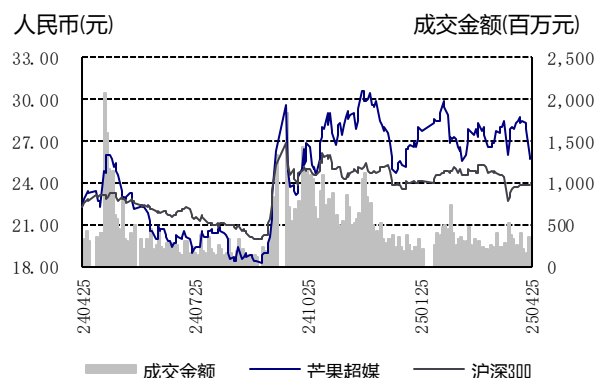
分析师: 马晓婷 (执业 S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 25.65 元

相关报告:

- 《芒果超媒公司点评: 内容端蓬勃, 税负仍影响净利》, 2024.10.27
- 《芒果超媒公司点评: 会员业务双位数增长, 净利率受制于税收优惠政...》, 2024.8.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628	14,080	15,145	16,109	17,038
营业收入增长率	6.74%	-3.75%	7.57%	6.36%	5.77%
归母净利润(百万元)	3,556	1,364	1,796	2,084	2,300
归母净利润增长率	94.84%	-61.63%	31.65%	16.04%	10.35%
摊薄每股收益(元)	1.901	0.729	0.960	1.114	1.229
每股经营性现金流净额	0.58	-0.01	1.67	3.13	3.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.54%	6.07%	7.54%	8.21%	8.48%
P/E	13.26	36.87	26.72	23.02	20.86
P/B	2.19	2.24	2.01	1.89	1.77

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	13,704	14,628	14,080	15,145	16,109	17,038
增长率		6.7%	-3.7%	7.6%	6.4%	5.8%
主营业务成本	-9,067	-9,803	-9,992	-10,722	-11,258	-11,823
%销售收入	66.2%	67.0%	71.0%	70.8%	69.9%	69.4%
毛利	4,637	4,825	4,088	4,424	4,850	5,215
%销售收入	33.8%	33.0%	29.0%	29.2%	30.1%	30.6%
营业税金及附加	-90	-100	-72	-76	-81	-85
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,180	-2,260	-1,991	-2,119	-2,236	-2,356
%销售收入	15.9%	15.5%	14.1%	14.0%	13.9%	13.8%
管理费用	-624	-612	-440	-466	-501	-522
%销售收入	4.6%	4.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-235	-279	-264	-291	-287	-303
%销售收入	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	1,508	1,574	1,320	1,472	1,746	1,949
%销售收入	11.0%	10.8%	9.4%	9.7%	10.8%	11.4%
财务费用	131	148	189	164	174	184
%销售收入	-1.0%	-1.0%	-1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-168	-100	-98	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	133	73	285	120	120	120
%税前利润	7.5%	4.0%	16.1%	6.8%	5.8%	5.3%
营业利润	1,725	1,819	1,742	1,755	2,040	2,253
营业利润率	12.6%	12.4%	12.4%	11.6%	12.7%	13.2%
营业外收支	41	32	21	20	20	20
税前利润	1,766	1,851	1,763	1,775	2,060	2,273
利润率	12.9%	12.7%	12.5%	11.7%	12.8%	13.3%
所得税	0	1,621	-420	-18	-21	-23
所得税率	0.0%	-87.6%	23.8%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	1,766	3,471	1,343	1,757	2,039	2,250
少数股东损益	-59	-84	-21	-39	-45	-50
归属于母公司的净利润	1,825	3,556	1,364	1,796	2,084	2,300
净利率	13.3%	24.3%	9.7%	11.9%	12.9%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,766	3,471	1,343	1,757	2,039	2,250
少数股东损益	-59	-84	-21	-39	-45	-50
非现金支出	5,314	5,386	6,027	3,035	3,590	4,010
非经营收益	-109	-1,685	134	-693	-132	-133
营运资金变动	-6,419	-6,089	-7,529	-969	349	-294
经营活动现金净流	552	1,084	-25	3,130	5,846	5,833
资本开支	-187	-150	-165	-170	-124	-156
投资	0	-835	0	0	0	0
其他	841	1,741	-7,521	120	120	120
投资活动现金净流	654	756	-7,685	-50	-4	-36
股权募资	286	0	160	0	0	0
债权募资	1,569	383	0	-77	0	0
其他	-309	-701	-448	-478	-532	-568
筹资活动现金净流	1,545	-318	-288	-555	-532	-568
现金净流量	2,751	1,522	-7,997	2,525	5,310	5,229

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,687	11,882	3,901	5,408	5,746	6,019
应收款项	4,763	4,278	4,661	4,803	4,630	4,852
存货	1,600	1,717	1,332	1,606	1,676	1,752
其他流动资产	5,385	3,038	7,979	8,731	8,875	9,021
流动资产	21,435	20,915	17,872	20,547	20,927	21,643
%总资产	73.8%	66.6%	54.9%	60.5%	58.3%	57.3%
长期投资	88	81	3,919	73	73	73
固定资产	165	142	131	142	149	159
%总资产	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	7,155	8,425	9,162	11,191	12,737	13,881
非流动资产	7,615	10,508	14,658	13,422	14,982	16,143
%总资产	26.2%	33.4%	45.1%	39.5%	41.7%	42.7%
资产总计	29,050	31,422	32,530	33,970	35,909	37,786
短期借款	1,109	97	112	82	82	82
应付款项	6,608	7,045	7,320	7,313	7,679	7,784
其他流动负债	2,343	2,718	2,371	2,613	2,685	2,779
流动负债	10,060	9,860	9,803	10,008	10,446	10,645
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	183	198	197	143	128	117
负债	10,243	10,059	10,000	10,150	10,574	10,762
普通股股东权益	18,851	21,492	22,489	23,817	25,378	27,116
其中：股本	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
未分配利润	7,307	10,630	11,459	12,787	14,348	16,086
少数股东权益	-44	-129	41	2	-43	-92
负债股东权益合计	29,050	31,422	32,530	33,970	35,909	37,786

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.976	1.901	0.729	0.960	1.114	1.229
每股净资产	10.077	11.489	12.022	12.732	13.566	14.495
每股经营现金净流	0.295	0.579	-0.013	1.673	3.125	3.118
每股股利	0.130	0.180	0.220	0.250	0.280	0.300
回报率						
净资产收益率	9.68%	16.54%	6.07%	7.54%	8.21%	8.48%
总资产收益率	6.28%	11.32%	4.19%	5.29%	5.80%	6.09%
投入资本收益率	7.57%	13.76%	4.44%	6.10%	6.80%	7.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.76%	6.74%	-3.75%	7.57%	6.36%	5.77%
EBIT 增长率	-24.06%	4.36%	-16.11%	11.46%	18.64%	11.63%
净利润增长率	-13.68%	94.84%	-61.63%	31.65%	16.04%	10.35%
总资产增长率	11.26%	8.17%	3.53%	4.43%	5.71%	5.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.6	84.0	104.2	105.0	95.0	95.0
存货周转天数	66.2	61.8	55.7	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	197.2	187.1	200.9	185.0	185.0	180.0
固定资产周转天数	4.4	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.94%	-60.09%	-23.95%	-29.10%	-28.70%	-27.91%
EBIT 利息保障倍数	-11.5	-10.7	-7.0	-9.0	-10.0	-10.6
资产负债率	35.26%	32.01%	30.74%	29.88%	29.45%	28.48%

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	6	15	21	29	111
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.06	1.05	1.03	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	2023-09-24	买入	27.39	32.23~32.23
2	2024-08-22	买入	19.90	N/A
3	2024-10-27	买入	26.80	N/A

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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