

# 芒果超媒 (300413.SZ)

## 25Q1 内容投入加大致业绩承压，会员业务持续深化

**业绩概况：**2024 年公司实现营业收入 140.80 亿元，同减 3.75%；归母净利润 13.64 亿元，同减 61.63%，主要是由于报告期内公司适用企业所得税优惠政策变化，公司需一次性冲回 2023 年确认的递延所得税资产。2025Q1 公司实现营业收入 29.00 亿元，同减 12.76%，主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润 3.79 亿元，同减 19.80%，主要是由于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。

**综艺持续夯实领先优势，剧集加大头部内容投入。**云合数据显示，综艺方面，2024 年芒果上新综艺 99 部，位居长视频平台之首，Q4 综艺正片有效播放量同比增长 34.1%，市占率 36.7%，均排名第一。独播综艺《歌手 2024》《你好，星期六 2024》《中餐厅 8》《全员加速中对战季》位列电视综艺有效播放 TOP10，独播综艺《再见爱人 4》《乘风 2024》《大侦探 9》《花儿与少年·丝路季》和《披荆斩棘 4》位列网络综艺有效播放 TOP10。剧集方面，2024 年芒果 TV 上线重点影视剧 27 部，上线微短剧 340 部，《小巷人家》《问苍茫》《日光之城》位列豆瓣 2024 年评分最高 TOP10 部华语剧集榜单，头部作品投入加大。据云合数据，2025Q1 芒果 TV 综艺节目有效播放市占率继续稳居长视频平台首位，《大侦探·拾光季》《女子推理社 2》《快乐再出发·山海季》等 6 档节目位列 TOP10 榜单；剧集方面有效播放数据同比增长 117.7%，创历史新高，《国色芳华》《五福临门》位列 TOP10 榜单。公司内容储备丰富，综艺储备包括《歌手 2025》《你好星期六 2025》《天天向上》等 100+ 部，剧集储备包括《水龙吟》《潜渊》《韶华若锦》等约 100+ 部重点影视剧，《龙行龘龘》《姜颂》等微短剧，以“长短结合”的方式共同促进优质内容产出，内容优势有望延续。

**会员数量再创新高，广告业务环比有所恢复，运营业务承压。**1) **会员业务：**截至 2024 年芒果 TV 会员规模达 7331 万 (yoy+10.2%)，全年会员业务收入达 51.48 亿元 (yoy+19.3%)。C 端看公司通过加大内容投入、创新会员权益体系等方式增加会员留存、提升 ARPPU 值；B 端看公司积极与 88VIP、中国移动子公司咪咕文化等项目合作拓展渠道增量，实现多维内容合作及收入增长。此外，公司于 2024 年启动芒果 TV 国际 APP “倍增计划”，报告期内海外下载量达 2.61 亿次 (yoy+101%)，收入达 1.41 亿元 (yoy+127%)，双双实现倍增目标。2) **运营业务：**同比下滑 42.4% 至 15.93 亿元，主要是由于公司为落实行业号召启动大屏推荐免费节目，H2 收入环比增长 16%，全年降幅收窄；3) **广告业务：**同比下滑 2.7% 至 34.38 亿元，H2 收入较上半年增长 8%，报告期内拓展多个重点行业头部品牌客户，基本稳住广告业务基本盘。

**全平台协同融合，强化生态协同效应。**2023 年 10 月公司现金收购湖南金鹰卡通传媒有限公司 100% 股权，芒果 TV 以金鹰卡通横向布局少儿板块，报告期内金鹰卡通预计顺利完成年度业绩承诺，打造跨屏爆款少儿综艺与动漫 IP，构建研学基地、主题乐园、少儿赛事为一体的沉浸式实景矩阵，加快打造全产业链亲子生态旗舰。小芒电商则依托芒果生态优质内容 IP 和艺人资源，持续保持快速发展态势，报告期内小芒电商完成 A1 轮融资，年度 GMV 达到 161 亿元 (yoy+55%)，再创新高，4 年复合增长率达到 125%。芒果 TV+小芒+金鹰卡通全面打通内容创制与运营，将形成用户群体、内容版图和客户结构的互补，有望实现协同效应的最大价值化。

**投资建议：**2024 年末转制文化企业税收优惠政策延期，所得税费用负面影响消除，短期看公司业绩受到加大头部内容、技术应用投入等影响，长期仍看好公司独特的国有平台优势和强劲内容输出能力。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 16.2/19.2/22.4 亿元，同比变动+18.7%/+18.7%/+16.6%，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，用户增长不及预期，广告收入不及预期。

| 财务指标           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 14,628 | 14,080 | 15,368 | 16,795 | 18,349 |
| 增长率 yoy (%)    | 4.7    | -3.7   | 9.2    | 9.3    | 9.3    |
| 归母净利润 (百万元)    | 3,556  | 1,364  | 1,620  | 1,923  | 2,242  |
| 增长率 yoy (%)    | 90.7   | -61.6  | 18.7   | 18.7   | 16.6   |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.90   | 0.73   | 0.87   | 1.03   | 1.20   |
| 净资产收益率 (%)     | 16.2   | 6.0    | 6.7    | 7.5    | 8.1    |
| P/E (倍)        | 13.5   | 35.2   | 29.6   | 25.0   | 21.4   |
| P/B (倍)        | 2.2    | 2.1    | 2.0    | 1.9    | 1.8    |

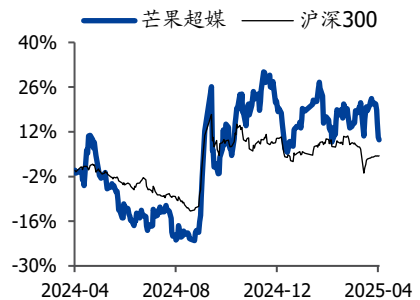
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 行业               | 数字媒体      |
| 前次评级             | 买入        |
| 04 月 25 日收盘价 (元) | 25.65     |
| 总市值 (百万元)        | 47,983.99 |
| 总股本 (百万股)        | 1,870.72  |
| 其中自由流通股 (%)      | 54.62     |
| 30 日日均成交量 (百万股)  | 9.10      |

### 股价走势



### 作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

研究助理 阮文佳

执业证书编号：S0680123040007

邮箱：ruanwenjia@gszq.com

### 相关研究

- 1、《芒果超媒 (300413.SZ)：内容播放量持续上涨，会员业务不断深化》 2024-10-27
- 2、《芒果超媒 (300413.SZ)：优质内容拉动会员收入增长，积极探索 AI、出海新领域》 2024-08-22
- 3、《芒果超媒 (300413.SZ)：会员发展提档提速，内容生态持续夯实》 2024-04-23

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 20915 | 17872 | 25866 | 27544 | 30299 |
| 现金             | 11882 | 3901  | 12021 | 11623 | 14900 |
| 应收票据及应收账款      | 3531  | 4542  | 4168  | 5406  | 5023  |
| 其他应收款          | 48    | 60    | 54    | 73    | 64    |
| 预付账款           | 1017  | 1796  | 1274  | 2081  | 1585  |
| 存货             | 1717  | 1332  | 1963  | 1623  | 2251  |
| 其他流动资产         | 2719  | 6241  | 6387  | 6737  | 6476  |
| <b>非流动资产</b>   | 10508 | 14658 | 8761  | 8970  | 9181  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 1     | 2     | 3     |
| 固定资产           | 142   | 131   | 118   | 103   | 86    |
| 无形资产           | 8356  | 9069  | 3206  | 3455  | 3714  |
| 其他非流动资产        | 2009  | 5458  | 5435  | 5410  | 5377  |
| <b>资产总计</b>    | 31422 | 32530 | 34627 | 36514 | 39480 |
| <b>流动负债</b>    | 9860  | 9803  | 10723 | 11030 | 12121 |
| 短期借款           | 34    | 34    | 34    | 34    | 34    |
| 应付票据及应付账款      | 6926  | 7203  | 8063  | 8551  | 9398  |
| 其他流动负债         | 2901  | 2566  | 2627  | 2445  | 2690  |
| <b>非流动负债</b>   | 198   | 197   | 197   | 197   | 197   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 198   | 197   | 197   | 197   | 197   |
| <b>负债合计</b>    | 10059 | 10000 | 10921 | 11228 | 12319 |
| 少数股东权益         | -129  | 41    | 9     | -25   | -67   |
| 股本             | 1871  | 1871  | 1871  | 1871  | 1871  |
| 资本公积           | 8811  | 8780  | 8780  | 8780  | 8780  |
| 留存收益           | 10810 | 11838 | 13171 | 14735 | 16534 |
| 归属母公司股东权益      | 21492 | 22489 | 23697 | 25311 | 27228 |
| <b>负债和股东权益</b> | 31422 | 32530 | 34627 | 36514 | 39480 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1084  | -25   | 9511  | 927   | 4005  |
| 净利润            | 3471  | 1343  | 1588  | 1889  | 2200  |
| 折旧摊销           | 5202  | 5837  | 6755  | 582   | 605   |
| 财务费用           | -148  | -189  | 5     | 2     | -6    |
| 投资损失           | -73   | -285  | -107  | -126  | -145  |
| 营运资金变动         | 179   | -1181 | 1271  | -1418 | 1351  |
| 其他经营现金流        | -7548 | -5550 | -1    | -1    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | 756   | -7685 | -896  | -1014 | -409  |
| 资本支出           | 150   | 165   | -5898 | 209   | 210   |
| 长期投资           | 0     | 0     | -1    | 0     | -1    |
| 其他投资现金流        | 907   | -7520 | -6796 | -806  | -201  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -318  | -288  | -495  | -311  | -320  |
| 短期借款           | -1024 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -835  | -31   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 1541  | -256  | -495  | -311  | -320  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1522  | -7997 | 8121  | -398  | 3277  |

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 14628 | 14080 | 15368 | 16795 | 18349 |
| 营业成本            | 9803  | 9992  | 10796 | 11749 | 12693 |
| 营业税金及附加         | 100   | 72    | 78    | 99    | 105   |
| 营业费用            | 2260  | 1991  | 2305  | 2435  | 2661  |
| 管理费用            | 612   | 440   | 538   | 554   | 606   |
| 研发费用            | 279   | 264   | 292   | 319   | 349   |
| 财务费用            | -148  | -189  | 5     | 2     | -6    |
| 资产减值损失          | -33   | -29   | -31   | -34   | -37   |
| 其他收益            | 123   | 45    | 89    | 79    | 68    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 73    | 285   | 107   | 126   | 145   |
| 资产处置收益          | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | 1819  | 1742  | 1583  | 1876  | 2193  |
| 营业外收入           | 36    | 37    | 35    | 38    | 37    |
| 营业外支出           | 4     | 17    | 17    | 11    | 12    |
| <b>利润总额</b>     | 1851  | 1763  | 1601  | 1904  | 2218  |
| 所得税             | -1621 | 420   | 13    | 15    | 18    |
| <b>净利润</b>      | 3471  | 1343  | 1588  | 1889  | 2200  |
| 少数股东损益          | -84   | -21   | -32   | -34   | -42   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3556  | 1364  | 1620  | 1923  | 2242  |
| EBITDA          | 6817  | 7524  | 8199  | 2252  | 2559  |
| EPS (元)         | 1.90  | 0.73  | 0.87  | 1.03  | 1.20  |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 4.7   | -3.7  | 9.2   | 9.3   | 9.3   |
| 营业利润(%)         | 3.1   | -4.2  | -9.2  | 18.5  | 16.9  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 90.7  | -61.6 | 18.7  | 18.7  | 16.6  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 33.0  | 29.0  | 29.8  | 30.0  | 30.8  |
| 净利率(%)          | 24.3  | 9.7   | 10.5  | 11.4  | 12.2  |
| ROE(%)          | 16.2  | 6.0   | 6.7   | 7.5   | 8.1   |
| ROIC(%)         | 13.9  | 5.6   | 6.0   | 6.5   | 7.1   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 32.0  | 30.7  | 31.5  | 30.7  | 31.2  |
| 净负债比率(%)        | -54.3 | -16.0 | -49.8 | -45.1 | -54.0 |
| 流动比率            | 2.1   | 1.8   | 2.4   | 2.5   | 2.5   |
| 速动比率            | 1.7   | 1.0   | 1.7   | 1.7   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.5   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率         | 3.6   | 3.5   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 应付账款周转率         | 1.5   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.90  | 0.73  | 0.87  | 1.03  | 1.20  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.58  | -0.01 | 5.08  | 0.50  | 2.14  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 11.49 | 12.02 | 12.67 | 13.53 | 14.55 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 13.5  | 35.2  | 29.6  | 25.0  | 21.4  |
| P/B             | 2.2   | 2.1   | 2.0   | 1.9   | 1.8   |
| EV/EBITDA       | 5.2   | 5.7   | 4.2   | 15.3  | 12.3  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com