

## 芒果超媒 (300413.SZ)

## 内容投入带来短期波动，优质内容有望支撑核心业务收入稳健向上

事件：公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 140.8 亿元，同比减少 3.75%，归母净利润 13.64 亿元，同比减少 61.63%；2025 年一季度收入 29 亿元，同比下降 12.76%；归母净利润 3.79 亿元，同比下降 19.8%。

- 核心业务收入稳健，头部剧集投入加大带来利润端波动。公司 2025 年一季度收入同比下降 12.76%，主要是传统电视购物业务板块收缩，除此之外核心会员业务保持稳健趋势。一季度归母净利润同比下降 19.8%，主要是公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面投入所致。受此影响，一季度营业成本达 26.9 亿，毛利率 26.43%，环比下滑 2.3pct，同比下滑 2.2pct；费用方面，一季度销售费用率 13.2%，管理费用率 3.8%，研发费用率 1.9%，同比各上升 2.8pct、0.6pct、0.6pct。
- “三驾马车”平稳发展，会员成核心驱动因素。2024 年分业务来看，1) 会员：受优质内容供给及会员权益支撑，2024 年末芒果 TV 会员规模达 7331 万，全年会员业务收入达 51.48 亿元，首次突破 50 亿元，同比增长 19.3%，成为当前及未来公司业绩增长的核心驱动因素；2) 广告：实现收入 34.38 亿元，同比下降 2.7%，整体呈温和复苏态势；3) 运营商业务：实现收入 15.93 亿元，同比下滑 42.4%，公司积极落实行业治理工作，围绕“计费包”“单点付费内容”等电视大屏相关服务进行全面优化，预计后续将逐步企稳并进入健康发展阶段。同时小芒电商完成 A1 轮融资，年度 GMV 再创新高，达 161 亿元，4 年复合增长率达 125%。
- 优质剧综储备丰富，拥抱新消费未来可期。根据云合数据，一季度芒果 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》《女子推理社第二季》《快乐再出发·山海季》等 6 档节目跻身 TOP10；影视剧有效播放数据创平台新高，同比增幅达 117.7%，《国色芳华》《五福临门》分列 TOP10 榜单第二、第六。同时，公司积极实施“芒果剧好看”行动计划，持续加大头部影视剧投入，一季度芒果 TV 电视剧投入金额同比增长 12%，对优质内容投入力度的加大有望反映于后续会员数及业绩增长中。后续来看，《歌手 2025》计划 5 月 16 日上线，《锦绣芳华》有望定档暑期，剧集储备包括《水龙吟》《韶华若锦》等。电商方面，公司在旗下小芒 APP 运营 IP 周边及衍生品业务，积极布局“谷子经济”，基于芒果自有内容 IP 开发生产品的同时，也面向国内外优质影视、动漫、游戏 IP 开放合作。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司从 2024 年开始加大优质内容投入，带来短期利润端波动，一季度《国色芳华》《五福临门》以及 24 年上线的《小巷人家》均表现优秀，由于收入及成本确认存在一定错配，预计二季度开始会员收入有望进一步加速；广告方面，由于核心综艺项目集中于二三季度上线，预计收入增速有望于二季度进一步改善；运营商业务，此前行业治理影响已逐步出清企稳；尽管短期内容投入带来利润端波动，但我们长期持续看好公司优质内容产出及商业化能力，预计公司 2025-2027 年收入有望达到 147.8/158.0/169.4 亿元，归母净利润分别为 17.2/19.8/22.0 亿元，

## 强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

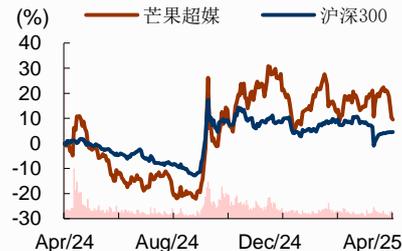
当前股价：25.65 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	1871
已上市流通股 (百万股)	1022
总市值 (十亿元)	48.0
流通市值 (十亿元)	26.2
每股净资产 (MRQ)	12.2
ROE (TTM)	5.5
资产负债率	28.8%
主要股东	芒果传媒有限公司
主要股东持股比例	56.09%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	0	16
相对表现	-0	4	9



## 相关报告

- 《芒果超媒 (300413) 一会员收入再创新高，广告业务回暖明显，优质内容支撑下增长驱动力充足》2025-01-21
- 《芒果超媒 (300413) 一会员业务表现亮眼，优质储备有望释放增长潜力》2024-10-30
- 《芒果超媒 (300413) 一会员收入稳步增长，优质内容储备支撑广告业务复苏》2024-08-27

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

刘晓珊 研究助理

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

分别对应 27.9/24.2/21.8 倍市盈率。

□ 风险提示：经济复苏进度不及预期，会员增长不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14628	14080	14784	15803	16936
同比增长	7%	-4%	5%	7%	7%
营业利润(百万元)	1819	1742	1672	1927	2146
同比增长	5%	-4%	-4%	15%	11%
归母净利润(百万元)	3556	1364	1720	1979	2201
同比增长	95%	-62%	26%	15%	11%
每股收益(元)	1.90	0.73	0.92	1.06	1.18
PE	13.5	35.2	27.9	24.2	21.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	20915	17872	20606	23367	26242
现金	11882	3901	5943	7856	9787
交易性投资	1052	1607	1607	1607	1607
应收票据	35	2	2	3	3
应收款项	3497	4540	4767	5096	5461
其它应收款	48	60	63	68	73
存货	1717	1332	1429	1506	1591
其他	2684	6430	6794	7233	7721
<b>非流动资产</b>	10508	14658	13724	12888	12137
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	142	131	123	118	114
无形资产商誉	8356	9069	8162	7346	6611
其他	2009	5458	5439	5424	5412
<b>资产总计</b>	<b>31422</b>	<b>32530</b>	<b>34330</b>	<b>36255</b>	<b>38379</b>
<b>流动负债</b>	9860	9803	10322	10815	11366
短期借款	34	34	0	0	0
应付账款	6926	7203	7732	8145	8607
预收账款	1223	1322	1419	1495	1580
其他	1677	1244	1171	1175	1179
<b>长期负债</b>	198	197	197	197	197
长期借款	0	0	0	0	0
其他	198	197	197	197	197
<b>负债合计</b>	<b>10059</b>	<b>10000</b>	<b>10519</b>	<b>11012</b>	<b>11563</b>
股本	1871	1871	1871	1871	1871
资本公积金	8811	8780	8780	8780	8780
留存收益	10810	11838	13146	14609	16217
少数股东权益	(129)	41	14	(17)	(52)
归属于母公司所有者权益	21492	22489	23797	25260	26868
<b>负债及权益合计</b>	<b>31422</b>	<b>32530</b>	<b>34330</b>	<b>36255</b>	<b>38379</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1084	(25)	2075	1929	2014
净利润	3471	1343	1693	1948	2167
折旧摊销	5202	5837	963	866	780
财务费用	18	12	(190)	(200)	(210)
投资收益	(73)	(300)	(330)	(330)	(330)
营运资金变动	(5906)	(7340)	(61)	(355)	(393)
其它	(1629)	422	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	756	(7685)	301	301	301
资本支出	(150)	(165)	(29)	(29)	(29)
其他投资	907	(7520)	330	330	330
<b>筹资活动现金流</b>	(318)	(288)	(333)	(316)	(384)
借款变动	498	(108)	(112)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(735)	(31)	0	0	0
股利分配	(243)	(337)	(412)	(516)	(594)
其他	163	188	190	200	210
<b>现金净增加额</b>	<b>1522</b>	<b>(7998)</b>	<b>2042</b>	<b>1914</b>	<b>1930</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	14628	14080	14784	15803	16936
营业成本	9803	9992	10726	11299	11940
营业税金及附加	100	72	76	81	87
营业费用	2260	1991	2091	2235	2456
管理费用	612	440	462	494	530
研发费用	279	264	277	296	317
财务费用	(148)	(189)	(190)	(200)	(210)
资产减值损失	(99)	(97)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	123	45	45	45	45
投资收益	73	285	285	285	285
<b>营业利润</b>	1819	1742	1672	1927	2146
营业外收入	36	37	37	37	37
营业外支出	4	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	1851	1763	1693	1948	2167
所得税	(1621)	420	0	0	0
少数股东损益	(84)	(21)	(27)	(31)	(35)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3556</b>	<b>1364</b>	<b>1720</b>	<b>1979</b>	<b>2201</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	-4%	5%	7%	7%
营业利润	5%	-4%	-4%	15%	11%
归母净利润	95%	-62%	26%	15%	11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.0%	29.0%	27.4%	28.5%	29.5%
净利率	24.3%	9.7%	11.6%	12.5%	13.0%
ROE	17.6%	6.2%	7.4%	8.1%	8.4%
ROIC	15.4%	5.0%	6.4%	7.0%	7.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.0%	30.7%	30.6%	30.4%	30.1%
净负债比率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	1.8	2.0	2.2	2.3
速动比率	1.9	1.7	1.9	2.0	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	5.9	6.6	7.8	7.7	7.7
应收账款周转率	3.6	3.5	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.90	0.73	0.92	1.06	1.18
每股经营净现金	0.58	-0.01	1.11	1.03	1.08
每股净资产	11.49	12.02	12.72	13.50	14.36
每股股利	0.18	0.22	0.28	0.32	0.35
<b>估值比率</b>					
PE	13.5	35.2	27.9	24.2	21.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	30.6	33.0	21.5	20.3	19.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。