

芒果超媒 (300413.SZ)

优于大市

年报及一季报点评：内容投入压制短期利润，会员业务表现良好

核心观点

营收及利润下滑，内容投入持续加大。1) 24年公司实现营业收入140.8亿元、归母净利润13.64亿元，同比分别下滑3.75%、61.63%，对应全面摊薄EPS 0.73元；实现扣非归母净利润16.45亿元，同比下滑2.99%；业绩大幅下滑主要在于一方面运营业务受电视行业治理影响下滑，另一方面所得税免税政策调整所带来的基数效应(24年所得税费用为4.2亿元,23年为-16.2亿元)；2) 25年Q1公司实现营收29亿元、归母净利润3.79亿元，同比分别下滑12.76%、19.80%；扣非归母净利润3.0亿元，同比下滑35.0%；营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润同比下降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。

会员业务表现良好、广告业务稳定、运营业务下滑明显。1) 24年芒果TV会员规模达7331万，全年会员业务收入达到51.48亿元、同比增长19.3%；得益于优质内容和会员权益体系：《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》为代表的热门剧集有力拉动会员规模的快速增长；全面升级会员权益体系，推出高阶会员专属权益，构建IP定制节目、单点直播、剧综联动、超前售后四大增收矩阵，提高用户价值感知和付费意愿，稳步提升ARPPU值；2) 24年广告业务实现营业收入34.38亿元、同比下滑3%；基于多平台融合的生态优势和持续增长的用户规模，打造IP直播+线下营销新业态，促进品牌广告“品效合一”，广告业务基本盘基本稳定；3) 运营业务收入为15.93亿元，同比下滑42%，主要受行业治理等因素影响，长期有望逐步修复改善。

内容生态持续完善，综艺与剧集持续表现亮眼。1) 24年芒果TV上线各类综艺节目160档，其中创新综艺占比40%，综艺有效播放量稳居行业第一，持续巩固综艺领先优势。在云合数据2024年全网网络综艺有效播放TOP10中十占其五，在电视综艺有效播放TOP10榜单中十占其四；2) 剧集方面，24年上线重点影视剧27部，储备影视剧超100部。2025年一季度上线播出的《国色芳华》《五福临门》连续登顶云合剧集榜单。

风险提示：会员增长不及预期；技术发展低于预期；新业务拓展低于预期等。

投资建议：考虑广告业务压力及内容投入，我们下调25/26年归母净利润为18.62/23.53亿元(前值为21.9/24.4亿元)，新增27年盈利预测28.39亿元，对应EPS为1.00/1.26/1.52元，同期PE=23/18/15x，持续看好公司内容与平台运营优势以及AIGC时代成长可能，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628	14,080	15,261	16,226	17,282
(+/-%)	6.7%	-3.7%	8.4%	6.3%	6.5%
归母净利润(百万元)	3556	1364	1862	2353	2839
(+/-%)	94.8%	-61.6%	36.5%	26.4%	20.7%
每股收益(元)	1.90	0.73	1.00	1.26	1.52
EBIT Margin	10.8%	9.4%	10.1%	12.0%	13.9%
净资产收益率(ROE)	16.5%	6.1%	7.8%	9.3%	10.4%
市盈率(PE)	12.1	31.4	23.0	18.2	15.1
EV/EBITDA	7.9	7.4	6.2	5.8	5.5
市净率(PB)	2.00	1.91	1.81	1.69	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·数字媒体

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.51元
总市值/流通市值	42110/22998百万元
52周最高价/最低价	32.10/18.07元
近3个月日均成交额	312.26百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《芒果超媒(300413.SZ)-24年3季报点评：所得税影响短期业绩表现，会员业务量质双升》——2024-11-04

《芒果超媒(300413.SZ)-24年中报点评：所得税影响短期业绩表现，会员业务量质双升》——2024-08-26

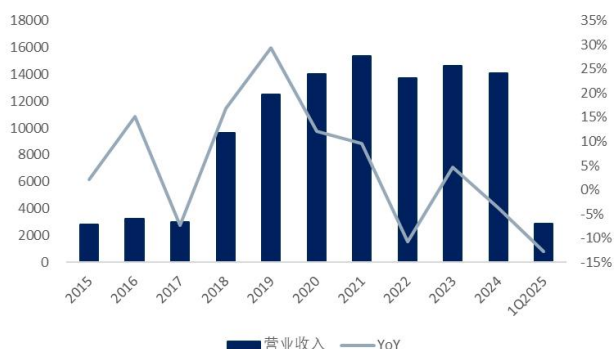
《芒果超媒(300413.SZ)-23年年报及24Q1点评：广告增速向上，内容表现值得期待》——2024-04-25

《芒果超媒(300413.SZ)-Q3业绩同比向上，关注会员及广告业务表现》——2023-10-29

《芒果超媒(300413.SZ)-内容优势稳固，广告业务边际改善》——2023-08-18

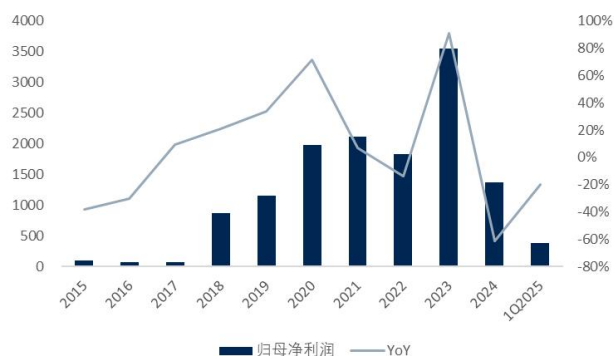
营收及利润下滑，内容投入持续加大。1) 24 年公司实现营业收入 140.8 亿元、归母净利润 13.64 亿元，同比分别下滑 3.75%、61.63%，对应全面摊薄 EPS 0.73 元；实现扣非归母净利润 16.45 亿元，同比下滑 2.99%；业绩大幅下滑主要在于一方面运营业务受电视行业治理影响下滑，另一方面所得税免税政策调整所带来的基数效应（24 年所得税费用为 4.2 亿元，23 年为-16.2 亿元）；2) 25 年 Q1 公司实现营收 29 亿元、归母净利润 3.79 亿元，同比分别下滑 12.76%、19.80%；扣非归母净利润 3.0 亿元，同比下滑 35.0%；营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润同比下降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。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

会员业务表现良好、广告业务稳定、运营业务下滑明显。1) 24 年芒果 TV 会员规模达 7331 万，全年会员业务收入达到 51.48 亿元、同比增长 19.3%；得益于优质内容和会员权益体系：《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》为代表的热门剧集有力拉动会员规模的快速增长；全面升级会员权益体系，推出高阶会员专属权益，构建 IP 定制节目、单点直播、剧综联动、超前售后四大增收矩阵，提高用户价值感知和付费意愿，稳步提升 ARPPU 值；2) 24 年广告业务实现营业收入 34.38 亿元、同比下滑 3%；基于多平台融合的生态优势和持续增长的用户规模，打造 IP 直播+线下营销新业态，促进品牌广告“品效合一”，广告业务基本盘基本稳定；3) 运营业务收入为 15.93 亿

元，同比下滑 42%，主要受行业治理因素影响，长期有望逐步修复改善。

图5: 会员业务表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

内容生态持续完善，综艺与剧集持续表现亮眼。1) 24 年芒果 TV 上线各类综艺节目 160 档，其中创新综艺占比 40%，综艺有效播放量稳居行业第一，持续巩固综艺领先优势。在云合数据 2024 年全网网络综艺有效播放 TOP 10 中十占其五，在电视综艺有效播放 TOP 10 榜单中十占其四；2) 剧集方面，24 年上线重点影视剧 27 部，储备影视剧超 100 部。2025 年一季度上线播出的《国色芳华》《五福临门》连续登顶云合剧集榜单。

投资建议：考虑广告业务及内容投入，我们下调 25/26 年归母净利润为 18.62/23.53 亿元（前值为 21.9/24.4 亿元），新增 27 年盈利预测 28.39 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.26/1.52 元，同期 PE =23/18/15x，持续看好公司内容与平台运营优势以及 AIGC 时代成长可能，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	22.93	421	1.90	0.73	1.00	1.26	12	31	23	18
002027.SZ	分众传媒	优于大市	6.87	209	0.33	0.36	0.41	0.45	21	19	17	15

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11882	3901	6610	6647	6113	营业收入	14628	14080	15261	16226	17282
应收款项	3579	4603	388	413	440	营业成本	9803	9992	11081	11862	12722
存货净额	1717	1332	2654	2841	3047	营业税金及附加	100	72	78	83	89
其他流动资产	2684	6430	90	96	102	销售费用	2260	1991	2289	2401	2523
流动资产合计	20915	17872	11350	11604	11309	管理费用	612	440	22	(343)	(743)
固定资产	142	131	133	170	190	研发费用	279	264	251	273	289
无形资产及其他	8114	8696	8899	10101	12304	财务费用	(148)	(189)	(118)	(148)	(148)
投资性房地产	2251	5831	5831	5831	5831	投资收益	73	285	3	3	3
长期股权投资	0	0	20	40	60	资产减值及公允价值变动	(33)	(29)	15	15	0
资产总计	31422	32530	26232	27745	29694	其他收入	(222)	(287)	(251)	(273)	(289)
短期借款及交易性金融负债	97	112	500	300	200	营业利润	1819	1742	1674	2116	2553
应付款项	6926	7203	821	879	943	营业外净收支	32	21	0	0	0
其他流动负债	2837	2488	919	983	1053	利润总额	1851	1763	1674	2116	2553
流动负债合计	9860	9803	2241	2162	2196	所得税费用	(1621)	420	(167)	(212)	(255)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(84)	(21)	(20)	(26)	(31)
其他长期负债	198	197	197	196	195	归属于母公司净利润	3556	1364	1862	2353	2839
长期负债合计	198	197	197	196	195	现金流量表（百万元）					
负债合计	10059	10000	2437	2358	2391	净利润	3556	1364	1862	2353	2839
少数股东权益	(129)	41	33	23	10	资产减值准备	(68)	(2)	2	16	12
股东权益	21492	22489	23737	25313	27216	折旧摊销	5171	5809	5821	5823	5826
负债和股东权益总计	31422	32530	26207	27694	29617	公允价值变动损失	33	29	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(148)	(189)	(118)	(148)	(148)
每股收益	1.90	0.73	1.00	1.26	1.52	营运资本变动	61	(8039)	1282	(81)	(93)
每股红利	0.30	0.18	0.33	0.42	0.50	其它	(3)	(14)	(10)	(26)	(25)
每股净资产	11.49	12.02	12.69	13.53	14.55	经营活动现金流	8749	(853)	8942	8070	8560
ROIC	68.29%	26.75%	41%	44%	43%	资本开支	0	1	(6012)	(7062)	(8062)
ROE	16.54%	6.07%	8%	9%	10%	其它投资现金流	1643	(555)	0	0	0
毛利率	33%	29%	27%	27%	26%	投资活动现金流	1647	(553)	(6006)	(7056)	(8056)
EBIT Margin	11%	9%	10%	12%	14%	权益性融资	0	160	0	0	0
EBITDA Margin	46%	51%	48%	48%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	7%	-4%	8%	6%	7%	支付股利、利息	(555)	(339)	(615)	(776)	(937)
净利润增长率	95%	-62%	36%	26%	21%	其它融资现金流	(7091)	(6057)	388	(200)	(100)
资产负债率	32%	31%	9%	9%	8%	融资活动现金流	(8201)	(6575)	(226)	(976)	(1037)
股息率	1.3%	0.8%	1.4%	1.8%	2.2%	现金净变动	2196	(7981)	2709	37	(533)
P/E	12.1	31.4	23.0	18.2	15.1	货币资金的期初余额	9687	11882	3901	6610	6647
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	11882	3901	6610	6647	6113
EV/EBITDA	7.9	7.4	6.2	5.8	5.5	企业自由现金流	0	(1222)	2283	191	(468)
						权益自由现金流	0	(7280)	2763	106	(453)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032