

芒果超媒 (300413.SZ)

剧集投入加大，优质内容叠加政策利好支撑核心业务稳健向上

公司发布 2025 年中报，上半年实现营业收入 59.64 亿元，同比下降 14.31%，归母净利润 7.63 亿元，同比下降 28.31%，二季度实现营业收入 30.63 亿元，同比下降 15.74%，归母净利润 3.85 亿元，同比下降 35.09%。

□ 内容投入加大强化自制能力，利润端有所波动。公司二季度实现营业收入 30.63 亿元，同比下降 15.74%，归母净利润 3.85 亿元，同比下降 35.09%；上半年实现营业收入 59.64 亿元，同比下降 14.31%，主要是传统电商板块收缩带来营业收入下降所致，核心平台芒果 TV 收入相对稳定；上半年归母净利润 7.63 亿元，同比下降 28.31%，主要是持续加大内容、研发投入导致互联网视频业务成本上升所致。公司强化内容自制能力，上半年研发费用同比增长 21.22% 至 1.08 亿元。

□ 会员业务持续增长，内容电商首度盈利。

1) 会员方面，上半年收入 24.96 亿元，同比小幅增长 0.4%，根据云合数据，上半年芒果 TV 综艺有效播放量稳居行业第一，QM 数据显示芒果 TV 用户月活均值同比增长 14.24%。核心综艺 IP 中，《歌手 2025》创新横竖屏融合观看模式，直播互动总次数累计破 9000 万次；《乘风 2025》突破摄影棚录制的传统模式，首次将舞台设置在户外，QM 月播放量峰值较上一季提升超 30%；

2) 运营商方面，上半年收入 8 亿元，同比增长 7%，公司积极响应广电总局超高清战略部署，完成从 4K 内容生产到 8K 技术落地的全链条升级，依托唯一具备 IPTV+OTT 双牌照的行业地位，持续深化与电信运营商的超高清内容合作；

3) 广告方面，上半年收入 15.87 亿元，同比下滑 8%，Q2 环比回暖，但受品牌广告复苏滞后影响总体承压，公司通过综艺中插、AI 互动广告等创新形式提升广告库存变现效率，AIGC 技术驱动的精准投放系统已覆盖 85% 广告位；

4) 金鹰卡通方面，双 IP 驱动体系成效显著，实现净利润 1972.98 万元，通过少儿食品、保健品等衍生品开发构筑差异化盈利模式；

5) 内容电商方面，小芒电商首次实现半年度盈利 118.85 万元，上海全球旗舰店开业联动近 3000 家线下网点铺货，潮玩机甲、毛绒玩偶等爆款商品拉动男性用户占比提升至 46%。

□ 内容创新驱动播放量增长，优质 IP 储备丰富。2025 年上半年公司坚持守正创新，巩固内容优势，依托“样片计划”创新体系孵化 13 部样片加速培育新 IP，平台综艺有效播放量稳居行业第一；影视剧有效播放量同比增长 69%，其中《国色芳华》集均播放量首破 4000 万，创下平台剧集播放纪录。下半年储备剧集包括《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等近百部作品，有望持续驱动会员规模增长与广告变现效率提升。

□ 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，核心剧集《国色芳华》《五福临门》以及 24 年上线的《小巷人家》均表现优秀，会员收入规模稳步增长；广告方面，由于核心综艺项目集中于二三季度上线，收入增速有所改善；运营商方面，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

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值: NA

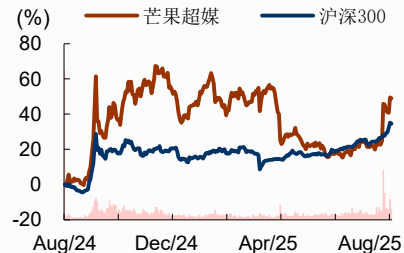
当前股价: 26.99 元

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)	50.5
流通市值 (十亿元)	27.6
每股净资产 (MRQ)	12.2
ROE (TTM)	4.6
资产负债率	29.9%
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	20	1	45
相对表现	11	-13	11



相关报告

- 《芒果超媒 (300413) — 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》2025-04-30
- 《芒果超媒 (300413) — 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) — 会员业务表现亮眼，优质储备有望释放增长潜力》2024-10-30

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

刘晓珊 S1090525050004

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

公司优质内容产出及商业化能力，8月国家广播电视总局出台《进一步丰富电视大屏内容，促进广播电视内容供给的若干举措》，对影视制作相关监管政策进行调整，预计将利好公司在内的行业优质影视内容制作供给。我们预期公司 2025-2027 年收入有望达到 129.5/141.2/149.7 亿元，归母净利润 14.5/19.2/23.2 亿元，分别对应 34.8/26.3/21.8 倍市盈率。

□ 风险提示：会员数增长不及预期、节目排播不及预期、竞争加剧。

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	12953	14119	14966
同比增长	7%	-4%	-8%	9%	6%
营业利润(百万元)	1819	1742	1408	1869	2259
同比增长	5%	-4%	-19%	33%	21%
归母净利润(百万元)	3556	1364	1452	1920	2316
同比增长	95%	-62%	6%	32%	21%
每股收益(元)	1.90	0.73	0.78	1.03	1.24
PE	14.2	37.0	34.8	26.3	21.8
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

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
流动资产	20915	17872	19162	22030	24744
现金	11882	3901	6129	8023	10086
交易性投资	1052	1607	1607	1607	1607
应收票据	35	2	2	2	3
应收款项	3497	4540	4177	4553	4826
其它应收款	48	60	55	60	64
存货	1717	1332	1246	1336	1376
其他	2684	6430	5945	6449	6782
非流动资产	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
资产总计	31422	32530	32886	34918	36881
流动负债	9860	9803	9141	9719	9979
短期借款	34	34	0	0	0
应付账款	6926	7203	6742	7226	7444
预收账款	1223	1322	1237	1326	1366
其他	1677	1244	1162	1167	1169
长期负债	198	197	197	197	197
长期借款	0	0	0	0	0
其他	198	197	197	197	197
负债合计	10059	10000	9339	9917	10176
股本	1871	1871	1871	1871	1871
资本公积金	8811	8780	8780	8780	8780
留存收益	10810	11838	12878	14362	16102
少数股东权益	(129)	41	18	(12)	(48)
归属于母公司所有者权益	21492	22489	23529	25013	26753
负债及权益合计	31422	32530	32886	34918	36881

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1084	(25)	2261	1828	2129
净利润	3471	1343	1429	1890	2279
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)	390	(397)	(391)
其它	(1629)	422	0	0	0
投资活动现金流	756	(7685)	301	301	301
资本支出	(150)	(165)	(29)	(29)	(29)
其他投资	907	(7520)	330	330	330
筹资活动现金流	(318)	(288)	(333)	(236)	(366)
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)	(436)	(576)
其他	163	188	190	200	210
现金净增加额	1522	(7998)	2229	1894	2063

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14628	14080	12953	14119	14966
营业成本	9803	9992	9352	10025	10327
营业税金及附加	100	72	66	72	77
营业费用	2260	1991	1956	1977	2095
管理费用	612	440	405	442	468
研发费用	279	264	285	265	280
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
营业利润	1819	1742	1408	1869	2259
营业外收入	36	37	37	37	37
营业外支出	4	17	17	17	17
利润总额	1851	1763	1429	1890	2279
所得税	(1621)	420	0	0	0
少数股东损益	(84)	(21)	(23)	(30)	(36)
归属于母公司净利润	3556	1364	1452	1920	2316

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	-4%	-8%	9%	6%
营业利润	5%	-4%	-19%	33%	21%
归母净利润	95%	-62%	6%	32%	21%
获利能力					
毛利率	33.0%	29.0%	27.8%	29.0%	31.0%
净利率	24.3%	9.7%	11.2%	13.6%	15.5%
ROE	17.6%	6.2%	6.3%	7.9%	8.9%
ROIC	15.4%	5.0%	5.3%	6.9%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	30.7%	28.4%	28.4%	27.6%
净负债比率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	1.8	2.1	2.3	2.5
速动比率	1.9	1.7	2.0	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	5.9	6.6	7.3	7.8	7.6
应收账款周转率	3.6	3.5	3.0	3.2	3.2
应付账款周转率	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.90	0.73	0.78	1.03	1.24
每股经营净现金	0.58	-0.01	1.21	0.98	1.14
每股净资产	11.49	12.02	12.58	13.37	14.30
每股股利	0.18	0.22	0.23	0.31	0.37
估值比率					
PE	14.2	37.0	34.8	26.3	21.8
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	31.3	33.7	24.6	21.2	19.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。