

芒果超媒（300413）

25H1 点评：会员与广告环比回暖，关注下半年政策红利释放

事件：北京时间 2025 年 8 月 22 日，芒果超媒发布 2025 年上半年业绩公告。2025 年上半年公司实现营业总收入 59.64 亿元，同比减少 14.31%；实现归母净利润 7.63 亿元，同比减少 28.31%，主要系内容与研发投入加大导致互联网视频业务成本上升；扣非归母净利润 6.10 亿元，同比下降 33.15%。

内容主业：会员与广告业务环比回暖，剧集市占率大幅提升。1）会员业务：2025 年上半年，公司会员业务实现营业收入 24.96 亿元，同比小幅增长，用户月活均值同比增 14.24%，人均单日时长稳居行业前列。根据云合数据，上半年芒果 TV 影视剧有效播放量同比增长 69%，保持快速上升势头。《国色芳华》创下芒果剧集在云合集均播放量首破 4000 万的佳绩，成为开年现象级爆款剧；《五福临门》11 次登顶云合热播榜；《韶华若锦》播出期间芒果 TV 站内热度剧类第一。公司储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等影视剧近百部。我们认为，公司影视剧储备丰富，叠加行业主管部门对于广播电视行业内容供给的最新政策支持，优质剧集供给加速有望持续推高会员转化率。**2）广告业务：**2025 年上半年，公司广告业务实现营业收入 15.87 亿元，Q2 环比显著回暖。击壤数据显示，在行业整体招商数量下降的背景下，芒果 TV 自招商品牌数同比增长 21%。其中，《乘风 2025》以 37 家品牌数领跑网综招商，《歌手 2025》品牌数 18 家，带动芒果 TV 上半年综艺合作品牌数占比 27.7%，头部内容招商韧性凸显。**3）综艺与剧集：**综艺节目继续保持行业领先优势。云合数据显示，上半年芒果 TV 综艺有效播放量稳居行业第一。《歌手 2025》直播互动总次数累计破 9000 万次；《乘风 2025》QM 月播放量峰值较上一季提升超 30%。影视剧内容体系建设取得长足进步。根据云合数据，上半年芒果 TV 影视剧有效播放量同比增长 69%，保持快速上升势头。

创新业务：微短剧战略布局加速推进，小芒电商掘金情绪消费。1）微短剧：微短剧战略布局加速推进。2025 年上半年，芒果 TV 大芒计划上线微短剧 1179 部，较去年同期增长近 7 倍。自制横屏精品短剧《姜颂》登顶猫眼 5 月短剧有效播放排行榜；《乘风》首个 IP 衍生微短剧《乘风 2025 之三十而励》即将上线；《还珠》系列以及《橘祥如意》《新龙门客栈》等一系列长尾效应显著的现象级 IP 将改编为短剧。**2）小芒电商：**小芒电商首次实现半年度盈利，聚焦 IP 衍生品情绪消费市场。除自有线上平台小芒电商 APP 外，线下旗舰店入驻全国近 3000 家门店，产品覆盖潮流服饰、毛绒玩偶、卡牌机甲、潮玩等 IP 周边商品。

政策利好或有序释放，技术创新驱动效率提升。近期，广电总局“21 条新政”优化审查机制、鼓励网台联动，与芒果台网融合模式高度契合，有望加速剧集商业化。2025 年上半年公司自研的芒果大模型加速技术产业化，累计赋能 30 多档节目。大屏业务推出行业首个电视弹幕产品，已覆盖 3000 万用户，拉动节目观看时长提升 20%。

投资建议：结合上半年公司业绩表现，考虑到公司广告业务承压，剧集投入加大，我们调整公司 2025-2027 年营收为 138/148/158 亿元（25-26 年前值为 166/183 亿元），同比增长-2%/7%/7%，调整公司 2025-2027 年归母净利润为 14.9/16.5/17.4 亿元（25-26 年前值为 21.05/23.56 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：会员及流量增长不达预期；项目进度不达预期；广告主投放意愿恢复不及预期；行业监管及互联网平台监管趋严。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628.02	14,079.69	13,829.28	14,771.78	15,795.93
增长率(%)	6.74	(3.75)	(1.78)	6.82	6.93
EBITDA(百万元)	7,129.46	7,706.58	7,858.20	4,909.57	2,268.73
归属母公司净利润(百万元)	3,555.71	1,364.35	1,489.49	1,647.64	1,738.96
增长率(%)	94.84	(61.63)	9.17	10.62	5.54
EPS(元/股)	1.90	0.73	0.80	0.88	0.93
市盈率(P/E)	14.20	37.01	33.90	30.64	29.04
市净率(P/B)	2.35	2.25	2.13	2.02	1.91
市销率(P/S)	3.45	3.59	3.65	3.42	3.20
EV/EBITDA	4.51	5.12	4.33	6.90	16.61

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 08 月 27 日

投资评级

行业	传媒/数字媒体
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,870.72
流通 A 股股本(百万股)	1,021.70
A 股总市值(百万元)	50,490.75
流通 A 股市值(百万元)	27,575.68
每股净资产(元)	12.23
资产负债率(%)	29.91
一年内最高/最低(元)	32.10/18.07

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
曹睿	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020003	
caorui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《芒果超媒-公司点评:会员收入破 50 亿元，企业所得税政策落地》 2025-01-28
- 2 《芒果超媒-季报点评:24Q3 业绩点评：营收超 100 亿元，会员规模稳定扩张》 2024-10-29
- 3 《芒果超媒-半年报点评:24H1 点评：会员业务量质双升，多元布局驱动发展》 2024-08-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,882.21	3,900.72	12,233.82	11,898.29	7,518.71
应收票据及应收账款	3,531.44	4,542.34	3,523.93	4,928.93	4,174.47
预付账款	1,016.66	1,796.47	1,299.87	1,711.24	1,569.74
存货	1,717.44	1,331.58	1,990.87	1,412.40	2,180.89
其他	1,928.43	5,376.68	3,389.52	3,584.19	4,109.08
流动资产合计	20,076.18	16,947.78	22,438.01	23,535.05	19,552.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	142.42	131.32	111.59	90.86	69.13
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8,355.73	9,068.70	7,813.87	9,250.00	13,500.00
其他	2,009.37	5,457.95	2,586.87	3,302.97	3,721.33
非流动资产合计	10,507.52	14,657.97	10,512.33	12,643.84	17,290.46
资产总计	31,422.39	32,530.17	32,950.34	36,178.89	36,843.35
短期借款	33.78	33.78	35.00	35.00	35.00
应付票据及应付账款	6,926.15	7,202.57	6,479.58	7,990.73	7,553.88
其他	1,677.17	1,244.48	2,515.72	2,925.06	2,703.34
流动负债合计	8,637.10	8,480.83	9,030.30	10,950.79	10,292.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	198.27	197.48	193.03	196.26	195.59
非流动负债合计	198.27	197.48	193.03	196.26	195.59
负债合计	10,058.75	10,000.32	9,223.33	11,147.05	10,487.81
少数股东权益	(128.79)	40.89	11.54	(16.64)	(44.03)
股本	1,870.72	1,870.72	1,870.72	1,870.72	1,870.72
资本公积	8,811.41	8,780.30	8,780.30	8,780.30	8,780.30
留存收益	10,810.11	11,837.73	13,064.27	14,397.27	15,748.35
其他	0.17	0.20	0.18	0.18	0.19
股东权益合计	21,363.64	22,529.85	23,727.01	25,031.84	26,355.54
负债和股东权益总计	31,422.39	32,530.17	32,950.34	36,178.89	36,843.35

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,471.33	1,342.91	1,489.49	1,647.64	1,738.96
折旧摊销	5,202.20	5,837.30	6,294.56	3,604.60	791.73
财务费用	18.17	12.26	(226.33)	(341.80)	(273.65)
投资损失	(73.24)	(300.01)	(254.29)	(37.25)	(32.47)
营运资金变动	(1,930.54)	(7,941.23)	6,051.76	(532.76)	(1,333.68)
其它	(5,604.15)	1,023.57	(35.64)	(34.83)	(35.25)
经营活动现金流	1,083.77	(25.19)	13,319.56	4,305.60	855.64
资本支出	6,417.79	6,511.81	5,024.45	5,016.77	5,020.67
长期投资	(4.12)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,657.22)	(14,196.62)	(9,967.94)	(9,696.05)	(10,151.25)
投资活动现金流	756.45	(7,684.81)	(4,943.48)	(4,679.28)	(5,130.58)
债权融资	(864.29)	203.84	213.71	346.14	275.37
股权融资	(1,072.10)	(442.64)	(256.68)	(307.98)	(380.01)
其他	1,618.07	(48.77)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(318.32)	(287.57)	(42.97)	38.16	(104.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,521.90	(7,997.56)	8,333.10	(335.53)	(4,379.59)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,628.02	14,079.69	13,829.28	14,771.78	15,795.93
营业成本	9,803.01	9,991.68	9,903.99	10,428.34	11,148.09
营业税金及附加	100.12	72.21	69.15	83.57	83.12
销售费用	2,260.07	1,991.05	1,839.29	2,171.38	2,274.26
管理费用	612.01	440.42	484.02	567.41	578.65
研发费用	278.73	263.87	262.76	273.00	297.27
财务费用	(147.67)	(189.18)	(226.33)	(341.80)	(273.65)
资产/信用减值损失	(100.06)	(97.95)	(71.34)	(42.08)	(43.46)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.24	284.58	254.29	37.25	32.47
其他	(70.45)	(419.40)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,819.03	1,742.41	1,679.35	1,585.06	1,677.21
营业外收入	35.53	37.25	36.67	36.49	36.80
营业外支出	4.01	16.58	5.61	8.73	10.31
利润总额	1,850.56	1,763.09	1,710.41	1,612.81	1,703.71
所得税	(1,620.77)	420.18	256.56	0.00	0.00
净利润	3,471.33	1,342.91	1,453.85	1,612.81	1,703.71
少数股东损益	(84.38)	(21.44)	(35.64)	(34.83)	(35.25)
归属于母公司净利润	3,555.71	1,364.35	1,489.49	1,647.64	1,738.96
每股收益（元）	1.90	0.73	0.80	0.88	0.93

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.74%	-3.75%	-1.78%	6.82%	6.93%
营业利润	5.45%	-4.21%	-3.62%	-5.61%	5.81%
归属于母公司净利润	94.84%	-61.63%	9.17%	10.62%	5.54%
获利能力					
毛利率	32.98%	29.03%	28.38%	29.40%	29.42%
净利率	24.31%	9.69%	10.77%	11.15%	11.01%
ROE	16.54%	6.07%	6.28%	6.58%	6.59%
ROIC	43.82%	18.15%	10.58%	17.22%	16.60%
偿债能力					
资产负债率	32.01%	30.74%	27.99%	30.81%	28.47%
净负债率	-55.16%	-16.82%	-51.14%	-47.12%	-28.13%
流动比率	2.12	1.82	2.48	2.15	1.90
速动比率	1.95	1.69	2.26	2.02	1.69
营运能力					
应收账款周转率	3.57	3.49	3.43	3.50	3.47
存货周转率	8.82	9.24	8.32	8.68	8.79
总资产周转率	0.48	0.44	0.42	0.43	0.43
每股指标（元）					
每股收益	1.90	0.73	0.80	0.88	0.93
每股经营现金流	0.58	-0.01	7.12	2.30	0.46
每股净资产	11.49	12.02	12.68	13.39	14.11
估值比率					
市盈率	14.20	37.01	33.90	30.64	29.04
市净率	2.35	2.25	2.13	2.02	1.91
EV/EBITDA	4.51	5.12	4.33	6.90	16.61
EV/EBIT	16.42	20.81	21.74	25.97	25.52

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com