

芒果超媒 (300413.SZ)

中报点评：核心业务保持稳健，内容投入压制短期利润

优于大市

核心观点

营收及利润下滑。1) 上半年公司实现营业收入 59.64 亿元、归母净利润 7.63 亿元，同比分别下滑 14.31%、28.31%，对应全面摊薄 EPS 0.41 元；实现扣非归母净利润 6.10 亿元，同比下滑 33.15%；2) 25 年 Q2 公司实现营收 30.63 亿元、归母净利润 3.85 亿元，同比分别下滑 15.74%、35.09%；3) 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。

核心平台业务表现稳健，运营业务恢复增长。1) 上半年芒果 TV 互联网视频业务实现营收 48.82 亿元、同比下滑 1.5%，整体保持稳健；芒果 TV 用户月活均值同比增长 14.24%、人均单日使用时长稳居行业前列；会员业务收入达到 24.96 亿元，继续保持增长；广告业务实现营业收入 15.87 亿元环比一季度明显回暖但仍面临较大压力；2) 运营业务收入为 8 亿元，同比增长 7%，在 24 年受行业治理等因素影响大幅下滑后重新恢复增长。

内容生态持续完善，综艺与剧集持续表现亮眼。1) 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》创新横竖屏融合观看模式，以 4K 超高清、用户互动打造极致体验，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) 剧集方面，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、《五福临门》11 次登顶云合热播榜。公司储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等影视剧近百部，芒果 TV、湖南卫视两大播出平台具备横跨网端和台端的融合影响力，叠加行业主管部门对于广电视听行业内容供给的最新政策支持，将催生更多的优质爆款剧集；3) 微短剧战略布局加速推进，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。

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：维持盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 18.62/23.53 亿元/28.39 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.26/1.52 元，同期 PE =26/21/17x，持续看好公司内容与平台运营优势，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)	13.7	35.8	26.2	20.7	17.2
EV/EBITDA	8.7	8.2	7.9	7.6	7.3
市净率 (PB)	2.27	2.17	2.06	1.93	1.79

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

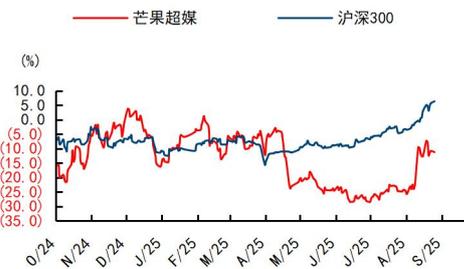
传媒·数字媒体

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	25.96 元
总市值/流通市值	48564/26523 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	509.52 百万元

市场走势



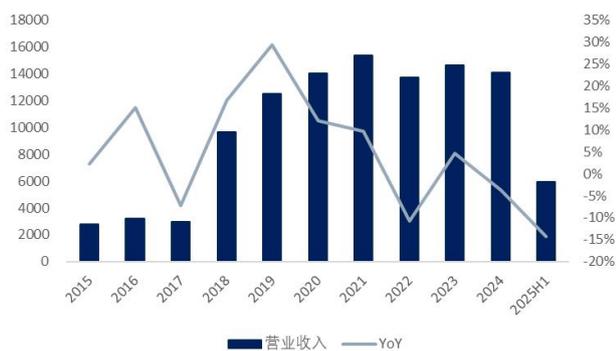
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《芒果超媒 (300413.SZ) - 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》——2025-04-29
 《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

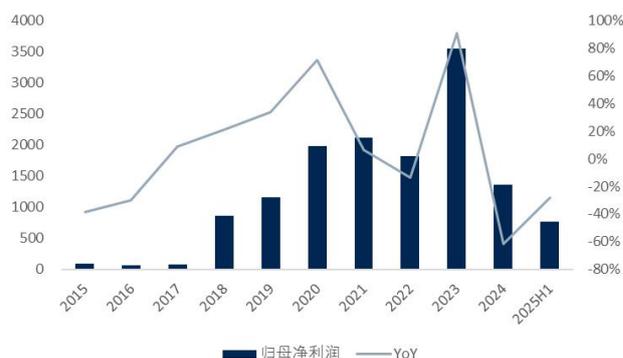
营收及利润下滑, 电商业务收缩带动营收下滑。1) 上半年公司实现营业收入 59.64 亿元、归母净利润 7.63 亿元, 同比分别下滑 14.31%、28.31%, 对应全面摊薄 EPS 0.41 元; 实现扣非归母净利润 6.10 亿元, 同比下滑 33.15%; 2) 25 年 Q2 公司实现营收 30.63 亿元、归母净利润 3.85 亿元, 同比分别下滑 15.74%、35.09%; 3) 营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩; 归母净利润同比下降主要是由于公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面的投入。

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、%)



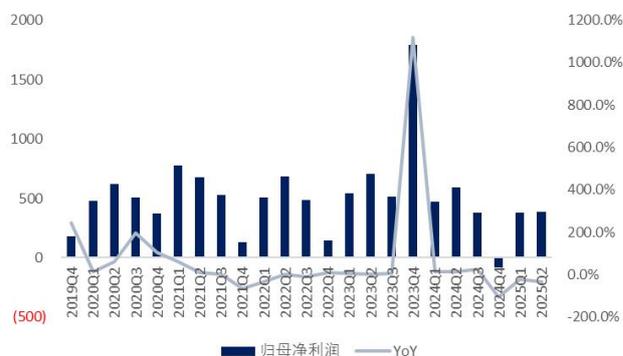
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

核心平台业务表现稳健, 运营业务恢复增长。1) 上半年芒果TV互联网视频业务实现营收 48.82 亿元、同比下滑 1.5%, 整体保持稳健; 芒果TV用户月活均值同比增长 14.24%、人均单日使用时长稳居行业前列; 会员业务收入达到 24.96 亿元, 继续保持增长; 广告业务实现营业收入 15.87 亿元环比一季度明显回暖但仍面临较大压力; 2) 运营业务收入为 8 亿元, 同比增长 7%, 在 24 年受行业治理等因素影响大幅下滑后重新恢复增长。

图5: 业务图谱



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) 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》创新横竖屏融合观看模式，以4K超高清、用户互动打造极致体验，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，Q1月播放量峰值较上一季提升超30%；2) 剧集方面，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、《五福临门》11次登顶云合热播榜。公司储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等影视剧近百部，芒果TV、湖南卫视两大播出平台具备横跨网端和台端的融合影响力，叠加行业主管部门对于广电视听行业内容供给的最新政策支持，将催生更多的优质爆款剧集；3) 微短剧战略布局加速推进，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。

投资建议：维持盈利预测，预计25/26/27年归母净利润为18.62/23.53亿元/28.39亿元，对应EPS为1.00/1.26/1.52元，同期PE=26/21/17x，持续看好公司内容与平台运营优势，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
002027.SZ	分众传媒	优于大市	8.31	1200	0.33	0.36	0.39	0.43	25	23	21	19
9626.HK	哔哩哔哩-W	优于大市	180.90	761	(11.46)	(3.20)	2.34	4.77	(16)	(57)	77	38
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	25.96	486	1.90	0.73	1.00	1.26	14	36	26	21

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	13767	14449	14512	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	18507	19406	19708	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)	(207)	(330)	(340)
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	33389	35548	38093	其他收入	(222)	(287)	(251)	(273)	(289)
短期借款及交易性金融负债	97	112	500	500	500	营业利润	1819	1742	1764	2298	2744
应付款项	6926	7203	8002	8565	9185	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	1764	2298	2744
流动负债合计	9860	9803	9421	10048	10738	所得税费用	(1621)	420	(176)	(230)	(274)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(84)	(21)	(78)	(175)	(180)
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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10059	10000	9618	10244	10933	净利润	3556	1364	1862	2353	2839
少数股东权益	(129)	41	35	(9)	(55)	资产减值准备	(68)	(2)	2	16	12
股东权益	21492	22489	23736	25313	27215	折旧摊销	5171	5809	5821	5823	5826
负债和股东权益总计	31422	32530	33389	35548	38093	公允价值变动损失	33	29	(15)	(15)	0
						财务费用	(148)	(189)	(207)	(330)	(340)
						营运资本变动	61	(8039)	8462	425	463
						其它	(3)	(14)	(33)	(85)	(84)
						经营活动现金流	8749	(853)	16099	8515	9056
						资本开支	0	1	(6012)	(7062)	(8062)
						其它投资现金流	1643	(555)	0	0	0
						投资活动现金流	1647	(553)	(6006)	(7056)	(8056)
						权益性融资	0	160	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(555)	(339)	(614)	(776)	(937)
						其它融资现金流	(7091)	(6057)	388	0	0
						融资活动现金流	(8201)	(6575)	(226)	(776)	(937)
						现金净变动	2196	(7981)	9866	683	63
						货币资金的期初余额	9687	11882	3901	13767	14449
						货币资金的期末余额	11882	3901	13767	14449	14512
						企业自由现金流	0	(1222)	9464	697	89
						权益自由现金流	0	(7280)	10012	952	352

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 ±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 ±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

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提及的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