

期待《声鸣远扬》等新管线驱动广告回暖

——芒果超媒（300413.SZ）25 年中报点评

核心观点

- 事项：芒果超媒发布中报，25H1 公司营收 59.6 亿(yoy-14.3%)，主要系传统电商的下滑。25H1 毛利率 26.6%（-2.3 pct），主要系电视剧等内容投入的增长。25H1 归母净利润 7.6 亿元（yoy-28.3%），主要系平台业务内容投入及研发投入使得成本增长。
- 广电新政有望驱动长剧投资回报率提升。25H1 公司会员收入 25.0 亿（yoy+0.4%）。同比微增主要系《国色芳华》、《五福临门》等头部剧驱动有效播放量增长 69%（云合数据）。根据 QM 数据，公司月活同比增长 14%。近期广电新政我们认为将驱动长剧市场回暖，影响如下：1）缩短周期，审批加快将提升排播的稳定性；2）提升内容创作的灵活度，题材将多样化；3）更广泛网台协同，提升内容的传播和影响力；4）吸引增量人才和资金进入。我们预期公司在新政基础上开启的新项目需要至少 1-2 个季度才能体现，短期依然是库存剧表现主导。Q3 来看，《锦绣芳华》、《锦月如歌》等剧集暑期档流量火爆预期驱动会员收入提升。重点储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等项目。微短剧战略布局加速推进。上半年大芒计划上线微短剧 1179 部，较去年同期增长近 7 倍，预期将持续上量。
- 期待全新素人选秀音综《声鸣远扬》驱动后续广告回暖。25H1 公司广告收入 15.9 亿（yoy-7.8%）。第二季度广告比一季度有明显回暖，但总体而言，广告主投放意愿相对谨慎。暑期来看，《披荆斩棘》8 月流量高于去年同期。后续新管线《声鸣远扬》即将上线，项目类似于《超女》、《快男》素人歌手海选，差异点为同时开启“流行”、“民族”、“美声”三大赛道。我们认为该管线有望成为公司新的头部支撑型项目。

盈利预测与投资建议

- 公司热门综艺 IP 矩阵持续延展，广电新政预期将长期对行业产生正面驱动，预期公司 ROI 有望逐渐回升。我们预计公司 25~27 年归母净利润分别为 15.57/18.31/19.93 亿元（25~26 年原预测值为 18.49/21.08 亿元，根据中报，下调电商等业务收入预测），因广电新政对 26 年产生更大影响，我们切换可比公司 26 年估值，给予公司 26 年 32 倍 PE，对应目标价 31.36 元，维持“增持”评级。

风险提示

行业监管严格，市场竞争激烈，劣迹艺人风险，投资收益不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628	14,080	12,910	14,158	15,150
同比增长(%)	4.7%	-3.7%	-8.3%	9.7%	7.0%
营业利润(百万元)	1,819	1,742	1,144	1,417	1,574
同比增长(%)	3.1%	-4.2%	-34.3%	23.8%	11.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,556	1,364	1,557	1,831	1,993
同比增长(%)	90.7%	-61.6%	14.1%	17.6%	8.9%
每股收益(元)	1.90	0.73	0.83	0.98	1.07
毛利率(%)	33.0%	29.0%	26.4%	27.7%	28.1%
净利率(%)	24.3%	9.7%	12.1%	12.9%	13.2%
净资产收益率(%)	17.6%	6.2%	6.8%	7.5%	7.6%
市盈率	13.4	34.8	30.5	25.9	23.8
市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025 年 09 月 02 日）	25.38 元
目标价格	31.36 元
52 周最高价/最低价	31.77/17.88 元
总股本/流通 A 股（万股）	187,072/102,170
A 股市值（百万元）	47,479
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 09 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.97	15.36	14.69	38.54
相对表现%	-6.82	4.62	-2.24	1.01
沪深 300%	0.85	10.74	16.93	37.53



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyiqu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

会员数持续增长，期待短剧等业务贡献增量：——芒果超媒（300413.SZ）点评	2024-11-04
会员收入量价齐升，期待优质内容持续出圈：——芒果超媒（300413.SZ）24 年中报点评	2024-08-23
《歌手 2024》热度破圈，新模式增厚管线流量：——芒果超媒（300413.SZ）点评	2024-05-24

表 1：PE 估值（2025.9.2 收盘价）汇率 USD/CNY=7.1

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2025/9/2	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
光线传媒	300251	19.04	0.1	0.84	0.4	0.46	191.36	22.65	47.74	41.47
万达电影	002739	11.29	-0.45	0.53	0.65	0.75	-25.37	21.44	17.35	15.12
奈飞公司	NFLX.O	8578.58	142.55	192.42	234.49	274.58	60.18	44.58	36.58	31.24
迪士尼	DIS.N	840.5	19.07	41.66	46.46	48.34	44.07	20.18	18.09	17.39
中国电影	600977	14.1	0.08	0.23	0.33	0.36	187.5	61.65	42.33	39.2
调整后平均								30	32	29

数据来源：Wind 一致性预期，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,882	3,901	5,607	6,921	8,402
应收票据、账款及款项融资	4,230	4,601	4,218	4,626	4,950
预付账款	1,017	1,796	1,647	1,806	1,933
存货	1,717	1,332	1,267	1,365	1,452
其他	2,069	6,243	6,161	6,248	6,318
流动资产合计	20,915	17,872	18,900	20,967	23,056
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	142	131	138	137	130
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	8,114	8,696	8,757	8,818	8,878
其他	2,251	5,831	5,328	5,494	5,697
非流动资产合计	10,508	14,658	14,223	14,449	14,705
资产总计	31,422	32,530	33,123	35,416	37,760
短期借款	34	34	34	34	34
应付票据及应付账款	6,926	7,203	6,854	7,384	7,856
其他	2,901	2,566	2,387	2,504	2,597
流动负债合计	9,860	9,803	9,275	9,922	10,487
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	198	197	197	197	197
非流动负债合计	198	197	197	197	197
负债合计	10,059	10,000	9,472	10,119	10,684
少数股东权益	(129)	41	16	(12)	(44)
实收资本（或股本）	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
资本公积	8,811	8,780	8,780	8,780	8,780
留存收益	10,810	11,838	12,983	14,658	16,469
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	21,364	22,530	23,651	25,297	27,076
负债和股东权益总计	31,422	32,530	33,123	35,416	37,760

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,471	1,343	1,533	1,802	1,962
折旧摊销	5,214	5,831	8,096	11,343	15,886
财务费用	(148)	(189)	(41)	(56)	(70)
投资损失	(73)	(285)	(257)	(257)	(257)
营运资金变动	1,652	(4,304)	149	(105)	(42)
其它	(9,032)	(2,422)	489	(179)	(216)
经营活动现金流	1,084	(25)	9,970	12,548	17,263
资本支出	(1,160)	(629)	(8,150)	(11,390)	(15,926)
长期投资	6	(3,838)	0	0	0
其他	1,910	(3,218)	257	257	257
投资活动现金流	756	(7,685)	(7,893)	(11,133)	(15,669)
债权融资	(300)	15	0	0	0
股权融资	(835)	(31)	0	0	0
其他	816	(271)	(371)	(100)	(113)
筹资活动现金流	(318)	(288)	(371)	(100)	(113)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	1,522	(7,997)	1,706	1,315	1,481

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,628	14,080	12,910	14,158	15,150
营业成本	9,803	9,992	9,508	10,243	10,898
销售费用	2,260	1,991	1,737	1,903	2,036
管理费用	612	440	439	480	515
研发费用	279	264	262	295	318
财务费用	(148)	(189)	(41)	(56)	(70)
资产、信用减值损失	100	98	98	110	108
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	285	257	257	257
其他	24	(26)	(20)	(24)	(29)
营业利润	1,819	1,742	1,144	1,417	1,574
营业外收入	36	37	33	35	35
营业外支出	4	17	7	9	9
利润总额	1,851	1,763	1,170	1,442	1,601
所得税	(1,621)	420	(363)	(360)	(361)
净利润	3,471	1,343	1,533	1,802	1,962
少数股东损益	(84)	(21)	(24)	(29)	(31)
归属于母公司净利润	3,556	1,364	1,557	1,831	1,993
每股收益（元）	1.90	0.73	0.83	0.98	1.07

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.7%	-3.7%	-8.3%	9.7%	7.0%
营业利润	3.1%	-4.2%	-34.3%	23.8%	11.1%
归属于母公司净利润	90.7%	-61.6%	14.1%	17.6%	8.9%
获利能力					
毛利率	33.0%	29.0%	26.4%	27.7%	28.1%
净利率	24.3%	9.7%	12.1%	12.9%	13.2%
ROE	17.6%	6.2%	6.8%	7.5%	7.6%
ROIC	15.1%	5.4%	6.2%	6.9%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	30.7%	28.6%	28.6%	28.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.12	1.82	2.04	2.11	2.20
速动比率	1.93	1.69	1.90	1.98	2.06
营运能力					
应收账款周转率	4.3	3.5	3.0	3.2	3.2
存货周转率	5.4	6.2	7.3	7.8	7.7
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	1.90	0.73	0.83	0.98	1.07
每股经营现金流	0.58	-0.01	5.33	6.71	9.23
每股净资产	11.49	12.02	12.63	13.53	14.50
估值比率					
市盈率	13.4	34.8	30.5	25.9	23.8
市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
EV/EBIT	-	-	-	-	-

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。