

2025年09月27日

芒果超媒 (300413.SZ)

——广电新政驱动产业回暖，《声鸣远扬2025》启动

投资评级：买入（首次）

投资要点：

- **事件。**9月8日，歌唱人才选拔类节目《声鸣远扬2025》全球启动发布会在北京举行。该节目由湖南卫视芒果TV联合多家头部省级卫视与网络平台倾力打造，是行业内较为罕见的多方合作综艺制作形式。
- **《声鸣远扬2025》联合八大平台，探索联合创制新范式。**《声鸣远扬2025》是优秀歌唱人才选拔类节目，集结了湖南卫视、北京卫视、江苏卫视、广东卫视、辽宁卫视、新疆卫视及芒果TV、腾讯视频超强制播矩阵。节目以“音乐考核+素养评价”为核心标准，设立民族、美声、流行等多元赛道，节目将广泛应用4K超高清制播等前沿技术，并以真唱真直播为表现形式。预选赛阶段将从10月4日至10月12日分批开启6大赛区的录制。总决赛阶段，将从11月9日开始每周日晚黄金档开启12场直播。
- **广电新政有望驱动长剧市场回暖。**2025年8月18日，国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容，促进广电视听内容供给的若干举措》。《若干举措》强调，要多措并举加强内容建设，增加优质广电视听内容供给。实施“内容焕新计划”，加强内容创新；改进电视剧集数和季播剧播出间隔时长等管理政策；改进电视剧内容审查工作，优化机制、提高效率；加强超高清节目制作播出宣传推介；加强纪录片、动画片精品创作；鼓励支持优秀微短剧进入电视播出；推动优秀境外节目引进播出等。同时，加强相关法律法规制度建设，加强节目版权保护。国内长剧制作方和长视频平台方在新政指导下，有望迎来内容创制和发展的新阶段。
- **公司后续剧集储备丰富，有望推动会员规模与普及率上升。**2025年上半年，《歌手2025》直播互动总次数累计破9000万次；《乘风2025》Q1月播放量峰值较上一季提升超30%。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%。《国色芳华》在云合集均播放量首破4000万，《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。储备方面，公司后续的储备剧集包括《水龙吟》、《咸鱼飞升》和《野狗骨头》等影视剧近百部。此外，公司积极布局微短剧，25H1芒果TV大芒计划上线微短剧1179部，较去年同期增长近7倍，后续《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预计将改编为短剧。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为142.22/152.58/166.46亿元，同比增速分别为1.01%/7.29%/9.10%，当前股价对应的PS分别为4.65/4.34/3.98倍，我们选择Netflix、东方明珠和新媒股份作为可比公司，鉴于广电新政下长剧市场回暖，公司后续节目储备丰富，《声鸣远扬2025》有望带来招商规模提升，推动广告业务收入，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**节目上线后不及预期，广告招商不及预期，会员增长不及预期

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
周政宇
SAC: S1350525050006
zhouzhengyu@huayuanstock.com

联系人

魏桢
weizhen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年09月26日

收盘价(元)	35.38
一年内最高/最低(元)	36.42/20.94
总市值(百万元)	66,186.10
流通市值(百万元)	36,147.74
总股本(百万股)	1,870.72
资产负债率(%)	29.91
每股净资产(元/股)	12.23

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628	14,080	14,222	15,258	16,646
同比增长率(%)	6.74%	-3.75%	1.01%	7.29%	9.10%
归母净利润(百万元)	3,556	1,364	1,621	1,922	2,211
同比增长率(%)	94.84%	-61.63%	18.84%	18.55%	15.01%
每股收益(元/股)	1.90	0.73	0.87	1.03	1.18
ROE(%)	16.54%	6.07%	6.81%	7.57%	8.12%
市盈率(P/E)	18.61	48.51	40.82	34.43	29.94

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,901	4,937	6,618	9,412
应收票据及账款	5,525	6,429	7,316	8,437
预付账款	1,796	1,792	1,965	2,189
其他应收款	60	47	54	64
存货	1,332	1,154	1,297	1,480
其他流动资产	5,258	4,713	4,757	4,496
流动资产总计	17,872	19,072	22,006	26,079
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	368	291	212	131
在建工程	0	0	0	0
无形资产	8,696	8,993	8,580	7,458
长期待摊费用	94	64	26	29
其他非流动资产	5,500	5,415	5,239	5,062
非流动资产合计	14,658	14,763	14,057	12,680
资产总计	32,530	33,836	36,063	38,759
短期借款	34	0	0	0
应付票据及账款	7,203	7,230	7,758	8,465
其他流动负债	2,566	2,596	2,783	3,035
流动负债合计	9,803	9,826	10,541	11,499
长期借款	145	118	78	29
其他非流动负债	52	52	52	52
非流动负债合计	197	170	130	81
负债合计	10,000	9,996	10,671	11,581
股本	1,871	1,871	1,871	1,871
资本公积	8,780	8,780	8,780	8,780
留存收益	11,838	13,173	14,756	16,577
归属母公司权益	22,489	23,824	25,407	27,228
少数股东权益	41	15	-15	-50
股东权益合计	22,530	23,840	25,392	27,178
负债和股东权益合计	32,530	33,836	36,063	38,759

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,343	1,273	1,569	1,853
折旧与摊销	5,929	5,526	6,246	6,917
财务费用	-189	-8	-15	-25
投资损失	-285	-200	-200	-200
营运资金变动	-1,181	-413	-438	-220
其他经营现金流	-5,642	322	322	322
经营性现金净流量	-25	6,500	7,484	8,647
投资性现金净流量	-7,685	-5,124	-5,439	-5,439
筹资性现金净流量	-288	-339	-364	-413
现金流量净额	-7,997	1,036	1,681	2,795

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,080	14,222	15,258	16,646
营业成本	9,992	10,030	10,763	11,743
税金及附加	72	88	94	103
销售费用	1,991	2,062	2,090	2,197
管理费用	440	427	412	416
研发费用	264	256	244	250
财务费用	-189	-8	-15	-25
资产减值损失	-29	-28	-31	-33
信用减值损失	-69	-65	-70	-77
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	285	200	200	200
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	45	100	100	100
营业利润	1,742	1,574	1,870	2,154
营业外收入	37	38	38	38
营业外支出	17	16	16	16
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,763	1,596	1,892	2,176
所得税	420	0	0	0
净利润	1,343	1,596	1,892	2,176
少数股东损益	-21	-25	-30	-35
归属母公司股东净利润	1,364	1,621	1,922	2,211
EPS(元)	0.73	0.87	1.03	1.18

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-3.75%	1.01%	7.29%	9.10%
营业利润增长率	-4.21%	-9.67%	18.81%	15.18%
归母净利润增长率	-61.63%	18.84%	18.55%	15.01%
经营现金流增长率	-102.32%	25,906.25%	15.14%	15.55%
盈利能力				
毛利率	29.03%	29.47%	29.46%	29.46%
净利率	9.54%	11.22%	12.40%	13.07%
ROE	6.07%	6.81%	7.57%	8.12%
ROA	4.19%	4.79%	5.33%	5.70%
估值倍数				
P/E	48.51	40.82	34.43	29.94
P/S	4.70	4.65	4.34	3.98
P/B	2.94	2.78	2.61	2.43
股息率	0.62%	0.43%	0.51%	0.59%
EV/EBITDA	6	8	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。