

三季报点评：广告业务回暖，关注四季度重点内容及后续政策催化

核心观点

三季度公司广告业务回暖，收入整体稳健；利润释放受内容投入加大压制。收入端，前三季度公司收入同比-11.8%，单三季度收入同比-6.6%，主要系传统电商业务收缩拖累，核心平台芒果TV收入同比基本持平，其中，三季度广告业务实现同比增长。利润端，三季度归母净利率下滑，主要因为内容投入加大、成本提高，毛利率下滑；以及宣发投入增加导致销售费率提升。**展望后续：四季度不乏重磅内容；政策支持下，看好公司剧集蓄势待发，迎来净利率拐点。**

收入：三季度广告业务正增长，会员整体稳健。三季度收入下滑主要由于传统电商业务战略性收缩所致，但三季度收入同比降幅已经较二季度收窄9.2pcts。分业务看，广告业务有所回暖；我们预计会员业务表现稳健，据QM数据，1-9月芒果TV月活同比增长~11.1%。

利润：短期承压，三季度净利率下滑主要系内容投入+宣发投入加大。三季度归母净利率8.2%，同比-3.3pcts。其中综合毛利率27.6%，同比-2.2pcts，主要系公司持续加大芒果TV优质内容和研发投入，导致成本上升。费用端，三季度销售费率变化较大，同比+4.0pcts，主要系当季度上线内容较多，宣发投入较大。

关注四季度重点内容，及后续政策催化，看好公司剧集蓄势待发。

1) 四季度重点内容：综艺端，《再见爱人 第五季》已于10.16播出，保持高热度；素人选秀音综《声鸣远扬》将于10.28正式播出，储备有《声生不息 华流季》等综艺。剧集端，古装玄幻剧《水龙吟》10.24播出，重点关注储备剧集《国家行动》《好好的时代》等进展。

2) 政策催化：8月发布的“广电21条”旨在丰富电视大屏内容，促进广电视听内容供给。供给改善后，公司作为平台方将受益。后续有望发布新的支持政策，关注进展。

3) 公司处于加大内容投入推动芒果TV上新台阶的阶段，成本先行，短期利润释放有压力，而目前内容供给迎来政策支持，供给改善将利于公司内容投入ROI提升、利润率迎来拐点。

芒果超媒 (300413.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

马晓婷

maxiaoting@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070013

发布日期：2025年10月28日

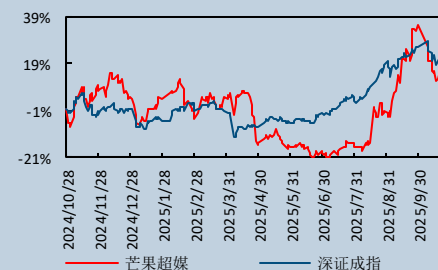
当前股价：28.88元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-9.04/-12.40	31.39/21.12	14.38/-5.23
12月最高/最低价(元)			35.76/21.13
总股本(万股)			187,072.08
流通A股(万股)			102,170.00
总市值(亿元)			540.26
流通市值(亿元)			295.07
近3月日均成交量(万)			2824.93
主要股东			
芒果传媒有限公司			56.09%

股价表现



相关研究报告

25.05.24	【中信建投数字媒体】芒果超媒(300413):长短期积极投入，头部音综招商亮眼，看好会员广告增长
24.10.29	【中信建投传媒】芒果超媒(300413):3Q24点评：会员数量持续增长，静待优质剧集上线
24.08.25	【中信建投传媒】芒果超媒(300413):1H24点评：会员业务提速增长，内容投入坚持练硬功

事件

10 月 24 日，公司发布三季报，前三季度收入 90.63 亿元，同比-11.82%；归母净利润 10.16 亿元，同比-29.67%；三季度收入 30.99 亿元，同比-6.58%，降幅较二季度收窄 9.16pcts，归母净利润 2.52 亿元，同比-33.47%。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,628.02	14,079.69	12,670.60	13,513.23	14,131.99
YOY(%)	6.7	-3.7	-10.0	6.7	4.6
净利润(百万元)	3,555.71	1,364.35	1,396.32	1,697.95	2,021.03
YOY(%)	94.8	-61.6	2.3	21.6	19.0
净利率(%)	24.3	9.7	11.0	12.6	14.3
EPS(摊薄/元)	1.90	0.73	0.75	0.91	1.08
P/E(倍)	15.2	39.6	38.7	31.8	26.7

资料来源：iFinD，中信建投证券

简评

1、收入：前三季度核心芒果 TV 收入同比基本持平，广告业务逐季度回暖的趋势明显，拖累主要来自传统电商业务。

广告：三季度回暖，收入实现正增长。回顾今年前三季度单季度的广告业务表现，一季度整体压力较大，二季度环比回暖，上半年广告收入同比-7.8%，三季度广告收入同比增长，呈逐季度向上的态势。我们预计三季度广告收入增长主要是优质内容拉动。据云合数据，三季度全网综艺累计有效播放榜 TOP20 中，公司旗下综艺上榜 8 部；播出效果达到云合评级 S+ 的综艺合计 8 部，公司占 4 部，分别是《密室大逃脱第七季》《披荆斩棘 2025》《我家那闺女 2025》《花儿与少年·同心季》。

会员：预计三季度会员收入保持稳健。QM 数据显示，前三季度芒果 TV 用户月活均值同比增长~11.08%。会员业务的增长主要依靠优质内容拉动，尤其是独家内容。结合前文分析，综艺端，三季度公司表现优秀；剧集端，据云合数据，三季度全网长剧累计有效播放 TOP20 中，公司有 3 部剧集上榜，其中后两部为公司独播，长剧云合评级为 S+ 的长剧合计 14 部，公司占 2 部，为《锦绣芳华》《锦月如歌》。

图 1:公司会员收入及其同比增速

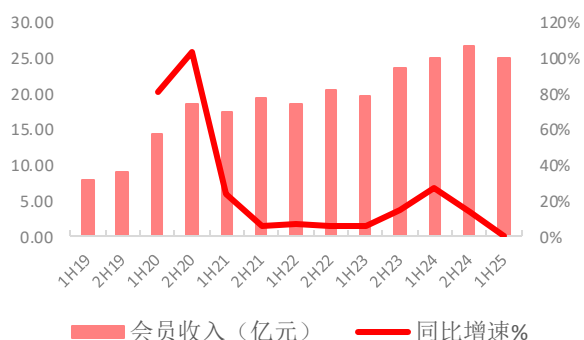
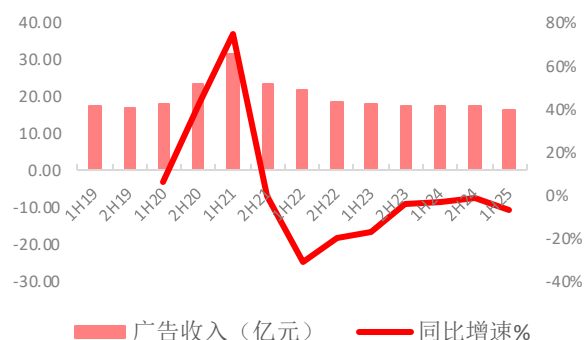


图 2: 公司广告收入及其同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

内容电商：传统电商业务战略性收缩，收入下滑。今年前三季度的收入下滑的核心因素主要是传统电视购物业务板块战略性收缩，从上半年快乐购的收入表现看，今年 H1 收入同比-70.4%，经过今年的战略性调整后，预计后续对于整体业务的拖累大幅减弱。

图 3: 公司运营商收入及其同比增速

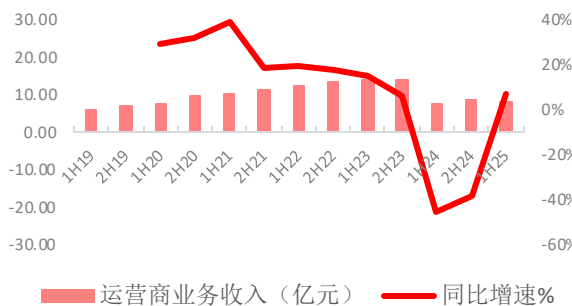
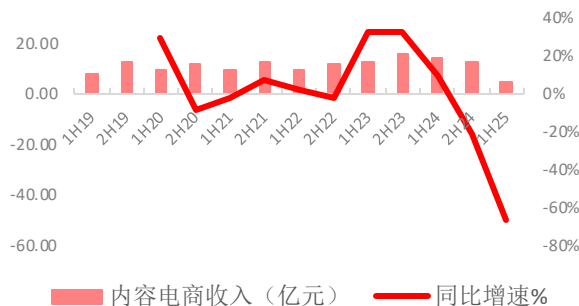


图 4: 公司内容电商收入及其同比增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

2、盈利：三季度净利率短期承压，主要系内容成本、宣发投入增加

毛利率：下滑主要系内容成本增加。三季度综合毛利率同比-2.2pcts，主要系公司持续加大优质内容投入和研发投入，导致成本增加。但三季度的毛利率环比有所增长，预计系广告业务回暖。

期间费率：三季度销售费率提升明显，主要因宣发投入加大。三季度期间费用率 23.10%，同比+6.6pcts。拆分各项期间费率：销售费率提升幅度较大，同比+4.0pcts，主要系内容宣发投入力度加大，回顾往期单季度销售费率变化，三季度一直较高，存在季节性因素；而管理、研发费率的提升预计主要因为两项费用中人员成本等刚性支出占比较高，收入同比下滑，费率随之提升。

图 5: 公司各季度毛利率和期间费用率

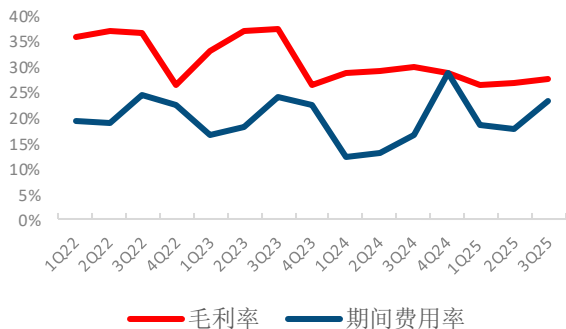
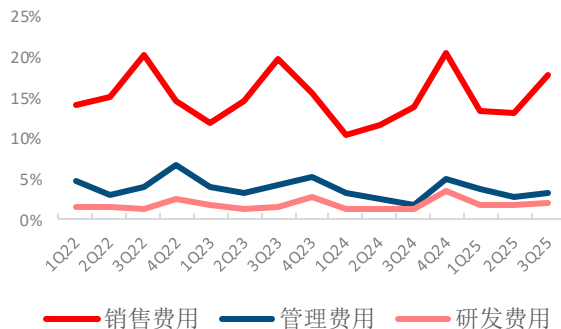


图 6: 公司各期间费用率变化



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

3、展望：关注四季度重磅内容催化，及后续政策催化，看好剧集蓄势待发

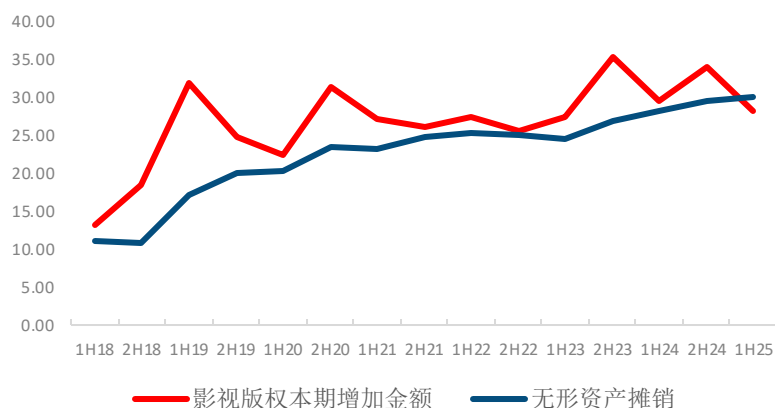
四季度重点内容：1）综艺：重点关注《声鸣远扬》，10.28 播出，其爆款潜力大。《声鸣远扬》为素人选秀音综，将于 10.28 在八大平台进行预选赛首播，11.9 起每周日 19:30 全国总决赛直播。该节目爆款潜力大，一方面其播出平台多，声量大；另一方面，公司此前打造出爆款素人音综——快男、超女，素人音综是公司优势自制综艺赛道之一，《声鸣远扬》有望再度成为业内标杆和爆款。除《声鸣远扬》外，关注《声生不息 华流季》等储备综艺。四季度已经播出的综艺也不乏优质内容：《再见爱人 第五季》已经于 10.16 播出，据灯塔专业版，近 2 周位于全网正片播放市占率榜单的第 3/2，《向往的生活 戏如人生》9.26 播出，据灯塔专业版，近 3 周位于全网正片播放市占率榜单的第 2/3/2/3。2）剧集：关注反腐题材《国家行动》、年代剧《好好的时代》等定档情况。此外，古装玄幻剧集《水龙吟》提档至 10.24 播出，原暂定 10.28 播出。

中长期而言，公司自制综艺的优势已屡屡得到验证；政策催化+投入加大的背景下，剧集蓄势待发。

1、综艺：打造爆款、迭代成 IP 的能力在实践中持续巩固、提升。从今年看，7 月以来，综 N 代密集上线且表现突出，包括《披荆斩棘 2025》《花儿与少年·同心季》《再见爱人 第五季》等，再度印证了公司自制综艺的竞争优势突出。储备方面，在新老综艺齐发力的背景下，公司综艺储备一直保持比较丰富的状态。除前述提到的四季度待播综艺外，后续关注《女子推理社》第三季、《时光音乐会》第五季等储备。

2、剧集：公司坚持在内容能力上加码，影视版权增加额提高，无形资产摊销金额持续增加。公司的无形资产主要是影视版权，影视版权无形资产增加值、绝对值及摊销金额，反映公司的内容储备和投资力度。截至 25 年前三季度，无形资产 84.22 亿元，去年同期 86.96 亿元；25 年 H1 增加影视版权无形资产 28.04 亿元，去年同期增加 29.57 亿元，本期仍保持较大的投入；无形资产摊销 29.89 亿元，高于去年同期的 28.25 亿元，反映公司持续加大内容投资，尤其是优质剧集能力的投入。

图 7:公司影视版权增加金额及无形资产摊销变化（单位：亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

剧集储备丰富，期待《野狗骨头》等剧集的播出。21 年，公司以“季风剧场”为切口，以小投资+精品剧逐步统筹和自主决策剧集，剧集自制能力明显提升。经过 3 年的布局&合作，公司 24 年剧集开始迎来拐点，产能/数量上明显提升，质量/结构上，包括三个层次，头部剧集（华策等成熟公司合作）+中小精品剧（季风自制为主）+微短剧（抖音合作）。除前述有望于四季度上线的剧集外，目前公司储备有《咸鱼飞升》《野狗骨头》《良辰美景》等影视剧近百部。

政策端“广电 21 条”将推动供给改善，利于公司利润率拐点出现，关注后续落地及新政发布。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 促进广播电视内容供给的若干举措》（简称《若干举措》），即“广电 21 条”。该政策的落地，利于释放长剧产能、提升整体质量，长剧行业内容为王，供给变好，平台方受益。具体而言，“广电 21 条”从内容审查、优质内容引入给予支持，比如取消电视剧 40 集上限的限制，取消季播间隔一年的硬性要求，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等。

图 8:8 月广电总局印发《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》

为贯彻落实习近平文化思想，推动广播电视和网络视听精品创作传播，在广泛征求意见基础上，近日，国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视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，增加优质广播电视内容供给。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。

广电总局将组织指导协调各省（区、市）广播电视局、广播电视台，制作机构、网络视听平台，中国广播电视社会组织联合会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会等单位贯彻落实《若干举措》各项工作，实现更多精品、更广传播、更优环境，更好满足人民群众精神文化需求。

数据来源：国家广电总局官网，中信建投证券

投资建议：公司加大内容投入预计短期对利润率有所影响，但长期将提升会员业务，推动平台规模上新台阶，此外，广告、电商业务增长短期承压，预计今年公司盈利水平面临一定压力，后续有望逐渐恢复。我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 13.96 亿、16.98 亿、20.21 亿，同比+2.3%、+21.6%、+19.0%，最新市值（2025 年 10 月 24 日）对应当前的 PE 为 38.7x、31.8x、26.7x，维持“买入”评级。

风险提示：广告主经营恢复不及预期导致广告预算下降、宏观经济波动风险、消费恢复节奏不及预期、品牌广告恢复不及预期、用户可支配收入下降风险、用户内容偏好变化较快的风险、剧集能力提升不及预期、内容质量风险、会员增长不及预期、用户付费能力下降的风险、提价导致会员人数下降的风险、头部节目表现不及预期的风险、IPTV 用户数增长不及预期的风险、内容成本提升的风险、核心创意人员流失的风险、部分项目 ROI 不及预期的风险、行业竞争加剧风险、生成式 AI 技术发展不及预期、各领域技术融合进度不及预期的风险、重点项目延期的风险、内容审查监管风险。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

马晓婷

上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究广告营销、AI应用、芒果超媒，及部分IP谷子相关标的。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk