

芒果超媒 (300413.SZ)

平台业务稳健，关注内容储备表现

优于大市

核心观点

2025 年收入基本持平，利润端短期承压。1)2025 年公司实现营业收入 138.13 亿元，归母净利润 12.27 亿元，同比分别变化-1.89%、-10.06%，对应全面摊薄 EPS 0.66 元（2024 年为 0.73 元）。利润下滑主因会员收入增长承压，叠加互联网视频业务投入加大（毛利率同比下滑 8.73pct 至 26.60%）。扣非净利润 11.52 亿元（-29.93%），但扣非净利率仍达 8.34%，盈利质量在长视频行业中保持良好。经营现金流净额 11.84 亿元，同比大幅改善（2024 年为 -0.25 亿元）。2)2026 年 Q1 公司实现营业收入 30.84 亿元，归母净利润 1.99 亿元，同比分别增长+6.35%、-47.37%，对应全面摊薄 EPS 0.11 元。营收端企稳回升，利润端受毛利率承压及公允价值变动损失 4455 万元影响，降幅较大。扣非净利润 1.87 亿元（-38.53%），降幅略小于归母净利润。

互联网视频基本盘稳固，广告业务超预期回暖。1)2025 年互联网视频实现收入 101.26 亿元（同比-0.52%），占营收比重 73.31%，毛利率 26.60%（同比-8.73pct）。其中：广告业务收入 38.31 亿元，综艺客户数量保持长视频平台首位，单客贡献值领跑行业，《国色芳华》《锦绣芳华》等剧集广告招商金额、首播单集广告数均创平台新高；会员业务收入 46.46 亿元，年末有效会员规模达 7560 万，人均单日使用时长表现良好，移动端 MAU 达 2.68 亿（同比+4.88%），但会员收入增长承压，主要受部分节目会员创收不及预期影响；2)内容端持续保持综艺领先优势。芒果 TV 综艺有效播放量稳居长视频平台首位（云合数据），综 N 代《歌手 2025》《乘风 2025》《你好，星期六 2025》等保持强劲生命力；3)小芒电商 2025 年 GMV 达 186 亿元，首次实现年度盈利，战略定位由“IP 商业化探索者”升级为“情绪经济引领者”。

AI+超高清战略纵深推进，海外业务起步加速。芒果大模型基于百亿级参数规模，业务应用覆盖率达 93%以上。“山海 AIGC 内容创作平台”支持从剧本到成片一站式制作。成立“AIGC 创新内容中心”，聚焦虚拟晚会、虚拟艺人、AI 真人剧、AI 漫剧等领域。芒果 TV 国际 APP 累计下载量突破 3 亿次，日均活跃用户实现翻番，海外社媒账号矩阵订阅总量达 3355 万（同比+20%）。

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：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑宏观背景及长视频行业整体压力，我们下调 26/27 年盈利预测至 14.39/18.14 亿元（前值为 18.62/23.53），新增 28 年盈利预测为 20.13 亿元；摊薄 EPS=0.77/0.97/1.08 元，当前股价对应 PE=25/20/18x。我们持续看好中长期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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,080	13,813	14,711	15,565	16,390
(+/-%)	-3.7%	-1.9%	6.5%	5.8%	5.3%
归母净利润(百万元)	1364	1227	1439	1814	2013
(+/-%)	-61.6%	-10.1%	17.3%	26.1%	11.0%
每股收益(元)	0.73	0.66	0.77	0.97	1.08
EBIT Margin	9.4%	2.1%	10.1%	11.9%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	6.1%	5.3%	5.9%	7.1%	7.5%
市盈率 (PE)	26.8	29.8	25.4	20.2	18.2
EV/EBITDA	6.5	7.4	6.1	5.9	5.8
市净率 (PB)	1.63	1.56	1.50	1.43	1.36

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 chenyarong@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	19.54 元
总市值/流通市值	36554/19964 百万元
52 周最高价/最低价	36.42/19.40 元
近 3 个月日均成交额	471.26 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) - 三季报点评：广告业务同比向上，关注综艺内容表现》——2025-10-29

《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》——2025-09-01

《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

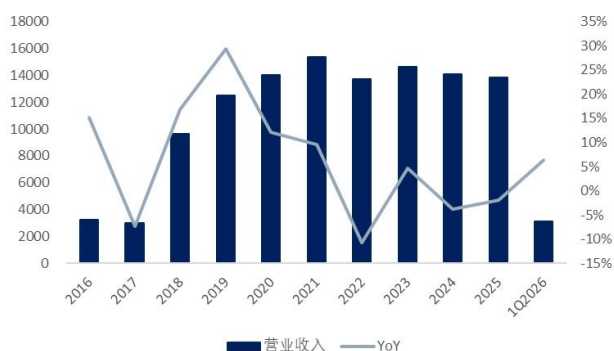
《芒果超媒 (300413.SZ) - 24 年中报点评：所得税影响短期业绩表现，会员业务量质双升》——2024-08-26

25 年收入基本持平，利润端短期承压

1) 2025 年公司实现营业收入 138.13 亿元，归母净利润 12.27 亿元，同比分别变化-1.89%、-10.06%，对应全面摊薄 EPS 0.66 元（2024 年为 0.73 元）。利润下滑主因互联网视频业务投入加大、毛利率同比下滑 8.73pct 至 26.60%。扣非净利润 11.52 亿元（-29.93%），但扣非净利率仍达 8.34%。经营现金流净额 11.84 亿元，同比大幅改善（2024 年为-0.25 亿元）。

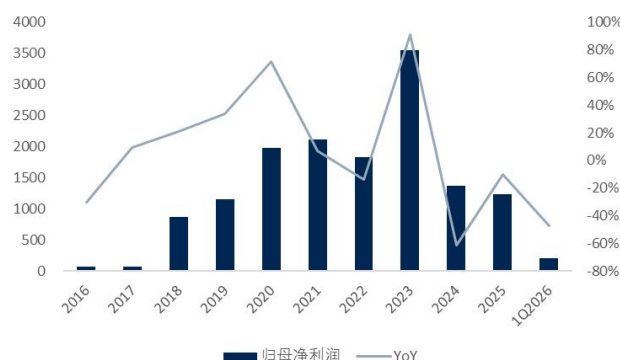
2) 2026 年 Q1 公司实现营业收入 30.84 亿元，归母净利润 1.99 亿元，同比分别增长+6.35%、-47.37%，对应全面摊薄 EPS 0.11 元。营收端企稳回升，但利润端受毛利率持续承压及公允价值变动收益影响，降幅较大。扣非净利润 1.87 亿元（-38.53%），降幅略小于归母净利润。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



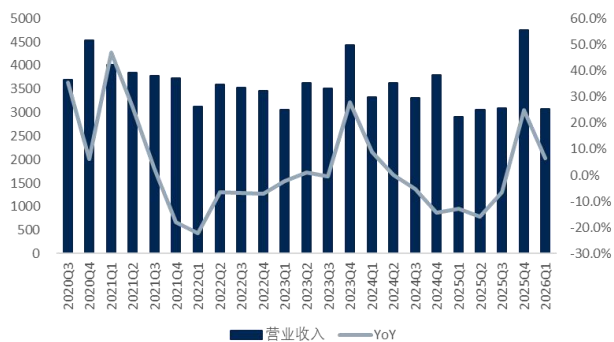
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

芒果 TV 互联网视频基本盘稳固，广告业务超预期回暖

1) 2025 年芒果 TV 互联网视频实现收入 101.26 亿元（同比-0.52%），占营收比重 73.31%，毛利率 26.60%（同比-8.73pct）。其中：广告业务收入 38.31 亿元，综艺客户数量保持长视频平台首位，单客贡献值领跑行业，《国色芳华》《锦绣芳华》等剧集广告招商金额、首播单集广告数均创平台新高；会员业务收入 46.46 亿元，年末芒果 TV 有效会员规模达 7560 万，人均单日使用时长稳居长视频平台

首位，移动端 MAU 达 2.68 亿（同比+4.88%），但会员收入增长承压，主要受部分节目会员创收不及预期影响；运营商业收入 16.49 亿元，抢抓超高清视频大屏发展窗口期。

2) 内容端持续保持综艺领先优势。芒果 TV 综艺有效播放量稳居长视频平台首位（云合数据），综 N 代《歌手 2025》《乘风 2025》《你好，星期六 2025》等保持强劲生命力。影视剧有效播放量同比增长 28.12%，《国色芳华》《五福临门》《锦绣芳华》获 S+云合评级。微短剧全年上线 5137 部（较上年增长超 14 倍），与红果短剧联合推出“果果剧场”实现内容互通。

增值税、所得税政策变动影响估算。小芒电商首年盈利，IP 生态变现闭环加速成型。 1) 小芒电商 2025 年 GMV 达 186 亿元，首次实现年度盈利，战略定位由“IP 商业化探索者”升级为“情绪经济引领者”。自营产品聚焦卡牌、毛绒玩具等情绪附加值高的核心品类，推出首个潮玩 IP“Cluebie”，进驻全国近 3000 家合作门店覆盖 80 个城市，小芒全球旗舰店落地上海环球港。2) 金鹰卡通构建“少儿综艺+动漫”双 IP 内容体系，“麦咭乐园”全国新增 5 家门店增至 12 家。天娱传媒艺人经纪与音乐版权业务稳定贡献利润。

AI+超高清战略纵深推进，海外业务起步加速。 1) 芒果大模型基于百亿级参数规模，业务应用覆盖率达 93%以上。“山海 AIGC 内容创作平台”支持从剧本到成片一站式制作。成立“AIGC 创新内容中心”，聚焦虚拟晚会、虚拟艺人、AI 真人剧、AI 漫剧等领域。芒果 TV 主站 APP 全面启动 AI 改版，上线 AI 智能体“芒小果”。高新视听全链路云制作系统入选“湖南省 2026 年十大科技攻关”项目。2) 芒果 TV 国际 APP 累计下载量突破 3 亿次，日均活跃用户实现翻番，海外社媒账号矩阵订阅总量达 3355 万（同比+20%）。越南、马来西亚、泰国、印尼和中东为首批深耕核心市场。与 YeaH1 集团共创越南本地视频平台“芒果+”APP，推进“芒果出海三年行动计划”。3) 2025 年 11 月参与张家界旅游集团重整投资 4.752 亿元（持股 14.80%），期末确认公允价值变动收益 4.09 亿元，布局“文旅+内容”融合新业态。

盈利预测与投资评级：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑宏观背景及长视频行业整体压力，我们下调 26/27 年盈利预测至 14.39/18.14 亿元（前值为 18.62/23.53），新增 28 年盈利预测为 20.13 亿元；摊薄 EPS=0.77/0.97/1.08 元，当前股价对应 PE=25/20/18x。我们持续看好中长期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			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
300251.SZ	光线传媒	优于大市	14.52	426	0.10	0.57	0.33	0.41	145	25	44	35
300133.SZ	华策影视	优于大市	8.94	209	0.13	0.10	0.18	0.21	69	89	50	43
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	19.54	366	0.73	0.66	0.77	0.97	27	30	25	20

资料来源：公司公告、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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3901	1879	6741	7046	6467	营业收入	14080	13813	14711	15565	16390
应收款项	4603	4039	374	396	417	营业成本	9992	10624	10445	11020	11473
存货净额	1332	1320	2506	2643	2752	营业税金及附加	72	87	93	98	103
其他流动资产	6430	2990	87	92	97	销售费用	1991	2048	1957	1868	1934
流动资产合计	17872	14328	13808	14277	13833	管理费用	440	478	467	451	494
固定资产	131	127	127	159	176	研发费用	264	284	258	274	293
无形资产及其他	8696	8755	8918	10082	12245	财务费用	(189)	(8)	(94)	(150)	(146)
投资性房地产	5831	9934	9934	9934	9934	投资收益	285	251	3	3	3
长期股权投资	0	28	48	68	88	资产减值及公允价值变动	(29)	361	15	15	0
资产总计	32530	33172	32836	34520	36276	其他收入	(287)	(305)	(258)	(274)	(293)
短期借款及交易性金融负债	112	100	500	500	500	营业利润	1742	892	1605	2021	2242
应付款项	7203	7081	6973	7357	7658	营业外净收支	21	9	0	0	0
其他流动负债	2488	2439	853	910	978	利润总额	1763	901	1605	2021	2242
流动负债合计	9803	9620	8326	8767	9136	所得税费用	420	(321)	160	202	224
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(21)	(5)	(5)	(5)	(5)
其他长期负债	197	132	102	107	122	归属于母公司净利润	1364	1227	1439	1814	2013
长期负债合计	197	132	102	107	122	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	10000	9753	8429	8874	9258	净利润	1364	1227	1439	1814	2013
少数股东权益	41	51	74	98	121	资产减值准备	(2)	32	1	17	13
股东权益	22489	23369	24333	25548	26897	折旧摊销	5809	5964	5863	5865	5868
负债和股东权益总计	32530	33172	32836	34520	36276	公允价值变动损失	29	(361)	(15)	(15)	0
						财务费用	(189)	(8)	(94)	(150)	(146)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(8039)	(292)	3659	298	263
每股收益	0.73	0.66	0.77	0.97	1.08	其它	(14)	(35)	(3)	(19)	(15)
每股红利	0.18	0.22	0.25	0.32	0.36	经营活动现金流	(853)	6534	10943	7960	8142
每股净资产	12.02	12.49	13.01	13.66	14.38	资本开支	0	(425)	(6012)	(7062)	(8062)
ROIC	26.75%	41.80%	37%	40%	38%	其它投资现金流	(555)	(2493)	0	0	0
ROE	6.07%	5.25%	6%	7%	7%	投资活动现金流	(555)	(2946)	(6006)	(7056)	(8056)
毛利率	29%	23%	29%	29%	30%	权益性融资	0	79	0	0	0
EBIT Margin	9%	2%	10%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	51%	45%	50%	50%	49%	支付股利、利息	(339)	(414)	(475)	(599)	(664)
收入增长	-4%	-2%	6%	6%	5%	其它融资现金流	(5896)	(4861)	400	0	0
净利润增长率	-62%	-10%	17%	26%	11%	融资活动现金流	(6574)	(5609)	(75)	(599)	(664)
资产负债率	31%	30%	26%	26%	26%	现金净变动	(7981)	(2021)	4862	305	(578)
股息率	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%	货币资金的期初余额	11882	3901	1879	6741	7046
P/E	26.8	29.8	25.4	20.2	18.2	货币资金的期末余额	3901	1879	6741	7046	6467
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	0	5643	4666	537	(309)
EV/EBITDA	6.5	7.4	6.1	5.9	5.8	权益自由现金流	0	782	5138	653	(195)

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