

# 25 年报及 26 一季报点评：广告业务回暖，会员短期承压

芒果超媒 (300413.SZ)

## 核心观点

**Q1 广告业务回暖，利润端短期承压。**1) 2025 年收入 138.1 亿元，同比-1.9%，归母净利润 12.3 亿元，同比-10.1%，主要系上半年广告业务承压，下半年广告显著回暖，H2 广告收入同比+30.7%；但会员收入有所下滑（去年高基数）；以及电商板块，快乐购业务收缩。利润降幅更大主要系当年内容投入、研发投入加大。2) 2026Q1 收入正增长，预计主要系广告业务拉动；盈利端，内容投入加大导致利润率下滑。展望后续：继续关注综艺、剧集上线节奏，Q2 优质综艺（主要是综 N 代）密集上线中。

### 25Q4 及 26Q1 的收入增长预计主要系广告业务拉动。

- 1) 广告：25H2 收入 22.4 亿元，同比+30.7%，Q3 以来披哥、花少、再见爱人等爆款综艺频出；26Q1 广告收入同样延续增长态势，当期播出大侦探、快乐老友等爆款综艺。
- 2) 会员：25H2 收入 21.5 亿元，同比-19.2%，主要系未出现类似 24 年《与凤行》《小巷人家》的现象级爆款，但会员数量稳健增长，25 年末芒果 TV 有效会员近 7560 万，同比+3.1%；26Q1 承压也主要由于排播内容节奏及播出效果影响。
- 3) 运营商：25H2 收入 8.5 亿元，同比+0.7%；26Q1 延续正增长。
- 4) 内容电商：25H2 收入 8.5 亿元，同比-31.7%，下降幅度较 H1 的 67.1% 显著收窄。其中，小芒电商 25 年 GMV 达 186 亿元，同比+14.9%，再创新高，并首次年度盈利。

**25Q4 公允价值变动收益 4.1 亿元，增厚当期利润，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生。**

**26Q1 利润率下滑，预计主要系内容投入加大。**26Q1 毛利率 23.3%，同比-3.12pcts，但环比+7.51pcts，毛利率下滑主要系公司持续加大优质内容投入。期间费率变化不大。

后续关注重点内容储备释放及相关政策的催化。Q2《乘风 2026》开播即综艺热度第一；同时公司储备了《歌手 2026》等综艺，《美顺与长生》《何不同舟渡》《咸鱼飞升》等优质剧集。

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：2026 年 04 月 30 日

当前股价：19.82 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
	-3.93/-8.88	-21.10/-20.05	-13.56/-38.47
12 月最高/最低价 (元)			35.76/19.54
总股本 (万股)			187,072.08
流通 A 股 (万股)			102,170.00
总市值 (亿元)			370.78
流通市值 (亿元)			202.50
近 3 月日均成交量 (万)			1965.28
主要股东			
芒果传媒有限公司			56.09%

### 股价表现



### 相关研究报告

25.11.07	【中信建投传媒】芒果超媒(300413):秋季招商会点评：综艺持续扩容，剧集蓄势待发
25.10.28	【中信建投数字媒体】芒果超媒(300413):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
25.05.24	【中信建投数字媒体】芒果超媒(300413):长短剧积极投入，头部音综招商亮眼，看好会员广告增长

## 事件

4月24日，公司发布2025年报及2026一季报。25年营收138.1亿元，同比-1.9%；归母净利润12.3亿元，同比-10.1%；扣非归母11.5亿元，同比-29.9%。25Q4营收47.5亿元，同比+24.9%；归母净利润2.11亿元，同比扭亏；扣非净利润3.6亿元，同比-13.6%。26Q1营收30.84亿元，同比+6.35%，归母净利润1.99亿元，同比-47.37%，扣非归母1.87亿元，同比-38.53%。

### 重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,079.69	13,813.48	14,332.29	14,985.21	15,483.54
YOY(%)	-3.7	-1.9	3.8	4.6	3.3
净利润(百万元)	1,364.35	1,227.15	1,342.88	1,543.77	1,826.81
YOY(%)	-61.6	-10.1	9.4	15.0	18.3
净利率(%)	9.7	8.9	9.4	10.3	11.8
EPS(摊薄/元)	0.73	0.66	0.72	0.83	0.98
P/E(倍)	27.2	30.2	27.6	24.0	20.3

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 简评

### 1、收入：25Q4 及 26Q1 同比增长，广告业务为核心驱动

**广告：增长核心驱动力。**25H2 广告收入 22.4 亿元，同比+30.7%，主要系《披荆斩棘》《花儿与少年》《再见爱人》等综艺带动；26Q1 在《大侦探 第十一季》《你好，星期六》等内容支撑下，广告业务延续增长态势，预计系收入增长的主要来源。

**会员：收入承压但用户稳健。**25H2 会员收入 21.5 亿元，同比-19.2%，主要系未出现类似《与凤行》《小巷人家》的现象级内容；但用户规模保持增长，2025 年末有效会员达 7560 万，同比+3.1%。26Q1 会员业务仍承压，主要受剧集排播节奏及播出效果影响。

图 1:公司会员收入及其同比增速

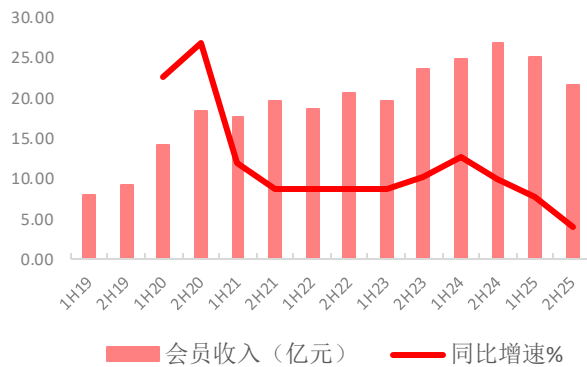
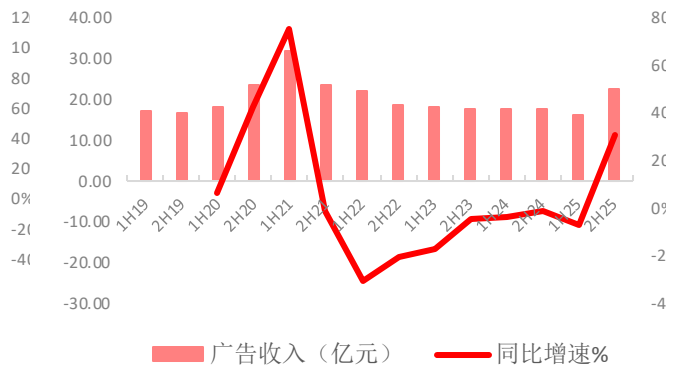


图 2: 公司广告收入及其同比增速



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：降幅收窄首次实现年度盈利。**2025 年全年内容电商受到业务调整以及市场竞争影响，收入明显下滑，收入 22.40 亿元，同比下降 13.86%。但 25H2 收入 8.5 亿元，同比-31.7%，较 H1 降幅明显收窄。小芒电商 2025 年 GMV 达 186 亿元，同比+14.9%，并首次实现年度盈利。

图 3: 公司运营商收入及其同比增速

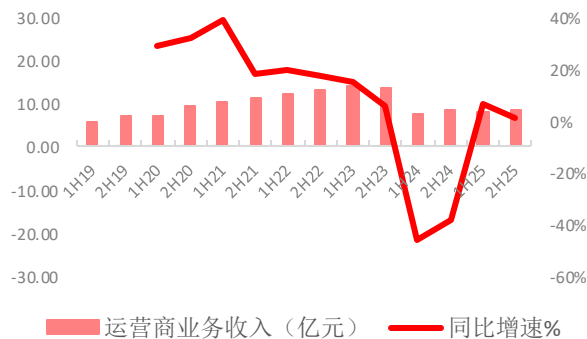
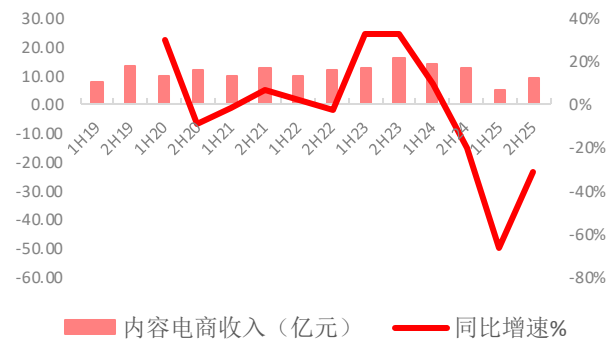


图 4: 公司内容电商收入及其同比增速



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：25Q4 公允价值变动收益 4.1 亿元，增厚当期利润；26 年一季度净利率短期承压，主要系内容成本

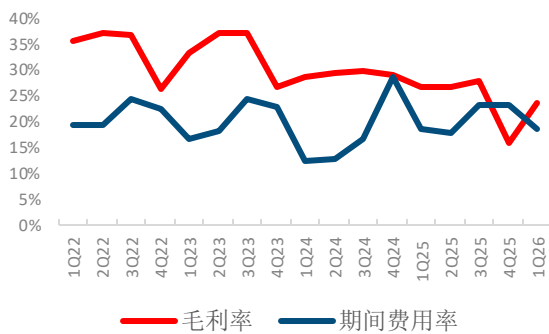
**投入增加。**

**毛利率：25 年及 26Q1 承压。**2025 年公司综合毛利率 23.09%，同比-5.94pcts，核心原因在于持续加大优质内容投入带动成本端上行，其中芒果 TV 互联网视频业务营业成本同比+12.90%，毛利率同比-8.73pcts，新媒体互动娱乐内容制作营业成本同比+17.56%，毛利率同比-4.49pcts。单季度来看，26Q1 毛利率 23.3%，同比-3.12pcts，但环比+7.51pcts，环比改善预计与广告业务回暖有关。

25Q4 归母净利润 2.11 亿元，同比扭亏；扣非净利润 3.6 亿元，同比-13.6%，其中公允价值变动收益 4.1 亿元，增厚当期利润，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生。

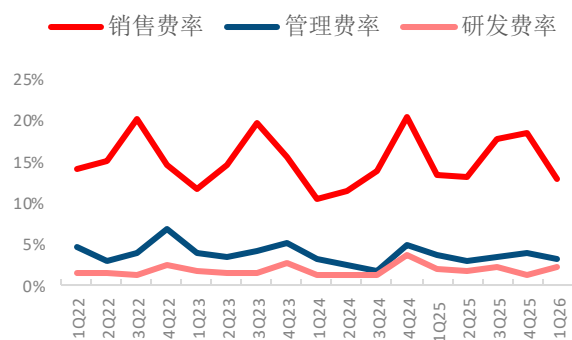
**期间费率：整体变化不大。**2025 年期间费率整体保持相对稳定，但结构上销售费用率有所提升，主要系内容宣发投入加大所致，三季度销售费率提升较为明显，同比+4.0pcts。2026Q1 公司期间费率有所下滑，主要系销售费率降低，预计系当期宣发投入力度减小。

图 5: 公司各季度毛利率和期间费用率



数据来源：公司公告，中信建投证券

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

**3、展望：关注优质内容持续供给及 AI 赋能**

**后续重点内容：1) 综艺：头部综艺持续验证爆款能力**，《乘风 2026》上线后高热度，《妻子的浪漫旅行》《大侦探》的新一季热播中，同时待播《歌手 2026》《披荆斩棘 2026》等优质综艺。**2) 剧集：储备丰富**，后续拥有《良辰美景》《美顺与长生》《何不同舟渡》《咸鱼飞升》等约 80 部剧集储备，较 2025 年上新量大幅提升，内容供给能力增强。

**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，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 2026-2028 年公司将实现归母净利润 13.43 亿、15.44 亿、18.27 亿，同比+9.4%、+15.0%、+18.3%，最新市值（2026 年 4 月 29 日）对应当前的 PE 为 27.6x、24.0x、20.3x，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

传媒互联网行业研究员，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应用及芒果超媒。

**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处广电金融中心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