2026 年 11 月 05 日
证券研究报告•2026 年三季报点评
芒果超媒（300413）传媒

买入（维持）
当前价：32.78 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

布局 AIGC 全链路，优质内容驱动主业修复

投资要点

- **事件：**2026 年前三季度公司实现营收 93.51 亿元，同比增长 3.18%；归母净利润 2.13 亿元，同比下降 79.01%。Q3 单季实现营收 31.58 亿元，同比增长 1.87%；归母净利润 0.12 亿元，同比下降 95.42%；扣非归母净利润 0.02 亿元，同比下降 98.71%。
- **会员收入阶段性承压，成本刚性与公允价值变动拖累利润。**2026 年前三季度，公司实现营收 93.51 亿元，同比增长 3.18%，归母净利润 2.13 亿元，同比下降 79.01%。利润下滑主要系三个方面：1）渠道合作模式调整叠加重点剧集排播空窗，会员收入确认节奏放缓，而内容成本保持刚性，收入与成本错配压缩毛利空间；2）投资标的公允价值波动，Q3 单季确认损失 7311 万元；3）销售与研发投入同比有所增加。前三季度公司毛利率 20.80%，同比下滑 6.11 个百分点，Q3 单季毛利率回升至 22.25%，较上一季度环比改善 5.45pct。总体来看，毛利率实现环比回升，但短期利润仍承压，后续取决于 Q4 剧集排播兑现与 AIGC 产能落地节奏。
- **综艺内容储备丰富，剧集供给有望修复会员收入。**综艺节目《歌手》《乘风》《大侦探》《披荆斩棘》等综 N 代轮番收官，收视与招商表现稳健，同步孵化《伦敦合伙人》《后会友期》《舞蹈新风暴》等创新项目，形成续作之外的增量储备；剧集方面，2626 年 10 月上线《玉簪秋》，网播与收视数据双线走高，后续储备中，《何不同舟渡》、《明月录》、《咸鱼飞升》等重点剧目未播先热，有望成为后续核心爆款抓手，接续扛起 Q4 会员拉新与留存的剧端大旗。
- **布局 AIGC 全链路战略，《后西游记》实现精品商业化落地。**公司加速布局 AIGC 战略，设立 AIGC 创新内容中心与 AI 产业化中心，依托芒果大模型及芒果灵创 AIGC 内容生产平台，加速 AIGC 赋能从内容生产、制作与商业化的完整链条；公司首部精品 AI 长剧《后西游记》率先落地卫视黄金档，并同步推进奈飞等海外平台发行合作，完成从技术验证到商业化落地的转变。在此基础上，公司打 AIGC 剧场厂牌“灵创剧场”，聚焦国风经典 IP 焕新、精品女频中长剧、优质少儿动画三大核心赛道，目前已储备海量多题材待播内容。我们认为，AIGC 兼具降本增效、用户拉新与内容供给的多重价值，有望打造公司业绩第二增长曲线。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到广电总局政策监管逐步放松，公司作为国内优质剧综制作公司加大制作投入，通过优质内容带动广告收入复苏。同时公司会员数量和收入持续增长，ARPPU 还有较大提升空间，考虑到会员收入阶段性承压、内容成本刚性及投资公允价值变动对公司盈利的影响，我们预计 2026-2028 年归母净利润 3.65 亿元、9.08 亿元和 11.36 亿元，对应 PE 为 168 倍、68 倍和 54 倍。考虑公司核心内容 IP 及平台资源优势仍在，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策落地不及预期风险；广告收入增长不及预期；会员收入增长不及预期；节目上线效果不及预期；公司技术发展不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13813.48	14476.50	15245.90	16093.04
增长率	-1.89%	4.80%	5.31%	5.56%
归属母公司净利润（百万元）	1227.15	365.38	907.99	1135.98
增长率	-10.06%	-70.23%	148.51%	25.11%
每股收益 EPS（元）	0.66	0.20	0.49	0.61
净资产收益率 ROE	5.22%	1.56%	3.75%	4.53%
PE	50	168	68	54
PB	2.62	2.62	2.53	2.45

数据来源：Wind，西南证券

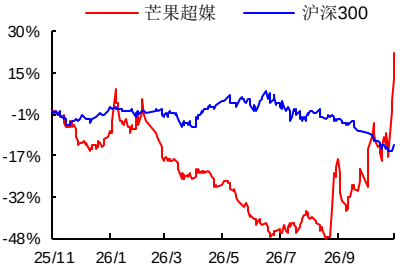
西南证券研究院

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
电话：021-68415523
邮箱：gyr@swsc.com.cn

分析师：阮雯
执业证号：S1250522100004
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.71
流通 A 股(亿股)	10.22
52 周内股价区间(元)	13.98-34.83
总市值(亿元)	613.22
总资产(亿元)	327.50
每股净资产(元)	12.36

相关研究

1. 芒果超媒（300413）：内容王者乘风起航，会员广告收复失地 (2025-11-13)

盈利预测

关键假设：

假设 1：会员收入修复

公司 2023-2025 年会员业务收入增速 10.22%/19.30%/-9.75%。结合三季报经营情况，宏观环境弱复苏态势延续，公司持续落地精细化运营策略，依靠内容排播、自制爆款吸纳新增会员，同时通过会员权益体系优化、优质独播内容供给提升存量用户留存与付费粘性；短期提价空间有限，会员单价难以快速抬升。我们预计 2026-2028 年会员业务收入增速 5%/5%/5%。

假设 2：广告收入逐步修复

2023-2025 年广告业务收入增速 11.57%/-2.66%/11.43%。公司持续巩固综艺基本盘优势，稳步扩充长剧集储备、加码短剧业务布局，同时落地 AIGC 赋能广告素材生产、定向投放能力升级，丰富广告产品矩阵，拉动广告填充率与客户复投意愿改善。我们预计 2026-2028 年广告业务收入增速 10%/11%/11%。

假设 3：运营商业务筑底回暖

2023-2025 年运营商业务收入增速 10.28%/-42.43%/3.52%，2025 年受大屏增值业务专项治理、套娃收费整改影响，计费包、单点付费等业务承压，收入阶段性下滑。结合三季报大屏业务进展，行业整改进入后半段，市场规则逐步理顺；公司拥有 IPTV+OTT 双牌照稀缺壁垒，叠加“广电 21 条”鼓励大屏优质内容、超高清与互动视听发展的政策导向，大屏端新内容、新服务的商业化空间打开。我们预计 2026-2028 年运营商业务收入增速 5%/5%/5%。

假设 4：新媒体互动娱乐内容制作业务平稳运行。2023-2025 年新媒体互动娱乐内容制作业务收入 11.5/12.6/13.99 亿元，毛利率 25.6%/25.7%/21.25%，业务体量与盈利水平整体平稳。考虑项目排期与在手订单情况，内容制作项目交付节奏可控，IP 开发、定制内容合作模式成熟，盈利中枢保持稳定。我们预计 2026-2028 年该业务收入增速 5%/5%/5%，毛利率维持 25%/25%/25%。

假设 5：媒体零售业务盈利爬坡，传统电视购物收入下滑压力仍存，IP 衍生品转化、供应链建设尚需持续打磨，短期收入端难有高增。我们预计 2026-2028 年媒体零售业务收入增速-5%/-5%/-5%，毛利率 10%/11%/12%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入	138.1	144.8	152.5	160.9
	yoy	-1.89%	4.80%	5.31%	5.56%
	成本	106.2	111.8	117.2	123.2
	毛利	31.9	33.0	35.3	37.7
	毛利率	23.1%	23%	23%	23%
芒果 TV 互联网视频业务	收入	101.3	108.2	116.2	124.8
	yoy	-0.5%	7%	7%	7%

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
	1）会员收入	46.46	48.78	51.22	53.78
	yoy	-9.8%	5%	5%	5%
	2）广告收入	38.31	42.14	46.78	51.92
	yoy	11.4%	10%	11%	11%
	3）运营商收入	16.49	17.31	18.18	19.09
	yoy	3.5%	5%	5%	5%
	成本	74.3	81.2	87.1	93.6
	毛利	26.9	27.1	29.0	31.2
	毛利率	26.60%	25.00%	25.00%	25.00%
新媒体互动娱乐内容制作	收入	14.0	14.7	15.4	16.2
	yoy	10.9%	5%	5%	5%
	成本	11.0	11.0	11.6	12.1
	毛利	3.0	3.7	3.9	4.0
	毛利率	21.25%	25.00%	25.00%	25.00%
媒体零售	收入	22.4	21.3	20.2	19.2
	yoy	-13.9%	-5%	-5%	-5%
	成本	20.5	19.2	18.0	16.9
	毛利	1.9	2.1	2.2	2.3
	毛利率	8.39%	10.00%	11.00%	12.00%
其他	收入	0.5	0.6	0.6	0.7
	yoy	26.0%	15%	15%	15%
	成本	0.4	0.4	0.5	0.5
	毛利	0.1	0.1	0.2	0.2
	毛利率	22.53%	20.00%	25.00%	25.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 144.8 亿元（+4.80%）、152.5 亿元（+5.31%）和 160.9 亿元（+5.56%），归母净利润分别为 3.65 亿元、9.08 亿元和 11.36 亿元，对应 PE 分别为 168 倍、68 倍和 54 倍。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13813.48	14476.50	15245.90	16093.04
营业成本	10623.65	11179.35	11717.46	12319.46
营业税金及附加	87.22	72.38	76.23	80.47
销售费用	2048.46	2316.24	1829.51	1770.23
管理费用	477.82	434.30	457.38	482.79
财务费用	-8.48	1.70	99.23	116.53
资产减值损失	-49.08	0.00	0.00	0.00
投资收益	251.47	5.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	410.30	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	892.18	477.53	1076.10	1333.57
其他非经营损益	8.74	-3.00	4.86	2.89
利润总额	900.92	474.53	1080.96	1336.45
所得税	-321.18	109.14	172.95	200.47
净利润	1222.10	365.39	908.00	1135.99
少数股东损益	-5.05	0.01	0.01	0.01
归属母公司股东净利润	1227.15	365.38	907.99	1135.98

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1222.10	365.39	908.00	1135.99
折旧与摊销	6001.94	934.48	949.78	967.67
财务费用	-8.48	1.70	99.23	116.53
资产减值损失	-49.08	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	3753.14	76.16	-149.12	-6.05
其他	-9735.93	-49.60	34.32	23.21
经营活动现金流净额	1183.69	1328.14	1842.21	2237.34
资本支出	-4955.72	-200.00	-200.00	-200.00
其他	2143.70	3290.39	10.00	10.00
投资活动现金流净额	-2812.02	3090.39	-190.00	-190.00
短期借款	-1.73	17.96	10.00	10.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	64.13	0.00	0.00	0.00
支付股利	-411.56	-370.17	-110.22	-273.90
其他	-48.02	-70.28	-99.23	-116.53
筹资活动现金流净额	-397.19	-422.50	-199.45	-380.42
现金流量净额	-2025.66	3996.03	1452.76	1666.92

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1879.41	5875.44	7328.21	8995.13
应收和预付款项	5715.46	6164.33	6509.75	6828.27
存货	1320.15	1407.47	1481.43	1565.23
其他流动资产	5413.10	980.41	989.21	998.90
长期股权投资	28.25	28.25	28.25	28.25
投资性房地产	68.74	68.74	68.74	68.74
固定资产和在建工程	126.61	247.66	353.42	441.28
无形资产和开发支出	8765.91	7918.78	7071.65	6224.52
其他非流动资产	9854.23	9845.83	9837.43	9829.03
资产总计	33171.87	32536.92	33668.08	34979.34
短期借款	32.04	50.00	60.00	70.00
应付和预收款项	7818.71	8738.28	9051.94	9480.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1901.78	334.23	343.94	354.81
负债合计	9752.53	9122.51	9455.89	9905.06
股本	1870.72	1870.72	1870.72	1870.72
资本公积	8844.43	8844.43	8844.43	8844.43
留存收益	12653.32	12648.53	13446.31	14308.38
归属母公司股东权益	23368.63	23363.68	24161.46	25023.53
少数股东权益	50.71	50.72	50.73	50.74
股东权益合计	23419.34	23414.40	24212.19	25074.28
负债和股东权益合计	33171.87	32536.92	33668.08	34979.34

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-1.89%	4.80%	5.31%	5.56%
营业利润增长率	-48.80%	-46.48%	125.34%	23.93%
净利润增长率	-9.00%	-70.10%	148.50%	25.11%
EBITDA 增长率	-6.83%	-79.47%	50.32%	13.77%
获利能力				
毛利率	23.09%	22.78%	23.14%	23.45%
三费率	18.23%	19.01%	15.65%	14.72%
净利率	8.85%	2.52%	5.96%	7.06%
ROE	5.22%	1.56%	3.75%	4.53%
ROA	3.68%	1.12%	2.70%	3.25%
ROIC	10.78%	4.24%	12.21%	16.54%
EBITDA/销售收入	49.85%	9.77%	13.94%	15.02%
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.47
固定资产周转率	107.11	92.13	65.85	50.82
应收账款周转率	2.95	3.21	3.18	3.17
存货周转率	7.14	7.30	7.29	7.30
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.52%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	29.40%	28.04%	28.09%	28.32%
带息债务/总负债	0.33%	0.55%	0.63%	0.71%
流动比率	1.49	1.60	1.75	1.88
速动比率	1.35	1.45	1.59	1.72
股利支付率	33.54%	101.31%	12.14%	24.11%
每股指标				
每股收益	0.66	0.20	0.49	0.61
每股净资产	12.52	12.52	12.94	13.40
每股经营现金	0.63	0.71	0.98	1.20
每股股利	0.22	0.20	0.06	0.15

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	6885.64	1413.72	2125.10	2417.76
PE	49.97	167.83	67.54	53.98
PB	2.62	2.62	2.53	2.45
PS	4.44	4.24	4.02	3.81
EV/EBITDA	7.08	31.62	20.36	17.21
股息率	0.67%	0.60%	0.18%	0.45%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn