



买入 (维持)

所属行业: 传媒/数字媒体
当前价格(元): 18.58

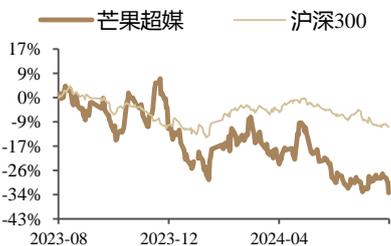
证券分析师

马笑
资格编号: S0120522100002
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

王梅卿
邮箱: wangmq@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.55	-7.82	-25.81
相对涨幅(%)	0.19	-2.59	-15.74

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《芒果超媒(300413.SZ)点评:《歌手2024》热度超预期, 关注后续片单及招商情况》, 2024.5.21
- 《芒果超媒(300413.SZ)23年报点评: 广告业务收入企稳, 平台出海前景广阔》, 2024.4.28
- 《芒果超媒(300413.SZ)业绩预告点评: 各项指标持续向好符合预期, 24年爆款内容可期》, 2024.2.1
- 《芒果超媒(300413.SZ): 招商会片单丰富, 关注广告行业恢复带来的收入提升, 及长短剧集带来的用户增长》, 2023.11.14
- 《芒果超媒(300413.SZ)主业稳健业绩增长, 关注后续招商与金鹰卡通等带来的增量》, 2023.10.25

芒果超媒 (300413.SZ) 24H1 业绩点评: 内容驱动会员收入增长, 关注后续孵化 AI 产品

投资要点

- 事件: 2024H1, 公司实现营业收入 69.60 亿元 (YoY +2.46%); 归母净利润 10.65 亿元, (YoY -15.45%), 主要受企业所得税优惠政策变化的影响; 扣非净利润 9.12 亿元, (YoY -22.96%)。
- 《歌手 2024》等综艺引爆国民讨论度, 下半年优质内容储备充足。综艺方面, 24H1, 芒果 TV 上线 56 档各类综艺节目 (含晚会、衍生节目), 同比增加 17 档。云合数据显示,《大侦探 9》《乘风 2024》《花儿与少年·丝路季》等 7 档节目进入 2024 年上半年全网网络综艺有效播放 TOP20, 芒果 TV 综艺有效播放量稳居行业第一, 持续巩固综艺领先优势。其中,《歌手 2024》各期节目收视率均位列同时段省级卫视第一, 全网传播总量 1589 亿次; 芒果 TV 站内点播连续 12 期首日破亿, 点击量突破 38 亿。下半年重点节目包括,《披荆斩棘 4》《花儿与少年 6》《声生不息·港乐季 2》《花儿绽放》《舞蹈狂花》等。剧集方面, 芒果 TV 上线影视剧 17 部, 保持相对稳定的播出节奏。其中《与风行》, 领跑上半年剧集市场。后续公司将积极加大内容投入, 储备影视剧超 80 部, 重点片单包括《国色芳华》《小巷人家》《水龙吟》《灿烂的风和海》《长乐曲》《180 天重启计划》等。短剧方面, 24 年以来, 芒果 TV 推出“芒果短剧”竖屏短剧频道, 累计上线竖屏短剧 150 余部, 全年预计上线不少于 300 部精品竖屏短剧。
- 会员与运营商收入稳步增长, 广告业务逐步回暖。1) 会员: 24H1 会员业务收入 24.86 亿元 (YoY +27%)。量: 内容驱动会员规模增长。《歌手 2024》等爆款综艺和热门剧集上线推动会员数量增长, 进一步印证了爆款内容驱动会员增长能力。此外, 我们认为, 公司布局短剧, 与长剧形成互补, 有望进一步拓展平台受众, 增加付费点。价: 创新会员权益提升 ARPPU 值。通过节目录制入场券、会员定制节目、加更礼、高阶会员专属权益等方式创新会员增值业务, 提高用户的价值感知和付费意愿。2) 广告: 广告业务收入 17.21 亿元 (YoY -4%), 较 23 年全年降幅进一步收窄。行业方面, 根据 CTR 数据显示, 24H1 国内广告市场同比增长约 2.7%, 部分广告主对投放预算释放仍然保持相对谨慎, 且品效广告率先修复, 品牌广告回暖相对滞后。我们认为, 后续伴随宏观经济恢复, 广告行业有望进一步修复。公司层面, 公司通过稳定头部客户投放预算、多维度开发蓝海客户、创新售卖模式等运营举措, 有效夯实广告业务大盘。伴随后续行业复苏, 通过创新营销策略、优化 AI 算法, 有望加快广告业务的恢复节奏。3) 运营商: 运营商业收入 7.5 亿元 (YoY -46%)。
- 自研“芒果大模型”, 关注后续应用落地带来的内容制作降本增效。公司成立“上海研究院”, 并自研的“芒果大模型”, 已正式通过网信办备案审核。公司在开发垂类应用大模型的核心优势, 在于广电行业数据、节目创制经验等。基于“芒果大模型”, 公司已经孵化出 40 多个相关应用产品, 已推出国内首个 AI 导演“爱芒”。后续将 1) 搭建 AI Agent 智能体应用平台, 推进节目创作、广告投放、平台运营等全场景大模型能力覆盖; 2) 在视频生成方向进行突破, 并尽快应用于微短剧生产与 C 端内容互动产品。我们认为, AI 有望赋能从内容生产到内容变现的部分关键环节。后续伴随 AI 生成视频、AI 剧本、AI 推荐算法等技术的迭代, AI 有望进一步帮助公司降本增效。
- 盈利预测与投资建议: 预计 2024-2026 年, 公司营业收入为 154.42/173.27/

185.32 亿元，同比 5.6%/12.2%/7.0%；归母净利润 20.39/23.15/25.29 亿元，同比-42.6%/13.5%/9.3%。预计 24 年归母净利润同比下降主要受税收影响，但我们认为，税收对于公司实际经营影响较小。展望后续，1) 芒果 TV 业务有望维持增长。一方面 24 年下半年片单丰富，优质内容叠加会员活动有望助力会员业务量价齐升；另一方面，广告业务复苏向好，24H1 降幅较 23 年收窄，未来有望进一步恢复。2) AI 赋能内容生产有望赋予公司长期增长逻辑。因此维持“买入”评级。

- **风险提示：**广告恢复不及预期，核心团队离职风险，艺人违纪风险，竞争加剧等。

股票数据

总股本(百万股):	1,870.72
流通 A 股(百万股):	1,021.70
52 周内股价区间(元):	18.90-30.41
总市值(百万元):	34,757.99
总资产(百万元):	32,458.31
每股净资产(元):	11.89

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,977	14,628	15,442	17,327	18,532
(+/-)YOY(%)	-9.0%	4.7%	5.6%	12.2%	7.0%
净利润(百万元)	1,864	3,556	2,039	2,315	2,529
(+/-)YOY(%)	-11.8%	90.7%	-42.6%	13.5%	9.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.00	1.90	1.09	1.24	1.35
毛利率(%)	34.1%	33.0%	31.9%	34.6%	34.6%
净资产收益率(%)	9.8%	16.5%	8.8%	9.2%	9.2%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.90	1.09	1.24	1.35
每股净资产	11.49	12.45	13.51	14.68
每股经营现金流	0.58	4.14	4.32	4.79
每股股利	0.18	0.18	0.18	0.18
价值评估(倍)				
P/E	13.26	17.04	15.01	13.74
P/B	2.19	1.49	1.38	1.27
P/S	2.38	2.25	2.01	1.88
EV/EBITDA	5.15	2.35	1.71	0.89
股息率%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.0%	31.9%	34.6%	34.6%
净利润率	23.7%	12.8%	13.0%	13.3%
净资产收益率	16.5%	8.8%	9.2%	9.2%
资产回报率	11.3%	6.1%	6.4%	6.4%
投资回报率	14.0%	7.5%	7.5%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	4.7%	5.6%	12.2%	7.0%
EBIT 增长率	6.3%	28.1%	8.7%	7.2%
净利润增长率	90.7%	-42.6%	13.5%	9.3%
偿债能力指标				
资产负债率	32.0%	31.3%	31.3%	30.9%
流动比率	2.1	2.6	2.8	3.1
速动比率	1.7	2.2	2.4	2.8
现金比率	1.2	1.7	1.9	2.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	82.9	80.8	75.6	77.4
存货周转天数	61.1	60.9	60.7	61.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	92.5	111.7	134.2	156.4

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,556	2,039	2,315	2,529
少数股东损益	-84	-59	-67	-74
非现金支出	5,386	5,388	5,807	6,353
非经营收益	-1,685	-321	-24	-24
营运资金变动	-6,089	701	59	174
经营活动现金流	1,084	7,748	8,089	8,958
资产	-150	-1,962	-4,146	-2,649
投资	-835	0	0	0
其他	1,741	307	0	0
投资活动现金流	756	-1,655	-4,146	-2,649
债权募资	383	19	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-701	-340	-344	-344
融资活动现金流	-318	-322	-344	-344
现金净流量	1,522	5,772	3,599	5,965

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,628	15,442	17,327	18,532
营业成本	9,803	10,514	11,336	12,114
毛利率%	33.0%	31.9%	34.6%	34.6%
营业税金及附加	100	80	87	93
营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	2,260	2,139	2,607	2,789
营业费用率%	15.5%	13.8%	15.0%	15.0%
管理费用	612	628	720	771
管理费用率%	4.2%	4.1%	4.2%	4.2%
研发费用	279	324	364	389
研发费用率%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
EBIT	1,613	2,066	2,245	2,407
财务费用	-148	-263	-399	-481
财务费用率%	-1.0%	-1.7%	-2.3%	-2.6%
资产减值损失	-33	-1	0	0
投资收益	73	307	0	0
营业利润	1,819	2,298	2,612	2,857
营业外收支	32	32	32	32
利润总额	1,851	2,329	2,644	2,889
EBITDA	6,899	7,385	8,053	8,760
所得税	-1,621	349	397	433
有效所得税率%	-87.6%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-84	-59	-67	-74
归属母公司所有者净利润	3,556	2,039	2,315	2,529

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,882	17,654	21,253	27,218
应收账款及应收票据	3,531	3,646	4,091	4,376
存货	1,717	1,840	1,984	2,120
其它流动资产	3,784	3,280	3,490	3,650
流动资产合计	20,915	26,420	30,818	37,363
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	142	134	124	113
在建工程	0	0	0	0
无形资产	8,114	4,778	3,159	-502
非流动资产合计	10,508	7,175	5,546	1,874
资产总计	31,422	33,595	36,363	39,237
短期借款	34	34	34	34
应付票据及应付账款	6,926	7,301	7,872	8,413
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,901	2,978	3,266	3,479
流动负债合计	9,860	10,313	11,171	11,926
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	198	205	205	205
非流动负债合计	198	205	205	205
负债总计	10,059	10,518	11,376	12,131
实收资本	1,871	1,871	1,871	1,871
普通股股东权益	21,492	23,265	25,243	27,435
少数股东权益	-129	-188	-256	-329
负债和所有者权益合计	31,422	33,595	36,363	39,237

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师；2023年界面荣耀分析师传媒第一名。2023年21世纪金牌分析师传媒互联网第5名；港股及海外市场第5名。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网海外组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。