

Q1 利润企稳，关注 Q2-Q3 重磅综艺上线

投资要点

- **业绩总结：**芒果超媒发布 2022 年度报告及 2023 年一季度报，1) 公司 2022 实现主营收入 137 亿元，同比下降 10.8%；归母净利润 18.2 亿元，同比下降 13.7%；扣非归母净利润 15.9 亿元，同比下降 22.9%。2) 2023Q1 实现营收 30.6 亿，同比下降 2.2%。归母净利润 5.5 亿，同比上涨 7.4%。
- **一季度经济复苏和基数问题，业绩同比有所回升。**23Q1 业绩上涨的主要原因：1) 由于去年疫情的反复所导致的基数较低以及疫情退去和经济的整体复苏，带动了内容生产的效率。2) 内容方面，截止到 2023 年 4 月 25 日，芒果 TV 一季度热门综艺《大侦探第八季》累计播放量达 51.4 亿，超大侦探 5-7 同期播放量；三月首播的《声生不息·宝岛季》累计播放量已达 19.2 亿，同样超去年同期《声生不息》港乐季的播放量。
- **芒果 TV 业务因广告承压，但会员规模再创新高。**公司核心主营业务芒果 TV 互联网视频业务实现营业收入 104.2 亿，同比下降 7.5%。

广告业务，2022 年公司实现营收 39.9 亿元，同比下降 26.8%，同比降幅较之上半年有所收窄。面对行业不确定性，芒果 TV 升级联合招商机制，从单平台的内容营销升级为双平台、多圈层、全链路的立体营销体系，为广告主提供更高价值、更具竞争力的综合营销方案。同时，公司创新营销策略，上线超级秀、裸眼 3D 秀等广告新形式，下半年新拓展非贴片类广告品牌 32 个，实现非贴片硬广增收。

会员业务，2022 年公司会员业务收入达 39.2 亿元，同比增长 6.2%。2022 年末有效会员数达 5916 万，相比去年提高了约 900 万。

运营业务，2022 年实现营业收入 25.1 亿元，同比增长 18.4%，继续保持稳健增长势头。省外业务方面，依托与三大运营商，尤其是与中国移动的战略合作，持续深化大屏业务全国布局，加大内容创新等领域的深度合作，提高内容触达率。省内业务方面，试点“芒果大电视会员”统一计费模式，稳步提升增值收入；强化内容运营，打造湖南 IPTV“快乐看”“芒头条”，有效促进用户点播，提升用户粘性。

- **自制综艺地位依旧超群，自制影视专注品质和创新。**公司基于自身强大内容制作团队，坚持锁定核心生产要素，打造高门槛长视频平台。截至 2022 年底，芒果 TV 共拥有 24 个节目制作团队，领先打造了全行业极具竞争力与市场价值的自制综艺体系，是最大的头部综艺制作机构。剧集方面，公司现有 25 个影视制作团队和 34 家“新芒计划”战略工作室，依托芒果生态，积极开展台网融合创新；同时，公司构建了国内视频行业领先的“智能中台矩阵”，在内容、技术、风控、运营等环节形成标准化协同，以此构建流程高效、要素激活、敏捷运营、赋能管理的联动机制，更好解放内容团队生产力，使其专注于品质与创新。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.28 元、1.54 元、1.71 元，对应的 PE 为 27 倍、22 倍、20 倍。考虑到公司有丰富的经典 IP 储备以及持续推出优秀影视综艺作品的的能力、未来宏观经济企稳对广告业务负面影响逐步消退、小芒电商等新兴业务步入正轨，我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**产品效果不及预期的风险、国家政策调整的风险、小芒电商发展不及预期的风险。

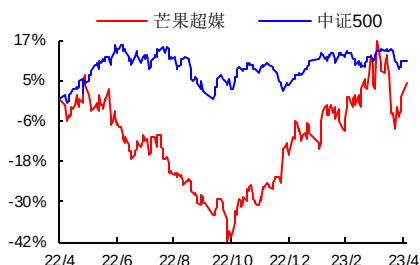
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13704.34	16091.70	18566.28	20986.82
增长率	-10.76%	17.42%	15.38%	13.04%
归属母公司净利润（百万元）	1824.93	2396.80	2877.87	3200.15
增长率	-13.68%	31.34%	20.07%	11.20%
每股收益 EPS（元）	0.98	1.28	1.54	1.71
净资产收益率 ROE	9.39%	11.17%	12.07%	12.10%
PE	35	27	22	20
PB	3.42	3.09	2.77	2.49

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

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)	20.84-41.8
总市值(亿元)	644.65
总资产(亿元)	259.64
每股净资产(元)	9.34

相关研究

1. 芒果超媒(300413):广告环比降幅收窄,会员运营收入提升 (2022-10-26)
2. 芒果超媒(300413):业绩环比改善,后续项目可期 (2022-08-18)
3. 芒果超媒(300413):芒果 TV 提价,长视频行业进入稳定提价期 (2022-07-28)
4. 芒果超媒(300413):乘风破浪 3 开播,业绩估值双重向好 (2022-05-23)
5. 芒果超媒(300413):声生不息强势出击 (2022-05-17)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13704.34	16091.70	18566.28	20986.82	净利润	1766.17	2319.63	2785.21	3097.12
营业成本	9067.03	10277.73	11711.82	13274.15	折旧与摊销	5081.11	2542.15	2542.15	2542.15
营业税金及附加	90.40	80.16	102.48	112.08	财务费用	-131.46	-108.58	-122.78	-132.51
销售费用	2179.89	2735.59	3156.27	3567.76	资产减值损失	-49.74	-51.54	-56.46	-52.58
管理费用	623.94	933.32	1092.50	1229.03	经营营运资本变动	-484.59	-675.82	-204.84	-128.17
财务费用	-131.46	-108.58	-122.78	-132.51	其他	-5629.84	-209.14	27.57	11.62
资产减值损失	-49.74	-51.54	-56.46	-52.58	经营活动现金流净额	551.65	3816.70	4970.84	5337.62
投资收益	132.98	83.67	87.85	92.24	资本支出	-4409.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	5062.82	83.67	87.85	92.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	653.68	83.67	87.85	92.24
营业利润	1725.05	2308.69	2770.31	3081.14	短期借款	1018.15	-1057.93	0.00	0.00
其他非经营损益	41.24	11.04	15.05	16.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1766.29	2319.73	2785.35	3097.27	股权融资	302.41	0.00	0.00	0.00
所得税	0.12	0.11	0.15	0.16	支付股利	-243.19	-364.99	-479.36	-575.57
净利润	1766.17	2319.63	2785.21	3097.12	其他	467.80	57.24	122.78	132.51
少数股东损益	-58.76	-77.17	-92.66	-103.04	筹资活动现金流净额	1545.16	-1365.68	-356.58	-443.06
归属母公司股东净利润	1824.93	2396.80	2877.87	3200.15	现金流量净额	2750.95	2534.69	4702.12	4986.80
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9686.69	12221.38	16923.49	21910.30	成长能力				
应收和预付款项	6364.54	7172.27	8281.06	9401.94	销售收入增长率	-10.76%	17.42%	15.38%	13.04%
存货	1600.13	1973.04	2248.34	2548.27	营业利润增长率	-19.24%	33.83%	19.99%	11.22%
其他流动资产	3783.35	2825.05	2845.05	2864.62	净利润增长率	-16.47%	31.34%	20.07%	11.20%
长期股权投资	4.12	4.12	4.12	4.12	EBITDA 增长率	-3.10%	-28.95%	9.43%	5.80%
投资性房地产	83.38	83.38	83.38	83.38	获利能力				
固定资产和在建工程	165.28	134.81	104.34	73.88	毛利率	33.84%	36.13%	36.92%	36.75%
无形资产和开发支出	7066.90	4564.03	2061.16	-441.72	三费率	19.50%	22.13%	22.22%	22.22%
其他非流动资产	295.28	286.47	277.67	268.86	净利率	12.89%	14.42%	15.00%	14.76%
资产总计	29049.67	29264.55	32828.61	36713.64	ROE	9.39%	11.17%	12.07%	12.10%
短期借款	1057.93	0.00	0.00	0.00	ROA	6.08%	7.93%	8.48%	8.44%
应付和预收款项	7669.58	8052.24	9273.04	10595.75	ROIC	19.19%	27.89%	43.42%	75.21%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.71%	29.47%	27.95%	26.16%
其他负债	1515.85	451.52	488.94	529.71	营运能力				
负债合计	10243.36	8503.76	9761.98	11125.46	总资产周转率	0.50	0.55	0.60	0.60
股本	1870.72	1870.72	1870.72	1870.72	固定资产周转率	78.37	107.25	155.27	235.52
资本公积	9546.80	9546.80	9546.80	9546.80	应收账款周转率	4.01	4.37	4.48	4.39
留存收益	7433.04	9464.85	11863.36	14487.94	存货周转率	5.09	5.54	5.55	5.53
归属母公司股东权益	18850.71	20882.37	23280.88	25905.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.54%	—	—	—
少数股东权益	-44.41	-121.58	-214.24	-317.28	资本结构				
股东权益合计	18806.31	20760.79	23066.64	25588.18	资产负债率	35.26%	29.06%	29.74%	30.30%
负债和股东权益合计	29049.67	29264.55	32828.61	36713.64	带息债务/总负债	10.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.13	2.91	3.16	3.36
					速动比率	1.97	2.67	2.93	3.12
					股利支付率	13.33%	15.23%	16.66%	17.99%
					每股指标				
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股收益	0.98	1.28	1.54	1.71
EBITDA	6674.70	4742.26	5189.67	5490.77	每股净资产	10.08	11.16	12.44	13.85
PE	35.32	26.90	22.40	20.14	每股经营现金	0.29	2.04	2.66	2.85
PB	3.42	3.09	2.77	2.49	每股股利	0.13	0.20	0.26	0.31
PS	4.70	4.01	3.47	3.07					
EV/EBITDA	7.90	10.35	8.55	7.18					
股息率	0.38%	0.57%	0.74%	0.89%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn