下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　数字媒体

三季报点评:AI 内容持续布局，单季度收入企稳

芒果超媒(300413.SZ)

核心观点

Q3 环比回暖，内容端强调 AIGC 新质生产力。1）Q3 收入增速小幅回升，核心业务企稳。我们预计，Q3 会员业务环比有所改善，渠道端合作模式调整的影响逐步弱化；广告、运营商业务整体稳健。**2）AI 内容：**8 月底上线国内首部登录卫视黄金档的 AI 长剧《后西游记》；9 月芒果共创生态大会首次将 AIGC 片单（28 部作品）作为单独板块发布，并上线芒果灵创 AIGC 内容生产平台。**3）加回公允值变动损失后盈利水平环比回暖。**Q3 扣非归母净利润环比转正，考虑到公允值变动损失（公司计入经常性损益）环增约 0.65 亿，Q3 经营状况环比回暖。其中毛利率环比+5.45pcts。

展望后续：关注内容排播、及 AI 内容对主业赋能是否能在业绩端兑现。9 月芒果共创生态大会发布超 50 档综艺、89 部大剧。

目前综艺《后会友期》、《披荆斩棘 2026》，及《玉簪秋》等剧集热播中。其中，**10.30《后会友期》正片有效播放市占率达到 32.6%，断层领先**（数据来源：云合数据）。《后会友期》10.22 播出，本周四更新后，榜单排名升至第一，播放市占翻倍以上增长。该综艺为首部友情治愈纪实真人秀，由《再见爱人》的核心团队主创，首季即爆火，我们认为，再次印证了公司打造爆款综艺的能力。

中长期来看，我们认为：1）《后西游记》登录卫视意味着 AI 长内容上星的全链路已跑通，且质量在接受大屏考验；**伴随 AI 长内容产能释放，长视频平台的内容采购成本有望优化**；公司 2025、2026H1 新增影视版权无形资产 55.2、21.6 亿元。**2）**长视频内容凭借叙事深度等独特竞争优势，在文化传播与价值传递等方面有不可替代的作用；公司在综艺爆款打造、文化出海和 AI 融合方面有优势，同时在强化自制优质剧集能力，**静待拐点**。

事件

10 月 27 日，公司发布 2026 三季报。Q3 营收 31.58 亿元，同比+1.87%，环比+1.6%；归母净利润 0.12 亿元，同比-95.42%；扣非归母净利润 234.33 万元，同比-98.71%，Q2 亏损 550.59 万元。

维持　　买入

杨艾莉
yangaili@csc.com.cn
010-56135145
SAC 编号:S1440519060002
SFC 编号:BQI330

杨晓玮
yangxiaowei@csc.com.cn
010-56135147
SAC 编号:S1440523110001

马晓婷
maxiaoting@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070013

发布日期：　2026 年 11 月 02 日

当前股价：　22.30 元

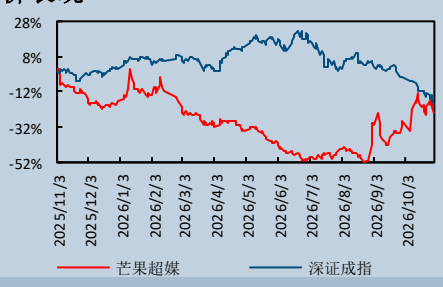
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
12.63/18.67	42.22/48.21	-21.41/-11.02

12 月最高/最低价（元）	29.37/13.98
总股本（万股）	187,072.08
流通 A 股（万股）	102,170.00
总市值（亿元）	417.17
流通市值（亿元）	227.84
近 3 月日均成交量（万）	8065.78
主要股东	
芒果传媒有限公司	56.09%

股价表现



本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,079.69	13,813.48	12,904.13	14,072.17	14,668.05
YoY(%)	-3.7	-1.9	-6.6	9.1	4.2
净利润(百万元)	1,364.35	1,227.15	315.97	958.49	1,158.45
YoY(%)	-61.6	-10.1	-74.3	203.3	20.9
毛利率(%)	29.0	23.1	23.4	24.5	25.0
净利率(%)	9.7	8.9	2.4	6.8	7.9
ROE(%)	6.1	5.3	1.3	3.9	4.6
EPS(摊薄/元)	0.73	0.66	0.17	0.51	0.62
P/E(倍)	30.6	34.0	132.0	43.5	36.0
P/B(倍)	1.86	1.79	1.77	1.72	1.66

资料来源：iFinD，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

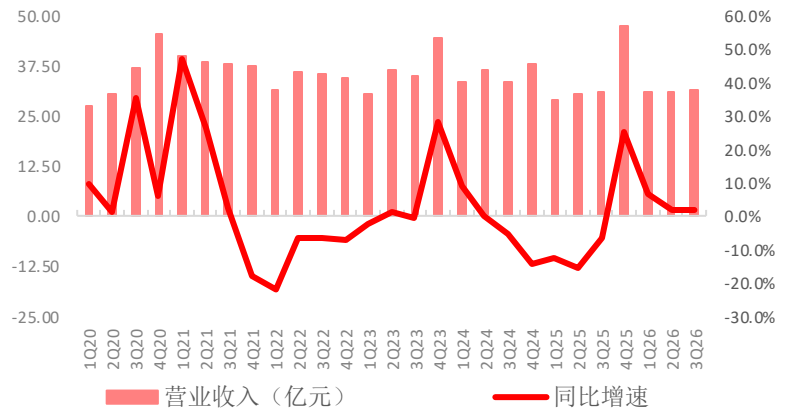
下载日志已记录，仅供内部参考

简评

1、收入：Q3 增速小幅回升，核心业务逐步企稳。Q3 收入 31.58 亿元，同比+1.87%、环比+1.6%，同比增速较 Q2 提升 0.37pcts；前三季度收入 93.51 亿元，同比+3.18%。我们预计，Q3 会员业务环比有所改善，渠道端合作模式调整的影响逐步弱化，但依然受内容排播的影响；广告、运营商业务整体稳健，今年上半年均已恢复正增长。

回顾 H1，收入增长压力主要来自会员业务的回落。会员收入 19.33 亿元，同比-22.6%，主要受部分渠道合作模式调整及重点影视剧排播影响，广告、运营商收入分别为 16.81、8.45 亿元，同比+5.9%、+5.6%；内容电商 H1 高增，收入 11.00 亿元，同比+146.35%，主要系 to B 渠道起量较快，其中，小芒电商上半年 GMV 92 亿元，营收同比+47%；新媒体互动娱乐内容制作收入 6.14 亿元，同比+1.2%，整体稳健。

图 1:公司总收入及其同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

当前热播内容：据云合数据，目前综艺《后会友期》（创新综艺）《披荆斩棘 2026》（综 N 代）位于正片有效播放市占率第 2、3，均超 7%，**综艺正片有效播放前 10 中，公司占 5 席；长剧《玉簪秋》正片有效播放市占率 10%+，位于第 3。**其中，我们认为，创新综艺《后会友期》靠前的播放量再次印证了公司持续打造爆款综艺的能力。

2、内容端，AI 布局是一大亮点：从单部作品拓展至平台和片单，AI 内容产能有望逐步释放，重点关注内容成本优化及对收入的贡献。

1）从《后西游记》到芒果灵创剧场，公司 AIGC 布局已由单项目探索转向持续内容供给。8 月底，国内首部登陆卫视黄金档的 AI 长剧《后西游记》上线，**我们预计《后西游记》对公司业绩的影响相对有限，但作为首部上星的 AI 长内容，意义较大：**跑通了从制作到播出的整条链路，侧面反映了政策对 AI 内容的态度，也意味着 AI 长内容质量达到接受大屏考验的水平。9 月 17 日公司举办 2027 芒果共创生态大会，首次将 28 部 AIGC 作品作为独立板块发布，并推出“芒果灵创剧场”，布局精品女频中长剧、国风经典 IP 焕新、少儿动画三条赛道。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

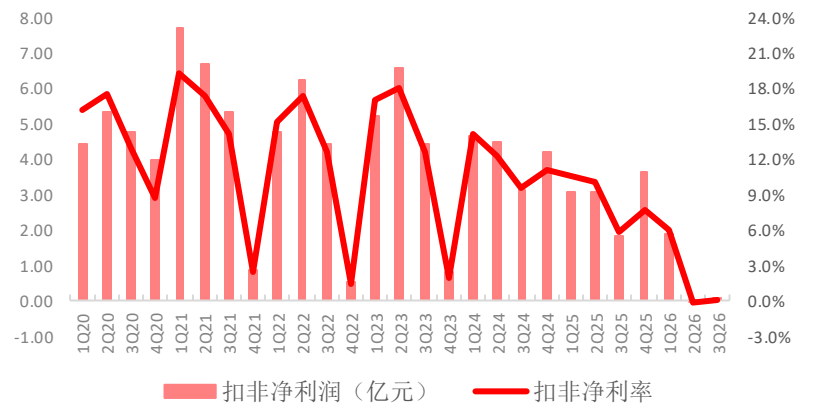
下载日志已记录，仅供内部参考

2）同步上线灵创平台，打通制作流程，具备向更多项目复制的基础。公司设立 AIGC 创新内容中心和 AI 产业化中心，依托芒果大模型及芒果灵创平台，将 AI 嵌入策划、创制、生产流程。据 9 月 2 日业绩说明会，灵创已聚合 40 多种全模态模型、80 多项实用功能，累计服务专业用户超 4 万、支撑项目 3900 余个。**后续应观察相同效率能否复制至女频剧、动画等不同题材。[1][4]**

AI 内容已开始承接品牌预算，AI 长内容的渗透有望拖动长视频平台的内容成本优化。2027 芒果共创生态大会上，公司宣布修正药业与湖南卫视、芒果 TV 达成《后西游记》冠名合作。据公司公众号，《后西游记》制作成本较同类真人剧显著降低、从策划到上线的周期大幅压缩。公司 2025 年、2026H1 新增影视版权无形资产分别为 55.2、21.6 亿元，内容投入体量较大。随着灵创平台及 AI 片单扩展，AI 有望提高相同预算下的内容产出、降低部分项目成本。

3、盈利：毛利率环比修复，公允价值变动仍拖累报表利润，整体呈筑底态势。Q3 归母净利润 0.12 亿元，同比-95.42%；扣非归母净利润 234.33 万元，同比-98.71%，较 Q2 的亏损 550.59 万元改善，Q3 扣非净利率 0.07%，环比提升 0.25pcts，盈利已有环比回暖迹象，但同比仍处低位。

图 2:公司扣非净利润及其同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

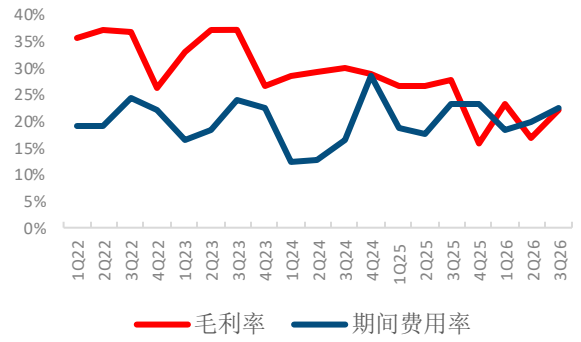
1）毛利率回升是 Q3 经营改善的主要驱动。Q3 毛利率 22.26%，同比-5.33pcts、环比+5.45pcts，同比承压主要系内容成本刚性，而渠道合作模式调整、重点剧集排播影响会员收入；环比修复预计主要系会员业务改善拉动，Q3 渠道合作模式调整的影响弱化，同时当期播出的《披荆斩棘 2026》等优质内容对会员收入有所拉动。

2）费用端：期间费率降低，反映运营效率提升；公允值变动拖累净利润。Q3 销售、管理费率分别为 16.64%、3.21%，同比-1.10、-0.13pcts，反映费用管控取得一定成效；但销售费率环比仍提升 2.04pcts，预计系营销投入因内容排播节奏呈现一定季节性。研发费率小幅升至 2.24%，预计系 AI 投入增加。Q3 公允价值变动-0.73 亿元，去年同期为 0，Q2 损失 0.08 亿元，主要系投资项目公允价值下降。公司因投资业务属于投资主体主业，将该项计入经常性损益。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

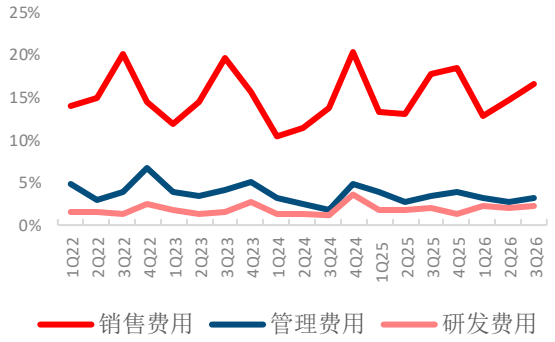
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3: 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 4: 公司各期间费用率变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

4、展望：关注内容排播、及 AI 内容对主业赋能是否能在业绩端兑现。内容端，9 月生态大会发布超 50 档综艺、89 部大剧；《披荆斩棘》《花少》及创新综艺《后会友期》热播，目前综艺正片播放市占前 10 中公司占 5 席（云合数据）。**短期关注重点剧综排播与招商、会员转化，中期关注灵创剧场片单落地、AI 内容成本优势及商业化能否持续兑现，以及出海进展。**

后续重点内容：关注《小巷人家 2》、《法医秦明》系列、《美顺与长生》、《咸鱼飞升》等剧集排播、上线情况。

图 5:2027 芒果共创生态大会：综艺（包括播客）储备

项目名称	拟播期	项目名称	拟播期	项目名称	拟播期	项目名称	拟播期	项目名称	拟播期
舞台竞演带		生活养成类		户外真人秀		创新节目带		视频播客	
舞蹈新风暴	2026Q3已播出	后会友期	2026Q4已播出	花儿与少年2026	2026Q3已播出	限定季·南极篇	未披露	飞行嘉宾	未披露
声生不息·宝岛季2	2026Q4	亲爱的客栈5	2026Q4	不想睡的星期五	2026Q3已播出	我的中男时代	未披露	娜就聊姐姐	未披露
声鸣远扬2026	未披露	好好生活	2026Q4	热烈的少年	2026Q4	今天谁买单	未披露	滚烫夜话	未披露
乘风2027	2027Q2	快乐老家2	2026Q4	大力出奇迹	2026Q4	衣战成名	未披露	博物馆夜行指“楠”	未披露
歌手2027	2027Q2	向往的生活2027	2027Q1	旷野地图加载中	2026Q4	人生大小事	未披露	佳佳的花园	未披露
披荆斩棘2027	2027Q3	快乐老友记4	2027Q2	咸鱼修炼手册	2026Q4	宠物合伙人	未披露	爸妈慢慢来	未披露
声生不息2027	2027Q4	中餐厅11	2027Q2	我们来了	2027Q1	聪明的女大	未披露	万物有生	未披露
烧脑迷综带		家庭情感带		老板给我放个假	2027Q1	得罪了前辈	未披露	搞钱小宇宙	未披露
女子推理社3	2026Q4	爱的修学旅行2	2026Q4	忙忙碌碌寻宝藏3	2027Q2	托尼的福	未披露	730栏目带与午间档	
名侦探学院10	2026Q4	当家爸爸的聚会2	2026Q4	花儿与少年9	2027Q3	“试离婚”21天	未披露	背后2	2026Q3已播出
大侦探12	2027Q1	妻子的浪漫旅行2027	2027Q1	一起淋场太阳雨	2027Q3	骑遇人生	未披露	家乡美食大赛	2027年
密室大逃脱9	2027Q3	爸爸当家6	2027Q2	名侦探的假期2	2027Q4	种菜得花	未披露	去湘当有味的地方2026	2026Q3已播出
女子推理社4	2027Q4	我家那闺女2027	2027Q3	再就业的我们	未披露	女为悦己容	未披露	你好湖南	2026Q3已播出

数据来源：2027 芒果共创生态大会，中信建投证券



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

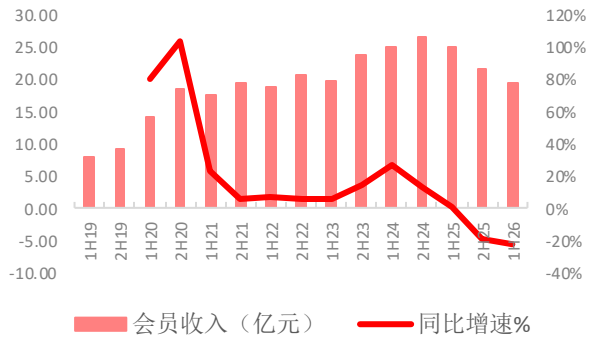
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6: 2027 芒果共创生态大会：大剧内容储备

项目名称	拟播期	项目名称	拟播期	项目名称	拟播期	项目名称	拟播期	项目名称	拟播期
热血传奇·赤胆寻真		热血传奇·赤胆寻真		轻熟花开·蜕变绽放		轻熟花开·蜕变绽放		炽夏旖旎·破壁生长	
咸鱼飞升	未披露	秘密谍报员	未披露	国色之胜意昭华	未披露	华灯初下	未披露	秋莲	未披露
何不同舟渡	未披露	追踪夺命金	未披露	再见依然红着脸	未披露	白雪歌	未披露	尤待春期	未披露
犹记当年烽火里	未披露	治安先锋	未披露	灼华录	未披露	炽夏旖旎·破壁生长		我消失的第十年	未披露
天都异闻录	未披露	大瘾	未披露	摘你柚中香	未披露	告白	未披露	七月的一天	未披露
香初上舞	未披露	刹那	未披露	要多美丽就多美丽	未披露	玉簪秋	已播出	纵然	未披露
千亿之城	未披露	惊闺	未披露	长宁将军	未披露	黎明前他会归来	未披露	白羽流星	未披露
金色南繁	未披露	轻熟花开·蜕变绽放		忽如一夜春风来	未披露	今天是太阳雨	未披露	火星孤儿	未披露
古乐风华录	未披露	致我那菜市场的白月光	未披露	苍山雪	未披露	我与爱同谋	未披露	慕先生，请按小说来	未披露
太阳系公民	未披露	简单的人生	未披露	王炸	未披露	灼灼烈日	未披露	家庭欢聚·三餐四季	
云雀叫天录	未披露	明月录	未披露	算计	未披露	大梦想家	未披露	小巷人家2	未披露
法医秦明之龙番往事	未披露	凤不栖	未披露	镜中色	未披露	你好，我是警察	未披露	人间有味	未披露
法医秦明之玩偶	未披露	人生路上	未披露	除夕夜，暴雪天	未披露	她的引力	未披露	美顺与长生	未披露
此处通往繁星	未披露	恰逢春	未披露	天阶夜色	未披露	焰离	未披露	欢聚	未披露
镜明花作	未披露	天香	未披露	名丽场	未披露	破冰船	未披露	柿柿如意	未披露
野火月亮	未披露	花好	未披露	喜宴街	未披露	我的星动契约	未披露	小满多福	未披露
大雪无痕	未披露	撒欢	未披露	十贯娘子	未披露	纯纯欲动	未披露	计划外人生	未披露
小镇奇谈	未披露	宝珠	未披露	我的温存	未披露	少年派3	未披露	欢乐家长群3	未披露
丽人行	未披露	海棠春	未披露						
算账	未披露	珠雀	未披露	远去的白马	未披露	请别放弃治疗	未披露	秦腔	未披露

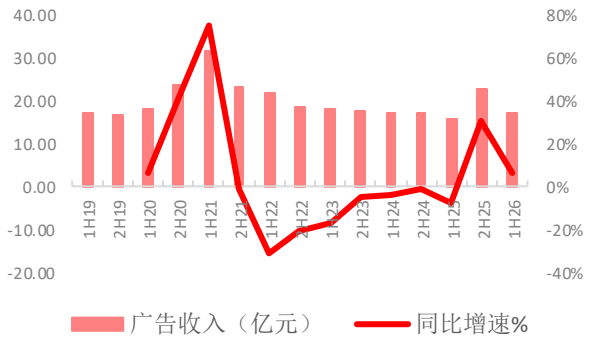
数据来源：2027 芒果共创生态大会，中信建投证券

图 7:公司会员收入及其同比增速



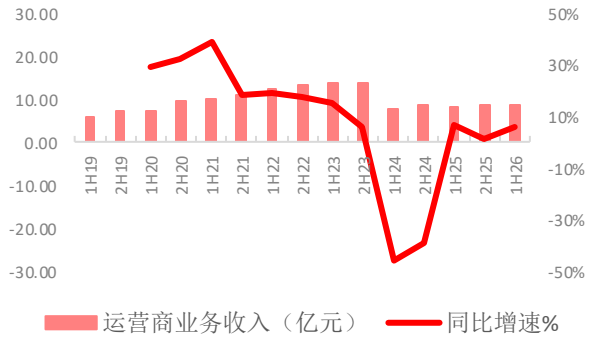
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 8: 公司广告收入及其同比增速



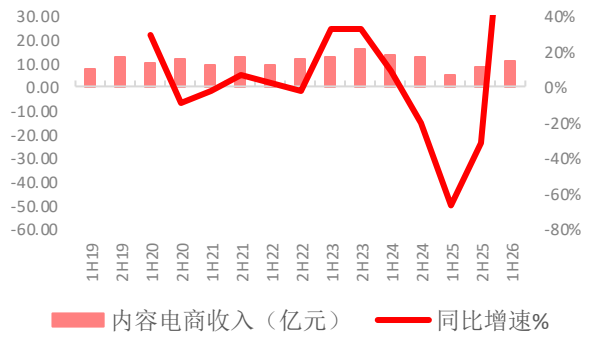
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 9: 公司运营商收入及其同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 10: 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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券 TMT 及海外研究组联席组长、全球 AI 创新与互联网首席分析师，中国人民大学传播学硕士。曾任职于百度、新浪，从事商业分析、战略分析；2015 年起先后任职于中银国际证券、广发证券，从事传媒互联网研究。2019 年加入中信建投证券，2026 年任全球 AI 创新与互联网团队首席分析师。

杨晓玮

中信建投证券全球 AI 创新与互联网联席首席分析师，上海交通大学金融硕士，主要研究全球大模型与应用、互联网平台、全球游戏行业及潮流玩具。

马晓婷

中信建投证券全球 AI 创新与互联网行业研究员，上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究全球大模型与 AI 应用、广告营销及长视频平台。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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告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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster