

买入

行业未恢复疫情前水平, 公司内容制作能力初现

猫眼娱乐 (1896. HK)

2021-10-29 星期五

投资要点

目标价: **11.7 港元**
 现价: 9.56 港元
 预计升幅: 22.1 %

重要数据

日期	2021-10-29
收盘价 (港元)	9.56
总股本 (百万股)	1,130
总市值 (百万港元)	10,990
净资产 (百万港元)	9,252
总资产 (百万港元)	12,672
52 周高低 (港元)	19.30/8.85
每股净资产 (港元)	8.19

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

VibrantWide (24.68%)
 香港影业国际 (17.18%)
 微影 (13.99%)
 腾讯 (13.96%)
 美团 (7.34%)

相关报告

猫眼娱乐 (1896. HK) - 首发报告-20190920
 更新报告-20200326、20200907、20210208

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 上半年业绩有明显恢复, 成本费用得到有效控制:

公司今年上半年实现收入 18 亿元, 同比增 786.2%; 实现净利润 3.87 亿元, 而 2020 年同期的净亏损为 4.31 亿元。相比于 2018 年及 2019 年同期的 18.95 亿及 19.85 亿元, 公司收入规模仍未恢复到疫情前水平。不过, 由于成本费用和销售及营销开支不断控制, 与同期利润相比, 盈利能力已大幅改善。

➤ 宣发能力建设成果显著, 娱乐内容业务开始发力:

目前公司智能宣发产品体系和全网一站式的宣发能力经过一年时间打磨, 已实现业内领先的院线电影项目服务和多个核心娱乐媒体平台覆盖率。2021 年, 猫眼 App 和猫眼专业版 App 的月活跃用户数和日活跃用户数均突破历史新高, 抖音、微信、百度等多平台的猫眼小程序生态总用户规模也已突破 4.5 亿, 且还在持续增长中。猫眼专业版在为行业提供票房、排片等电影基础行业数据服务外, 还上线了覆盖网络电影、短视频等多品类多渠道的榜单, 为电影宣发提供了全面、及时宣发参考。伴随公司能力生态的良性发展, 猫眼为娱乐营销客户服务的能力也得到了进一步加强。

➤ 处于历史估值低位, 安全边际较高:

我们预计 2021 年全国总票房为 500 亿元左右, 同比增长 144%。影视行业整体有明显复苏, 公司在线票务及宣发业务会进一步恢复, 影视剧投资业务打开收入增长天花板, 只是由于今年中段影视行业表现疲软, 因此全年利润将低于我们年初的预期水平。目前公司估值处于历史低位水平, 但我们相信公司未来仍会为股东带来可持续的业绩增长, 给予公司对应 2021 年 21 倍 PE, 降低目标价至 11.7 港元, 相较于现价预计有 22% 的升幅, 维持“买入”评级。

百万人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	4,268	1,366	3,830	4,636	5,509
同比增长 (%)	13.65%	-68.00%	180.48%	21.03%	18.82%
毛利率	62.26%	39.35%	49.97%	50.58%	51.10%
净利润	459	-646	529	760	1,000
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	43.65%	31.62%
净利润率	10.75%	-47.32%	13.81%	16.39%	18.16%
每股盈利	0.40	-0.57	0.47	0.67	0.88
PE	19.40	-13.77	16.82	11.71	8.90

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

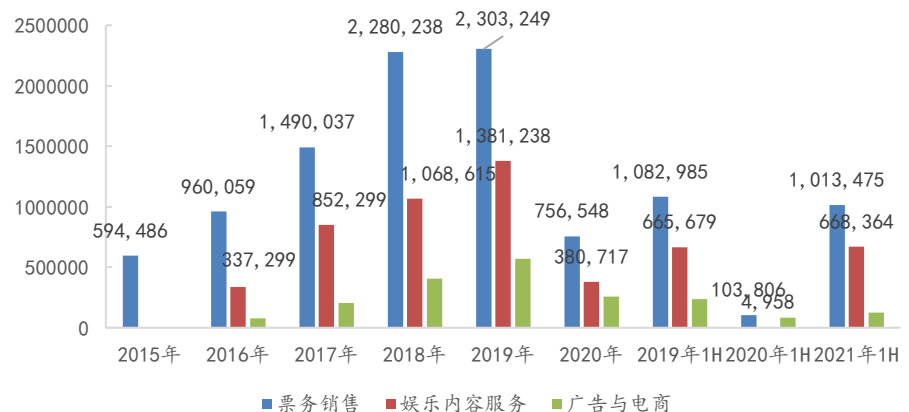
上半年有明显恢复，成本费用得到有效控制：

公司今年上半年实现收入 18 亿元，同比增 786.2%；实现净利润 3.87 亿元，而 2020 年同期的净亏损为 4.31 亿元。相比于 2018 年及 2019 年同期的 18.95 亿及 19.85 亿元，公司收入规模仍未恢复到疫情前水平。不过，由于成本费用和销售及营销开支不断控制，与同期利润相比，盈利能力已大幅改善。

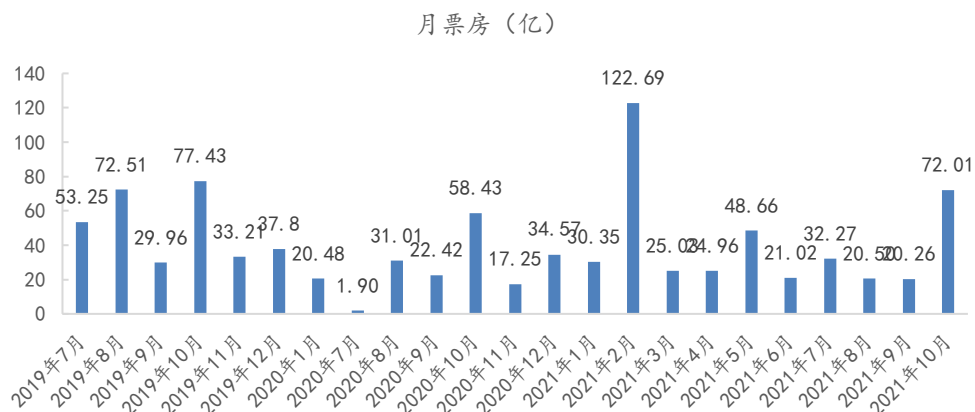
分业务来看，票务业务收入为 10.14 亿元，高速增长主要是由于影视行业恢复，综合票房及观影人次同比较疫情有明显增长，但仍然不及疫情前表现，主要是因为今年上半年高质量内容和海外内容数量匮乏所致，同时由于疫情有反复，部分地区的排片受到限制，同时一些影片送审过程也被拉长。

在线娱乐票房收入与全国电影票房的大盘有极大关联性，截止到 2021 年 10 月，全国票房已经达到 420 亿以上，而 2019 年前十月票房为 565 亿元，虽然国庆档期间《长津湖》创下了历史最高单片票房，但是仍然无法扭转全年中国影片票房的颓势，根据现有的排片情况，我们预计 2021 年全年票房约 500 亿左右。公司票务收入约 22 亿元。娱乐内容业务上半年实现收入 6.6 亿元，与 2019 年上半年基本持平，今年上半年公司参与的影视项目表现优异。由其出品和主控发行的影片《你好，李焕英》取得了 54 亿元的票房，自主开发制作的影片《了不起的老板》获得口碑和票房双丰收。但由于公司联合出品方或主控发行的影片数量较 2019 年有较大减少，所以发行收入仍未恢复到疫情前水平。此外，广告及其他收入由 2020 年同期的 8370 万元增长至 1.26 亿元。主要是由于疫情恢复，广告商对广告投放的需求增加。而 2019 年同期，广告及其他收入则高达 2.36 亿元，因此我们认为主要是宏观经济环境仍在复苏，广告主投放需求未完全释放。

图 1:公司各大业务线表现



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2:2021 年中国整体票房在中段表现平平


资料来源：猫眼专业版、国元证券经纪(香港)整理

宣发能力建设成果显著，娱乐内容业务开始发力：

目前公司智能宣发产品体系和全网一站式的宣发能力经过一年时间打磨，已实现业内领先的院线电影项目服务和多个核心娱乐媒体平台覆盖率。其中，由猫眼娱乐打造的“实时想看”“实时预售”等指数已成为行业共识性指标，为行业合作伙伴的宣发工作提供了工具类的专业支持。同时公司还推出了“猫眼口碑营销”“云包场”等创新营销产品。2021年，猫眼 App 和猫眼专业版 App 的月活跃用户数和日活跃用户数均突破历史新高，抖音、微信、百度等多平台的猫眼小程序生态总用户规模也已突破 4.5 亿，且还在持续增长中。猫眼专业版在为行业提供票房、排片等电影基础行业数据服务外，还上线了覆盖网络电影、短视频等多品类多渠道的榜单，主打实时性的猫眼实时想看榜、实时预售榜，微信、百度指数榜，抖音、微博六大榜单，为电影宣发提供了全面、及时的宣发参考，通过提升行业数据透明度帮助行业提升效率、健康发展。伴随公司能力生态的良性发展，猫眼为娱乐营销客户服务的能力也得到了进一步加强。上半年公司参与出品及发行影片数量 19 部，共实现票房 164.6 亿元，占国产片总票房 74%，宣发服务全面覆盖重点档期内全部院线电影，出品了头部影片《你好，李焕英》、《了不起的老爸》。下半年公司出品的电影还有《扬名立万》（11 月）、《平原上的摩西》（12 月）、《三贵情史》、《我经过风暴》、《天才游戏》、《铁道英雄》、《我的青春有个你》、《涉过愤怒的海》、《明日战记》、《不速来客》等多部作品也将陆续上映。

公司未来发展展望：

由于目前中国影视行业未完全复苏，公司 2021 年收入预计也不会完全恢复到疫情前的水平，公司目前基本面没有改变，依然是中国目前最大的在线票务平台，能够贡献稳定的现金流水平。公司未来开始发力内容娱乐业务，持续巩固宣发及影视剧制作，利用互联网技术提升行业效率，同时不断参与优秀作品的创作：

- 公司 2021 年收入仍会低于 2019 年水平，但由于各项费用管控得当，特别是票补的降低且有参与到头部影片的出品，全年实现扭亏同时盈利水平大幅提升；
- 公司线上宣发实力在与腾讯大文娱体系、字节抖音合作后进一步提升，合作项目数量增长；
- 公司影视剧制作项目陆续上线，带动收入增长

处于历史估值低位，安全边际较高：

我们预计 2021 年全国总票房为 500 亿元左右，同比增长 144%。影视行业整体有明显复苏，公司在线票务及宣发业务会进一步恢复，影视剧投资业务打开收入增长天花板，只是由于今年中段影视行业表现疲软，因此全年利润将低于我们年初的预期水平。但 2022 年在第三针疫苗完成普及后，疫情将得到更加有效控制。届时对于影视行业的管控将解绑。目前公司估值处于历史低位水平，但我们相信公司未来仍会为股东带来可持续的业绩增长，给予公司对应 2021 年 21 倍 PE，降低目标价至 11.7 港元，相较于现价预计有 22% 的升幅，维持“买入”评级。

财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
收入	4,268	1,366	3,830	4,636	5,509
成本	(1,610)	(828)	(1,916)	(2,291)	(2,694)
毛利	2,657	537	1,914	2,345	2,815
销售费用	(1,548)	(486)	(612)	(680)	(782)
管理费用	(448)	(354)	(619)	(694)	(761)
其他收益	11	(15)	0	0	0
经营溢利	672	(317)	683	972	1,272
财务费用	(14)	(22)	(22)	(22)	(22)
投资溢利	11	(15)	0	0	0
除税前溢利	669	(353)	661	950	1,250
所得税	(203)	(18)	(132)	(190)	(250)
净利润	466	(371)	529	760	1,000
增长					
总收入(%)	13.7%	-68.0%	180.5%	21.0%	18.8%
净利润(%)	N/A	N/A	N/A	43.7%	31.6%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2021E	2021E
物业, 厂房及设备	34	26	22	22	24
无形资产	5,376	5,226	5,089	4,968	4,881
权益法投资	38	37	37	37	37
金融资产	410	345	345	345	345
递延所得税资产	10	12	12	12	12
预付款项	114	64	64	64	64
固定资产合计	5,982	5,709	5,569	5,448	5,362
存货	28	35	72	87	104
应收账款	552	319	1,090	1,488	1,780
其它应收款项	2,336	1,853	5,445	6,102	7,206
短期金融资产	482	398	398	398	398
货币资金	1,540	2,140	1,132	1,530	2,188
存款	431	154	154	154	154
流动资产合计	5,369	4,899	8,291	9,760	11,830
短期借款	1,162	1,013	1,013	1,013	1,013
金融负债	0	0	0	0	0
应付账款	368	289	765	841	1,008
其他流动负债	1,239	1,476	3,639	4,061	4,778
应交所得税	87	42	42	42	42
流动负债合计	2,855	2,820	5,460	5,957	6,841
递延税项负债	208	165	165	165	165
长期负债合计	208	165	165	165	165
股东权益合计	8,288	7,623	8,235	9,085	10,186

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
盈利能力					
毛利率(%)	62.3%	39.3%	50.0%	50.6%	51.1%
经营利润率(%)	15.7%	-23.2%	17.8%	21.0%	23.1%
净利率(%)	10.9%	-27.1%	13.8%	16.4%	18.2%
ROE	5.6%	-4.9%	6.4%	8.4%	9.8%
营运表现					
费用/收入(%)	46.8%	61.5%	32.1%	29.6%	28.0%
实际税率(%)	30.2%	-5.6%	19.4%	19.5%	19.7%
应收账款天数	47	84	102	116	116
应付账款天数	82	126	144	132	135
财务状况					
负债/权益	0.37	0.39	0.68	0.67	0.69
收入/总资产	0.38	0.13	0.28	0.30	0.32
总资产/权益	1.37	1.39	1.68	1.67	1.69

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2021E	2021E
除税前收益	662	(629)	661	950	1,250
非现金调整	307	731	238	230	208
资本变动	(1,695)	322	(1,760)	(573)	(528)
已付所得税及利息	(213)	(131)	(132)	(190)	(250)
经营活动现金流	(940)	294	(993)	417	680
金融资产变动	(452)	65	0	0	0
购买固定资产	(19)	(8)	(11)	(13)	(16)
购买无形资产	(4)	(4)	(5)	(5)	(6)
其他投资活动	(440)	280	0	0	0
投资活动现金流	(915)	333	(15)	(18)	(22)
债务融资	174	16	0	0	0
资本融资	1,676	0	0	0	0
融资活动现金流	1,850	16	0	0	0
现金变化	(5)	643	(1,008)	398	658
期初持有现金	1,536	1,540	2,140	1,132	1,530
汇兑变化	9	(43)	0	0	0
期末持有现金	1,540	2,140	1,132	1,530	2,188

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>