

买入

暑期档预售有明显复苏，基本面将迎来反转

猫眼娱乐 (1896. HK)

2022-06-29 星期三

投资要点

目标价: **9.93 港元**
 现价: 8.06 港元
 预计升幅: 23.3%

重要数据

日期	2022-06-28
收盘价 (港元)	8.06
总股本 (百万股)	1,130
总市值 (百万港元)	9,218
净资产 (百万港元)	9,770
总资产 (百万港元)	13,489
52 周高低 (港元)	12.66/5.3
每股净资产 (港元)	8.56

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、
 20211029

研究部

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

➤ 整体票房因疫情复发而遇寒冬，目前有明显复苏迹象：

但随着全国各地疫情进一步得到控制，目前全国影院复工率达 82%，同时还有《神探大战》、《外太空的莫扎特》等多部大片助阵，暑期档预售票房已突破 16 亿元，进一步提振市场信心。因此当前板块估值处于历史地位并已充分反映疫情的影响，随着未来疫情整体形势持续好转，电影行业景气度有望迎来改善。

➤ 宣发体系成果显著，服务矩阵行业领先：

目前公司宣发能力建设取得显著成果，公司建有独特的宣发产品体系，形成了宣发服务矩阵，为全行业提供各类宣发服务，相关宣发产品已拥有业内领先的服务覆盖率并持续创新。

➤ 合作协议即将到期，但对续约保持乐观：

公司根据与各大流量平台的合作框架协议，同时获得微信支付、QQ 钱包、美团应用程序和大众点评应用程序上的独家入口，目前主要流量合作协议将会在 2022 年 9 月到期。我们对未来协议的续约保持乐观，但是相关合作通道费用可能有部分调整。

➤ 基本面将持续向好，安全边际较高：

我们预计 2022 年全国总票房为 350 亿元左右，同比下降 26%。进入 6 月以来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。随着疫情将得到更加有效控制，对影视行业的束缚将逐渐解绑，优质内容将陆续上线，给予公司对应 2022 年 26 倍 PE，目标价至 9.93 港元，相较于现价预计有 23% 的升幅，维持“买入”评级。

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	1,366	3,323	2,731	4,011	4,844
同比增长 (%)	-68.00%	143.35%	-17.83%	46.89%	20.75%
毛利率	39.35%	55.43%	52.00%	53.96%	54.84%
净利润	-646	369	347	685	1,011
同比增长 (%)	N/A	N/A	-5.79%	97.43%	47.52%
净利润率	-47.32%	11.09%	12.71%	17.09%	20.87%
每股盈利	-0.57	0.32	0.31	0.60	0.89
PE	-11.61	20.36	21.61	10.95	7.42

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

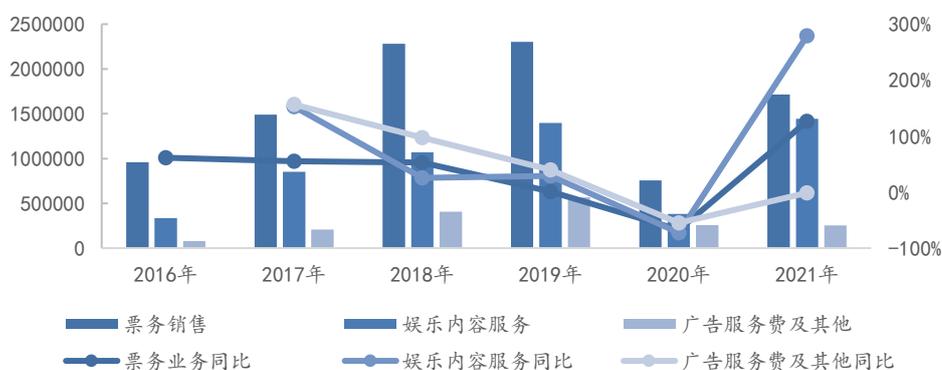
报告正文

2022 年票房因疫情复发而遇寒冬，目前有明显复苏迹象：

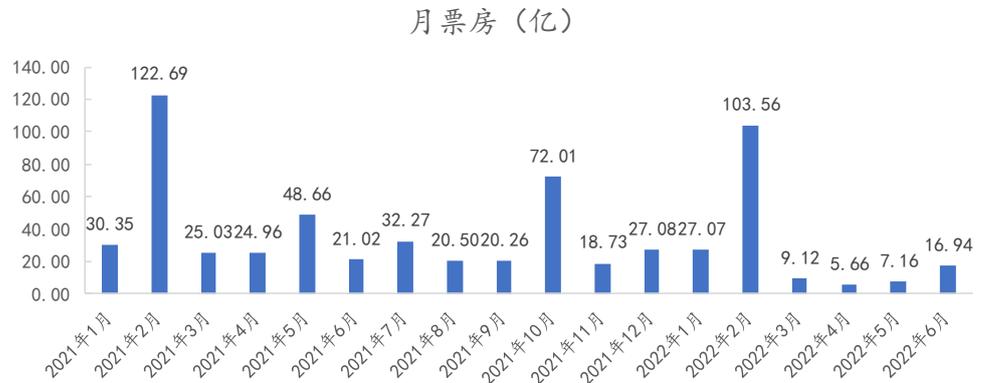
公司核心业务在线娱乐票房收入与全国电影票房的大盘有极大关联性，截止到 2022 年 6 月，全国票房已经达到 169 亿以上，虽然春节档期间创下了不俗的 60.4 亿票房成绩，但是二月全国各地开始出现疫情复发，特别是一线城市地区。因此这些地区出现较为严格的管控措置，全国影院营业率下降到 40%。再加上海外疫情使得全球电影产能下降，国内进口片引进数量减少，同时国产电影也因为疫情纷纷选择撤档，导致上映内容上出现极大的缺口。因此上半年国内总体票房收入将同比出现大幅下降。其中五一档受影响最大，据猫眼数据显示，五一档电影市场总票房（剔除服务费）约 2.66 亿，同比下降 82.42%，总观影人次约 868.28 万次，同比下降 80.38%，平均票价为 30.7 元，同比下降 10.23%。票房大幅下降主要是受到了疫情的影响，北京、上海、深圳票房贡献率大的一线城市纷纷出台限制线下观影的相关政策，而多部电影也因为避险原因纷纷撤下“五一档”的作品。整个五一档仅有《我是真的讨厌异地恋》、《坏蛋联盟》、《出拳吧，妈妈》三部新片，超前点映《珠峰队长》、《一点就到家》、《只要你过得比我好》三部老片，两部国产动画片《小美人鱼的奇幻冒险》、《笨鸟大冒险》上映，因此内容极度缺乏。本次五一档的票房 TOP3 分别是《我是真的讨厌异地恋》《坏蛋联盟》《神奇动物：邓布利多之谜》（五一档前上映），合计票房贡献率为 65%。由于影视行业受疫情及内容缺失影响较大，使得该板块估值持续下行。

但随着全国各地疫情进一步得到控制，目前全国影院复工率达 82%，同时还有《神探大战》、《外太空的莫扎特》等多部大片助阵，暑期档预售票房已突破 16 亿元，进一步提振市场信心。因此当前板块估值处于历史地位并已充分反映疫情的影响，随着未来疫情整体形势持续好转，电影行业景气度有望迎来改善。

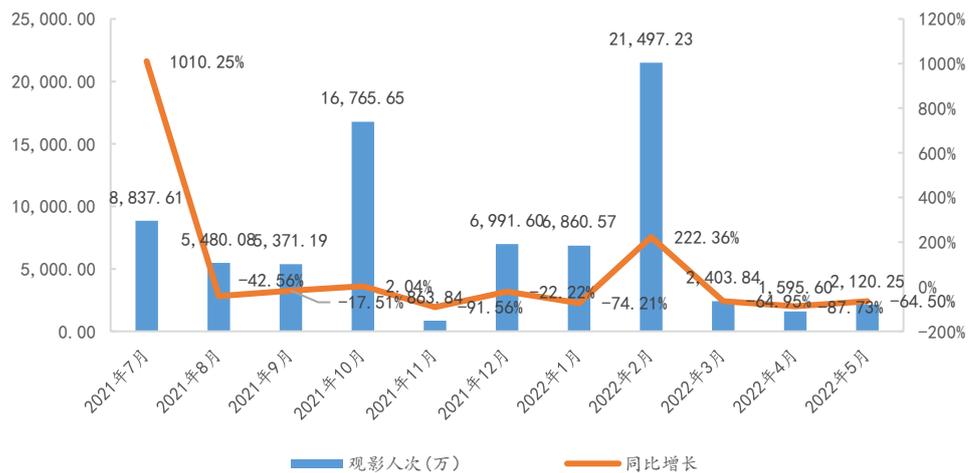
图 1:公司各大业务线表现



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2:6 月开始中国整体票房开始复苏


资料来源: 猫眼专业版、国元证券经纪(香港)整理

图 2:6 月观影人次有明显提升


资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

宣发体系成果显著，服务矩阵行业领先：

目前公司宣发能力建设取得显著成果，公司建有独特的宣发产品体系，形成了宣发服务矩阵，为全行业提供各类宣发服务，相关宣发产品已拥有业内领先的服务覆盖率并持续创新。例如：“实时想看”、“实时预售”等指数，已成为行业共识指标；“云包场”已为上百部影片提供服务；“影视显微镜 Pro”自 21 年 12 月上线以来，收到市场广泛认可；新推出的聚焦行业精细化只能宣发工具，包括排片诊断、排片目标分解及排片测算，以及自主研发的智能系统，为《怒火重案》、《扬名立万》以及《这个杀手不太冷静》等多部影片的宣发数据和事件动态进行小时级监控并实现推送；逐渐形成模块化、标准化的宣发能力，并打造专业团队

(阿尔法视频团队、奇妙工作室)，先后为《人潮汹涌》、《哥斯拉大战金刚》《007：无暇赴死》以及《狙击手》等多部影片提供优质的宣发服务。

合作协议即将到期，但对续约保持乐观：

公司根据与各大流量平台的合作框架协议，同时获得微信支付、QQ 钱包、美团应用程序和大众点评应用程序上的独家入口，因此这些平台的用户可利用腾讯的微信及 QQ 应用程序、美团应用程序及大众点评应用程序进入猫眼购票平台进行购票。根据披露的财报显示，公司于 2017 年 9 月与腾讯确立战略合作关系，对于在线电影票务入口而言，公司与微信合作年限为 5 年而与 QQ 为 8 年，因此与微信的合作协议将于 2022 年 9 月到期。同时公司于 2016 年 5 月与美团点评确立战略合作关系。合约期限初期为五年，随后延至 2022 年 9 月。也就是说主要流量合作协议将会在 2022 年 9 月到期。我们认为公司与这些流量平台的合作将会得到续签，首先这些流量平台都是公司的大股东及战略投资人，另外在除了票务以外的业务上，公司也与这些平台有密切且深入的合作。因此我们对未来协议的续约保持乐观，但是相关合作通道费用可能有部分调整。

基本面将持续向好，安全边际较高：

我们预计 2022 年全国总票房为 350 亿元左右，同比下降 26%。进入 6 月以来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。随着疫情将得到更加有效控制，对影视行业的束缚将逐渐解绑，优质内容将陆续上线。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 2022 年 26 倍 PE，目标价至 9.93 港元，相较于现价预计有 23% 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>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	1,366	3,323	2,731	4,011	4,844
成本	-828	-1,481	-1,311	-1,847	-2,188
毛利	537	1,842	1,420	2,164	2,656
销售费用	-486	-673	-537	-663	-763
管理费用	-354	-360	-446	-642	-626
其他收益	-15	13	0	0	0
经营溢利	-317	823	437	860	1,267
财务费用	-22	-3	-3	-3	-3
投资溢利	-15	13	0	0	0
除税前溢利	-353	833	434	857	1,264
所得税	-18	-166	-87	-171	-253
净利润	-371	666	347	685	1,011
增长					
总收入(%)	-68.0%	143.4%	-17.8%	46.9%	20.7%
净利润(%)	N/A	N/A	-47.9%	97.4%	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	26	27	32	40	50
无形资产	5,226	5,071	4,949	4,859	4,770
权益法投资	37	46	46	46	46
金融资产	345	338	338	338	338
递延所得税资产	12	15	15	15	15
预付款项	64	5	5	5	5
固定资产合计	5,709	5,502	5,384	5,303	5,224
存货	35	35	25	37	44
应收账款	319	910	776	1,070	1,233
其它应收款项	1,853	1,895	1,375	2,246	2,849
短期金融资产	398	93	93	93	93
货币资金	2,140	2,520	3,026	3,638	4,698
存款	154	74	74	74	74
流动资产合计	4,899	5,527	5,369	7,158	8,991
短期借款	1,013	513	513	513	513
金融负债	0	0	0	0	0
应付账款	289	293	196	308	381
其他流动负债	1,476	2,051	1,489	2,359	2,984
应交所得税	42	52	52	52	52
流动负债合计	2,820	2,909	2,250	3,231	3,930
递延税项负债	165	132	132	132	132
长期负债合计	165	132	132	132	132
股东权益合计	7,623	7,988	8,372	9,097	10,153

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率(%)	39.3%	55.4%	52.0%	54.0%	54.8%
经营利润率(%)	-23.2%	24.8%	16.0%	21.4%	26.2%
净利率(%)	-27.1%	20.0%	12.7%	17.1%	20.9%
ROE	-4.9%	8.3%	4.1%	7.5%	10.0%
营运表现					
费用/收入(%)	61.5%	31.1%	36.0%	32.5%	28.7%
实际税率(%)	-5.6%	20.2%	19.9%	19.9%	20.0%
应收账款天数	84	99	102	96	92
应付账款天数	126	71	54	60	63
财务状况					
负债/权益	0.39	0.38	0.28	0.37	0.40
收入/总资产	0.13	0.30	0.25	0.32	0.34
总资产/权益	1.39	1.38	1.28	1.37	1.40

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前收益	-629	535	434	857	1,264
非现金调整	731	599	178	152	161
资本变动	322	-346	5	-195	-75
已付所得税及利息	-131	-208	-87	-171	-253
经营活动现金流	294	579	530	643	1,097
金融资产变动	65	343	0	0	0
购买固定资产	-8	-19	-23	-29	-37
购买无形资产	-4	-1	-1	-1	-1
其他投资活动	280	-160	0	0	0
投资活动现金流	333	163	-24	-30	-38
债务融资	16	-345	0	0	0
资本融资	0	154	0	0	0
融资活动现金流	16	-191	0	0	0
现金变化	643	551	506	612	1,060
期初持有现金	1,540	2,140	2,520	3,026	3,638
汇兑变化	-43	-22	0	0	0
期末持有现金	2,140	2,670	3,026	3,638	4,698

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>