

多元产品驱动业绩增长，海外业务扩展可期

映客 (3700.HK) 业务起始于 2015 年 5 月上线移动直播产品映客 APP，在当年“千播大战”中脱颖而出，迅速成长为中国第二大移动端直播平台。面对直播行业存在的挑战和瓶颈，从 2018 年下半年开始，映客开始实行“互动娱乐+社交”的战略布局，跨界打造互动娱乐与社交产品矩阵，寻求新的增长点。2021 年公司成功从单一产品转型为矩阵式产品带动业绩增长，收入同比增长 85.4% 至 91.8 亿港元，产品覆盖直播、相亲、社交板块，其中社交板块贡献营收 62.6%，驱动公司利润恢复高速增长。依托于国内的团队经验和管理优势，海外业务拓展成为下一个驱动公司业绩增长的动力。

报告摘要

收入结构完成转型 公司于 2018 年及此前几乎全部收入来自于直播板块，即核心产品映客 APP 贡献了绝大多数收入。2019 年开始随着公司业务战略往社交、相亲等多元化矩阵式发展转型，不断推出新的产品并快速货币化，实现收入多元化。从收入贡献来看，2019 年社交和相亲产品合计贡献收入约 15%，2020 年迅速扩张至约 39%，2021 年则占据了公司约 70% 的收入占比。映客近两年孵化出 30 多款 APP，多个产品已经进入商业化阶段。

经过验证的团队能力 公司能在互动社交多个细分赛道中孵化出多款现象级产品，兼具较高的成功率和快速盈利能力，离不开公司强大的中台支持和内部管理机制。中台支撑集团多款 App 研发投入，从开发到完成时间缩短 50%，并且得以在 2 个月内完成业务商业化能力，远高于行业平均 3-6 个月的水平。公司推行内部合伙人机制，迅速验证产品生命周期，最快把握商业化途径。针对不同的产品做定制化的 ROI，考核周期从 3 个月-1 年不等，严格把控产品的经济效益。

业绩高速增长，估值严重低于同行 2020 年和 2021 年公司规模净利润实现了 253% 和 114% 的同比增长，我们预计 2022 年的归母净利润预计将达到 5.24 亿港元，对应公司最近收盘市值的市盈率仅 4.1x，与同业相比严重低估。2021 年末公司的现金及现金等价物为 22 亿元人民币，且已经超过公司的市值（2022 年 7 月 18 日）22.1 亿人民币。我们认为公司估值偏低的逻辑一方面在于市值较低带来的流动性折价，另一方面在于市场对于其秀场直播业务看低影响公司估值。

首次覆盖予以“买入”评级，目标价 2.54 港元 我们认为公司已经完成从单一直播为主业的上市公司转型成为社交+相亲矩阵为主体，海外市场拓展为辅的多元化移动应用娱乐公司。考虑公司过去业绩的增长以及 2022 年业绩增长的确定性，以及公司充足的现金安全垫，我们按照 2022 年预测利润的 8.0x 的市盈率，给与公司 2.54 港元的目标价，较最近收市价 96.9% 的预期涨幅，首次覆盖评级为“买入”。

风险提示：秀场直播业务下滑拖累整体经营业绩；海外业务拓展不达预期；国内社交+相亲业务行业竞争加剧对公司业务和利润率带来负面影响等。

千元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	4,949,440	9,175,595	9,722,002	10,344,176	11,049,023
YoY%	51.43%	85.39%	5.96%	6.40%	6.81%
毛利率	24.2%	36.0%	35.3%	36.0%	36.5%
归母净利润	193,906	415,381	523,994	628,102	733,833
净利率	3.9%	4.5%	5.4%	6.1%	6.6%
经调整每股盈利 (港元)	0.12	0.25	0.32	0.38	0.45
YoY%	253.0%	114.2%	26.1%	19.9%	16.8%
@1.29港元的市盈率	11.0	5.1	4.1	3.4	2.9
@1.29港元的市净率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级：**买入**
目标价格：**2.54 港元**
现价 (2022-7-18)：**1.29 港元**

总市值(亿港元)	25.00
流通市值(亿港元)	25.00
总股本(百万股)	1938.3
流通股本(百万股)	1938.3
12个月低/高(港元)	1.12/2.24
平均成交(百万港元)	5.8

股东结构	
奉佑生	17.9%
刘晓松	12.5%
廖洁鸣	8.3%
侯广凌	4.0%
其他股东	57.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.9	-9.6	-8.6
绝对收益	-14.0	-10.4	-34.2

数据来源：彭博、港交所、公司

汪洋 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk



目录

1	摆脱直播标签，成功转型社交娱乐全场景产品发展	3
1.1	从单一直播到多元化发展	3
1.2	股权结构与管理团队	5
2	社交+相亲+海外三大业务拓展方向	6
2.1	社交赛道：准确把握市场需求，实现收入强劲驱动	6
2.2	相亲赛道：在成熟市场中另辟蹊径站稳脚跟	8
2.3	下一步发展重点：海外市场	10
2.4	经过验证的能力与优势	11
2.5	重构线上、线下生态闭环	12
2.6	进军元宇宙	12
3	财务分析与业绩预测：	13
4	估值与评级	14
4.1	同业估值相比严重低估	14
4.2	首次评级为买入，目标价 2.54 港元	15
5	风险提示	15
	附表：财务报表预测	16

1 摆脱直播标签，成功转型社交娱乐全场景产品发展

1.1 从单一直播到多元化发展

以直播业务起家 公司业务起始于 2015 年 5 月上线移动直播产品映客 APP，在当年“千播大战”中脱颖而出，2017 年底吸引注册用户两亿，迅速成长为中国第二大移动端直播平台（弗若斯特沙利文数据按收入分类），市场占有率 15.3%。公司作为行业先驱，通过持续创新产品，有效把握市场机遇，在映客 APP 上推出秒开、实时美颜和直播对战等多个创新功能，提升用户体验，实现公司从 APP 上线第一年就开始实现盈利的亮眼表现。

从直播类型来看，网络直播可以大致分为秀场直播、游戏直播、电商直播等。秀场直播是最早的网络直播模式，传统的秀场直播主要是依靠吸引眼球的年轻男女作为主播，通过歌舞才艺表演或者简单的聊天方式，满足用户娱乐和情感互动需求，收入则来自于观众的打赏，并行生出直播连麦 pk 等新的玩法模式。映客在直播移动化浪潮下，与传统 PC 直播平台 YY 跻身直播第一梯队。

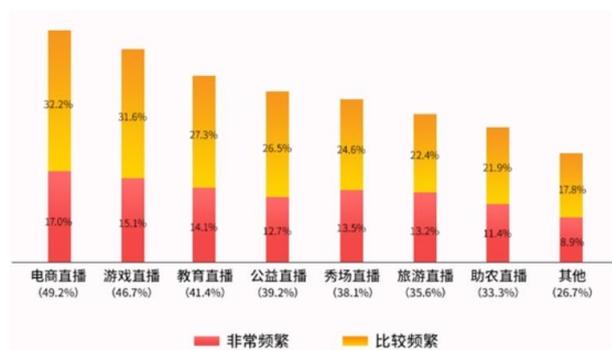
图表 1：2021 年中国在线直播行业图谱



资料来源：艾媒咨询

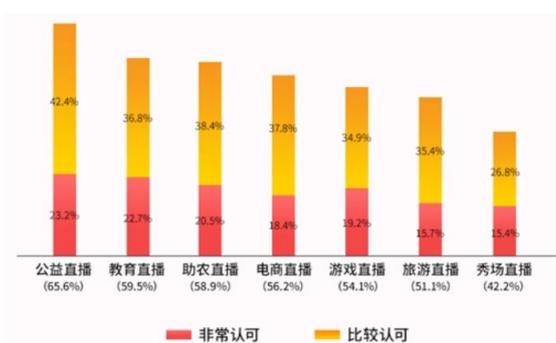
然而，伴随着网络直播平台的迅猛发展和用户规模的迅速扩张，网络直播平台乱象丛生，特别是 2016 年斗鱼直播平台事件的发生，网络直播行业开始进入政府监管阶段。此外抖音、快手等短视频 App 以全新的娱乐方式占据用户的娱乐时间，基于庞大的用户群体和粘性，短视频平台自有的直播功能对传统直播 App，尤其是秀场直播带来降维打击。根据艾媒咨询的统计，以用户观看频率来看，秀场直播的观看频率不到四成用户，排名第五；从用户认可度来看，秀场直播也属于用户认可度当中较低的直播品类。

图表 2：用户对直播类型观看频率



资料来源：艾媒咨询

图表 3：用户对直播类型认可度



资料来源：艾媒咨询

转型多元社交娱乐 从 2018 年下半年开始，映客开始实行“互动娱乐+社交”的战略布局，跨界打造互动娱乐与社交产品矩阵，寻求新的增长点。通过丰富创新产品组合，根据不同的垂直需求及三四线以下城市用户需求推出孵化新产品。映客推出了包括面向下沉市场的短视频应用“种子视频”，并将其视为视频版“趣头条”；还推出了面向年轻群体的语音交友平台“不就”、“音炮”；面向中老年用户群体的直播 K 歌产品“老柚直播”，以及二次元社区“StarStar”等等大量新应用。除了自研产品以外，映客同时还在市场上积极开始寻找合适的收购对象。2019 年 7 月份，映

客就以 8500 万美元的价格全资收购了一款小众社交产品“积目”，形成了映客直播 App 为核心的互动娱乐产品矩阵，并以积目 App 为切入点，挺进社交领域。

在完成收购积目 App 后，公司借助现有研发实力及营销资源，推动积目 App 完成了：技术底层的架构升级，为进一步规模化获客和商业化奠定基础；流量生态体系整合，持续为用户扩张做好准备；匹配策略优化，提升用户体验及留存；全新社区板块，提升用户社区渗透率及使用时长。

尽管 2020 年是新冠疫情带来挑战的第一年，公司的创新产品营收占比达到 41.8%，迅速弥补了直播市场压力带来的负面影响。公司的积目 App 推进商业化进程，充分验证了积目用户的商业价值；此外视频相亲产品对缘 App 经过一年的打磨，坐稳了视频相亲赛道第一梯队。

2021 年公司成功从单一产品转型为矩阵式产品带动业绩增长，收入同比增长 85.4%，达到 91.8 亿港元，产品覆盖直播、相亲、社交板块，其中社交板块贡献营收 62.6%。公司通过构建多元化的社交产品矩阵，瞄准不同细分人群及市场，多维度满足用户社交及互动需求；产品矩阵覆盖地区从一二线城市到下沉城市，服务人群包含 Z 世代潮流青年、白领精英人群、小镇青年等。在相亲产品领域，公司推出“对缘”App，稳居线上相亲第一梯队，全年活跃红娘人数过万，促成超过 2000 万次匹配相亲；2021 年推出“超级喜欢”App，拓展业务至线下，实现全场景社交闭环的尝试。

图表 4：公司发展大事记

时间	里程碑
2015 年	公司运营主体 3 月成立，5 月映客 APP 上线
2016 年	平台活跃主播达到 3000 万，累计注册用户突破 1 亿
2017 年	累计充值金额超过 50 亿，累计注册用户达 1.9 亿
2018 年	7 月于香港联交所上市；开始打造互动娱乐与社交产品矩阵
2019 年	以 8500 万美元价格收购社交 APP “积目”
2020 年	推出的视频相亲产品“对缘”APP 坐稳视频相亲赛道第一梯队；推出多款语音社交产品
2021 年	社交产品矩阵迅速扩张，收入贡献占比达到 62.6%；推出“超级喜欢”APP
2022 年	公司更名为映宇宙，宣布业务全面向着元宇宙方向进军

资料来源：公司网站，安信国际证券研究

公司在矩阵式产品创新领域的成功离不开中台系统的升级配合。公司中台通过多平台互联互通，推进业务场景化和一体化落地，提高新业务的快速构建能力和流量投放效率，加强资源高速流转和再利用，解决了数据孤岛问题。通过对共性相通部分的模块化封装，新产品从开发到落地时间显著缩短 50%；同时在中台云能力建设、底层系统扩展、质量及稳定性提升上持续努力，能够在短期内迅速验证产品及业务的商业化能力，提升产品创新成功率和上线效率。中台系统的持续升级，大大缩短了从产品激活到商业化实践的周期，实现在多地域、多产品、多业务线的效益优化。

图表 5：映客主要产品矩阵

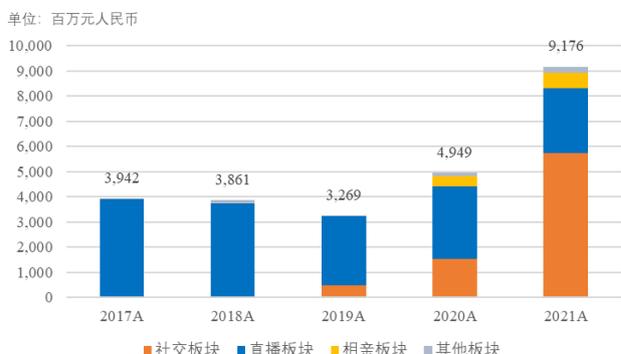


资料来源：公司资料，安信国际证券研究

收入结构完成转型 公司于 2018 年及此前几乎全部收入来自于直播板块，即核心产品映客 APP 贡献了绝大多数收入。2019 年开始随着公司业务战略往社交、相亲等多元化矩阵式发展转型，不断推出新的产品并快速货币化，实现收入多元化。从收入贡献来看，2019 年社交和相亲产品合计贡献收入约 15%，2020 年迅速扩张至约 39%，2021 年则占据了公司约 70% 的收入占比。非直播收入

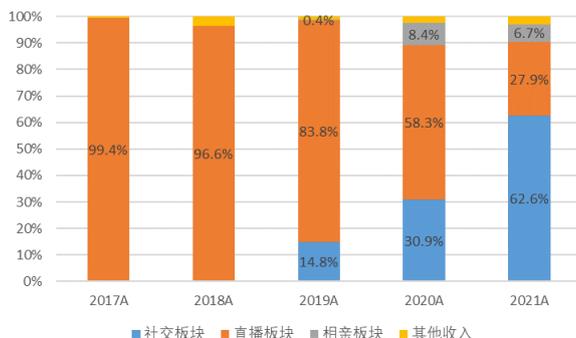
占比迅速增长的原因一方面源自社交与相亲品类产品的自发性成长，另一方面则是因为直播收入秀场直播行业竞争激烈，监管严格等因素陷入增长停滞的情况。从收入结构的变化来看，可以说 2021 年公司已经完成了转型，从以单一的直播 app 为标签的公司成功转型为囊括社交、相亲、直播等多板块均衡发展的互联网企业。

图表 6：2017-2021 年公司收入变化



资料来源：公司资料，安信国际证券研究

图表 7：2017-2021 年公司各板块收入贡献占比

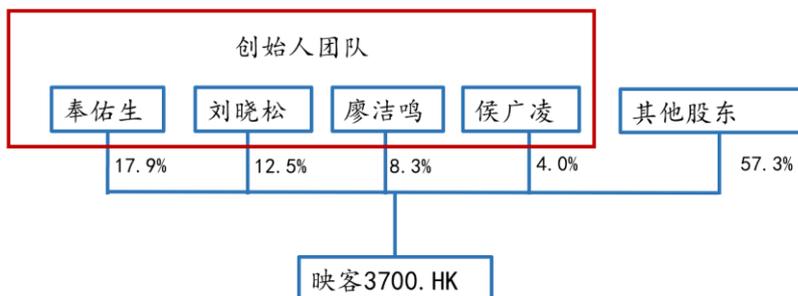


资料来源：公司资料，安信国际证券研究

1.2 股权结构与管理团队

公司股权结构比例较为分散，根据最近年报披露的持股数据，创始人团队持股比例约为 42.7%，董事会主席兼首席执行官奉佑生持股 19.7% 为第一大股东，首席技术官侯广凌持股 4.0%，非执行董事刘晓松持股 12.5%，前首席运营官廖洁鸣持股 8.3%，四人均均为集团创办人/合伙人。

图表 8：映客 3700.HK 股权结构



资料来源：公司资料，安信国际证券研究

管理团队整体较为年轻 公司连续成功推出多款音视频 App，不断丰富完善产品矩阵用于适应不同的消费人群和场景，满足多维度市场需求，离不开管理团队的创新和活力，公司的核心管理团队整体较为年轻，有利于把握对市场的理解和满足年轻人多重需求。

奉佑生先生：为映客互娱有限公司创办人、董事长兼首席执行官，担任公司执行董事，主要负责制订、执行集团整体发展策略及业务规划，监督集团整体发展及运营，奉先生有逾 17 年的互联网技术行业经验。

肖力铭先生：于 2019 年 2 月获委任为公司代理首席财务官，现任公司联席公司秘书及副总裁。加入公司前，肖先生于 2010 年 8 月至 2014 年 4 月担任中银国际证券股份有限公司经理；于 2014 年 5 月至 2015 年 7 月担任华兴泛亚投资顾问(北京)有限公司高级经理；其后于 2015 年 8 月至 2016 年 11 月担任成都龙渊网络科技有限公司副总裁。

侯广凌先生：映客互娱有限公司创办人，目前担任公司执行董事兼首席技术官，主要负责监管集团技术发展。侯先生加入公司前，于 2010 年 7 月至 2013 年 2 月担任多米在线研发主管，后于 2013 年 3 月至 2015 年 8 月担任北京欢舞悦动网络科技有限公司研发主管。

何晔女士：于 2022 年 4 月加入公司担任首席战略官。何女士过去 20 多年曾担任美国和香港上市

公司的首席财务官和董事等高级管理职位，拥有逾 10 年担任上市公司董事的经验，在互联网、数字新媒体、制造和零售等诸多行业的上市公司、投资并购、私募股权方面拥有丰富且专业的经验。

高峰先生：于 2021 年 3 月 30 日获委任为公司人事及行政负责人，现为公司人事及行政副总裁。加入公司前，高先生于 2017 年 2 月至 2019 年 4 月先后担任联想控股（联交所：3396.HK）人力资源部及投后管理中心总监；于 2015 年 4 月至 2017 年 2 月担任中植资本管理有限公司运营管理部副总经理。

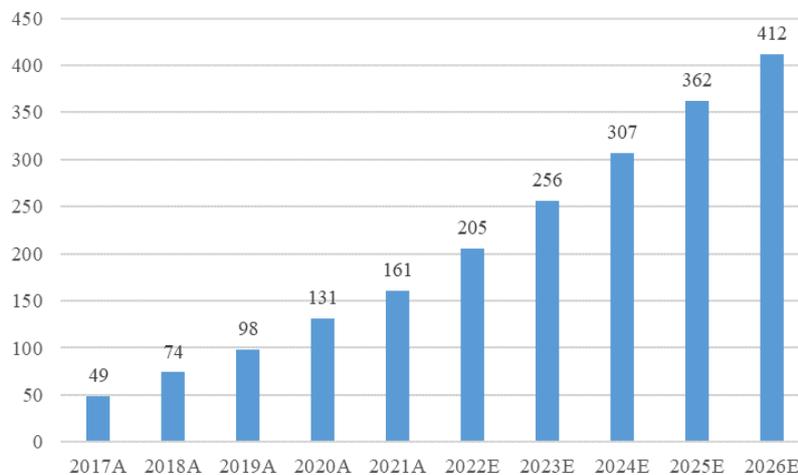
2 社交+相亲+海外三大业务拓展方向

2.1 社交赛道：准确把握市场需求，实现收入强劲驱动

当前的移动互联网四条主赛道：工具类应用、内容/媒体平台（包括图文、音视频、社区、搜索、门户等）、电商（实物电商+服务类电商+新零售）和游戏赛道，几乎每条赛道里面都有一部分产品具有社交属性。而移动社交领域长尾效应明显。在熟人社交领域，QQ+微信拥有超强护城河，地位难以撼动，众多新入局者瞄准垂直社交领域抢占细分赛道，搭建社交入口寻求新的流量增长点。

根据艾瑞咨询的数据，截至 2021 年 12 月 31 日，中国拥有 10.3 亿的庞大移动互联网用户规模，移动社交网络已经成为用户日常生活的重要组成部分，按收入规模测算，2021 年中国移动社交网络市场收入规模约 1610 亿元人民币，预计在 2026 年将达到 4120 亿元人民币的规模。在用户人群中，Z 世代（指 1995 年-2009 年出生的人群）是中国社交网络市场演变的主要驱动力。作为在互联网时代成长起来的群体，Z 世代更加习惯与人在线互动，截至 2021 年 12 月 31 日，中国 Z 世代移动社交网络用户规模约 3.3 亿人，占用户规模的 34.0%。2021 年中国 Z 世代移动社交网络市场达到 930 亿元，预期将以 24.3% 的 CAGR 增长至 2765 亿元，收入贡献占比将从 2021 年的 57.9% 增长至 2026 年的 67.1%。

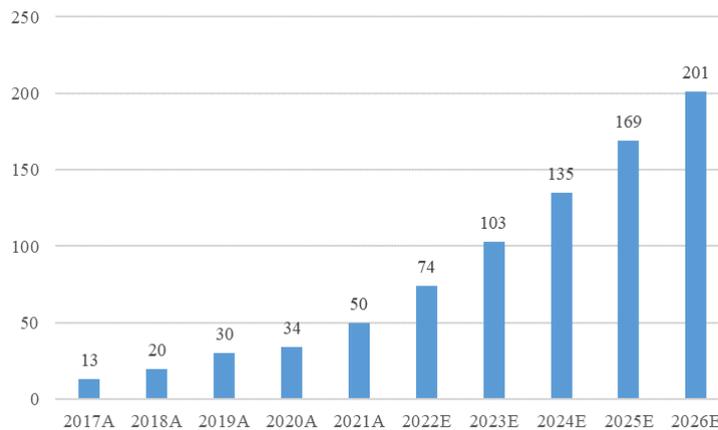
图 9：2017-2026 中国移动社交网络市场规模（十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，安信国际研究整理

与熟人关系的社交网络软件不同，开放式社交网络平台通过算法推荐、用户原创内容和基于兴趣的社区吸引用户留存互动，在开放式社交网络凭条上用户可以结识新伙伴，满足多样化社交需求。根据艾瑞咨询的数据，2021 年中国开放式移动社交网络市场规模达到人民币 500 亿元，预计 2021 年至 2026 年将按照 32.1% 的复合增长率增长至人民币 2008 亿元，增速高于整体移动社交网络行业。

图 10：2017-2026 中国移动社交网络市场规模（十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，安信国际研究整理

从 2018 年下半年开始，公司开始实行“互动娱乐+社交”的战略布局，跨界打造互动娱乐与社交产品矩阵，经过了三年多的打磨，社交产品已经成为驱动公司业绩增长的首要动力，2021 年社交产品为公司带来收入贡献达到 63%，同比增长 276%，成为公司第三增长曲线。公司打造了多款互动社交产品，满足不同地域、不同年龄、不同兴趣的用户需求。

图表 11：公司社交产品矩阵部分产品



资料来源：公司资料

图表 12：积目 APP



资料来源：公司资料

以“积目”APP 为例，2019 年收购社交软件积目 APP 时，便能看出映客互娱战略升级的正式开始。积目是一款主打“潮”、“酷”风格的陌生人社交产品，以兴趣为导向，面向的用户群体是对艺术、潮流、音乐有追求的年轻人。其用户主要集中在二线城市，95 后人群占比接近 80%。在陌生交友方面，积目通过左滑右滑匹配互相感兴趣的用户，表面上类似探探 App，但实际上核心并不相同。探探是基于大数据推荐的全名陌生人社交应用，积目不仅有一套用户匹配算法，还通过分析用户画像、LBS、目标语言(兴趣群)等信息进行了分析，协助符合调性的同类型用户配对，同时也为具有相同文化信仰的用户提供线下精准活动，将线上与线下社交场景打通闭环。目前积目的累计注册用户数超过 3000 万，用户次日留存率超过 60%。

积目在过往一年中，于应用板块(畅销)和社交板块(免费和畅销)中保持领先地位，整体趋于稳定。积目的畅销榜排名相较于免费榜更加靠前，反应积目的货币化率效果优于竞品社交应用。

图 13: IOS 端积目 App 排名趋势 (2021 年 6 月至今)



资料来源: 七麦数据, 安信国际研究整理

2.2 相亲赛道: 在成熟市场中另辟蹊径站稳脚跟

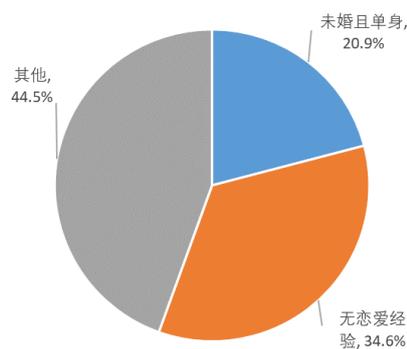
传统的相亲方式主要通过熟人介绍或者媒婆撮合两种方式, 随着互联网技术平台兴起和普及, 我国的互联网婚恋已经催生出更多的业务服务模式。根据 BigData 的数据, 我国的互联网婚恋交友市场从 2015 年的 31.1 亿元快速增长至 2021 年的 72 亿元, 年复合增长率为 15%。根据第三方数据 AURORA 在 2021 年对国内单身群体做的调研信息显示, 目前我过 20-40 岁的单身人群比例高达 55.5%, 且有约三分之一的人群无恋爱经历。

图表 14: 2015-2022E 中国互联网婚恋市场规模及增速



资料来源: BigData, 安信国际研究整理

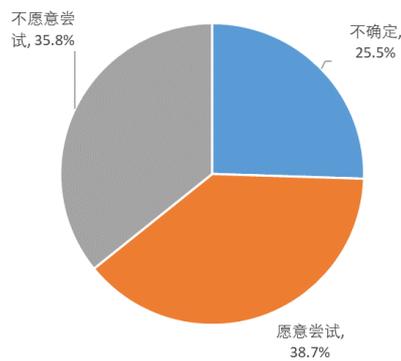
图表 15: 中国 20-40 岁单身情况人群划分



资料来源: AURORA, 安信国际研究整理

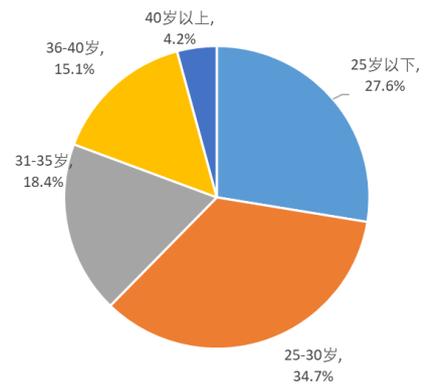
在 2021 年单身人群线上相亲意愿调查中, 愿意尝试线上相亲的单身人群占比约 38.7%, 不确定的人群占比为 25.5%, 明确不愿意的约 25.5%。考虑到害羞群体以及对线上相亲不了解的群体, 我们相信愿意使用采用互联网相亲的群体至少有单身群体整体的四成。从年龄分部上看, 我国互联网婚恋交友用户年龄群体占比最大的是 25-30 岁群体, 约为 34.7%, 其次是 25 岁以下用户, 占比 27.6%, Z 世代逐渐成为婚恋交友市场的主导群体。

图表 16: 2021 年单身人群线上相亲意愿分部



资料来源: BigData, 安信国际研究整理

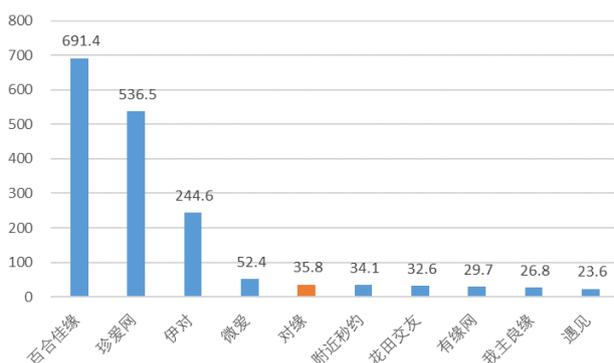
图表 17: 中国 20-40 岁单身情况人群划分



资料来源: BigData, 安信国际研究整理

中国的互联网婚恋平台主要有百合佳缘、珍爱网、伊对、微爱、对缘、附近秒约、花田交友、有缘网、我主良缘、遇见等。根据 BigData 的数据来看, 百合佳缘(由百合网和世纪佳缘合并)、珍爱网作为头部平台, 自 PC 互联网时代开始就经营婚恋交友网站, 有较高的知名度、线下渠道资源和经营经验, 与其他平台差距较大。从用户活跃数据来看, 对缘的月活用户数在国内排第五, MAU 为 35.8 万人, 日活数据排第四水平。但是从用户粘性来看, 对缘的 DAU/MAU 比例最高, 为 37.7%, 反应对缘的用户粘性高于同行水平。

图表 18: 2021 年主流婚恋平台 MAU (万人)



资料来源: BigData, 安信国际研究整理

图表 19: 2021 年婚恋平台 DAU(万人)与 DAU/MAU



资料来源: BigData, 安信国际研究整理

与老牌的互联网相亲平台百合佳缘、珍爱网相比, 对缘 APP 作为 2019 年 9 月上线的产品, 仅用两年时间就迅速成为国内日活前四的相亲 APP。对缘采用的是“嘉宾+红娘”的形式, 对缘中的红娘会针对“嘉宾”的特点及实际情况, 帮助男女“嘉宾”安排相亲。红娘将引导双方连麦互动、深入交流, 在双方相亲的过程中其他用户也可进房间观看, 并在线给出意见。相亲流程, 比起传统的邀约到店模式, 更为透明, 增加的观众互动环节也有利于暖场。2020 年疫情爆发, 单身青年待在家中的时间拉长给对缘提供增长的机会。2020 年春节期间, 对缘日活跃人数暴涨 300%, 共促成 200 多完场视频。根据 2020 年 10 月的数据, 对缘每月可为上万红娘带来 3000 元以上的收入, top15% 的红娘人均收入过万。

2021 年底公司推出“超级喜欢”APP, 继续丰富相亲产品矩阵。“超级喜欢”主打全场景恋爱社交, 主打以围绕新城市青年为核心的恋爱交友 APP, 用户可通过线上精准匹配并筛选对象, 并在线下门店通过游戏卡牌、聊天等方式相互增进了解。以线上线下无缝衔接的方式, 给予用户流畅感与真实体验。线下体验店于 2021 年 9 月在望京 SOHO 开业, 是北京首家线上线下联动单身 Club, 该门店每周都会组织 3-5 场相亲恋爱活动, 上线半年就组织了数千场的大小活动。

图表 20：“对缘”APP 红娘与嘉宾活动场景



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 21：“超级喜欢”线下店



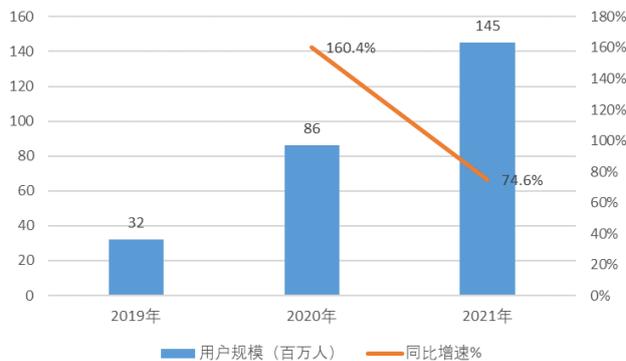
资料来源：公司资料，安信国际研究整理

2.3 下一步发展重点：海外市场

公司在国内成功打造的“直播+社交+相亲”矩阵，丰富的落地场景和大量工程师红利，为公司海外业务拓展提供强大的支撑。海外社交产品竞争激烈，且存在明显的同质化现象，但在“社交+”细分赛道的优质商业化机会依然十分丰富，用户规模也有非常充足的上升空间。公司在国内已经验证的商业模式，复制推广到海外市场有利于在短期打开海外布局，公司凭借多年积累的主播资源和消费者资源，对社交生态的理解，有利于公司在海外高质量发掘新的产品体系。

目前公司在海外已经上线的项目包括付费阅读产品、付费社交互动阅读产品和互动社交娱乐产品。在海外网文方面，2019年-2021年中国网络文学出海规模从3200万的用户规模成长到1.45亿的出海规模，海外网络文学市场规模增速近三年均超100%，互动率超55%。2021年，集团阅读和互动社交产品已完成产品上线及商业闭环的打造，构建了清晰的用户画像和收入模型，将在2022年为集团业务增长给予强劲动力。

图表 22：2019-2021 年中国网络文学出海用户规模



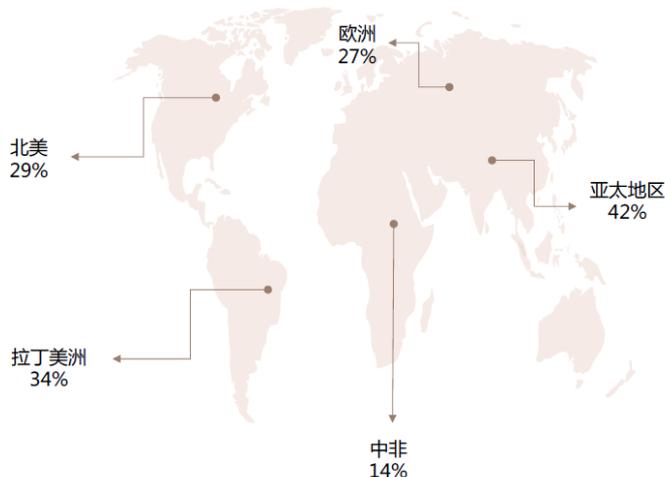
资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 23：公司推出的海外网文与社交应用产品



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

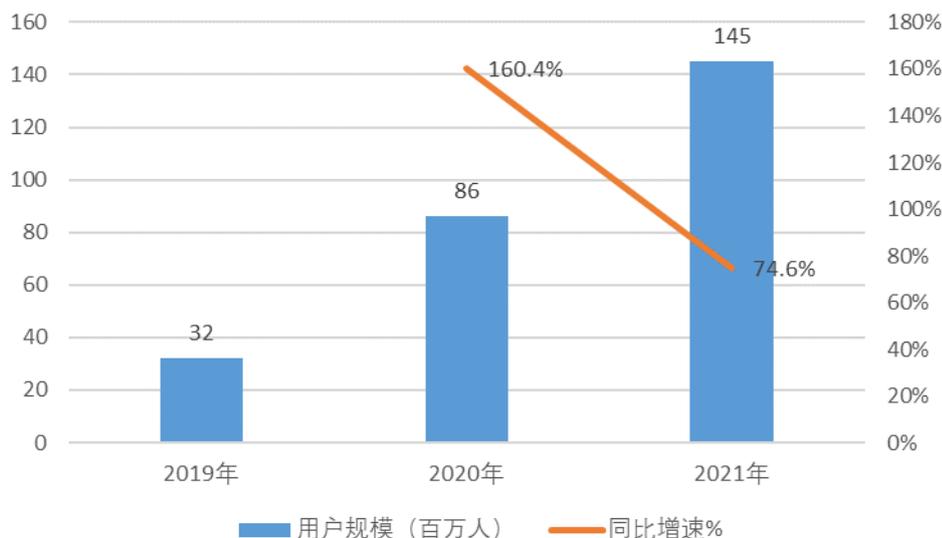
图 24：全球线上娱乐交友渗透率



资料来源：易观分析

目前全球线上娱乐交友发展仍然不均衡，随着互联网的普及，娱乐社交应用将不断渗透至各个国家和地区，公司凭借自身在娱乐社交领域的丰富经验和优势，有能力有效满足当地用户需求，助力企业全球化的深入发展。

图 25：2019-2021 年中国网络文学出海用户规模



资料来源：iResearch 前瞻产业研究院，安信国际证券研究

2.4 经过验证的能力与优势

强大的中台支持 公司能在互动社交多个细分赛道中孵化出多款现象级产品，兼具较高的成功率和快速盈利能力，离不开公司强大的中台支持。在确定“互动娱乐+社交”产品矩阵发展战略后，公司于 2020 年便完成了中台系统的搭建，通过对通用业务基础服务能力的整合，把产品体系中共性相通的部分，进行模块化，快速完成资源整合，实现数据与资源共享，从而极大提升产品从研发到商业化的创新效率，降低人力和研发成本，释放更多创造力和价值。

快速商业化能力 2021 年上半年，映客互娱对中台体系进行了再次升级，实现了从 1 到 N 的迭代和内部拆分，并将该系统正式命名为“开海”。值得注意的是，“开海”已不仅仅是中台，作为高效、可复用的企业级 SAAS 服务系统，它最明显的优点莫过于能以最低的成本更高效率的孵化新产品，比竞争对手更快的速度验证市场需求，致力于给目标用户提供更高质量的服务，完成产品的商业闭环。中台支撑集团多款 App 研发投入，从开发到完成时间缩短 50%，并且得以在 2 个月内完成业务商业化能力，远高于行业平均 3-6 个月的水平。

内部合伙人与赛马机制激励团队 公司推行内部合伙人机制，迅速验证产品生命周期，在单一赛道推行赛马机制，鼓励团队同时竞争，最快把握商业化途径。针对不同的产品做定制化的 ROI，考

核周期从 3 个月-1 年不等，严格把控产品的经济效益。

2021 年年初，语音社交概念红遍全球，映客仅仅用了 6 天的时间就迅速推出对话吧 APP，成为 2021 年国内互联网首个爆款产品，引发资本市场持续关注。这背后正是开海中台系统带来的先发优势，同时也反映了公司清晰的战略思维，能灵活和迅速地做出决策，响应急速变化的社交市场。

图 26：应市场需求快速上线对话吧



资料来源：互联网

2.5 重构线上、线下生态闭环

公司董事长奉佑生在公司六周年全员信中提到：进入后疫情时代，我们看到越来越多的年轻人重拾线下体验，开始享受看得见摸得着的“近场社交”。基于这种全新的市场趋势，公司逐渐探索一种线上线下深度融合、兼具质感与便捷的全新社交形态，做最有影响力的全场景新娱乐平台。

2021 年 7 月，积目在长沙开设全球首家实时互动定位酒吧——ROOMUU。不同于传统酒吧，ROOMUU 可以帮助用户打破线上与线下的“次元壁”。酒吧内所有桌位都设有 NFC 感应区，用户将手机贴近即可通过积目 APP 查看其他用户主页，选择和场内有相同兴趣的人组局拼桌，增加社交耦合度与驱动力；同时通过线上集卡等玩法，可以开启隐藏酒单、惊喜礼物，极大丰富了互动社交体验。

2021 年 9 月，集团旗下恋爱社交新产品超级喜欢 APP 的线下实体店也将开业，定位于北京首家线上线下联动单身 Club，为用户提供丰富的互动交流场景。映客利用线上优势，结合线下实体店增加用户粘性，提升了用户的忠诚度，也开创了 Z 世代线下潮流新玩法。

这些实体门店业务表明，映客正在重新构建线下潮流互动社交及消费新玩法，围绕“矩阵式社交产品发展”的核心战略，扩大在不同细分市场及人群的产品布局；探索更多新消费场景，打造最具影响力的全场景社交平台。

图表 27：ROOMUU 酒吧



资料来源：大众点评

图表 28：“超级喜欢”线下相亲体验



资料来源：公司资料

2.6 进军元宇宙

6 月 15 日，公司召开主题为“破壁而来”的线上品牌升级发布会，映客互娱集团正式更名为映宇宙（英文名称 Inkeverse），业务全面向元宇宙进军，并签约虚拟人“映映”为映宇宙品牌代言

人。董事长奉佑生表示，映宇宙是无限个社交新次元的矩阵式结合体。技术是基石，产品是硬件，但“一个真正美好的世界，主角一定是人，拥有有血有肉的情感。”

在当日发布会上，映客直播的沉浸式 KTV 功能“全景 K 歌”及元宇宙恋爱社交产品“情侣星球”惊艳亮相。另外，公司也在研发打造海外 3D 虚拟形象社交产品 The Place，主要面向欧美地区的 Z 世代用户。“情侣星球”APP 专为情侣设计，可以记录心情、共享经历、设置精确到秒的纪念日提醒和实时互动的桌面小组件，以沉浸式元宇宙恋爱体验，帮助恋人更好认识彼此，丰满人生。

图表 29：情侣星球 APP



资料来源：公司资料

图表 30：3D 虚拟社交 APP “The Place”



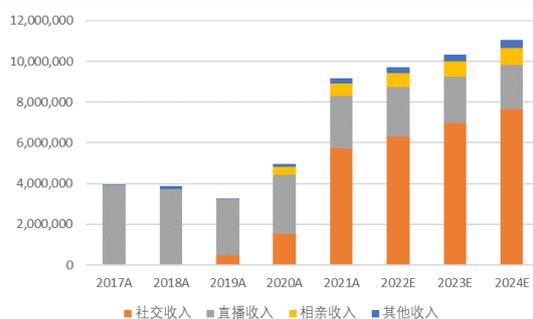
资料来源：公司资料

3 财务分析与业绩预测：

直播业务收窄，社交+相亲多矩阵产品贡献业绩增长 在公司上市的 2018 年，公司的直播业务贡献收入 37.3 亿元，占总收入比重约 96.6%，2019 年、2020 年和 2021 年的收入分别为 27.4 亿、28.9 亿和 25.6 亿元，同比变化分别为-26.5%、+5.3%和-11.3%，直播业务分部收入增长展现疲态。然而伴随社交与相亲板块贡献收入的快速增长，直播业务减少的部分被抵消，并在 2021 年呈现业绩爆发的态势。2019 年、2020 年和 2021 年公司整体收入分别为 32.7 亿、49.5 亿和 91.6 亿元人民币，同比增长分别为-15.3%、51.4%和 85.4%。期间社交板块贡献收入分别为 4.8 亿、15.3 亿（同比+216.2%）和 57.4 亿（同比+275.6%）元人民币，相亲板块收入分别为 0.1 亿、4.2 亿（同比+3080%）和 6.2 亿（同比+47.9%）元人民币。伴随公司多产品矩阵业务的发展，我们认为公司未来收入主要驱动仍然包括社交和相亲板块，部分被直播业务的下滑所抵消，除此以外海外业务拓展有望成为短期收入贡献的重要贡献。

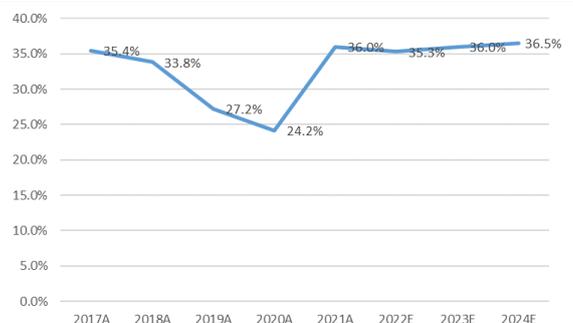
毛利率趋于稳定 毛利率方面，2017 年和 2018 年，公司的毛利率分别为 35.4%和 33.8%，主要为映客 APP 直播产品贡献的毛利；2019 年和 2020 年开始公司打造互动娱乐矩阵，映客 APP 以外的产品分成有所增加使得毛利率有所下滑，分别为 27.2%和 24.2%，在 2021 年新产品分成政策趋于稳定，使得毛利率恢复到 36.0%。伴随目前新业务的逐渐稳定，我们预计后续几年公司毛利率仍将维持在 35-36%的毛利率水平。

图表 31：公司历史收入及预测（千元人民币）



资料来源：公司资料，安信国际证券研究预测

图表 32：毛利率历史变化与预测



资料来源：公司资料，安信国际证券研究预测

业务增长的规模优势，费用率趋于稳定 伴随公司业务版图的扩张，销售费用率、行政费用率和研发费用率在 2020 年之前整体呈上升趋势，2017 年、2018 年和 2019 年三费合计分别为 16.1%、21.8%和 30.5%，2020 年疫情影响了公司扩张速度，但费用率规模效益开始体现，三费合计为 25.6%，同比下降 4.9 个百分点，2021 年公司加大的社交产品矩阵覆盖和布局，销售费用率也有所提升，

但行政和研发费用率因规模效益有所下滑，三费合计为 31.3%。后续来看，我们认为公司历史社交、直播等娱乐内容产品的运营经验日渐成熟，整体费用率将趋于稳定。

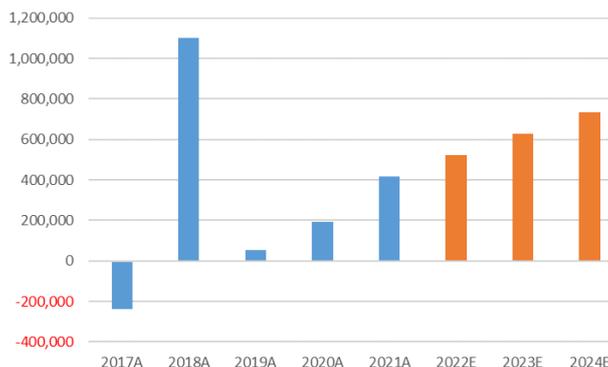
利润步入稳健增长 归母净利润方面，2018 年公司上市，此前优先股转换为普通股实现了 5.1 亿的溢利使得当年的归母净利润推高至 11.0 亿元，随后因直播业务面临行业挑战，加上公司业务多元化拓展，使得公司归母净利润在 2019 年大幅下滑至 5493 万元；2020 年和 2021 年因社交与相亲板块收入贡献的增长，归母净利润相应得到恢复，分别录得 1.93 亿元和 4.15 亿元人民币。我们预计未来三年，随着公司国内业务逐渐成熟和海外业务的拓展，公司利润有望每年实现超过双位数增长。

图表 33：营业费用历史变化与预测



资料来源：公司年报，安信国际证券研究预测

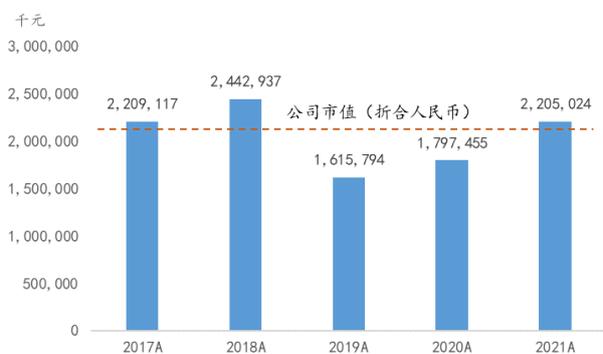
图表 34：归母净利润历史变化与预测



资料来源：公司年报，安信国际证券研究预测

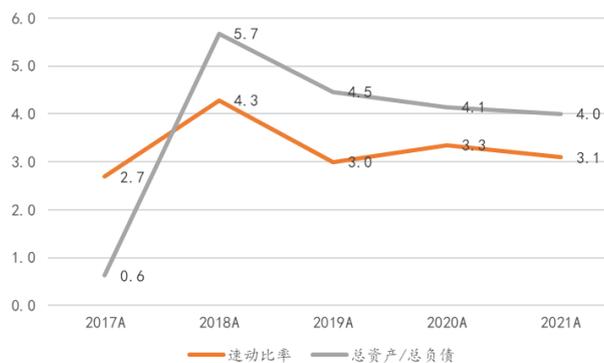
资金状况优异，净现金超过公司市值 公司的净现金水平长期保持较高且稳定的水平，2021 年末公司的现金及现金等价物为 22 亿元人民币，且已经超过公司的市值(2022 年 7 月 18 日) 22.1 亿人民币。从偿债能力上来看，公司几乎零负债，且总资产/总负债的比例常年保持在较高的水平，安全边际高。较高的现金储备为公司长期持续发展和投资并购提供了充足的资金储备，也是公司估值的安全垫。

图表 35：公司净现金与市值对比 (7 月 18 日)



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

图表 36：流动比率、速动比率和资产负债率



资料来源：公司公告，安信国际证券研究

4 估值与评级

4.1 同业估值相比严重低估

我们将港股和美股中与公司业务范围和规模接近的公司列举出来，将过去 12 个月的市盈率、市销率和市净率作为估值参考。参考下表我们可以很直观的看出，无论是参考美股还是港股的同类上市公司，公司的估值都处于明显低估的水平，按照 7 月 18 日收盘价计算，映客的 PS (TTM) 为 0.2x, PE (TTM) 为 4.9x, PB (MRQ) 为 0.5x, 均为行业最低或者较低水平。我们认为公司估值偏低的逻辑一方面在于市值较低带来的流动性折价，另一方面在于市场对于其秀场直播业务看低影响公司估值。

图表 37: 同业估值对比

代码	公司名称	市值 (十亿港元)	毛利率	PS (TTM)	PE (TTM)	市净率 (MRQ)
美股						
YY. O	欢聚	15.0	34.1%	0.8	-29.4	0.3
MOMO. O	挚文集团	7.1	42.1%	0.6	-1.9	0.6
HUYA. N	虎牙	6.3	13.5%	0.5	13.0	0.5
DOYU. O	斗鱼	3.1	13.6%	1.2	-4.7	0.4
MTCH. O	Match Group	146.0	70.4%	6.2	65.5	-91.3
YALA. N	Yalla Group	4.9	42.1%	2.3	7.7	1.9
港股						
3700. HK	映客	2.5	36.0%	0.2	4.9	0.5
9911. HK	赤子城科技	3.0	42.5%	1.1	-8.7	5.2

资料来源: Wind, 安信国际证券预测

4.2 首次评级为买入，目标价 2.54 港元

首次予以“买入”评级，目标价 2.54 港元 我们认为公司已经完成从单一直播为主业的上市公司转型成为社交+相亲矩阵为主体，海外市场拓展为辅的多元化移动应用娱乐公司。考虑公司过去业绩的增长以及 2022 年业绩增长的确定性，以及公司充足的现金安全垫，我们按照 2022 年预测利润的 8.0x 的市盈率，给与公司 2.54 港元的目标价，较最近收市价 96.9% 的预期涨幅，首次覆盖评级为“买入”。

5 风险提示

- 1) 秀场直播业务下滑拖累整体经营业绩；
- 2) 海外业务拓展不达预期；
- 3) 国内社交+相亲业务行业竞争加剧对公司业务和利润率带来负面影响。

附表：财务报表预测

利润表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	4,949,440	9,175,595	9,722,002	10,344,176	11,049,023
销售成本	-3,752,305	-5,870,496	-6,290,135	-6,620,273	-7,016,130
毛利	1,197,135	3,305,099	3,431,867	3,723,903	4,032,893
其他收入	82,669	76,758	60,000	60,000	60,000
其他(亏损)/收益净额	40,889	-44,941	-15,000	0	0
销售及推广开支	-709,936	-2,214,404	-2,041,620	-2,172,277	-2,320,295
行政开支	-221,596	-241,171	-388,880	-413,767	-441,961
金融资产减值损失净额	0	-8,379	0	0	0
研发开支	-334,431	-415,952	-486,100	-506,865	-530,353
经营利润	54,730	457,010	560,266	690,995	800,285
财务收入	10,721	26,619	32,739	41,583	51,773
财务费用	0	-9,878	0	0	0
联营公司损益	147,929	-429	21,404	0	0
除所得税前利润	213,380	473,322	614,409	732,578	852,057
所得税开支	-10,176	-40,313	-51,527	-63,099	-74,028
年内利润	203,204	433,009	562,882	669,478	778,029
归属少数股东利润	9,298	17,628	38,888	41,377	44,196
归母净利润	193,906	415,381	523,994	628,102	733,833

资产负债表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
物业、厂房及设备	14,657	26,818	23,409	21,705	20,852
投资物业	0	193,606	193,606	193,606	193,606
无形资产	676,108	590,402	562,382	535,763	510,475
递延税项资产	60,547	71,063	71,063	71,063	71,063
其他应收款项、按金及其他资产	29,376	19,623	19,623	19,623	19,623
按权益法入账之投资	395,225	500,717	500,717	500,717	500,717
按公允价值计入损益的金融资产	40,122	141,718	141,718	141,718	141,718
定期存款	47,000	0	0	0	0
使用权资产	150,832	175,157	175,157	175,157	175,157
流动资产总额	1,413,867	1,719,104	1,687,675	1,659,351	1,633,211
存货	11,522	12,314	29,166	31,033	33,147
应收账款	53,774	63,499	77,776	80,685	86,182
其他应收款、预付款项	295,750	548,433	548,433	548,433	548,433
现金及现金等价物	1,360,333	1,993,306	2,641,963	3,374,606	4,218,666
受限制现金	14,377	612	612	612	612
定期存款	350,000	70,000	70,000	70,000	70,000
按公允价值计入损益的金融资产	1,169,996	831,124	831,124	831,124	831,124
流动资产总额	3,255,752	3,519,288	4,199,074	4,936,492	5,788,164
应付账款	638,794	669,342	754,816	794,433	841,936
当期所得税负债	16,017	16,479	16,479	16,479	16,479
租赁负债	33,318	32,040	32,040	32,040	32,040
其他应付款项及应计费用	147,312	283,190	283,190	283,190	283,190
借款	0	0	0	0	0
拨备	14,061	5,264	5,264	5,264	5,264
其他流动负债	0	0	0	0	0
合约负债	120,730	128,281	128,281	128,281	128,281
流动负债总额	970,232	1,134,596	1,220,070	1,259,687	1,307,190
递延税项负债	26,787	21,864	21,864	21,864	21,864
租赁负债	125,910	150,784	150,784	150,784	150,784
其他应付款项及应计费用	3,137	0	0	0	0
非流动负债总额	155,834	172,648	172,648	172,648	172,648
股本	13,262	13,262	13,262	13,262	13,262
累计亏损	-404,505	10,876	534,870	1,162,972	1,896,805
其他储备	3,906,228	3,905,672	3,905,672	3,905,672	3,905,672
本公司股东应占权益	3,514,985	3,929,810	4,453,804	5,081,906	5,815,739
少数股东权益	28,568	1,338	40,226	81,603	125,799
总权益	3,543,553	3,931,148	4,494,030	5,163,509	5,941,537

财务分析

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
营业能力					
毛利率	24.2%	36.0%	35.3%	36.0%	36.5%
销售费用率	14.3%	24.1%	21.0%	21.0%	21.0%
行政费用率	4.5%	2.6%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	6.8%	4.5%	5.0%	4.9%	4.8%
营业利润率	1.1%	5.0%	5.8%	6.7%	7.2%
净利率	4.3%	5.2%	6.3%	7.1%	7.7%
税率(所得税/营业利润)	-18.6%	-8.8%	-9.2%	-9.1%	-9.3%
应收账款周转天数	2.7	2.3	2.7	2.8	2.8
应付账款周转天数	56.0	40.7	41.3	42.7	42.6
财务状况					
流动比率	3.36	3.10	3.44	3.92	4.43
速动比率	3.34	3.09	3.42	3.89	4.40
扣除债务后净现金	2,927,329	2,894,430	3,543,087	4,275,730	5,119,790
总负债/总资产	0.24	0.25	0.24	0.22	0.20
增长能力					
收入同比增长	51.4%	85.4%	6.0%	6.4%	6.8%
归母净利润同比增长	57.7%	56.5%	7.1%	5.2%	6.0%

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
除税前利润	213,380	473,322	614,409	732,578	852,057
PP&E折旧	10,524	9,760	13,409	11,705	10,852
无形资产摊销	36,372	26,172	29,520	28,119	26,788
使用权资产折旧	30,105	35,903	0	0	0
无形资产减值	14,147	15,916	0	0	0
财务收入净额	-10,721	-16,741	-32,739	-41,583	-51,773
其他非营运经营现金流量	-154,992	89,921	0	0	0
存货变化	-10,273	-754	-16,852	-1,867	-2,115
贸易应收款	-24,083	-10,464	-14,277	-2,909	-5,498
其他应收款项、预付账款及	-91,808	-233,555	0	0	0
应付账款变化	80,465	36,396	85,474	39,616	47,503
合约负债	5,556	19,261	0	0	0
其他营运资金变动	57,205	123,881	0	0	0
经营业务现金流	155,877	569,018	678,944	765,660	877,815
以收利息	12,009	37,068	32,739	41,583	51,773
已付所得税	-14,527	-47,004	-51,527	-63,099	-74,028
经营活动现金流净额	153,359	559,082	660,157	744,143	855,560
固定资产开支	-6,812	-22,394	-10,000	-10,000	-10,000
无形资产开支	-1,170	-1,574	-1,500	-1,500	-1,500
支付非流动金融资产投资	-2,977	-96,335	0	0	0
支付流动资产投资	400,590	266,406	0	0	0
出售长短期存款所得款项	184,756	397,000	0	0	0
关联方贷款	-600	-14,779	0	0	0
其他投资活动现金流	203,832	-398,357	0	0	0
投资活动现金流	777,619	129,967	-11,500	-11,500	-11,500
收购库存股	-123,357	-24,977	0	0	0
支付租赁负债	-37,381	-45,649	0	0	0
发行股份所得	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	1,000	18,287	0	0	0
融资活动现金流	-159,738	-52,339	0	0	0
期初现金净额	603,932	1,360,333	1,993,306	2,641,963	3,374,606
现金流净增加	771,240	636,710	648,657	732,643	844,060
汇率变动对现金影响	-14,839	-3,737	0	0	0
期末现金	1,360,333	1,993,306	2,641,963	3,374,606	4,218,666

资料来源：公司公告，安信国际研究预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010