

## 映客 (3700.HK)

### 專注細分市場的直播短視頻企業

★ **我們看好行業及集團未來表現：**因為 1) 內地直播及短視頻行業發展迅速，正不斷擴大，潛力尚未見頂；2) 集團專注於細分市場，競爭相對較少，並有潛力；3) 集團規模正擴大，各項產品加強集團經濟生態圈，可提升規模經濟效益；4) 集團擁有強大的中台發展，並具優勢。

★ **內地短視頻及直播行業發展迅速，潛力未見頂：**根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國短視頻平台平均日活躍用戶數由 2015 年的 32 百萬，增加至 2019 年的 496 百萬，複合年增長率 98.7%，並預期到 2025 年可達 900 百萬，達至複合年增長率 10.4%；中國直播平台平均日活躍用戶數由 2015 年的 36 百萬，增加至 2019 年的 213 百萬，複合年增長率 56.4%，並預期到 2025 年可達 513 百萬，達至複合年增長率 15.7%。行業發展潛力強勁。

★ **專注細分市場，拓展更多產品：**集團以其主力品牌映客 APP 作為原始業務，並基於其知名度及其用戶群，拓展更多不同細分市場的產品，以吸引更多用戶使用其產品，從而加強集團整用戶黏性度，擴展集團經濟生態圈，我們認為可有利於集團未來業績表現，並持續為集團帶來回報。

★ **集團擁有強大的中台發展，並具優勢：**集團擁有一個強大的中台發展模式，能夠快速支持創新產品的開發及驗證，把研發過程精簡，有效地縮短推出時間，帶來更大便利，使產品推出成功率提高，因此提升成本效益，能更快讓客戶接觸其產品，使其具有領先優勢。

★ **估值評級：**基於折現現金流估值模型的目標價為 3.05 元，運用加權平均成本 9.60% 計算，採用終端增長率 3.0%，相等於 2021/2022 年預測市盈率 30.3/27.4 倍，給予強烈推薦評級。

#### 財務數據

年結於 12 月 31 日	2019	2020	2021 預測	2022 預測
營收 (人民幣千元)	3,268,573	4,949,440	7,179,402	9,730,433
變化 (%)	-15.3%	51.4%	45.1%	35.5%
淨利潤 (人民幣千元)	52,781	203,204	251,770	292,883
變化 (%)	-95.2%	285.0%	23.9%	16.3%
每股基本盈利 (人民幣元)	0.03	0.10	0.12	0.13
變化 (%)	-96.2%	233.3%	18.9%	10.8%
市盈率 (倍)	42.6	12.1	30.3	27.4
市淨率 (倍)	0.75	0.66	2.03	1.89

資料來源：集團、方正證券(香港)

2021 年 4 月 8 日

### 首次覆蓋

目標價：3.05 港元

評級：強烈推薦

#### 最新主要資料

(截至 2021 年 4 月 1 日)

股價 (港元)	2.33
已發行股份總數 (百萬股)	2,006.956
市值 (百萬港元)	4,676
12 個月日均成交額 (百萬港元)	12.3
52 周股價波幅 (港元)	0.96-3.08

#### 股價表現 (%)

	1 個月	3 個月	12 個月
絕對值	1.3	111.8	133.0
相對恆生指數	1.8	105.5	111.1

#### 股價及成交額走勢圖



資料來源：WIND

黃偉健, CFA

中央編號: BIC832

(852) 3798 3306

ken.wong@hkfoundersc.com

## 行業概況

### 中國移動互聯網日趨普及，滲透率持續上升

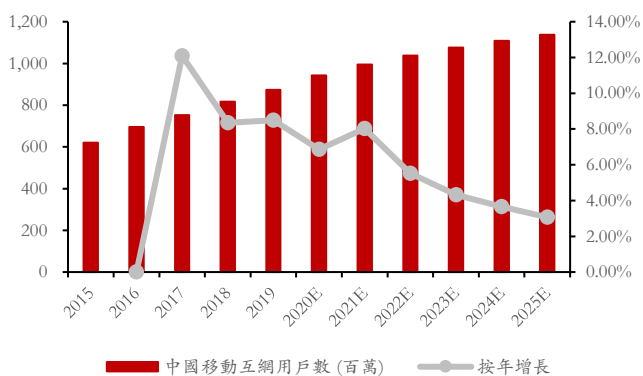
受惠於移動設備的日漸普及，以及無線通訊技術的進步，移動設備的快速無線連線速度使移動通訊的應用十分廣泛。目前 5G 連線速度加強了移動設備的用戶體驗，因此亦帶動了移動互聯網的發展，用戶透過移動互聯網使用社交應用程式已十分普遍，已不再只限於桌上型電腦使用，因此移動社交應用程式是近年發展迅速的爆發年代。

在移動社交應用程式領域中，近年已由過往的單一單向交流，發展至目前的多向或雙向互動式交流，其所帶來的內容豐富以及吸引的視聽享受，網上直播及短視頻隨即步入高速發展階段，

根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國移動互聯網用戶由 2015 年的 6.2 億，增加至 2019 年的 8.7 億，複合年增長率 8.9%，並預期到 2025 年可達 11.37 億，達至複合年增長率 4.5%，在通訊速度加快以及移動設備的普及下，移動互聯網用戶將會持續增加。

根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國移動互聯網滲透率則由 2015 年的 45.3%，提升至 2019 年的 62.4%，並預期將提升至 2025 年的 78.5%，移動互聯網將會越趨普及。

圖表1: 中國移動互聯網用戶 (百萬)



資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

圖表2: 中國移動互聯網滲透率(%)



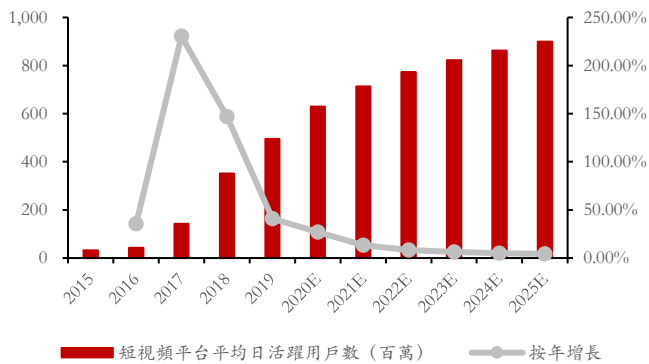
資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

## 短視頻迅速爆發

根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國短視頻平台平均日活躍用戶數由 2015 年的 32 百萬，增加至 2019 年的 496 百萬，複合年增長率 98.7%，並預期到 2025 年可達 900 百萬，達至複合年增長率 10.4%，在社交互動所帶來的豐富內容及即時的分享，由於其形式相對簡單，而所帶來的方便及用戶體驗良好，短視頻平台用戶量不斷增加。

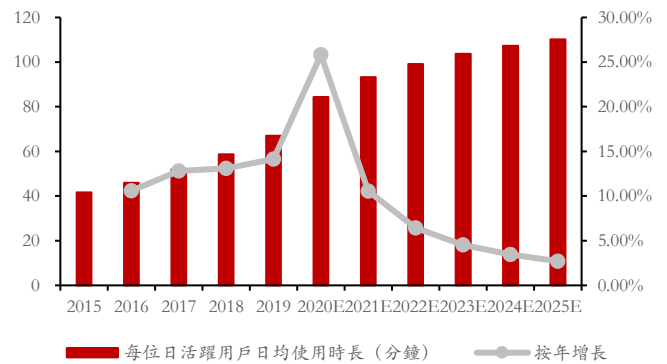
根據艾瑞諮詢的資料顯示，每位日活躍用戶日均使用時長則由 2015 年的 42 分鐘，增加至 2019 年的 67 分鐘，並預期將提升至 2025 年的 110 分鐘，由於移動設備的使用量日益增加，用戶的娛樂及溝通模式已漸漸移到互聯網上，加上短視頻的傳播力高，內容覆蓋多個不同領域主題，在各類生活消閒及購物亦廣泛使用，因此帶動用戶使用時間持續增加。

圖表3：中國短視頻平台平均日活躍用戶數 (百萬)



資料來源：艾瑞諮詢、方正證券(香港)

圖表4：每位日活躍用戶日均使用時長(分鐘)



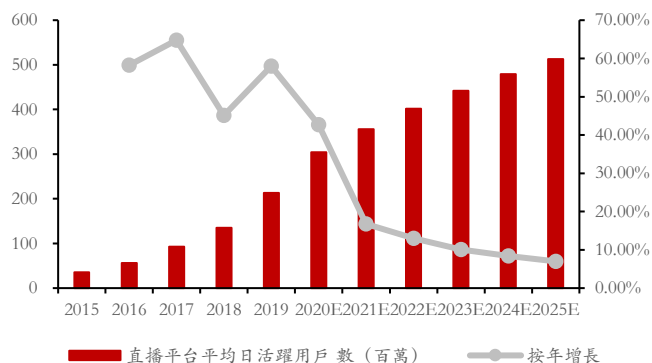
資料來源：艾瑞諮詢、方正證券(香港)

## 直播提供實時資訊，促進資訊快速廣播

根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國直播平台平均日活躍用戶數由 2015 年的 36 百萬，增加至 2019 年的 213 百萬，複合年增長率 56.4%，並預期到 2025 年可達 513 百萬，達至複合年增長率 15.7%，直播所帶來的實時資訊及廣播，促進了社會資訊傳播的速度，同時帶來更多不同商機，包括廣告、教育、遊戲等領域發展，因此直播的用戶量亦不斷增加。

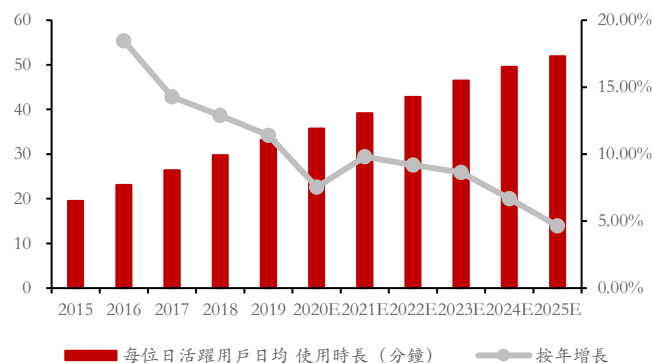
根據艾瑞諮詢的資料顯示，用於直播的每位日活躍用戶日均使用時長則由 2015 年的 20 分鐘，增加至 2019 年的 33 分鐘，並預期將提升至 2025 年的 52 分鐘。在用戶花在網上直播的時間增加下，我們相信行業將會繼續擴張，將會利好行業企業發展。

圖表5: 中國直播平台平均日活躍用戶數 (百萬)



資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

圖表6: 用於直播的每位日活躍用戶日均使用時長(分鐘)



資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

### 中國直播虛擬禮物打賞規模漸大

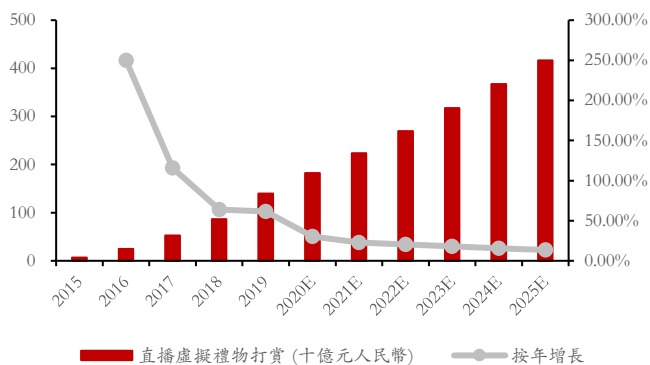
受惠於用戶於網上平台使用時間不斷增加，以及網上直播內容質量及覆蓋領域的提升，用戶付費意願有所增加，以打賞直播的主播。根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國直播虛擬禮物打賞規模由2015年的70億元人民幣，增加至2019年的1,400億元人民幣，複合年增長率111.5%，並預期到2025年可增至4,170億元，複合年增長率19.9%，其規模將會持續擴大。

### 中國移動廣告市場規模有增無減

隨著通訊技術發展，移動通訊日漸普及，滲透率亦不斷攀升，用戶量提升使廣告客戶投放於移動設備的廣告資金規模亦相應擴大，根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國移動廣告市場規模由2015年的1,000億元人民幣，增加至2019年的5,420億元人民幣，複合年增長率52.6%，並預期到2025年可增至17,060億元，複合年增長率21.1%，規模亦將繼續持續擴大。移動廣告將為廣告客戶使用的最主要方式之一。

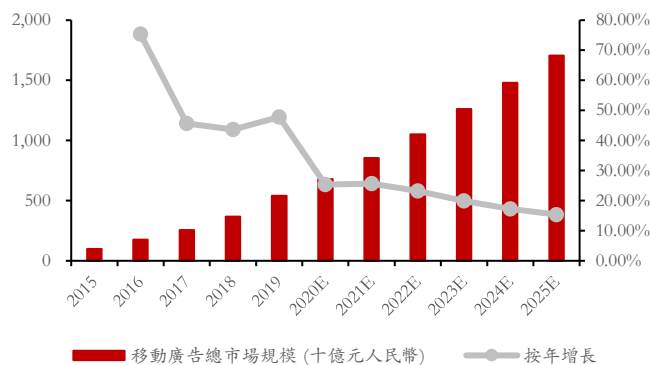
其中，受惠於短視頻及直播的興起，通過短視頻和直播平台的移動廣告於近年呈現較高增長，根據艾瑞諮詢的資料顯示，中國通過短視頻和直播平台的移動廣告規模由2015年的1億元人民幣，增加至2019年的810億元人民幣，複合年增長率434.1%，並預期到2025年可增至4,650億元，複合年增長率33.7%，增長強勁。

圖表7: 中國直播虛擬禮物打賞規模 (十億元人民幣)



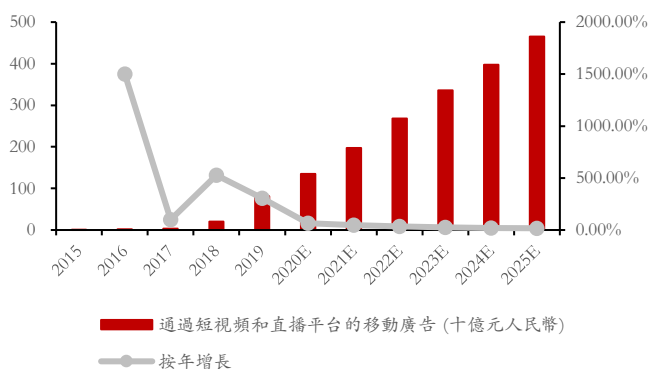
資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

圖表8: 中國移動廣告總市場規模 (十億元人民幣)



資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

圖表9: 中國通過短視頻和直播平台的移動廣告規模 (十億元人民幣)



資料來源: 艾瑞諮詢、方正證券(香港)

## 中國直播及短視頻市場潛力可觀，看好未來發展

中國移動設備所帶來的短視頻及直播機遇龐大，我們相信在經濟增長下，以及移動智能設備的普及與滲透率提升下，直播及短視頻行業發展潛力依然可觀，因此看好行業發展。

## 集團業務分析

映客互娛是中國領先的移動端直播平台，在具備較強消費能力且積極消費的年輕一代中尤其受歡迎。

目前集團最主要的核心產品為映客 APP，於 2015 年 5 月正式上線，主要提供用戶互動式的直播平台，該 APP 可以於多個移動平台下載，包括安卓及蘋果等應用商店。

映客在推出其首個直播應用程式映客 APP 後，一直亦持續營運，不斷累積其用戶群基礎，其後集團則基於其較大的用戶量下，持續把業務擴展至更多不同細分應用領域，推出多個創新產品，以迎合用戶不同的需求，從而達至橫向發展，以及達到更大的規模經濟效益。

截於 2020 年 12 月 31 日，集團的業務佈局主要覆蓋六個細分領域，包括直播、語音社交、視頻相親、興趣社交、1V1 社交、創新產品儲備。而旗下主要營運三大應用程式 (APP)，包括映客 APP、對緣 APP、積目 APP，以及多個規模相對較少的不同類型的應用程式及服務。

以 2020 年 12 月 31 日的收入佔比來看，集團的映客直播依然是集團最主要收入來源的平台，2020 年收入約 28.8 億元人民幣，佔集團總收入約 59%，除了映客直播 APP，其餘的產品則歸納為創新產品，2020 年收入約為 20.7 億元人民幣，佔集團總收益約 41%，而這部份創新產品於 2019 年時只佔集團總收入的約 14%。創新產品是集團去年，以及未來業務最主要的增長動力。

圖表10：集團業務佈局



資料來源：集團

## 映客 APP

映客 APP 是集團最主力及核心的直播應用程式，是集團的主要標誌產品。

映客 APP 吸引多名主播在其 APP 內進行直播，主播可以於直播期間提供各類型的表演，包括唱歌、跳舞、各類型動作等，以表現其才藝、各項技能及多方面的知識，甚至可以分享其個人的生活方式，以吸引用戶觀看。當主播能吸引用戶觀看後，用戶可透過送贈虛擬物品給主播以表示欣賞及喜歡其直播，集團即會與各名主播作出收入分成，成為集團的收入來源之一。另外，集團亦基於其擁有龐大用戶量的應用程式中，透過於應用程式中幫助廣告客戶投放廣告，為客戶宣傳其產品，以獲取廣告收入。

映客 APP 主要以其生動而特別的介面提供各用戶使用，作為社交應用程式，一個多姿多彩、生動、產色豐富、介面容易操作、有多個供能及增值服務等，是相對較用戶歡迎，能提升用戶的興趣及加強用戶的黏性度，從而留住舊有用戶並吸引新用戶，是映客 APP 能夠持續營運的一大重點。

另外，集團不斷的對 APP 進行升級及提供更多服務，也是集能夠吸引用戶的一個地方。例如於 APP 內推出新公會政策，給用戶以伙伴形式獲取收入，APP 亦提供交友派對，升級互動方法，再結合 AI 等功能，提升用戶實時體驗，也是集團 APP 的賣點之一。我們相信不斷進行服務更生此特點將可為集團繼續吸引用戶使用。

映客 APP 於 2020 年的收入約為 28.8 億元人民幣，月活躍人數約為 2.4 千萬至 2.5 千萬，集團這部份 2021 年目標有約 4-5% 的業務增長，是一個相對較為穩定的增長。

圖表11：集團映客 APP



資料來源：集團

## 創新產品

集團除了營運其映客直播 APP 外，近年不斷推出其他創新產品，以進軍更多不同細分領域發展，包括語音社交、視頻相親、興趣社交、1V1 社交、創新產品儲備。這部份的創新產品，是集團未來業務發展潛力較大的重點之一。

## 對緣 APP 發展迅速

集團的對緣 APP，提供用戶相親服務，由於內地人口龐大，地方亦分散，人口密度相對較低，人與人的接觸往往來得不容易，亦不容易結識新朋友，甚至是男女朋友，更不容易尋找合適的戀愛或結婚對象，市場需求不少。集團推出了其創新對緣 APP，幫助用戶尋找及配對，從而找出合適對象。

另外受惠受 COVID-19 的影響，集團的對緣 APP 亦大受歡迎。根據集團資料顯示，對緣 APP 經過近一年的發展，其用戶規模已達到行業第二名，是網上視頻相親應用程式的領先 APP 之一，根據中科院的《互聯網週刊》所發佈的年度 APP 排行榜中，對緣 APP 排名“2020 年度新銳 APP 排行榜單”第 7 位，顯示對緣 APP 是較受市場歡迎的熱門 APP 之一。

對緣 APP 受歡迎主要因為 APP 中除可幫助配對外，亦提供各項相關服務如打造紅娘培訓系統，提升紅娘質素及能力，同時亦配合線下相親活動，使用戶獲得貼身服務。我們認為集團的對緣 APP 可在集團不斷與時並進情況下，持續為用戶帶來優質服務，因此可吸引更多用戶使用。

根據集團資料顯示，對緣 APP 2020 年收入約為 4 億元人民幣，2021 年目標有望大幅增長逾 1 倍，日活躍人數達到四十多萬個，因此，從目前數字來看，其用戶增長潛力龐大。

圖表12：集團對緣 APP



資料來源：集團



## 積目 APP

集團的積目 APP 主要為用戶提供以興趣為主題的社交 APP，積目 APP 通過創新的方法，開拓不同創新場景，覆蓋線上線下全娛樂場景，解決了社會的社交需求，使擁有共同興趣而來自不同地方的人聚合並互相交流分享，當中包括說唱活動、塗鴉文化、積目酒吧等。

根據集團資料顯示，2020 年集團積目 APP 的收入約為 9 千萬元人民幣，佔集團總收入相對較少，2021 年目標約為 1 億多元人民幣，日活躍人數可達 1 百萬。然而雖然積目 APP 目前的收入佔比不大，但集團可以透過積目 APP 而提升集團整體業務的經濟生態圈，這將有利於集團進一步拓展自身業務及其他更多創新產品，用戶黏性即有望提升，並吸引更多不同群組的新用戶使用集團產品。

圖表13：集團積目 APP



資料來源：集團

## 其他社交產品

集團除營運三大 APP 以外，同時亦營運其他多種類的產品，包括語音社交、遊戲社交、1V1 社交、語聊社交等。

根據集團資料顯示，集團的語音社交目前收入佔比較高，2020 年收入約 12 億元人民幣，目標 2021 年或接近持平，月活躍用戶則約數十萬個。我們認為這部份將會維持平穩，帶給集團穩健的收入，並可維持用戶的活躍度，加強集團整體表現。

此外，集團的 1V1 社交產品，將是集團未來業務增長點之一。根據集團資料顯示，1V1 社交產品 2020 年收入約 2 億多元人民幣，而目標於 2021 年將大幅增長數倍以上，其月活躍人數則數十萬個。由於 1V1 社交產品是 2020 年才真正開始上線，在短時間內已有可觀的收入，加上目前用戶基數相對較低，因此我們認為其後的可發展潛力相對較大。

## 行業競爭大，專注細分市場

內地短視頻及直播行業競爭激烈，市場上產品眾多，市場參與者亦不少，面對行業龍頭的競爭，集團表示並不擔心。我們認為由於行業規模較大，而且還具擴展潛力，行業眾多的參與者將可建立一個健康的良性競爭環境，內地近月亦對於反壟斷法作出不同程度之調整，對部份科技行業龍頭企業作出反壟斷調查，我們認為內地政策可以讓市場有更公平發展，這亦可有利於映客搶佔市場份額。

另外集團亦表示將拓展更多行業的細分市場，這些目標細分市場可能是還未被行業龍頭企業所發掘，相信對集團亦不會有不利的競爭環境，反而可以於各不同細分領域專注並發展成為該細分的領先者，實有利於集團發展。

## 集團定位清晰，資源投資效率最大化

由於集團清楚於市場上的位置，並了解行業競爭對手，因此能作出明確的市場定位，方向集中於細分市場，把資源精準投放發展，使成本效益最大化。另外此特性亦能使集團迅速面對市場用戶口味變化，及時推出合適的產品，因此於細分市場下亦擁有較強競爭能力。

## 強大的中台發展具優勢

集團擁有一個強大的中台發展模式，能夠快速支持創新產品的開發及驗證，把研發過程精簡，有效地縮短推出時間，帶來更大便利，使產品推出成功率提高，因此提升成本效益，能更快讓客戶接觸其產品，使其具有領先優勢。

## 未來發展方向

集團藉著其固有的映客直播 APP 的用戶基礎上，集團表示將不斷發展不同創新產品，以覆蓋更多細分領域服務，並發展成為該細分領域的龍頭產品，相信這將是集團未來增長主要動力。集團亦表示將會於市場上尋找不同的併購機會，以快速拓展上下游產業鏈及更多創新產品，省下設立時間，相信亦可為集團進一步加快其規模發展速度。

## 有望被納入港股通標的

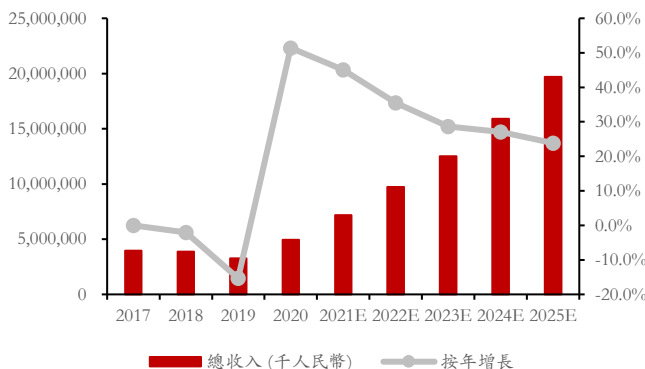
集團目前市值已接近 46.76 億，距離被納入港股通資格的 50 億港元只差不到 10%，隨著集團收入及利潤上升，我們認為集團將於今年內將達到被納入港股通內的資格的機會甚高，相信到那時候可以吸引更多資金追捧，有助支持股價。

## 財務分析

集團收入由 2019 年的 35.7 億元增加至 2020 年的 49.5 億元人民幣，按年增 51.4%，受惠於集團不斷推出創新產品，堅持互動社交核心戰略，其創新產品取得了強勁表現以及成效，從而帶動收入上升。在憧憬集團繼續加強研發，以及透過收併購以增加集團創新產品數量，再加上集團現有的產品可繼續吸引其客戶持續使用下，我們預期集團於 2021 年收入將可按年增長 45.1%，至 71.8 億元人民幣，將再創下歷年新高，以反映其業務規模持續擴大。我們亦預期到 2025 年集團收入可達 197.0 億元人民幣，達至複合年增長率 31.8%，以反映集團業務的持續性增長。

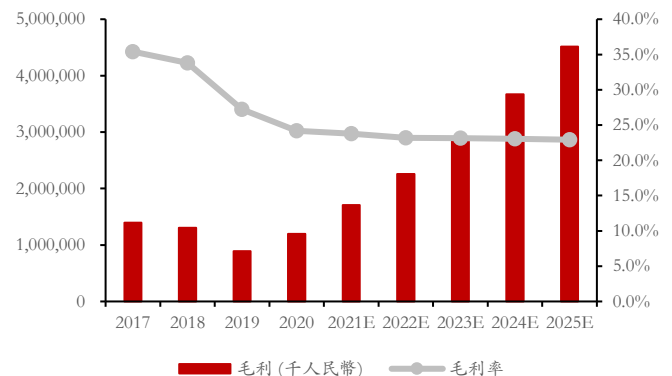
集團毛利由 2019 年的 8.9 億元增加至 2020 年的 12.0 億元人民幣，按年增加 34.6%，毛利率則由 2019 年的 27.2% 下至 2020 年的 24.2%，毛利的增長主要受惠收入錄得強勁增長所致，毛利率下跌則主要受到集團創新產品的初期毛利率較低而拖低整體毛利率所致。在憧憬集團收入持續增長並帶動毛利上升情況下，我們預期集團毛利將於 2021 年按年增 42.7% 至 17.1 億元人民幣，並到 2025 年可達 45.2 億元人民幣，達到複合年增長率 30.4%。我們亦預期集團毛利率將略為下跌至 2021 年的 23.8%，到 2025 年毛利率將略為下降至 22.9%，以反映毛利率維持良好穩定水平。

圖表14：集團總收入(千元人民幣)



資料來源：集團、方正證券(香港)

圖表15：集團毛利及毛利率

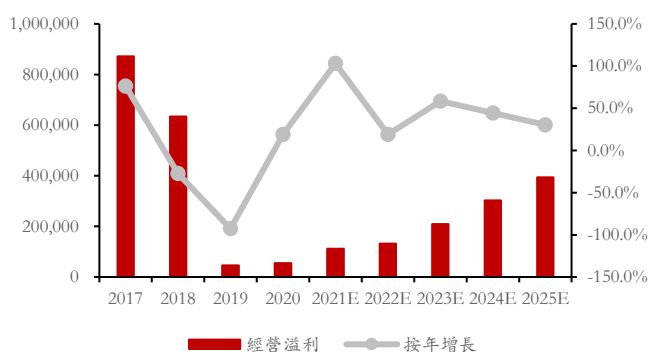


資料來源：集團、方正證券(香港)

集團經營溢利由 2019 年的 4,597 萬元人民幣，增加 19.0% 至 5,473 萬元人民幣，其增長速度低於收入及毛利增長速度，主要受集團加大銷售及推廣開支於新產品所影響，這亦是集團在吸引更多用戶上花費的成本，以抓緊線上直播及短視頻爆發的機會。我們預期集團經營溢利於 2021 年將按年增加 103%，至 1.1 億元人民幣，主要受收入增長帶動及花費於銷售及推廣上的成本增長將有所減慢所致，預期到 2025 年經營溢利將達 3.94 億元人民幣，達至複合年增長率 48.4%。

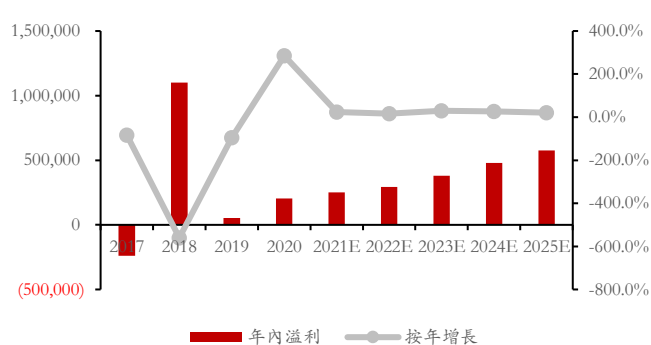
集團溢利則由 2019 年的 5,278 萬元人民幣，增加 285.0% 至 2.03 億元人民幣，主要受主營業務收入增長以及來自聯營公司及合營企業的利潤增長所致，當中來自聯營公司及合營企業的利潤約為 1.48 億元人民幣。溢利率則由 2019 年的 1.6% 提升至 2020 年的 4.1%。我們預期在集團溢利將於 2021 年繼續受惠收入上升以及來自其他投資收業所帶動而按年上升 23.9%，至 2.52 億元人民幣，並預期到 2025 年可達 5.76 億元人民幣，達至複合年增長率 23.2%。

圖表16: 集團經營溢利(千元人民幣)



資料來源：集團、方正證券(香港)

圖表17: 集團溢利(千元人民幣)

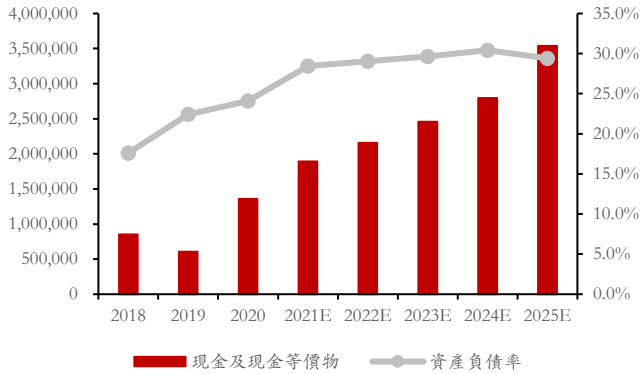


資料來源：集團、方正證券(香港)

集團資產負債率由 2019 年的 22.4% 上升至約 24.1%，負債比率維持較低的健康水平，集團截於 2020 年 12 月 31 日亦持有近 13.6 億元人民幣的現金及現金等價物，從資本結構來看算是良好。我們預期集團將有充裕現金，資產負債率於 2021 年將略上升至 28.4%，並到 2025 年維持近 29.4% 水平，以反映其健康負債水平。

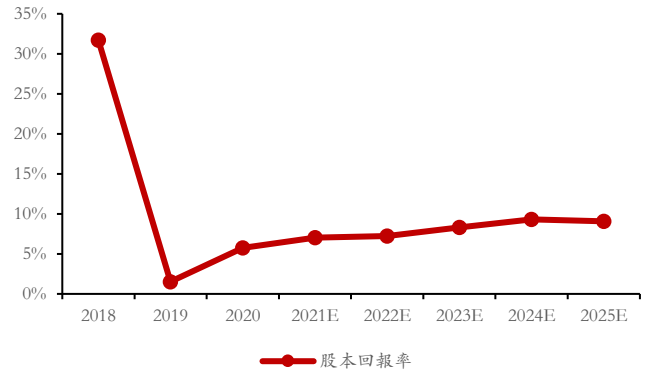
集團股本回報率 ROE 由 2019 年的 1.5%，上升至 2020 年的 5.7%，ROE 已經開始重拾上升趨勢，主要受到利潤增長幅度快於其資產規模的增加致。在憧憬集團未來業務規模擴大，以及利潤將可持續增加下，我們預期集團股本回報率 ROE 可持續提升至 2021 年的 7.0%，並提升至 2025 年的 9.1%。

圖表18: 集團現金及現金等價物 (千元人民幣), 及資產負債率 (%)



資料來源: 集團、方正證券(香港)

圖表19: 集團股本回報率 ROE (%)



資料來源: 集團、方正證券(香港)

## 同業對比

圖表20: 同業對比 (資料截於 2021 年 4 月 1 日)

公司	號碼	市值 (億港元)	股價 (港元)	現價市盈率 (倍)	2020 年收入 (百萬人民幣)	按年增長 (%)	2020 年純利 (百萬人民幣)	按年增長 (%)	2020 年每股盈利增長 (%)	2020 年預測市盈率 (WIND)
騰訊控股	0700.HK	62,748	654.00	33.0	482,064	27.8	159,847	71.3	70.9	34.41
阿里巴巴-SW	9988.HK	48,930	225.60	29.9	-	-	-	-	-	23.02
美团-W	3690.HK	19,185	325.80	342.9	114,795	17.7	4,708	110.3	107.7	-
快手-W	1024.HK	11,853	285.00	-	58,776	50.2	(116,635)	(493.5)	(495.3)	-
京東集團-SW	9618.HK	10,522	336.20	17.9	745,802	29.3	49,405	305.5	291.1	46.44
百度集團-SW	9888.HK	6,173	218.20	23.1	107,074	(0.3)	22,472	992.5	(85.6)	26.11
網易-S	9999.HK	5,725	165.70	39.9	73,667	24.4	12,063	(43.2)	(44.6)	29.66
哔哩哔哩-SW	9626.HK	3,311	870.00	-	11,999	77.0	(3,012)	(133.7)	(118.3)	-
百奧家庭互動	2100.HK	57	2.10	17.5	1,129	-	274	-	-	13.48
赤子城科技	9911.HK	51	5.15	109.1	1,182	203.2	40	(42.0)	(51.2)	11.64
<b>映客</b>	<b>3700.HK</b>	<b>47</b>	<b>2.33</b>	<b>20.3</b>	<b>4,949</b>	<b>51.4</b>	<b>194</b>	<b>253.0</b>	<b>233.3</b>	-
兌吧	1753.HK	25	2.31	-	1,071	-	(64)	-	-	-
天鵝互動	1980.HK	12	0.92	12.3	330	-	81	-	-	10.93
平均		7,665		23.3	72,856	21.9	5,881	46.4	(4.2)	19.6

資料來源: WIND、彭博及方正證券(香港)

## 盈利預測、估值及投資建議

我們看好行業及集團未來表現：因為 1) 內地直播及短視頻行業發展迅速，正不斷擴大，潛力尚未見頂；2) 集團專注於細分市場，競爭相對較少，並有潛力；3) 集團規模正擴大，各項產品加強集團經濟生態圈，可提升規模經濟效益；4) 集團擁有強大的中台發展，並具優勢。

我們預期集團 2021 年全年收入按年增 45.1% 至 71.8 億元人民幣，溢利按年增 23.9% 至約 2.5 億元人民幣，毛利率 23.8%，每股基本盈利按年增 18.9% 至 0.12 元人民幣。我們預期集團 2025 年收入增至 197 億元人民幣，複合年增長率 31.8%，溢利將增至 5.8 億元人民幣，複合年增長率 23.2%，整體業務增長將持續。

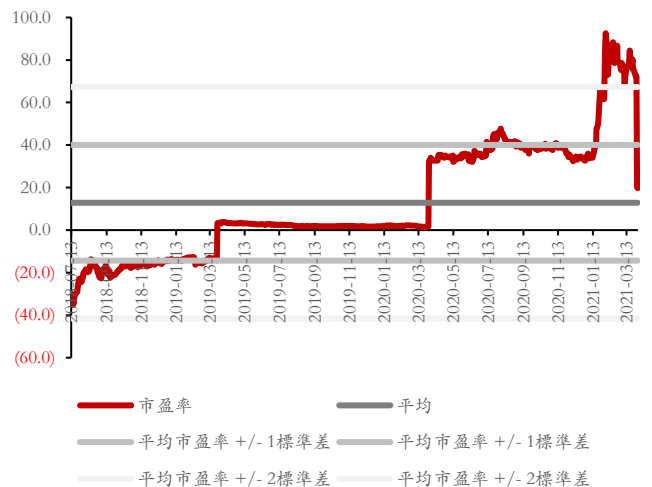
由於集團過往業務及現金流穩定，故此選用折現現金流方式作估值方法。基於折現現金流估值模型的目標價為 3.06 元，運用加權平均成本 9.60% 計算，採用終端增長率 3.0%，相等於 2020/2021 年預測市盈率 30.3/27.4 倍，給予強烈推薦評級。

圖表21：集團歷史股價(單位：港元)



資料來源：WIND、方正證券(香港)

圖表22：集團歷史市盈率(單位：倍)



資料來源：WIND、方正證券(香港)

圖表23: 股價敏感性分析

	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.6%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
2.0%	3.59	3.35	3.16	2.99	2.81	2.71	2.60	2.50	2.41
2.5%	3.83	3.55	3.32	3.12	2.92	2.81	2.69	2.58	2.48
3.0%	4.12	3.79	3.51	3.28	<b>3.05</b>	2.93	2.79	2.66	2.55
3.5%	4.49	4.07	3.74	3.47	3.21	3.06	2.90	2.76	2.64
4.0%	4.96	4.43	4.03	3.70	3.39	3.21	3.03	2.87	2.73

橫軸為加權平均成本，縱軸為終端增長率

資料來源：方正證券(香港)

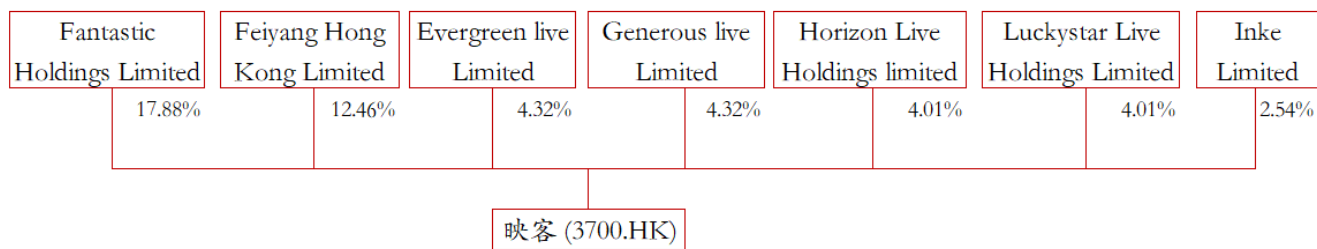
## 股價催化劑

1) 集團業績強勁，利潤增長快速，可吸引市場資金關注；2) 內地短視頻及直播為近年的熱門行業；3) 更多新經濟股來港上市，帶動市場關注集團。

## 主要風險

估值下行風險包括：內地經濟增長較預期慢，行業競爭加劇、集團用戶量增長速度較預期慢、行業政策監管加強、集團產品吸引力下降。

圖表24: 主要股東結構



資料來源：集團、WIND、方正證券(香港)



## 財務摘要

### 合併損益表

年結於12月31日  
(人民幣千元)

	2019	2020	2021 財年 預測	2022 財年 預測	2023 財年 預測
收入	3,268,573	4,949,440	7,179,402	9,730,433	12,517,838
按年增長	-15.3%	51.4%	45.1%	35.5%	28.6%
銷售成本	(2,379,080)	(3,752,305)	(5,470,861)	(7,473,196)	(9,618,003)
毛利	889,493	1,197,135	1,708,541	2,257,237	2,899,836
銷售及推廣開支	(495,831)	(709,936)	(1,018,048)	(1,392,690)	(1,781,250)
行政開支	(170,398)	(221,596)	(300,484)	(391,230)	(499,210)
研發開支	(330,847)	(334,431)	(421,717)	(503,531)	(596,180)
其他收益淨額	69,683	40,889	50,948	58,080	66,851
其他收入	83,873	82,669	91,928	104,338	119,467
<b>經營溢利</b>	45,973	54,730	111,167	132,205	209,513
財務收入 - 淨額	32,923	10,721	12,844	15,207	17,853
應佔按權益法入賬之聯營公司及 合營企業淨利潤 / (虧損)	(18,172)	147,929	172,189	197,157	219,238
除稅前溢利	60,724	213,380	296,200	344,568	446,604
所得稅開支	(7,943)	(10,176)	(44,430)	(51,685)	(66,991)
<b>年度溢利</b>	52,781	203,204	251,770	292,883	379,613
按年增長	-95.2%	285.0%	23.9%	16.3%	29.6%
公司擁有人應佔溢利	54,932	193,906	240,250	279,482	362,243
每股基本盈利 (人民幣元)	0.03	0.10	0.12	0.13	0.16
按年增長	-96.2%	233.3%	18.9%	10.8%	23.4%

資料來源：集團、方正證券(香港)

### 合併資產負債表

於12月31日  
(人民幣千元)

	2019	2020	2021 財年 預測	2022 財年 預測	2023 財年 預測
<b>非流動資產</b>					
物業、機器及設備	19,277	14,657	14,364	14,077	13,795
無形資產	634,556	676,108	845,135	1,014,162	1,216,994
按權益法入賬之投資	242,546	395,225	466,366	503,675	543,969
按公平值計入損益的金融資產	430,106	40,122	43,332	46,798	50,542
遞延稅項資產	53,109	60,547	65,391	70,622	76,272
使用權資產	145,785	150,832	162,899	175,930	190,005
定期存款	397,000	47,000	50,760	54,821	59,206
其他應收款項、按金及其他資產	119,061	29,376	31,726	34,264	37,005
<b>非流動資產總額</b>	<b>2,041,440</b>	<b>1,413,867</b>	<b>1,679,972</b>	<b>1,914,349</b>	<b>2,187,789</b>
<b>流動資產</b>					
存貨	1,249	11,522	25,581	42,596	59,106
貿易應收款項	20,489	53,774	70,410	92,193	120,715
按公平值計入損益的金融資產	1,361,447	1,169,996	1,345,495	1,493,500	1,657,785
現金及現金等價物	603,932	1,360,333	1,893,415	2,156,236	2,455,539
定期存款	184,756	350,000	385,000	423,500	465,850
受限制現金	39,418	14,377	15,815	17,396	19,136
其他應收款項、預付款項、按金及	209,108	295,750	354,900	390,390	429,429
<b>流動資產總額</b>	<b>2,420,399</b>	<b>3,255,752</b>	<b>3,334,902</b>	<b>3,784,525</b>	<b>4,293,145</b>
<b>總資產</b>	<b>4,461,839</b>	<b>4,669,619</b>	<b>5,014,873</b>	<b>5,698,874</b>	<b>6,480,934</b>
<b>流動負債</b>					
應付賬款	512,052	638,794	712,177	793,990	885,202

其他應付款項及應計費用	138,328	147,312	152,322	157,502	151,225
當期所得稅負債	5,998	16,017	28,831	37,480	48,724
合約負債	113,045	120,730	217,314	282,508	367,261
撥備	13,059	14,061	25,310	32,903	42,774
租賃負債	25,773	33,318	59,972	77,964	101,353
其他流動負債	222	0	0	0	0
<b>流動負債總額</b>	<b>808,477</b>	<b>970,232</b>	<b>1,195,925</b>	<b>1,382,347</b>	<b>1,596,538</b>
<b>非流動負債</b>					
租賃負債	127,958	125,910	195,161	234,193	281,031
遞延所得稅負債	27,676	26,787	28,930	31,244	33,744
其他應付款項及應計費用	36,004	3,137	5,647	7,341	9,543
<b>非流動負債總額</b>	<b>191,638</b>	<b>155,834</b>	<b>229,737</b>	<b>272,778</b>	<b>324,318</b>
<b>總負債</b>	<b>1,000,115</b>	<b>1,126,066</b>	<b>1,425,663</b>	<b>1,655,124</b>	<b>1,920,856</b>

資料來源：集團、方正證券(香港)

### 主要財務指標

於 12 月 31 日	2019	2020	2021 財年 預測	2022 財年 預測	2023 財年 預測
市盈率 (倍)	42.6	12.1	30.3	27.4	22.2
市盈率相對盈利增長比率	(0.44)	0.05	1.60	2.54	0.95
市賬率 (倍)	0.75	0.66	2.03	1.89	1.76
市銷率 (倍)	0.79	0.47	1.01	0.79	0.64
收益增長率	-15.3%	51.4%	45.1%	35.5%	28.6%
毛利增長率	-31.9%	34.6%	42.7%	32.1%	28.5%
經營利潤增長率	-92.7%	19.0%	103.1%	18.9%	58.5%
淨利增長率	-95.2%	285.0%	23.9%	16.3%	29.6%
毛利率	27.2%	24.2%	23.8%	23.2%	23.2%
營運利潤率	1.4%	1.1%	1.5%	1.4%	1.7%
溢利率	1.6%	4.1%	3.5%	3.0%	3.0%
流動比率	2.99	3.36	2.79	2.74	2.99
速動比率	2.99	3.34	2.77	2.71	2.99
股本回報率	1.5%	5.7%	7.0%	7.2%	8.3%
資產回報率	1.2%	4.4%	5.0%	5.1%	5.9%
資產負債率	22.4%	24.1%	28.4%	29.0%	29.6%
股權負債比率	28.9%	31.8%	39.7%	40.9%	42.1%
杜邦分析					
純利率	2%	4%	4%	3%	3%
資產周轉率	0.73	1.06	1.43	1.71	1.93
資產股權比率	1.29	1.32	1.40	1.41	1.42
股本回報率	1.5%	5.7%	7.0%	7.2%	8.3%

資料來源：集團、方正證券(香港)

## 免責聲明及披露

### 公司投資評級的說明：

強烈推薦：分析員預計未來半年公司股價有 20% 或以上的潛在漲幅；  
推薦：分析員預計未來半年公司股價有 10% 至 20% 的潛在漲幅；  
中性：分析員預計未來半年公司股價在 -10% 和 10% 之間波動；  
減持：分析員預計未來半年公司股價有 10% 或以上的潛在跌幅。  
未評級：分析員對投資於該個股於未來半年的表現並無觀點。

### 行業投資評級的說明：

推薦：分析員預計未來半年行業表現強於恒生指數；  
中性：分析員預計未來半年行業表現與恒生指數持平；  
減持：分析員預計未來半年行業表現弱於恒生指數。

### 分析員聲明

本報告準確表述了分析員及其發行人對所提及的證券之個人觀點及意見。

分析員聲明：他們所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與本報告所表述的具體建議或觀點相聯繫；分析員獨立於任何業務部門並不直接受監管於及彙報予投資銀行業務等業務部門。本報告所述任何上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向他們提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士(按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義)沒有擔任本報告所述上市公司之高級職員；亦無擁有有關證券的任何權益；並沒有在發表本報告 30 日前處置或買賣該等證券；不會在發表本報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券。

### 權益披露事項

(1) 在方正證券(香港)有限公司及其相關公司(統稱：方正證券(香港))為一家綜合性、從事投資銀行、資產管理、經紀人業務的金融集團，在過去 12 個月內與報告中提到的公司可能存在投資銀行業務/財務顧問關係的關係。因此，方正證券(香港)於編制本報告時，會盡可能避免利益衝突及影響對相關公司的評價的事件。唯投資者應注意本報告可能存在的可能影響客觀性及利益衝突的情況，方正證券(香港)將不會承擔任何責任。

(2) 方正證券(香港)有限公司及其相關公司員工並無擔任本報告所述上市公司之高級職員。

(3) 方正證券(香港)有限公司及其相關公司可能持有本報告所述上市公司的任何類別的普通股證券 1% 或以上的財務權益。

### 免責聲明

本報告由方正證券(香港)有限公司(簡稱：本公司)提供及編制。

本報告內所載之資料乃源自本公司可靠之來源，於本報告發行時認為真實、無誤。方正證券(香港)對本報告資料的準確度及完整性，並沒有作出任何擔保、表述或保證。本報告內之意見可隨時更改而毋須事先通知任何人。在任何情況下，方正證券(香港)概不就本報告的任何意見或陳述而引致的任何損失承擔任何責任。

本報告對於收件人而言屬高度機密，只有收件人才能使用。本報告並非意圖發送、發佈給在當地法律或監管規則下不允許向其發送、發佈該研究報告的人員。本報告僅為參考之用，在任何地區均不應被視為買賣任何證券、金融工具的要約或要約邀請。本報告僅供我們的客戶使用。方正證券(香港)並不因收件人收到本報告而視其為方正證券(香港)的客戶。本報告所包含的觀點及建議並未考慮個別客戶的特殊狀況、目標或需要，不應被視為對特定客戶關於特定證券或金融工具的建議或策略。對於本報告中提及的任何證券或金融工具，本報告的收件人須根據自身的情況、條件、投資目標、風險偏好、財務能力等個人因素，作出符合其個人因素的判斷。如有需要，請向獨立專業人士提出諮詢。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a)至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經方正證券(香港)書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

本報告受版權保護的。未取得方正證券(香港)書面同意之前均不得複製、分發、傳閱、廣播或作任何商業用途。方正證券(香港)版權所有並保留一切權利。

方正證券(香港)有限公司為香港證監會第一類和第四類受規管活動之持牌機構。

地址：香港中環康樂廣場 1 號怡和大廈 1715-1719 室

電話：+852-3798 3333 傳真：+852-3798 3391