底部拐点，“社交矩阵”驱动新成长

方正证券研究所证券研究报告

映客(03700)　　公司研究

传媒行业　　公司深度报告

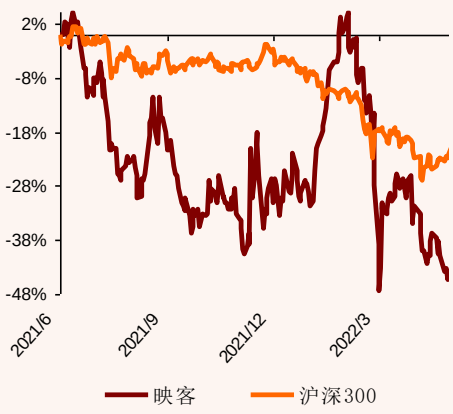
2022.06.11/推荐(首次)

分析师： 杨晓峰

登记编号： S12205040001

联系人： 杨昊

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

1、矩阵：依托矩阵式产品，构建全场景互动娱乐社交平台。公司产品涵盖了社交领域多个场景，满足不同年龄段、不同职业用户的多元化需求，实现矩阵式产品增收，获取更多市场空间。如**映客直播 App** 采用秀场直播模式，业务成熟，目前稳居市场前列，带来充足现金流；**积目 App 主打**陌生人社交模式，主要集中在一、二线城市，在年轻用户中尤受欢迎，20-29 岁的年轻用户占比达 61%，高于可比平台；**对缘 App 为**视频相亲模式，面向下沉市场，目标群众为三四线城市的“小镇青年”，目前每月线上相亲超百万次。

2、虚拟与现实碰撞：“ROOMUU+积目”打造社交新模式。“积目”首家实时互动定位酒吧 ROOMUU 在长沙开启试营业，用户暨酒吧顾客可实现线上线下的联动式社交。**“线上+线下”模式可复制**，如其在 11 月 11 日开启的“积目之夜”活动将线下地点覆盖了 9 座城市，进一步扩大了其线下影响力，积目成为线下活动的“线上聚集地”，实现线下、线上的双向导流。

3、拐点：迈过底部重启增长，充足现金支持矩阵战略再推进。在矩阵式的应用布局下，传统主力 App 映客直播与创新 App 共同发展，使得映客 2021 业绩维持高增速，现金储备增厚。

4、投资评级与估值：预计映客未来 3 年营收分别为 102/117/131 亿元，经调整净利润 4.9/5.7/6.5 亿元，对应经调整利润率为 4.8%/4.9%/5.0%，EPS 分别为 0.23/0.26/0.30 元。给予 2022 年 0.41 倍 PS 估值，对应 2022 年目标价 2.60 港元，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策变化；疫情反复；营销所需投入扩大。

盈利预测：

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,177	10,163	11,660	13,084
(+/-)(%)	85%	11%	15%	12%
归母净利润	415	439	505	582
(+/-)(%)	114%	6%	15%	15%
EPS(元)	0.21	0.23	0.26	0.30
ROE(%)	10.6%	10.0%	10.4%	10.7%
P/E	8.12	5.92	5.14	4.46
P/B	0.86	0.59	0.53	0.47

数据来源：映客年报 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

敬请关注文后特别声明与免责条款

目录

1 映客：直播萌芽期走来的全场景社交平台 4
1.1 映客发展历程：从直播的萌芽期走来，社交、直播交互赋能 4
1.2 创始团队维持重要地位，构成映客战略执行的保证 5
2 矩阵：依托矩阵式产品，构建全场景互动娱乐社交平台 6
2.1 基于旺盛的社交需求，布局多个细分赛道 6
2.2 映客直播 APP：成熟稳定的移动直播平台 7
2.2.1 映客直播 App 行业地位稳固，商业模式成熟 7
2.2.2 对比花椒：映客强调社交属性，男女比例更均衡 8
2.3 积目 APP：广受欢迎的年轻人社交平台，已经开始商业化 9
2.3.1 基本逻辑：强调年轻人的真实社交，鼓励信任关系 9
2.3.2 用户与变现：积目 App 用户年轻化，收费价格带上限高 10
2.3.3 对标 SOUL，陌生人社交远期变现提升空间大 11
2.3.4 虚拟与现实碰撞："ROOMUU+积目"打造社交新模式 11
2.4 对缘：面向"小镇青年"的视频相亲 APP，"在线红娘"创收拉动活跃 13
3 拐点：迈过底部重启增长，充足现金支持矩阵战略再推进 14
3.1 从经营端传导，业绩拐点显现 14
3.1.1 用户端：矩阵交互赋能，用户增长速度上台阶。 14
3.1.2 收入端：增值服务稳定增长。 14
3.1.3 毛利与成本：大幅增长体现盈利能力提升 15
3.1.4 费用：销售投入增加，其他费用相对压缩。 16
3.1.5 利润：2021 年度盈利大幅改善 17
3.2 现金储备丰富，业务持续拓展动力充足 18
4 盈利预测与估值 18
5 风险提示 21

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表目录

图表 1: 映客发展历程的三阶段 5
图表 2: 映客股权架构（截至 2020 年 12 月 31 日） 5
图表 3: 95 后人群上网主要目的 6
图表 4: 2021 年上半年中国移动社交用户需求情况 6
图表 5: 映客旗下主要 App 的社交平台畅销榜排名 7
图表 6: 映客直播用户中 19-34 岁人群占据 76% 8
图表 7: 映客直播与花椒直播基本情况对比 8
图表 8: 映客直播与花椒直播用户男女比例 9
图表 9: 映客直播与花椒直播用户年龄段分布对比 9
图表 10: 积目 App 开屏、界面 UI、兴趣选项都以年轻人为导向 9
图表 11: 积目与 SOUL 对比 10
图表 12: 陌生人社交软件中不同年龄层用户占比（2021 年 Q1） 10
图表 13: 积目 App 会员服务与 SOUL 会员服务价格对比 11
图表 14: SOUL App 月活、付费用户及付费率 11
图表 15: SOUL App 每付费用户收入 11
图表 16: 积目 App＋ROOMUU 酒吧社交模式 12
图表 17: “积目之夜”活动覆盖全国 9 个城市 12
图表 18: 对缘以视频相亲为主打 13
图表 19: 对缘 App 的充值页面 13
图表 20: 百合婚恋 App（百合网）上的付费项目及对应最低价格 13
图表 21: 映客营业收入及同比增速 14
图表 22: 映客集团 MAU 及同比变化 14
图表 23: 映客分业务营收及增速 15
图表 24: 分业务合约负债及占比 15
图表 25: 毛利润及毛利率 16
图表 26: 分成成本情况 16
图表 27: 映客三费及三费率情况 17
图表 28: 映客宣传及广告开支 17
图表 29: 映客归母净利润及净利率水平 18
图表 30: 映客经调整净利润及净利率水平 18
图表 31: 映客货币资金与定期存款金额（百万元） 18
图表 32: 映客现金流变动情况（百万元） 18
图表 33: 映客盈利预测表 20
图表 34: 映客及可比公司 Wind 一致预期 PS 估值水平 21

敬请关注文后特别声明与免责条款

1 映客：直播萌芽期走来的全场景社交平台

映客已由领先的移动端直播平台转型为全场景互动娱乐社交平台，业绩增长从单一类型转型为矩阵式带动，当前产品以视频和语音为载体，呈现多元化，通过产品矩阵的形式覆盖更多细分人群和市场。

1.1 映客发展历程：从直播的萌芽期走来，社交、直播交互赋能

映客成立于 2015 年，当时直播行业尚处于发展的早期阶段，而映客从激烈的早期竞争中跑出，成为港股娱乐直播第一股，发展至今不断迭代，经历了“起步-垂直深耕-‘互动娱乐+社交’矩阵”三个阶段的发展，当前映客全场景社交平台矩阵已经基本成形。

映客的发展可以大致划分为三个阶段：

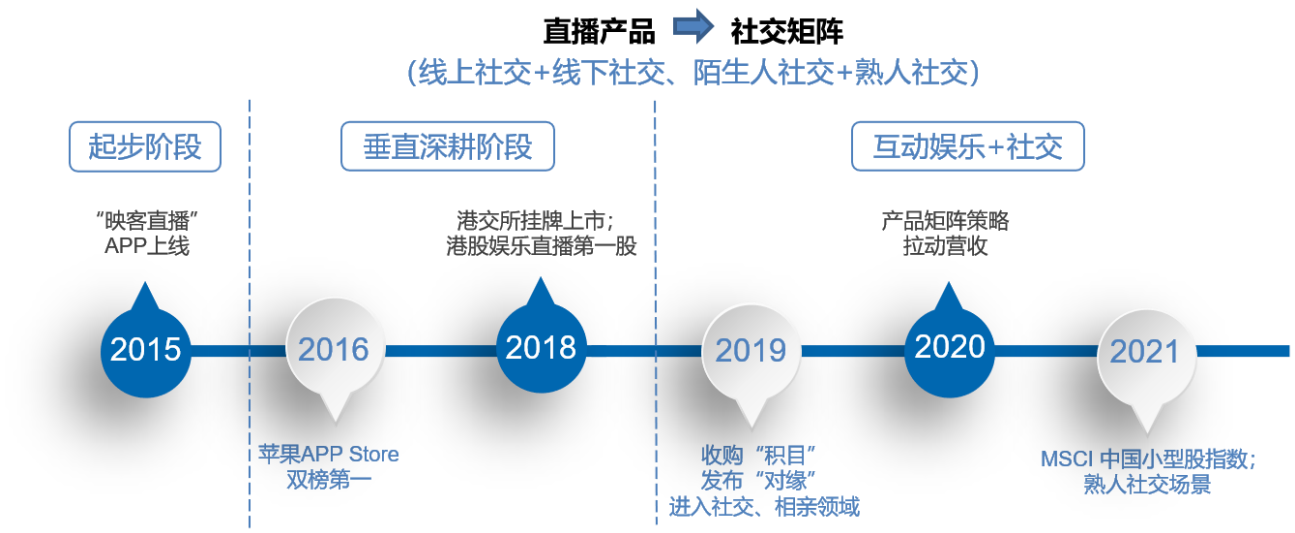
第一阶段：起步。2015 年 5 月，北京蜜莱坞网络科技有限映客推出“映客直播”App，正式开启直播领域的业务，并推出秒开技术、实时美颜功能、微信实时提现功能，当年 11 月注册用户便超过 100 万人。

第二阶段：垂直深耕。映客不断打磨产品，积极扩大用户群体，从 2016 年起，映客注册用户人数和主播人数加速增长，到 2016 年底已经有注册用户近 1.5 亿，月活用户 3000 万，主播人数 3000 万，当年获得苹果 App Store 畅销榜和下载榜双第一；2017 年映客进一步推出多人直播间、直播对战、千人千面推荐，官方披露年底注册用户数达 1.945 亿人；2018 年映客成功上市，成为港股的娱乐直播第一股。为满足用户的诉求，映客精细化运营垂直频道，除音乐、舞蹈等传统频道外，还增加了电台、交友、户外、二次元、电商等多个新频道，并在中国直播行业率先开启直播+综艺以及直播+迷你剧。

第三阶段：“互动娱乐+社交”矩阵。为更从容地应对新赛道的冲击，映客于 2019 年，明确了「互动娱乐+社交」的发展战略，以映客直播 App 为核心，开发陌生人社交，收购 Z 世代社交产品“积目”，丰富产品矩阵，借社交和下沉市场开始转型；映客还同步推进了技术系统更迭，确立集团化发展战略，完成了中台系统的搭建。技术研发作为重要生产力之一，推进映客互动社交战略落地。其视频相亲产品“对缘”，位于赛道第一梯队。社交战略成为增长引擎，营收创历史新高。2021 年，映客结合线下打造熟人社交场景，映客的社交战略将进入全场景新阶段。

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表1： 映客发展历程的三阶段

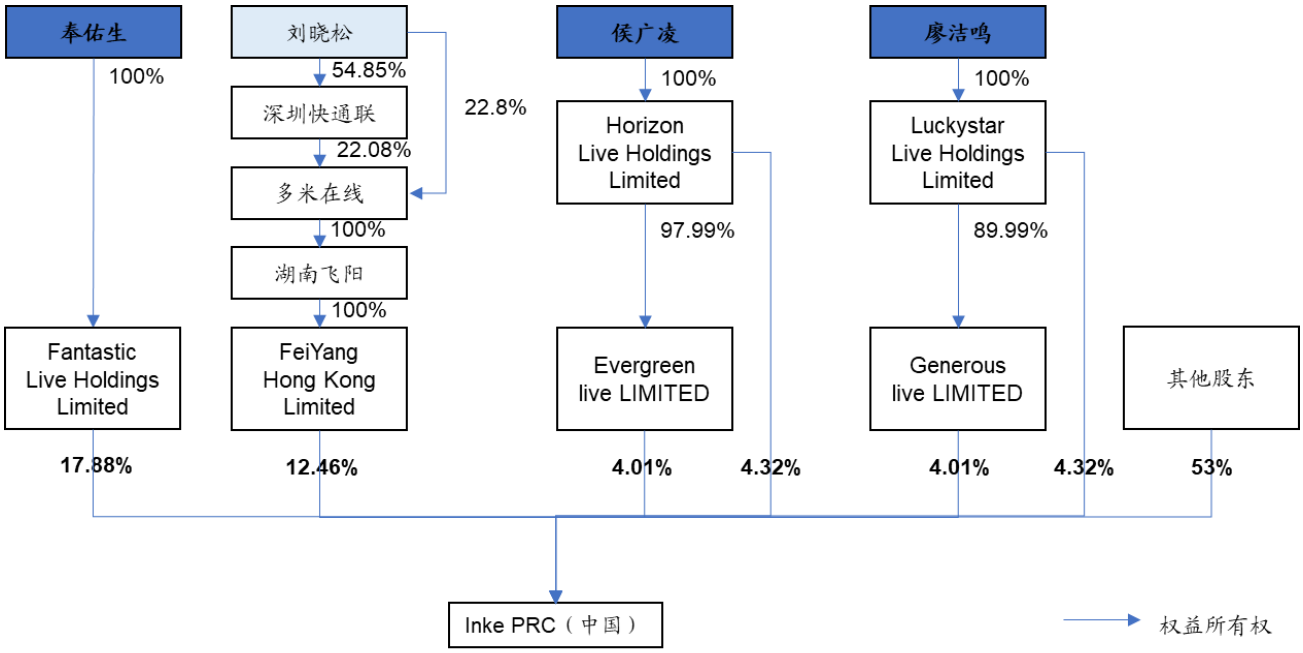


资料来源：映客招股书，映客官网，方正证券研究所

1.2 创始团队维持重要地位，构成映客战略执行的保证

创始团队稳定，合计持有映客股权 35.5%以上。映客董事长兼 CEO 奉佑生通过 Fantastic Live Holdings Limited 间接持有映客 17.88%的股份，为第一大股东。奉佑生、侯广凌、廖洁鸣等创始人通过实控映客持有映客股份分别为 17.88%、8.33%、8.33%，合计达 35.54%。**创始人团队担任董事长、执行董事及 CEO、CTO 等关键岗位**，整体战略一贯性与执行力较强。

图表2： 映客股权架构（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：wind，映客公告，方正证券研究所

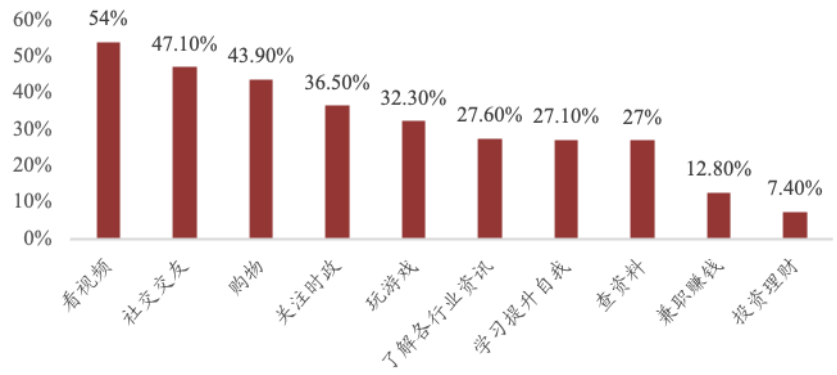
敬请关注文后特别声明与免责条款

2 矩阵：依托矩阵式产品，构建全场景互动娱乐社交平台

2.1 基于旺盛的社交需求，布局多个细分赛道

对年轻群体而言，满足社交需求仍然是上网的重要目的。根据巨量引擎的调研数据显示，95 后人群上网的目的中，“社交交友”的选择比例达到了 47.1%，仅次于“看视频”，社交需求仍然是上网的重要目的。

图表3： 95 后人群上网主要目的

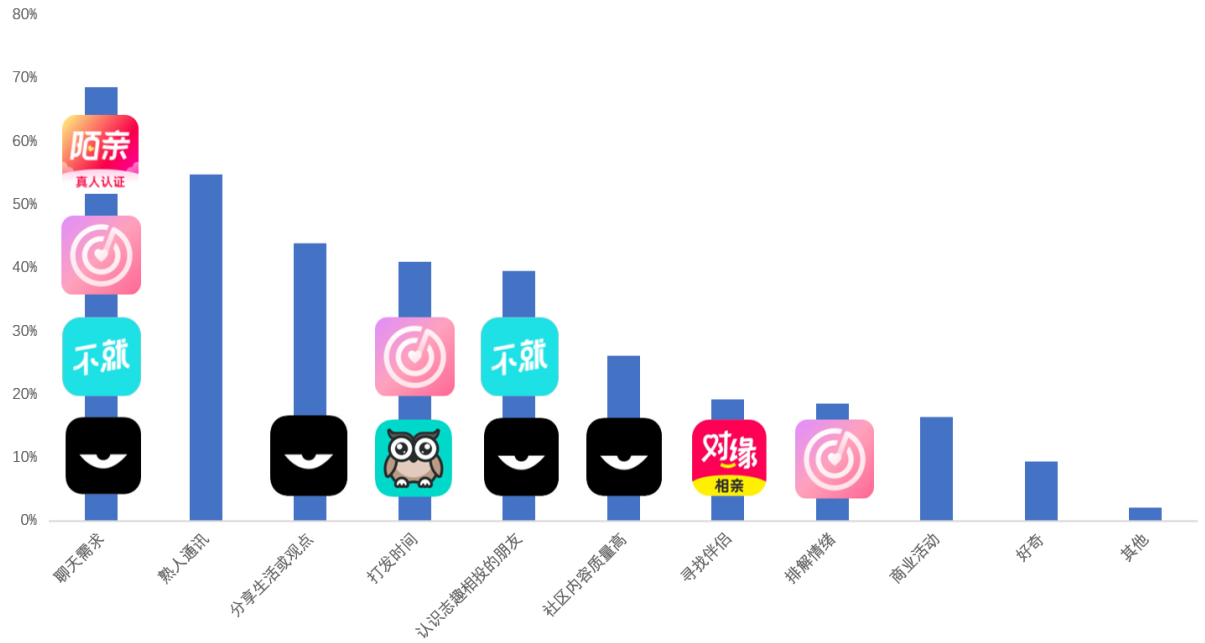


资料来源：OMG×巨量算数，方正证券研究所

映客采取矩阵式社交产品发展策略，满足多类用户需求。映客主要产品涵盖了直播社交、婚恋交友、游戏社交、兴趣社交、垂类社交等多个种类，满足不同年龄段、不同职业等用户的多元化需求，实现矩阵式产品增收，获取更多市场空间。如：

- 映客直播、铃音满足打发时间、排解情绪等需求；
- 积目与不就两款 App 满足认识朋友、分享生活等需求；
- 对缘满足寻找伴侣的需求。

图表4： 2021 年上半年中国移动社交用户需求情况

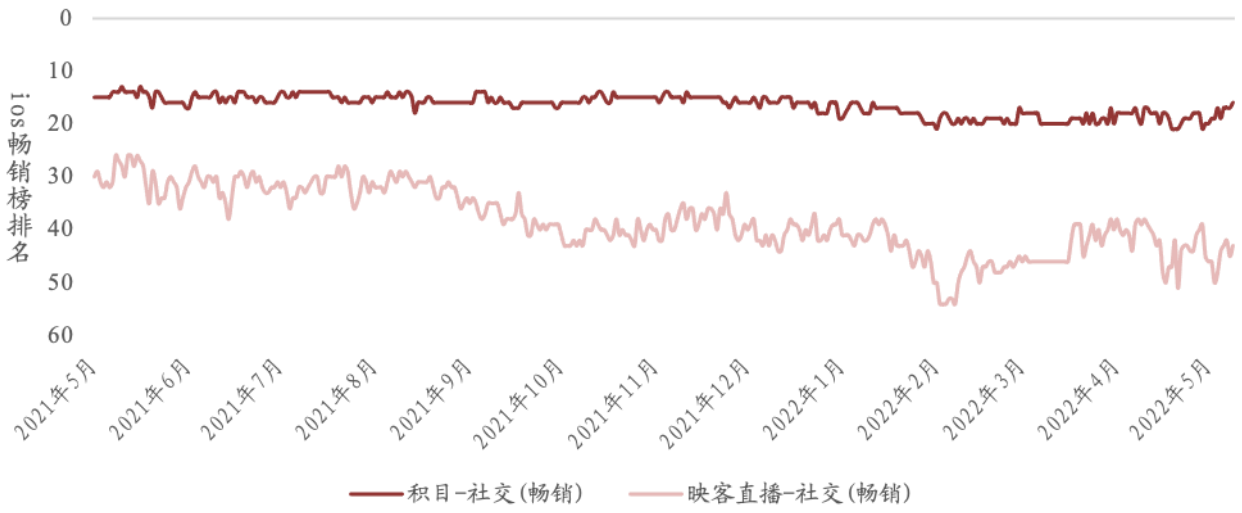


资料来源：艾媒咨询，方正证券研究所

敬请关注文后特别声明与免责条款

根据七麦数据，映客主要 App 积目、映客直播居社交平台畅销排行榜前列，满足了不同细分群体的交友、相亲、分享生活等需求。

图表5： 映客旗下主要 App 的社交平台畅销榜排名



资料来源：七麦数据，方正证券研究所

2.2 映客直播 App：成熟稳定的移动直播平台

2.2.1 映客直播 App 行业地位稳固，商业模式成熟

映客已经形成了较为稳定的核心商业模式。映客 App 作为一款移动端直播平台产品，是映客的核心产品和业务根基，商业模式成熟稳定，现金充足。

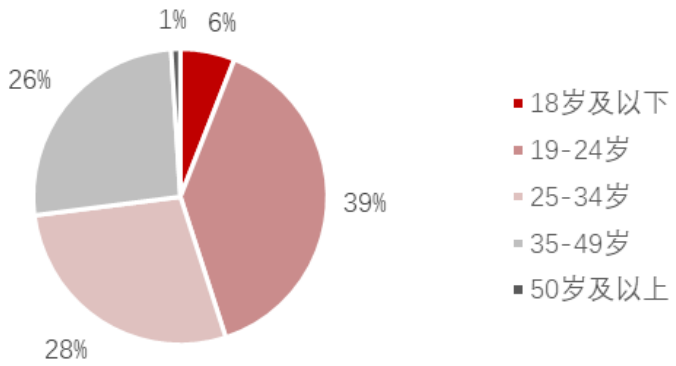
- 映客 App 的直播内容主要分为两方面，一方面是高颜值主播群体唱歌、连麦聊天、互动等；另一方面是邀请明星偶像、知名网红入驻平台，进行演唱会全程直播等活动。
- 运营层面，映客 App 为用户提供娱乐、时尚及生动的实时互动平台，平台可让用户以多种方式互动，例如赠送虚拟物品、实时聊天、即时讯息或私信沟通及同玩社交游戏，不断加强社交属性，增加用户粘性。
- 技术层面，映客在 AI、5G 等方面投入大量资源，在图像合成等领域取得重要突破，近年来已推出秒开、实时美颜及直播对战等多个创新功能，为映客社交产品矩阵进一步娱乐化释放了广阔空间。

映客 App 的主要收入来源为直播打赏分成。观众付费充值买礼物送给主播，平台将礼物转化为虚拟币，主播对虚拟币提现，由平台抽成。当前，主播的默认提成比例为 40%，等级越高则主播提成比例越高，平台提成比例越低，以促进主播创作内容质量的提高。

映客直播 App 用户中以年轻人为主。据 360 趋势的数据，映客直播用户中，19-34 岁人群占据 67%，男女比例为 6:4，地域分布主要集中于浙江、广东、北京等经济发达地区（一二线城市）。

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表6： 映客直播用户中 19-34 岁人群占据 67%



资料来源：360 趋势，方正证券研究所

2.2.2 对比花椒：映客强调社交属性，男女比例更均衡

映客强调互动，并定位“高颜值直播交友社交平台”，广告变现也仅限于开屏，收入主要还是来自用户打赏；花椒则强调 PGC 内容，包括明星、网红是他们主推的亮点，平台获得的分成比例也更低，广告商业化更多。

图表7： 映客直播与花椒直播基本情况对比

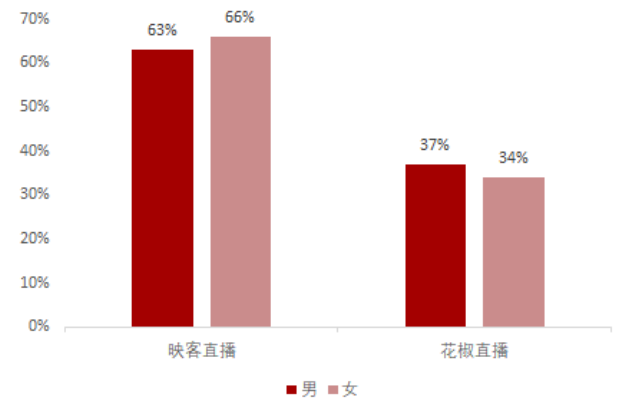
	映客	花椒
宣传语	看直播、玩直播，尽在映客	花椒直播，不止心动
自我定位	高颜值直播交友社交平台	一个聚集超高颜值明星大咖、美女帅哥、热门网红、校花校草、逗比萌妹的手机直播社交平台
主播分成	主播分成约 40%	主播分成约 70%，高于同行水平
广告业务	映客直播的开屏广告为映客内部活动推广或与第三方联动的社交活动推广，以 CPM 售卖为主	花椒致力于打造“融”平台，已同途牛影视、百合网、型动体育等多家企业达成合作

资料来源：映客直播，花椒直播，方正证券研究所

用户结构上，映客男女用户比例更为均衡，体现了社交属性，花椒则是更多受男性用户关注；年龄层上映客也更受年轻观众的喜爱。

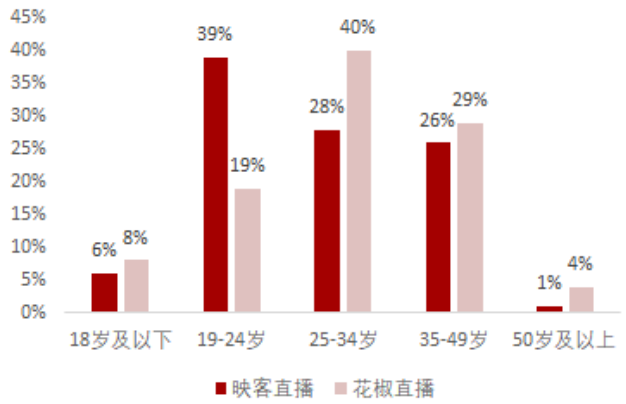
敬请关注文后特别声明与免责条款

图表8： 映客直播与花椒直播用户男女比例



资料来源：360 趋势，方正证券研究所

图表9： 映客直播与花椒直播用户年龄段分布



资料来源：360 趋势，方正证券研究所

2.3 积目 App：广受欢迎的年轻人社交平台，已经开始商业化

2.3.1 基本逻辑：强调年轻人的真实社交，鼓励信任关系

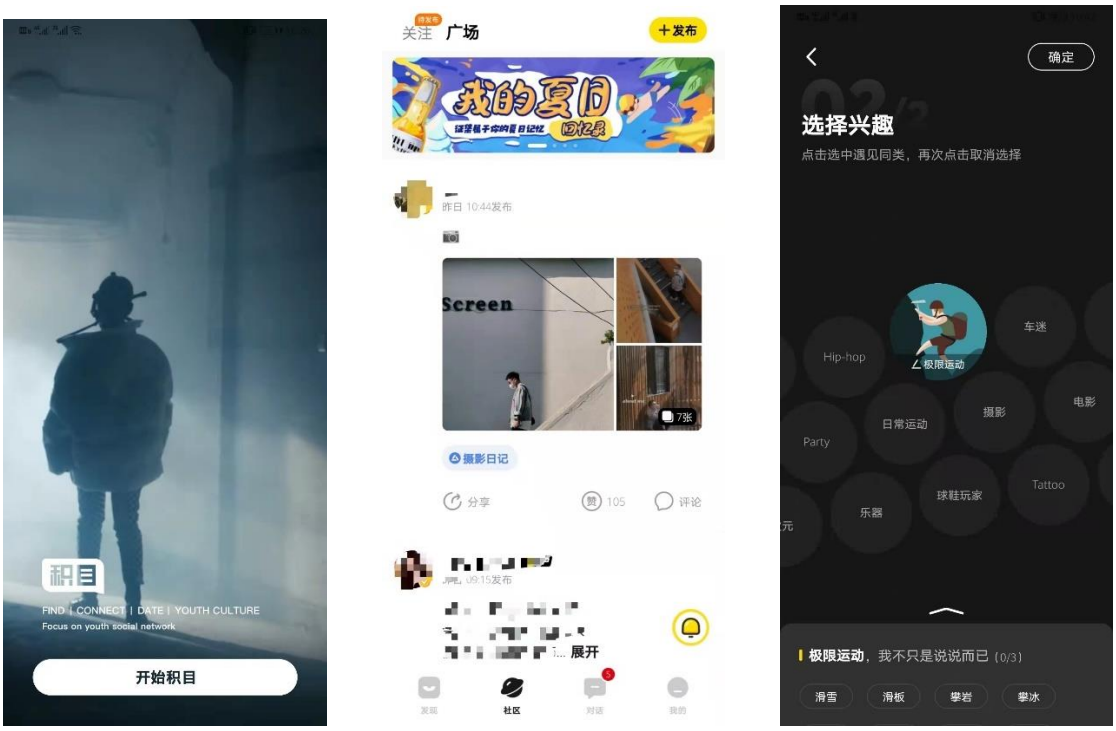
积目 App 是专属年轻人的社交平台，面向“95 后”、“00 后”搭建真实、有效的社交场景。积目主打“潮”、“酷”风格，倡导以兴趣为基础拓宽社交圈子，多方面体现年轻用户导向：

1）提供的兴趣项更为年轻个性、另类和小众化，例如 LiveHouse、Hip-pop、次元、Tattoo、桌游、极限运动、球鞋玩家等；

2）App 的 UI 呈现黑白色系为主的风格，和官网品牌传达出的年轻时尚的视觉理念一致；

3）用户头像平均质量较优，用户多为紧跟潮流、擅长打扮和自拍的人群。

图表10： 积目 App 开屏、界面 UI、兴趣选项都以年轻人为导向



资料来源：积目 App，方正证券研究所

与同为陌生人社交的 SOUL 对比，积目更关注真实性。积目主打潮流、

敬请关注文后特别声明与免责条款

兴趣，鼓励真实社交，也就使得匹配更加关注外貌、兴趣、个人情况等真实信息，并进而推出了特有的线下模式；对比之下，SOUL 以“灵魂”为核心卖点，强调标签和匹配机制，使得相识具有更多的随机性，以此为基础推出了“灵魂匹配”这一特色机制。

图表11： 积目与 SOUL 对比

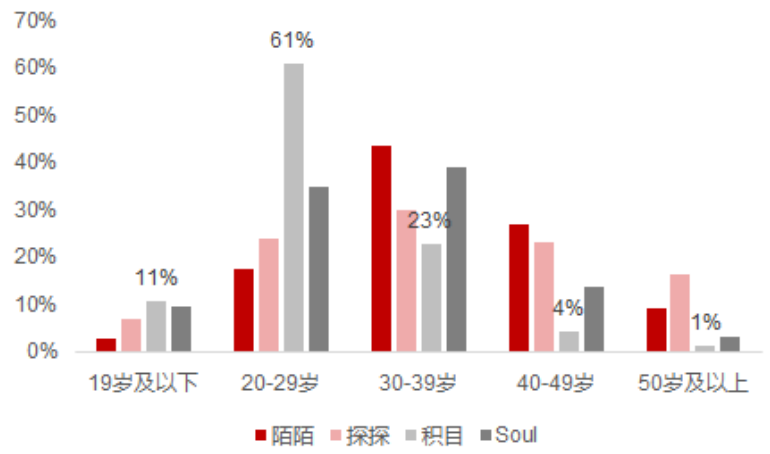
	积目	SOUL
特色	主打潮流、兴趣，倡导真实	“孤独”为切入，强调“灵魂”
核心业务	卡片滑动、条件筛选；资讯广场	匹配聊天、兴趣群组；资讯广场
变现方式	会员付费：包括 VIP、SVIP、“谁喜欢我”	会员付费：如“超级星人”
特色模式	线下联动	灵魂匹配、语音匹配、视频匹配

资料来源：积目 App，SOUL App，方正证券研究所

2.3.2 用户与变现：积目 App 用户年轻化，收费价格带上限高

用户端来看，积目 App 年轻化策略效果突出。积目 App 用户主要集中在一二线城市，其中 20-29 岁的年轻用户占比达 61%，高于其他陌生人社交软件比例，充分体现了映客年轻化导向的成功。

图表12： 陌生人社交软件中不同年龄层用户占比（2022 年 5 月）

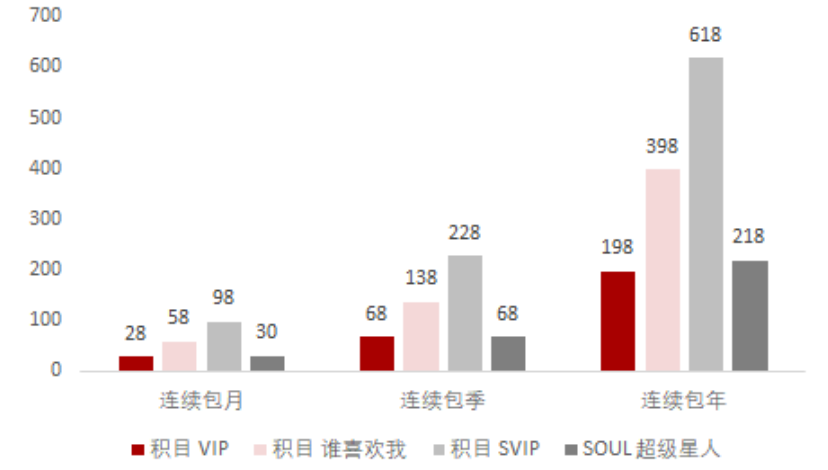


资料来源：百度指数，方正证券研究所

积目 App 主要收入来源于会员付费。用户可选择开通的特权包括：1）谁喜欢我：可直接查看近 100 天所有喜欢了自己的用户；2）VIP：身份标识、专属卡牌装饰、优先推荐、超级喜欢（专属私信通道）、今日反悔（查找已错过的内容）、划动次数上限提升、任意修改地区；3）SVIP：所有 VIP 的特权、谁喜欢我、超级曝光、SVIP 高级筛选（精准）、精选列表（触达优质用户）、擦亮心动（置顶在其他用户的“谁喜欢我”页面）、尊贵个性装扮。相比之下，SOUL 的“超级星人”特权收费与积目 VIP 相近而低于 SVIP，从解锁功能上来看类似积目的 VIP 和谁喜欢我的结合。

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表13： 积目 App 会员服务与 SOUL 会员服务价格对比

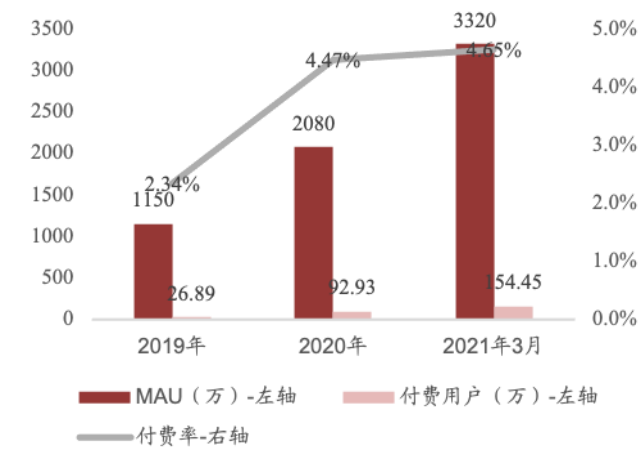


资料来源：积目 App，方正证券研究所

2.3.3 对标 SOUL，陌生人社交远期变现提升空间大

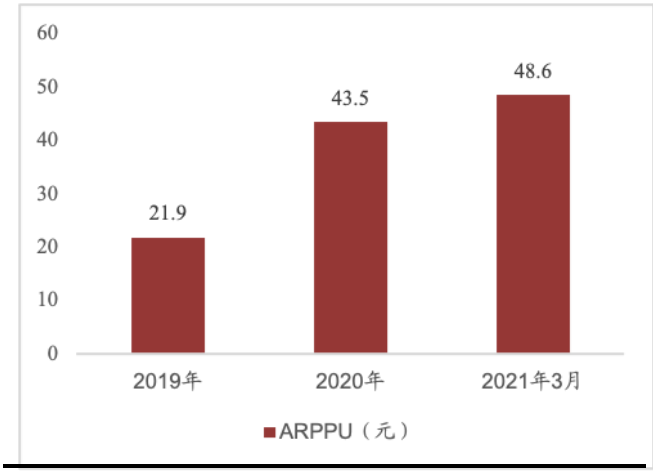
参考行业首位 SOUL 的情况，积目所在的陌生人社交市场存在充足空间，SOUL 的活跃用户数在近两年仍高速增长，变现方面持续提升，但仍处于较低水平，对应到每付费用户的收入上也在持续提升，体现出越来越多的用户正在强化付费意愿和付费强度，但相比深厚的用户基池，仍具有较大空间。

图表14： SOUL App 月活、付费用户及付费率



资料来源：SOUL 招股书，方正证券研究所

图表15： SOUL App 每付费用户收入



资料来源：SOUL 招股书，方正证券研究所

2.3.4 虚拟与现实碰撞："ROOMUU+积目"打造社交新模式

积目 App 推出的"积目+ROOMUU" 产品，将社交 App 与酒吧相结合，为年轻人打造线上交友+线下真实有效的社交平台。"积目"品牌首家实时互动定位酒吧 ROOMUU 于 2021 年 8 月在长沙开启试营业。ROOMUU 突破采用"互联网+酒吧"模式，将两个长生命周期的产品有机结合，实现线上线下的联动式社交。具体而言主要有包括拼桌、搭讪交友、轻游戏等玩法，一方面实现了用户从线上到线下相见，另一方面也从酒吧这一消费场景引流到线上的积目 App 成为用户。

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表16： 积目 App＋ROOMUU 酒吧社交模式

资料来源：ROOMUU 微信公众号、方正证券研究所

“线上+线下”模式可复制，积目 App 打造线下活动的“线上聚集地”。“积目”将“线上+线下”模式进一步拓展，其在 ROOMUU 中的经验得以重复利用，如其在 11 月 11 日开启的“‘积目之夜’单身招待所”活动将线下地点覆盖了 9 座城市，进一步扩大了其线下影响力，而通过 App，用户可以看到同样对此活动感兴趣的其他用户，从而促进积目成为线下活动的“线上聚集地”，实现线下、线上的双向导流。

图表17： “积目之夜”活动覆盖全国 9 个城市

资料来源：积目 App，方正证券研究所

敬请关注文后特别声明与免责条款

2.4 对缘：面向“小镇青年”的视频相亲 App，“在线红娘”创收拉动活跃

对缘 App 主打视频相亲，提供在线视频相亲、陌生人交友等功能，用户可以通过对缘 App 认识兴趣相投的朋友，通过发送视频、文字、语音等消息实现互动交友，主要面向下沉市场，目标群众为三四线城市的“小镇青年”。对缘 App 于 2019 年 7 月上线，2020 年用户激增，21 年每月线上相亲超百万次。

对缘 App 中以“在线红娘”为核心，“红娘”可通过相亲过程中的打赏获得收益，从而成为用户池的主动撮合方。“红娘”被招募后经过专业培训，为相亲对象提供专业服务。“红娘”会针对“嘉宾”的特点及实际情况，经过系统精确匹配，帮助男女方安排相亲。在“男女嘉宾+红娘”的聊天室中，“红娘”负责牵线搭桥，帮助两位陌生人化解尴尬，提升相亲体验。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。用户进行充值，用于打赏“红娘”，或是解锁相亲对象，而“红娘”获得收益，也会积极的拉动用户池的活跃度。

图表18： 对缘以视频相亲为主打

资料来源：对缘 App，方正证券研究所

图表19： 对缘 App 的充值页面

资料来源：对缘 App，方正证券研究所

对比老牌相亲平台百合网，后者覆盖范围更广，变现项目更为丰富，但大多数是较浅层次的文字沟通，“红娘”服务由平台负责提供，用户需要支付较高费用才能参与。

图表20： 百合婚恋 App（百合网）上的付费项目及对应最低价格

会员项目	最低价	内容
高级会员	29 元/月	解锁所有未读消息、展示会员标识和昵称红名
水晶会员	40 元/月	高级会员+更多查看权限
特权项目	**最低价**	**内容**
心动特权	8.2/月	视频相亲特权，更多查看权限
短信情缘	1.48 元/次	发送手机短信通知对方看消息
人工相亲	138 元/次	一对一红娘

资料来源：百合婚恋 App，方正证券研究所

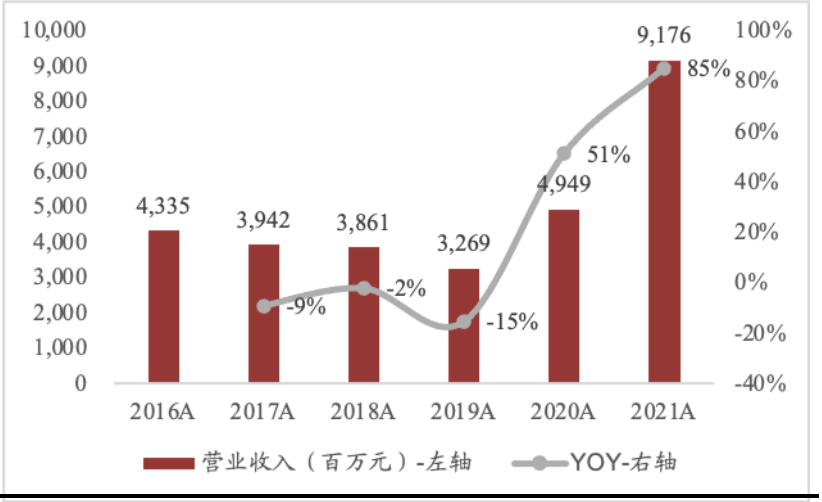
敬请关注文后特别声明与免责条款

3 拐点：迈过底部重启增长，充足现金支持矩阵战略再推进

3.1 从经营端传导，业绩拐点显现

映客 2021 年营收增速实现跨台阶提升，当年营收超过 91 亿元，同比增长 85%。充分验证社交矩阵策略的成功性。

图表21： 映客营业收入及同比增速

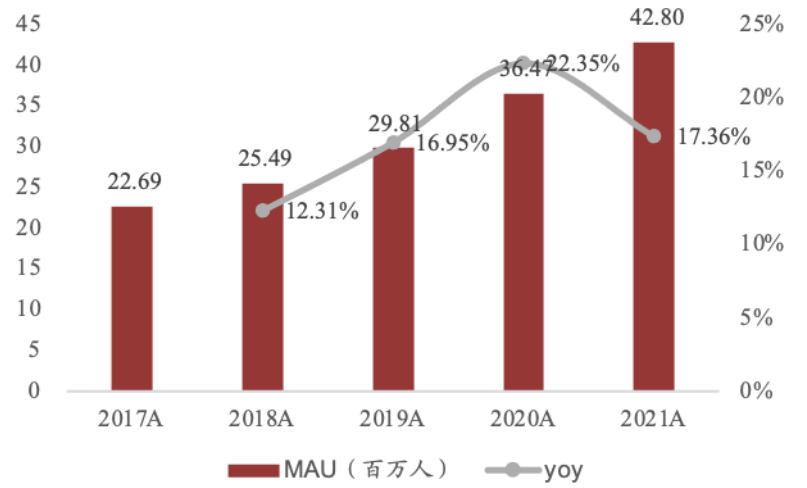


资料来源：映客公告，方正证券研究所

3.1.1 用户端：矩阵交互赋能，用户增长速度上台阶。

映客集团 MAU 持续增长，近三年持续高速增长，增速稳定在 20%上下，截至 2021 年底已经达到 4280 万人，同比增速 17.4%。

图表22： 映客集团 MAU 及同比变化



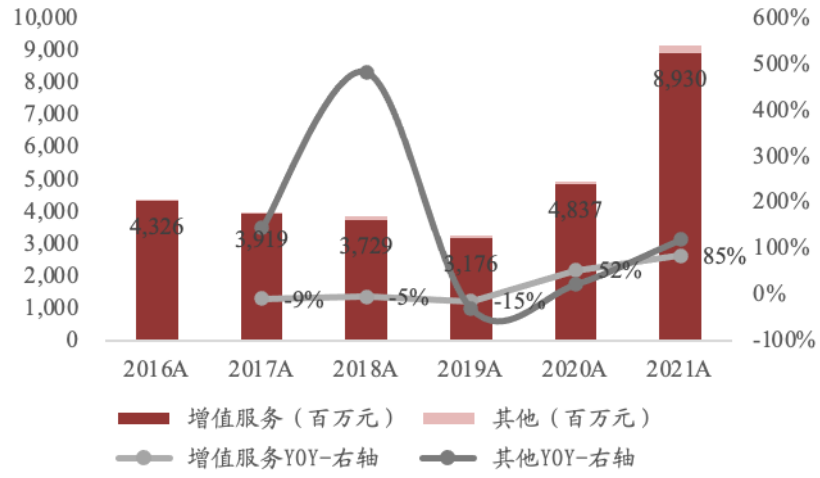
资料来源：映客公告，方正证券研究所

3.1.2 收入端：增值服务稳定增长。

增值服务营收增长稳定。映客的两块业务中，增值服务占比 97%以上，2021 年映客增值服务营收 89.30 亿元，同比增长 85%，结合 2020 年 52%的增速，体现了稳定的增长，其他业务则是 2.45 亿元，同比大幅增长 85.4%，体现了新业务的发展潜力。

敬请关注文后特别声明与免责条款

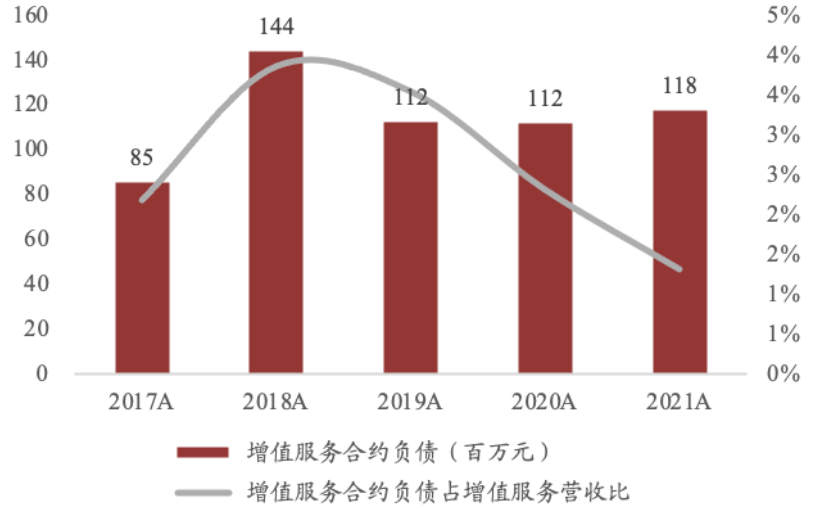
图表23： 映客分业务营收及增速



资料来源：映客公告，方正证券研究所

增值服务合约负债消化较好。合约负债体现了用户的预付费情况，在一年期的消化口径下，增值服务合约负债占该业务营收比保持在 3%以下。

图表24： 分业务合约负债及占比



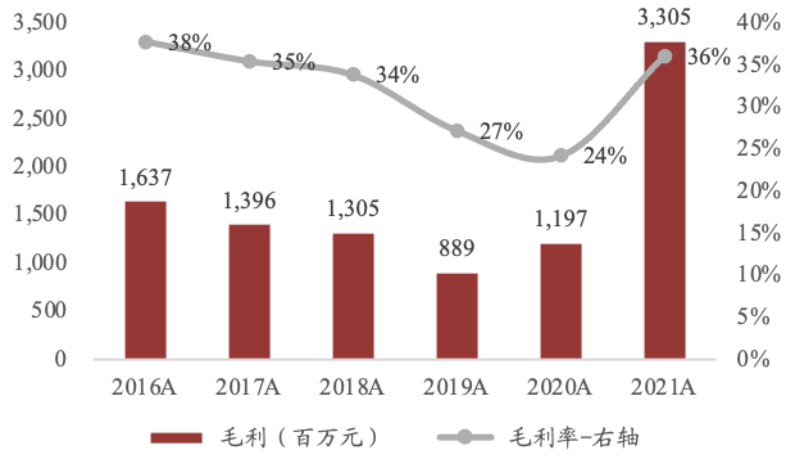
资料来源：映客公告，方正证券研究所

3.1.3 毛利与成本：大幅增长体现盈利能力提升

毛利率触底反弹。2021 年映客毛利润达 33.05 亿元，同比增长 176.09%，毛利率回升至 36%，这是营收结构变化，社交等业务营收增加带来的营业成本减少，以及其他业务盈利状况改善的结果。

敬请关注文后特别声明与免责条款

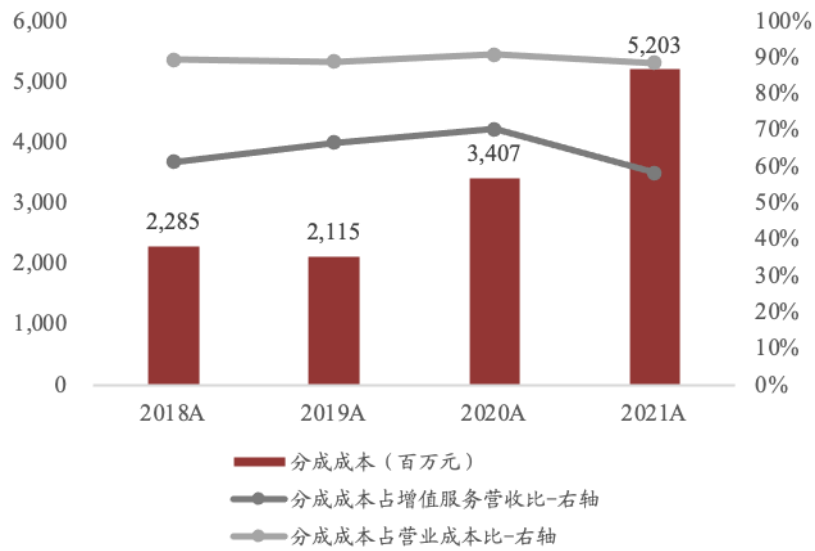
图表25： 毛利润及毛利率



资料来源：映客公告，方正证券研究所

营业成本中，分成成本占比稳定，而相应增值服务营收规模有所压缩。分成相关成本是映客重要支出项，2021 年该项目支出 52.03 亿元，占营业成本的比重维持在 90%水平，但是相对增值服务营收而言，这一成本比例大幅压缩至 58.3%，再次验证了相关业务盈利能力的提升。

图表26： 分成成本情况



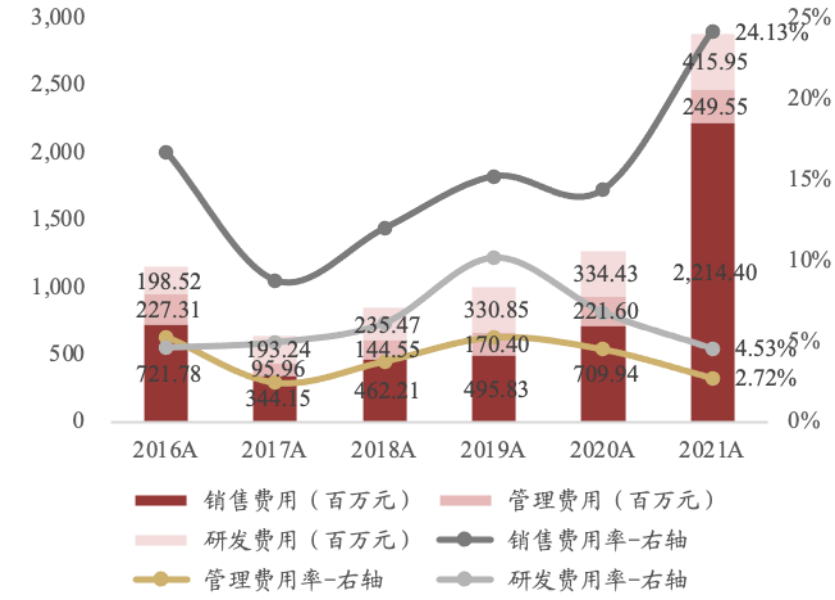
资料来源：映客公告，方正证券研究所

3.1.4 费用：销售投入增加，其他费用相对压缩。

随着业务的向好，映客三费在 2021 年都有同比增长。其中管理费用率和研发费用率均有下降，其中管理费用率大幅下降至 2.72%，研发费用则降低至 4.53%，映客销售费用在 2021 年大幅增长，而费用率提升至 24.13%，特别是其中的宣传及广告开支，2021 年达到了 21.7 亿元，同比增长 217%。

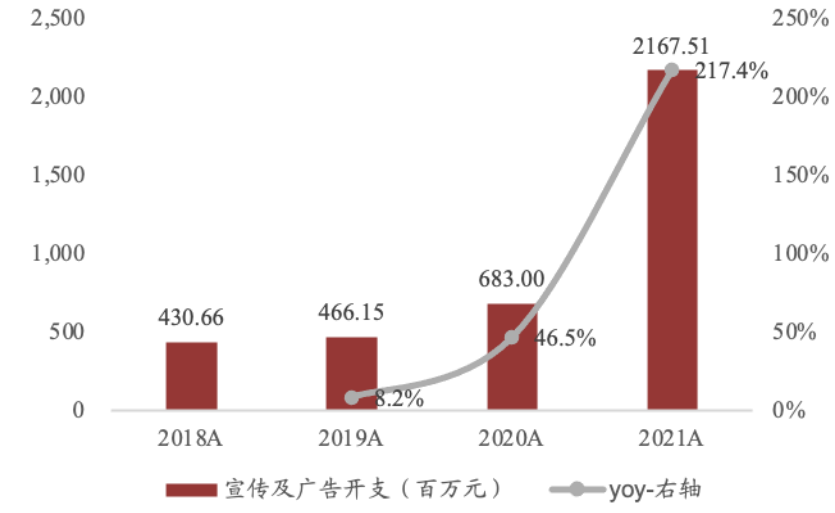
敬请关注文后特别声明与免责条款

图表27： 映客三费及三费率情况



资料来源：映客公告，方正证券研究所

图表28： 映客宣传及广告开支



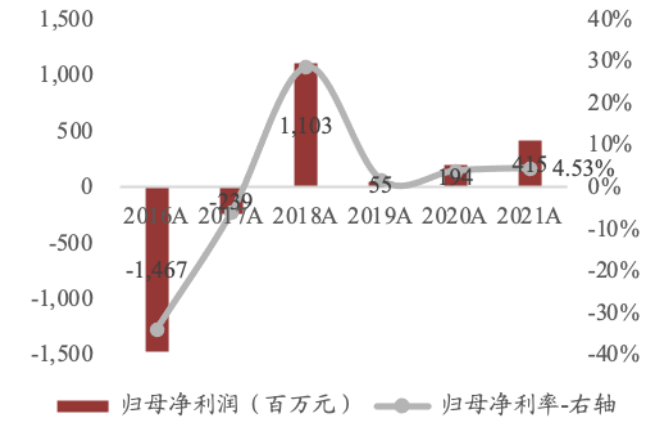
资料来源：映客公告，方正证券研究所

3.1.5 利润：2021 年度盈利大幅改善

映客在 2021A 录得归母净利润 4.15 亿元，归母净利率 4.53%，受业务规模扩大拉动，同比增长 114%。经调整口径 2021A 净利润 4.67 亿元，对应净利率 5.08%，同比增长 111%。

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表29： 映客归母净利润及净利率水平



资料来源：映客公告，方正证券研究所

图表30： 映客经调整净利润及净利率水平

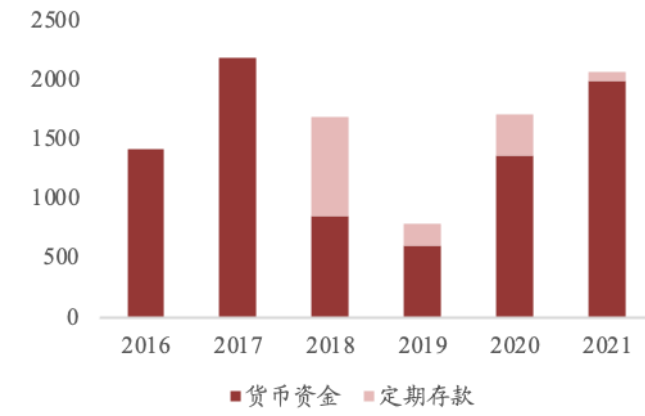
资料来源：映客公告，方正证券研究所

3.2 现金储备丰富，业务持续拓展动力充足

截至 21 年年底，映客货币资金 19.93 亿人民币，加上定期存款接近 7000 万元人民币，相较而言映客近期市值约 24 亿港元，货币与定期存款的价值达到市值的 80%以上，现金储备非常丰富，可以支持未来在业务上的持续投入。

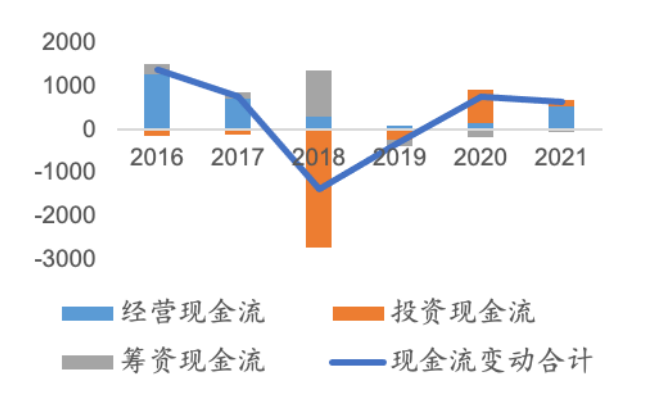
从现金变动来看，映客经营现金流自 2018 年开始收缩，20 年开始受业务回暖拉动又开始抬升；投资现金流是 2018 年之后现金变动的主要动因，其中 2018 年有大量货币转投理财和存款，导致投资现金流大减，而 2019 年则减少了理财的购买，并投资附属映客开展业务，20 年进一步处置理财产品，增加在手现金，为后续的业务投入做足准备，而 21 年起，业务提供的稳定经营现金流将成为公司现金储备的重要来源。

图表31： 映客货币资金与定期存款金额（百万元）



资料来源：映客公告，方正证券研究所

图表32： 映客现金流变动情况（百万元）



资料来源：映客公告，方正证券研究所

4 盈利预测与估值

我们对映客的 22-24 年盈利情况进行拆分预测，具体来说：

增值服务业务：作为映客最主要的营收来源，其增长主要受月活（MAU）和每用户收入（ARPU）的增长拉动，我们预测该类别营收在 22/23/24 年分别为 99.4/113.8/127.8 亿元，同比增速

敬请关注文后特别声明与免责条款

11.3%/14.5%/12.4%。拆分来看，**MAU** 在 20 年起重新开启增长，2021A 同比增速为 17.4%，我们预测其在 2022 同比增速将降至 5%，无新业务提供增长动力的情况下，受 22 年直播行业政策变化影响，中长期增速将自然放缓；**ARPU** 同样是自 2020 年开始恢复增长趋势，特别是 2021A 同比增速达到 57.3%，我们预测 22 年增速放缓，ARPU 值达到 221 元，23 年增速稳态化。

营业总收入与其他营收：假设增值服务营收占总营收比例稳定在 97.5%上下水平，则映客 22/23/24 年营收分别为 101.6/116.6/130.8 亿元，同比增长 10.76%/14.73%/12.21%。其他营收相应占比稳定 2.5%上下。

毛利润：映客毛利率在 2020 年降低至 24.2%，但随着业务的变化，2021A 已经重新恢复到 36.0%，基本与 2017-2018 年水平相近，我们预测映客 22 年毛利率将回落至 34.5%，后随着业务分成模式的成熟趋于稳定。

费用：映客销售费用率在 2021A 重新回升至 24.1%，预测 22 年水平约为 22.5%，之后随着业务稳态化逐渐回落至 20%左右；管理费用率保持稳定，预计 22 年降至 2.5%，后稳定在该水平；映客坚持产品矩阵策略并进军海外市场，预计研发费用率 22 年为 4.9%，之后保持在该水平。

利润：预测映客 22/23/24 年净利润分别为 4.58/5.27/6.07 亿元，调整项目主要来自以股份为基础的薪酬支出，预计这一项目中各分部占对应成本费用（营业成本和三费）总额的比例稳定，**经调整净利润分别为 4.90/5.66/6.48 亿元。**

综上，我们预计映客未来 3 年营收分别为 101.63/116.60/130.84 亿元，对应经调整净利润 4.90/5.66/6.48 亿元，对应经调整利润率为 4.8%/4.9%/5.0%，EPS 分别为 0.23/0.26/0.30 元。

图表33： 映客盈利预测表

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
MAU（千人）	**29,808**	**36,470**	**42,802**	**44,942**	**48,987**	**52,416**
yoy	*17.00%*	*22.30%*	*17.40%*	*5.00%*	*9.00%*	*7.00%*
ARPU	**106.56**	**132.63**	**208.64**	**221.16**	**232.22**	**243.83**
yoy	*-27.17%*	*24.46%*	*57.31%*	*6.00%*	*5.00%*	*5.00%*
增值服务营收（百万元）	3,176.4	4,837.08	8,930.22	9,939.33	1,1375.56	1,2780.45
/总营收比	*97.20%*	*97.70%*	*97.30%*	*97.80%*	*97.56%*	*97.68%*
yoy	*-14.80%*	*52.30%*	*84.60%*	*11.30%*	*14.45%*	*12.35%*
其他营收（百万元）	92.17	112.36	245.38	223.58	284.16	303.36
营业收入	**3,268.57**	**4,949.44**	**9,175.60**	**10,162.92**	**11,659.73**	**13,083.80**
yoy	*-15.33%*	*51.43%*	*85.39%*	*10.76%*	*14.73%*	*12.21%*
毛利润（百万元）	**889.49**	**1,197.13**	**3,305.10**	**3,506.21**	**3,906.01**	**4,317.66**
毛利率	*27.20%*	*24.20%*	*36.00%*	*34.50%*	*33.50%*	*33.00%*
销售费用（百万元）	495.83	709.94	2,214.40	2,286.66	2,506.84	2,747.60
销售费用率	*15.20%*	*14.30%*	*24.10%*	*22.50%*	*21.50%*	*21.00%*
管理费用（百万元）	170.40	221.60	249.55	254.07	285.66	314.01
管理费用率	*5.20%*	*4.50%*	*2.70%*	*2.50%*	*2.45%*	*2.40%*
研发费用（百万元）	330.85	334.43	415.95	497.98	571.33	628.02
研发费用率	*10.10%*	*6.80%*	*4.50%*	*4.90%*	*4.90%*	*4.80%*
净利润(含少数股东权益)	**52.77**	**203.19**	**433.01**	**458.02**	**527.47**	**607.31**
少数股东损益	-2.15	9.30	17.63	19.24	22.15	25.51
归母净利润（百万元）	**54.92**	**193.89**	**415.38**	**438.78**	**505.32**	**581.80**

资料来源：映客公告，方正证券研究所

给予 2022 年 0.41 倍 PS 估值，对应公司 2022 年目标价 2.60 港元。根据 wind 一致预期，映客可比公司 PS 估值在 2022 年均值为 1.53x。结合盈利预测，我们给予公司 2022 年 0.41 倍 PS 估值，对应目标价 2.60 港元。

敬请关注文后特别声明与免责条款

图表34： 映客及可比公司 Wind 一致预期 PS 估值水平

		PS			
		2021	2022E	2023E	2024E
3700.HK	映客	0.30	0.41	0.36	0.32
1024.HK	快手-W	3.07	3.28	2.69	2.25
YY.O	欢聚	1.28	0.89	0.80	0.71
均值		1.55	1.53	1.28	1.09

资料来源：Wind，方正证券研究所。其中 2021 年 PS 股价取 2021 年 12 月 31 日前收盘价，映客 2022 及以后的 PS 股价取方正证券预测值，其他可比公司 2022 及以后的 PS 取 6 月 9 日前收盘价与 Wind 一致预期营收水平。

5 风险提示

行业政策变化、疫情反复、营销所需投入扩大。

敬请关注文后特别声明与免责条款

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	**3,519**	**4,320**	**4,879**	**5,690**
货币资金	1,993	2,586	2,912	3,491
应收账款	63	70	81	91
存货	12	17	18	21
其他	1,450	1,648	1,870	2,088
非流动资产	**1,719**	**1,761**	**1,819**	**1,902**
固定资产	27	30	33	35
无形资产	766	784	820	880
其他	927	947	967	987
资产总计	**5,238**	**6,081**	**6,699**	**7,592**
流动负债	**1,135**	**1,519**	**1,609**	**1,896**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	669	909	964	1,141
其他	465	610	646	755
非流动负债	**173**	**173**	**173**	**173**
长期借款	0	0	0	0
其他	173	173	173	173
负债合计	**1,307**	**1,692**	**1,782**	**2,068**
少数股东权益	1	21	43	68
股本	13	13	13	13
留存收益和资本公积	3,917	4,355	4,861	5,442
归属母公司股东权益	3,930	4,369	4,874	5,456
负债和股东权益	**5,238**	**6,081**	**6,699**	**7,592**

现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	**559**	**843**	**596**	**879**
净利润	415	439	505	582
折旧摊销	72	84	87	92
少数股东权益	18	19	22	26
营运资金变动及其他	54	301	-18	180
投资活动现金流	**130**	**-250**	**-270**	**-300**
资本支出	-24	-105	-125	-155
其他投资	154	-145	-145	-145
筹资活动现金流	**-52**	**0**	**0**	**0**
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	-25	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-27	0	0	0
现金净增加额	**633**	**593**	**326**	**579**

利润表	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**9,177**	**10,163**	**11,660**	**13,084**
营业成本	5,870	6,657	7,754	8,766
销售费用	2,214	2,287	2,507	2,748
管理费用	241	254	286	314
财务费用	-18	0	0	0
营业利润	**435**	**467**	**542**	**628**
利润总额	**473**	**492**	**567**	**653**
所得税	40	34	40	46
净利润	**433**	**458**	**527**	**607**
少数股东损益	18	19	22	26
归属母公司净利润	**415**	**439**	**505**	**582**
EBITDA	506	551	629	720
EPS（元）	0.21	0.23	0.26	0.30

主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业总收入	85.12%	10.75%	14.73%	12.21%
营业利润	-810.01%	7.59%	15.98%	15.83%
归属母公司净利润	114.22%	5.63%	15.16%	15.14%
获利能力				
毛利率	36.02%	34.50%	33.50%	33.00%
净利率	4.72%	4.51%	4.52%	4.64%
ROE	10.57%	10.04%	10.37%	10.66%
ROIC	0.10	0.10	0.10	0.11
偿债能力				
资产负债率	24.96%	27.82%	26.60%	27.24%
净负债比率	-0.51	-0.59	-0.59	-0.63
流动比率	3.10	2.84	3.03	3.00
速动比率	3.09	2.83	3.02	2.99
营运能力				
总资产周转率	1.75	1.67	1.74	1.72
应收账款周转率	144.50	144.50	144.50	144.50
应付账款周转率	8.77	7.32	8.05	7.68
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.23	0.26	0.30
每股经营现金	0.29	0.43	0.31	0.45
每股净资产	2.03	2.26	2.54	2.85
估值比率				
P/E	8.12	5.92	5.14	4.46
P/B	0.86	0.59	0.53	0.47
EV/EBITDA	2.72	0.02	-0.50	-1.24

数据来源：wind 方正证券研究所

敬请关注文后特别声明与免责条款

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址：https://www.foundersc.com	E-mail:yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层	
上海	静安区延平路 71 号延平大厦 2 楼	
上海	浦东新区世纪大道 1168 号东方金融广场 A 栋 1001 室	
深圳	福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦 31 层	
广州	天河区兴盛路 12 号楼 隽峰苑 2 期 3 层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段 36 号华远国际中心 37 层	