

映客 (3700.HK)

產品矩陣多元擴展，用戶價值穩步提升

- 2020 年收入增長加速**：映客 2020 年底止全年收入為 49.49 億元（人民幣·下同），按年增 51.43%，增速大幅高於其 5 年複合年均增長率 2.83%；毛利為 11.97 億元，按年增 34.59%，毛利率為 24.19%。同期，公司經營溢利為 5,473 萬元，按年增 19.05%。公司全年溢利為 2.03 億元，其中歸屬母公司股東溢利約為 1.94 億元，按年大增 2.53 倍，主要受聯營公司及合營企業投資收益推動；基本每股盈利為 0.10 元，按年增逾 33%。
- 直播市場將達萬億規模**：2020 年疫情讓網絡直播得到迅速發展，全民直播時代已然到來。縱觀整個疫情期間，不少實體業務從線下轉移至線上進行數字化轉型。如今，各大直播平台積極推動「直播+」布局，與電競、綜藝、教育等產業相結合，努力構建多元化、差異化、高品質的直播生態體系。預計 2021 年中國網絡直播將持續高速增長，市場規模有望達 0.3 萬億元；隨網絡直播滲透率不斷提升，預計至 2026 年規模將逾 2 萬億元。
- 產品矩陣戰略擴張見效**：2020 年公司創新產品收入佔增值服務收入比例由上一年度的 14% 大幅增至 41%；旗下多款音視頻社交產品的商業模式已逐步得到驗證，產品孵化成功率高。公司截至 2020 年底止的 MAU 及 ARPU 按年增長率均達新高，分別為 22.35% 及 24.46%；2021 年預期 ARPU 將按年增長逾 36% 達 180 元以上，創公司 ARPU 歷年新高。
- 線上婚戀交友產品潛力巨大**：「對緣」所針對的互聯網婚戀交友市場屬眾多細分市場中最具潛力的其中一個賽道。2019 年中國互聯網婚戀交友市場規模達 55.9 億元人民幣，雖然 2020 年規模因疫情影響行業線下環節營運而下跌逾一成，但統計顯示疫情下相親活動顯著轉移至線上平台；估計到 2021 年底市場規模將增長至 66.8 億元，按年增長率回復至 33.1% 的高水平。
- 目標價 3.07 港元，預測市盈率 22.4 倍**：預計公司 2021 財年收入及純利仍將維持較高雙位數增長；未來 5 年收入年均複合增率保守估計約 15%。預測 2021 及 2022 年 EBITDA 分別為 5.49 億及 6.32 億元人民幣。按此推算每股股價為 3.07 港元，給予「買入」評級；按 2021 年預測每股盈利 0.137 港元折算，預測市盈率為 22.4 倍。

公司營利摘要

| (百萬元人民幣) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 3,861 | 3,269 | 4,949 | 7,424 |
| 股東應佔溢利 | 1,103 | 55 | 194 | 223 |
| 每股盈利(元) | 0.78 | 0.03 | 0.10 | 0.11 |

資料來源：Bloomberg

首次覆蓋

評級：買入

| | |
|-----------------|---------|
| 股票代碼 | 3700.HK |
| 收市價 (22/4/2021) | 2.40 港元 |
| 目標價 | 3.07 港元 |

行業

軟件服務

集團資料

| | |
|-------------|----------|
| 52 週高位 (港元) | 3.08 元 |
| 52 週低位 (港元) | 0.96 元 |
| 年至今變動 (%) | +118.18% |
| 市值 (港元) | 48.17 億 |
| 市盈率 (倍) | 19.35 倍 |
| 市帳率 (倍) | 1.10 倍 |
| 股息率 (%) | N/A |

股價表現

| | 總報酬 | 相對大市 |
|------|---------|---------|
| 年至今 | +118.18 | +6.66% |
| 6 個月 | +101.68 | +16.71% |
| 1 年 | +128.57 | +24.79% |

6 個月股價表現



資料來源：Bloomberg

上海商業銀行證券及期貨部

Tel : 2250 3436

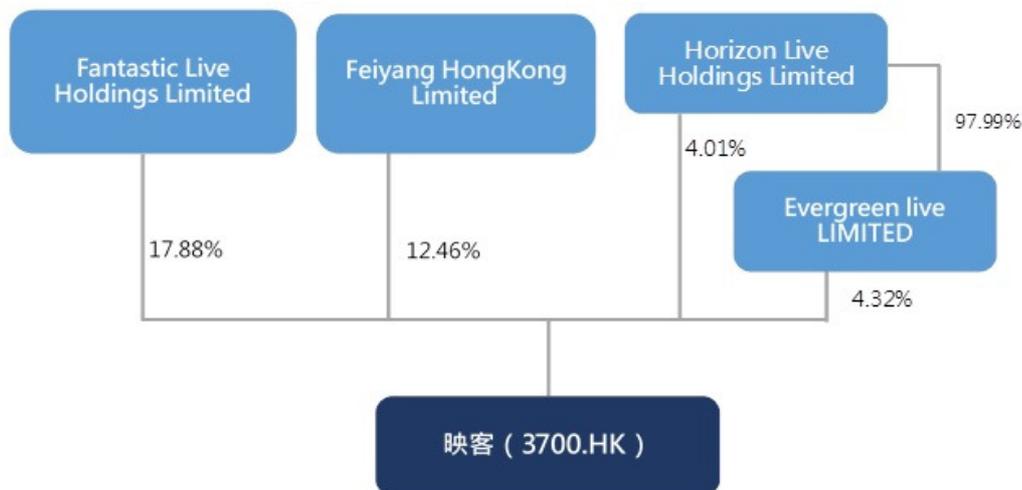
一、公司簡介

映客互娛有限公司為中國一家互聯網企業，營運主流直播平台映客 APP 等移動社交產品。映客 APP 推出於 2015 年，最初控制人為北京蜜萊塢網絡科技有限公司。2018 年，映客和北京蜜萊塢以及注冊股東簽訂合約，獲得北京蜜萊塢的控制權以及所有經濟利益，同年於港交所主板上市。集團以「互動社交」為核心戰略，成功孵化出一個面向不同細分市場的產品矩陣，包括「映客」、「積目 APP」以及「對緣 APP」等。

公司發展



公司股權結構



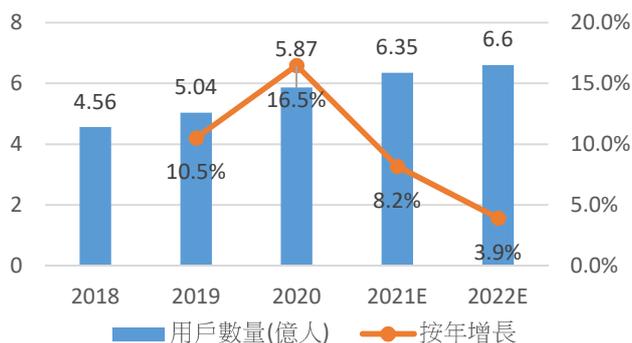
二、行業概況

網絡直播是隨著移動互聯網科技發展而催生的一個新興產業，由網絡主播直接提供不經錄音或錄像、依托互聯網並透過手機或電腦等工具，在網絡直播平台上同步進行實況播送的內容服務。

自 2016 年以來，直播平台 and 觀眾流量均呈現井噴式增長。網絡直播利用互聯網實現信息實時共享，開啟了全新的社交網絡交互方式，成為一個擁有千億市場規模的新興產業。網絡直播隨著國家文化政策支持、網絡基礎設施和移動寬帶加速普及、視頻技術日趨成熟、資本助推等利好因素推動下，行業進入高速發展軌道。

近年來，我國不斷發布網絡直播行業的相關政策，以規範行業的發展。自 2016 年網絡直播市場爆發以來，各類網絡直播平台競相湧出，將行業推入高速發展期。然而，伴隨著網絡直播平台的迅猛發展和用戶規模的迅速擴張，網絡直播平台亂像叢生，特別是 2016 年鬥魚直播平台「直播造娃娃」事件的發生，網絡直播行業開始進入政府監管階段。2020 年以來，隨著各種新形態的網絡直播模式的出現，我國網絡直播政策更是密集出台，網絡直播行業不斷向健康方向發展。

圖一：中國在線直播行業用戶規模及估計



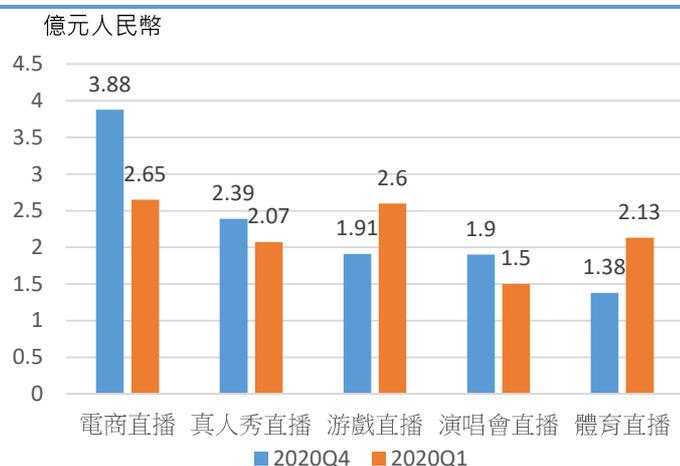
資料來源：艾媒諮詢

圖二：中國移動社交用戶規模



資料來源：艾媒諮詢

圖三：2020年中國網絡直播各領域市場規模



資料來源：中國互聯網絡信息中心

圖四：中國在線直播平台市場規模及增速



資料來源：前瞻產業研究院

三、行業前景

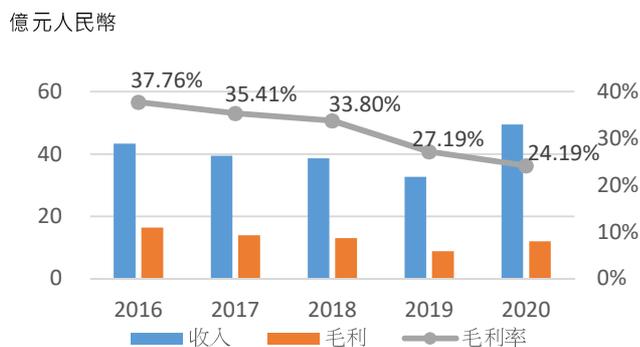
疫情下行業迎來發展機遇：自2016年爆發以來，直播平台、觀眾數量都呈現井噴式發展，目前網絡直播已經成為網絡文化內容供應、技術創新、商業模式創新的代表，成為網絡文化市場重要組成部分。2016-2019年，我國網絡直播市場規模不斷擴大，2019年為843.4億元（人民幣，下同），同比增長63.4%，佔中國網絡視聽行業總規模的比重為19%。2020年，在新冠肺炎疫情的影響下，「全民直播」時代來臨，網絡直播市場價值達到歷史新高，初步測算市場規模突破1,500億元。

行業市值將達萬億，細分領域崛起： 從直播類型來看，網絡直播大致分為秀場直播、遊戲直播、垂直領域直播(電商直播、體育直播等)、泛娛樂直播等。近年來我國電商直播發展迅速，特別是 2020 年疫情以來，人們大多時候居家，電商直播成為了眾多網絡直播用戶的選擇。根據中國互聯網絡信息中心統計數據顯示，截止 2020 年 12 月，我國電商直播用戶規模達到 3.88 億人，在所有網絡直播細分中排名第一。2020 年的疫情讓網絡直播得到迅速發展，全民直播時代已然到來。縱觀整個疫情期間，不少實體業務從線下轉移至線上進行數字化轉型。如今，各大直播平台積極推動「直播+」布局，與電競、綜藝、教育等產業相結合，努力構建多元化、差異化、高品質的直播生態體系。預計 2021 年中國網絡直播將持續高速增長，市場規模有望達到 0.3 萬億元；隨著網絡直播滲透率的不斷提升，預計至 2026 年我國網絡直播市場規模將超過 2 萬億元。

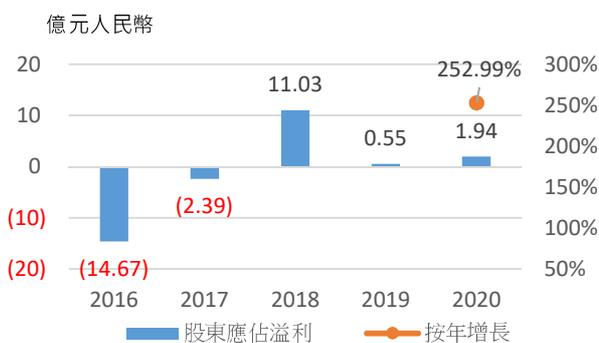
四、財務分析

截至 2020 年底止全年，映客總收入為 49.49 億元(人民幣，下同)，按年增長 51.43% (2019 收入：32.69 億元)，增速大幅高於其 5 年複合年均增長率 2.83%；毛利為 11.97 億元，按年增 34.59% (2019 毛利：8.89 億元)，毛利率為 24.19%，按年下跌約 3 個百分點，主要受互動娛樂新產品主播分成較高所致。同期，公司經營溢利為 5,473 萬元，按年增長 19.05%，經營溢利率為 1.11%，低於去年的 1.41%，主要受銷售及推廣開支增加所影響；2020 年財務收入淨額為 1,072.1 萬元，按年減少 67.44%，主要由於定期存款減少。公司全年溢利為 2.03 億元，其中歸屬母公司股東溢利約為 1.94 億元，按年大幅增長 2.53 倍，主要受聯營公司及合營企業投資收益推動；基本每股盈利為 0.10 元，較去年增長逾 33%。

圖五：映客 2016-2020 收入及毛利



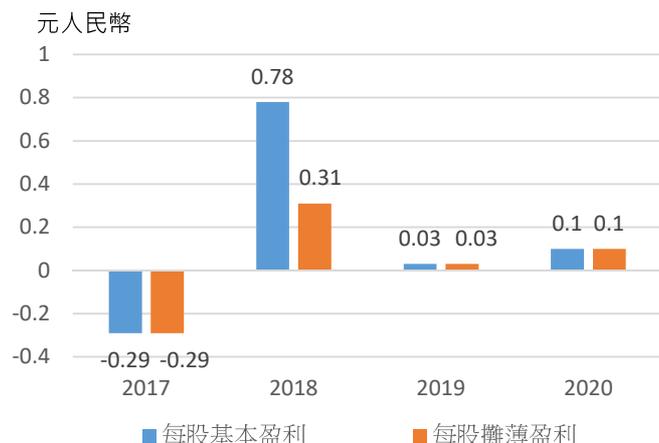
圖六：映客 2016-2020 盈利表現



資料來源：公司公告及年報

資料來源：公司公告及年報

圖七：映客 2017-2020 每股盈利



資料來源：公司公告及年報

圖八：映客 2016-2020 經營現金流及資本支出



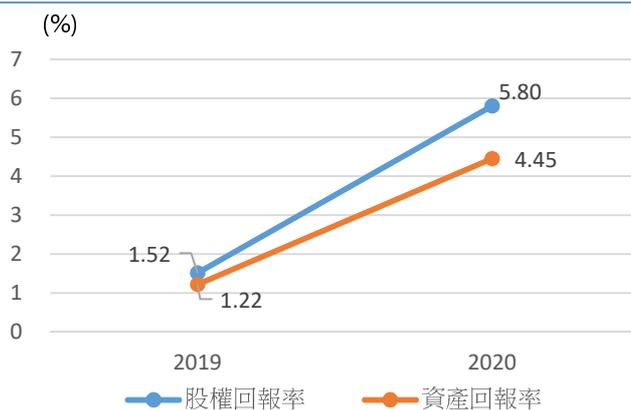
資料來源：公司公告及年報

圖九：映客 2016-2020 主要營業費用



資料來源：公司公告及年報

圖十：映客 2019-2020 回報率



資料來源：公司公告及年報

公司 2020 年底現金及現金等價物為 13.60 億元，按年大幅增加 1.25 倍或 7.56 億元（2019 現金及現金等價物：6.04 億元），料主要受同期經營活動所得現金淨額（2020 預測不少於 2 億元）增加推動。同期，資本開支為 800 萬元，按年減少逾 31.6%。公司 2020 年股權回報率及資產回報率分別為 5.80% 及 4.45%，按年顯著上升。

業務分部表現

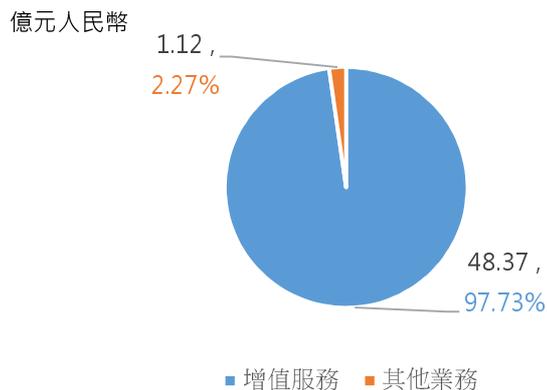
映客業務主要可分為直播及網絡廣告兩個分類；而隨著廣告收益佔公司總收入比例持續不顯著，現時網絡廣告已併入其他業務計算，而直播業務則隨產品線擴張而改稱增值服務。截至 2020 年底止，公司增值服務全年收入約 48.37 億元（人民幣，下同），按年增長 52.28%，佔總收入 97.73%；其他業務收入約 1.12 億元，按年增長 21.90%，佔總收入 2.27%。

圖十一：映客 2018 年各業務收入比例



資料來源：公司公告及年報

圖十二：映客 2019 年各業務收入比例

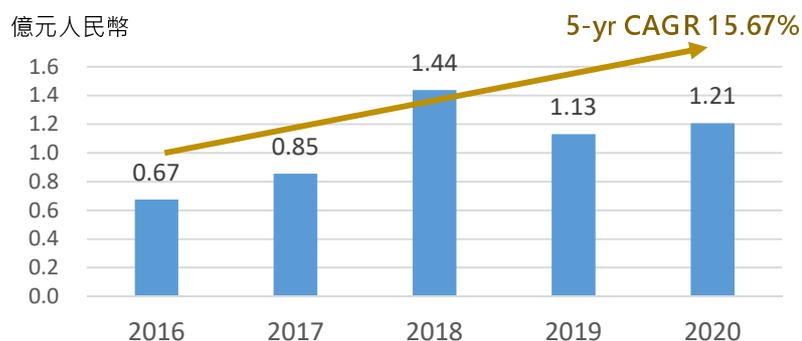


資料來源：公司公告及年報

增值服務

公司增值服務所得收益來自移動端直播及社交平台，包括映客、對緣及積目等，提供互聯網基礎設施讓主播及用戶通過平台互動。公司於各平台營運虛擬貨幣系統，用戶可透過使用虛擬貨幣購買消耗性虛擬物品贈予主播或加強交流，或購買虛擬服務提升其個人信息可見度；公司則銷售虛擬貨幣以錄得收入，並與平台主播根據協議分享收益，以提升各平台的用戶流量。當中，已售但未被消費的虛擬貨幣以「合約負債」入賬，截至 2020 年底止，合約負債錄得 1.21 億元，按年增長約 6.80%，5 年複合年均增長率更高達 15.67%，反映該等虛擬貨幣變現入帳的潛力一直維持高企。

圖十三：映客 2016-2020 年合約負債增長



資料來源：公司公告及年報

1. 映客 APP：映客 APP 是公司旗下移動視頻直播的核心產品，致力於打造 90 後人群視頻社交應用，定位是偏重時尚類的生活直播平台。作為整個集團核心的業務，映客直播仍然處於穩步增長狀態，並且在現有優勢的基礎上，進一步發展探索。在此背景下，映客公會生態在 2020 年獲得了長足發展，使整個業態呈現雙贏的局面。除了大力發展公會業態外，映客在用戶運營上也更加精細化，在直播的內容供給和互動玩法上深耕細作，不斷提升用戶體驗。

2. 積目 APP：積目 APP 早於 2016 年啟動上線，定位為 90 至 00 後青年文化人群領域的陌生人社交平台。積目的用戶主要集中在一二線城市，95 後用戶佔總用戶比例達 80%。截止目前，積目主辦或合作舉行數千場活動，活動覆蓋全國上百座城市。2019 年 6 月，積目紅杉資本數千萬元 B 輪融資，同年獲映客以 8,500 萬美元的價格全資收購。映客與積目的結合有效打造一個完整的年輕用戶線上社交+娛樂的生態閉環。

3. 對緣 APP：對緣是映客旗下的一款視頻相親交友 App，於 2019 年中孵化；和傳統相親模式不同，對緣採用的是「嘉賓+紅娘（主播）」的創新形式。用戶就是相親的「嘉賓」，對緣中的紅娘會針對嘉賓的特點及實際情況，經過系統精確匹配，幫助男女嘉賓安排相親。紅娘將引導雙方互動、深入交流，在雙方相親的過程中其他用戶也可進房間觀看，並在線給出意見。對緣商業化節奏要比積目更緊湊，截至 2020 年底，對緣注冊用戶累計過千萬，月均相親百萬次，紅娘數量超 1.5 萬名，較 2019 年按年增長 12 倍之多。

圖十四：映客 2020 年細分業務矩陣

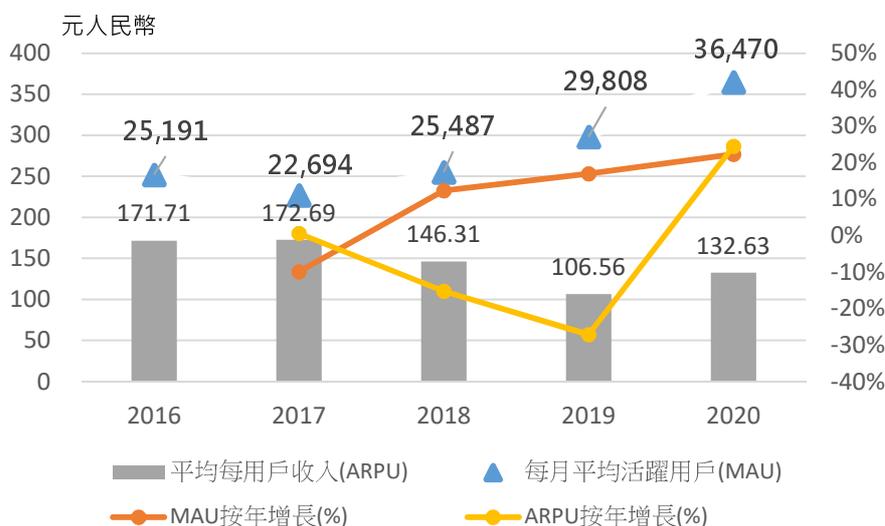


資料來源：公司全年業績展示材料

五、投資亮點

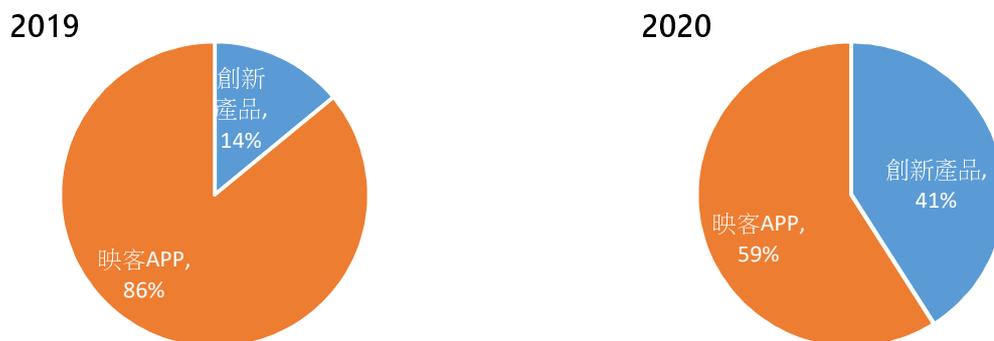
產品矩陣戰略擴張見效：自 2018 年上市以來，映客一直在開發新產品及技術上持續投入。2020 年，公司創新產品收入佔增值服務收入比例由上一年的 14% 大幅增至 41%；旗下多款音視頻社交產品的商業模式已逐步得到驗證，成為集團收入持續增長的主要引擎。公司打造多元化產品矩陣，積極關注行業新動向與消費新勢力，其產品矩陣現時覆蓋不同細分市場及用戶，滿足用戶對各類垂直市場的娛樂及社交需求，成功實現收入多元化。其中積目和對緣已躋身各細分賽道的頭部產品。據 2020 年《互聯網週刊》及 eNET 研究院統計發布，積目登上興趣社交平台榜單第 2 位，反映公司創新產品有能力快速得到市場認可，展現出強大的創新能力和商業化能力，產品孵化成功率高。以公司每月平均活躍用戶(MAU)及增值服務收入推算其平均每用戶收入(ARPU)，公司截至 2020 年底止的 MAU 及 ARPU 按年增長率均達至新高，分別為 22.35% 及 24.46%；ARPU 在 2019 財年見底後料將進入上升軌道，2021 年預期 ARPU 將按年增長逾 36% 達 180 元以上，將創公司 ARPU 歷年新高。

圖十五：映客 2016-2020 年 MAU 及 ARPU 及按年增長率



資料來源：公司公告及年報

圖十六：映客 2019 及 2020 年產品收入比例



資料來源：公司全年業績展示材料

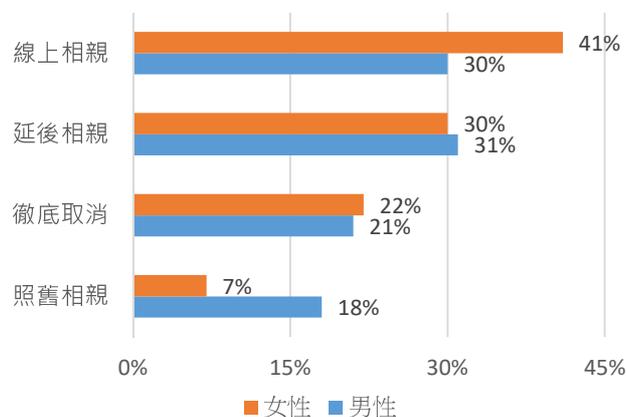
線上婚戀交友產品潛力巨大：公司產品矩陣多元化為收入增長帶來足夠動力，其中「對緣」所針對的互聯網婚戀交友市場，更屬眾多細分市場中最具潛力的其中一個賽道。2019 年中國互聯網婚戀交友市場規模達 55.9 億元人民幣，雖然 2020 年規模因疫情影響行業線下環節營運而下跌逾一成，但有統計亦顯示，疫情下相親活動顯著轉移至線上平台；估計到 2021 年底市場規模將增長至 66.8 億元，按年增長率回復至 33.1% 的高水平。據 2020 年《互聯網週刊》及 eNET 研究院統計發布，對緣位列婚戀社交平台榜單第 7 位。而據了解，在公司產品所針對的各細分市場中，對緣的主播分成比率約 50%，對比其他創新產品高達 80% 的分成，對緣的收益保留比率相對較高。

圖十七：中國互聯網婚戀交友市場規模及增長



資料來源：易觀分析

圖十八：2020 年疫情期間中國相親活動取向調查



資料來源：百合佳緣

六、風險因素

行業近年監管趨嚴，直播平台面臨被整改風險：隨著互聯網產業在國內經濟的重要性日漸提高，互聯網企業近年成為重點監管對象，一些線上平台，如電商、影視直播等企業首當其衝面臨整改。2016年4月，映客等20餘家直播企業發布《北京網絡直播行業自律公約》，承諾對直播內容進行審查及管理。去年，內地網信辦先後約談映客等多家企業，指平台存在內容低俗庸俗等問題。今年3月，映客推出的語音社交APP「對話吧」因未履行安全評估程序以及「深度偽造」而下架。若政府機構對社交應用監管力度提高，或會打擊部份產品的推出進程。

面臨短視頻應用激烈競爭：近年，抖音、快手等短視頻應用實現快速增長，移動社交賽道競爭面臨白熱化。面對競爭，映客近年積極建立多元產品陣矩，在不同細分市場搶佔用戶時間，如針對Z世代的興趣社交APP積木，及相親產品對緣APP。2020年，映客主要產品的每月活躍用戶(MAU)按年增加22%，未來能否維持較高增速將取決於公司新產品的話題性與市場推廣成果。完善產品陣矩亦有助公司降低映客APP業務內直播主議價能力過高的風險。

七、企業估值

基於內地直播、短視頻及相關在線社交市場預料將維持高增長，加上映客創新產品多線並行，專注發展多個細分市場，我們預計公司 2021 財年收入及純利仍將維持較高雙位數增長；未來 5 年收入年均複合增率保守估計約 15%。

預測 2021 及 2022 年 EBITDA 分別為 5.49 億及 6.32 億元人民幣。假設公司無增發股票集資，按此推算每股股價為 3.07 港元，給予「買入」評級，按 2021 年預測每股盈利 0.137 港元折算，預測市盈率為 17.5 倍。

| 現金折現法參數 | | 預測參數 | |
|----------------------|--------|------------|------|
| 加權平均資本成本 (人民幣，百萬) | 11.70% | 最終增長值 | 2.5% |
| 企業現值(2021-2025) | 3,794 | 無風險利率 | 3.0% |
| + 淨現金/(負債) | 1,201 | 市場風險值 | 7.4% |
| - 少數權益 | (29) | Beta值 | 1.2 |
| = 股權現值 | 4,966 | 債務成本 | 3.7% |
| / 流通股數 | 1,937 | EBITDA退出乘數 | 5.3x |
| = 每股價值(港元) | 3.07 | | |

免責聲明

以下披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售文件，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本文件所述的證券產品未必適合所有客戶，且並未考慮客戶的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。本文件並無就其中所述任何證券產品是否適合或切合任何個別人士的情况作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非中介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本文件作任何投資決定，而須自行評估本文件所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分了解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

人民幣受制於匯率風險(只適用於個人客戶)：人民幣現時並非自由兌換貨幣，客戶需了解其可以通過銀行賬戶以人民幣(離岸)匯率兌換人民幣，但需按有關監管機構不時作出的規定、本行規定及/或當時人民幣頭寸情況及本行商業考慮辦理。人民幣兌換限制風險(只適用於企業客戶)：人民幣現時並非自由兌換貨幣，企業客戶需了解其可以通過銀行賬戶兌換人民幣，但需按有關監管機構不時作出的規定、本行規定及/或當時人民幣頭寸情況及本行商業考慮辦理。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本文件由本行刊發及完全擁有。本文件所載資料僅作為一般市場評論，惟僅供參考之用，並不構成任何存款或任何投資認購、交易、贖回、出售此文件所載的產品之要約、游說、邀請、招售、建議或意見。本行並無、亦不會就任何投資的表現作出聲明、擔保及其他保證。

本文件部分內容源自第三者提供的資料，該等資料可能是不完整或經簡撮。雖然有關資料乃源自本行認為可靠的來源，惟該等資料內容來源未經獨立核證，本行亦不會就上述文件所提供的資料或意見的準確性、完整性或正確性作出任何陳述、保證或承諾，亦不會對任何因該等資料或意見(全部或任何部份)而產生或因直接或間接倚賴該等資料或意見(全部或任何部份)而引致的損失或損害承擔任何法律責任(因本行、本行的授權人員、僱員或代理人的疏忽或故意失責除外)。文件內容或隨時變更，所有意見、預測及估計乃於發表日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。本文件內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情况有重大差異。

未經本行事先作出明確的書面許可前，本文件(包括全文或部分)不得以任何方式引用、複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。本行對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。

本行及其內的附屬公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本文件所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。

本文件並非獨立投資研究報告。

此文件內容由上海商業銀行有限公司刊發，並未經香港證券及期貨事務監察委員會或香港的任何其他監管機構審核。