

06988.HK
买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 0.45

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(72.2)	(46.4)	(48.9)	(63.2)
相对恒生指数	(81.7)	(46.4)	(48.9)	(73.8)

发行股数 (百万)	2,371.93
流通股 (百万)	2,371.93
总市值 (港币 百万)	1,055.51
3个月日均交易额 (港币 百万)	10.71
主要股东	
ZZN.Ltd.	31.51

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年8月31日收市价为标准

相关研究报告

《乐享集团》20230312
 《乐享集团》20221201
 《乐享集团》20220902

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi.l.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

乐享集团

海外电商开拓新品类, 央企混改公司聚焦影视

乐享集团 2023 上半年营业收入 21.48 亿港元, 同比+57.2%; 归母净亏损 1.95 港元 (vs. 22H1 归母净利润 7548 万港元)。公司海外电商进展顺利, 开拓新品牌和新品类, 毛利率改善; 央企混改公司将聚焦优质影视投资机会; 战略性调整了国内业务布局。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **海外电商收入继续大幅增长, 开拓新品牌和新品类。** 23H1 海外电商商品销售收入 19.44 亿港元, 同比+90.4%。上半年公司成功拓展了新的知名消费电子供货商, 东南亚当地合作经销商快速增长, 相比 2022 年底增长了 82.99%。MARTOP 平台开始拓展平板电脑等非手机类品类的销售, 抢占更多市场份额。公司从 21Q4 开始正式开启 TikTok 电商业务, 主要市场在东南亚地区, 该区域自 2020 年起连续三年成为中国第一大贸易伙伴, 人均收入增长较快, 短视频电商发展空间广阔。
- **参与央企混改, 聚焦影视投资, 布局 AIGC 技术。** 乐享集团与央企保利影业投资进行股权重组后成立了保利乐享文娱科技, 主要发展影视投资、MCN 等业务, 培育自有流量进行营销变现。后续公司将聚焦优质影视项目机会进行投资。在新技术方面, 公司 2022 年推出了自有区块链“保利文娱科技链”, 接入 NFT 平台“空兼”和首批外部生态伙伴; 上半年结合数字人、AI 等技术已成功研发数字全息显示系统, 运用在文旅产业。
- **海外电商毛利率提升, 营销推广支出阶段性增加。** 23H1 公司毛利率 9.86%, 同比-3.9ppts, 毛利率下滑主要因为海外电商业务占比持续走高, 而该业务毛利率较低。上半年海外电商业务毛利率为 6.94%, 同比+1.75ppts; 国内业务毛利率 37.67%, 同比-1.55ppts。销售费用率 14.8%, 同比+12ppts, 相比去年全年基本持平, 主要因为海外业务推广费用大幅增加; 研发/管理费用率 2.0%/2.9%, 同比-1.4ppts/基本持平。
- **战略性调整国内数字营销和抖音电商业务。** 23H1 互娱及数字产品营销收入 5538 万港元, 同比-75.8%; 下滑主要因为公司调整了业务布局, 以及广告主投放预算下滑。国内短视频电商 GMV2.55 亿港元, 同比-17.9%, 国内电商收入 1.49 亿港元, 同比+28.5%, GMV 下跌但收入增长主要因为公司新增了分成比例较高的客户和电商品类, 该收入已净额法计入。

估值

- 2023-24 年是公司海外电商业务获取市场的关键期, 预期毛利率随着品类多样化继续提升, 营销渠道补贴随经销网络扩大逐步下降。我们预计 2023/24/25 年归母净利润-4.39/-2.45/0.96 亿港元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 东南亚经济增长放缓; 海外电商政策风险; 竞争加剧; 影视投资项目风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (港币 百万)	1,396	3,725	6,444	8,921	10,664
变动 (%)	51.08	166.84	73.01	38.43	19.54
归属普通股股东净利润 (港币 百万)	245	(339)	(439)	(245)	96
变动 (%)	76.41	(238.75)	(29.35)	44.14	
每股收益 (港币)	0.11	(0.15)	(0.19)	(0.11)	0.04
前次预测每股收益 (港币)			(0.12)	(0.07)	0.04
调整幅度 (%)			(59.05)	(50.52)	18.88

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司财务数据对比

(港币 百万)	1H22	2H22	1H23	同比变化 (%)	环比变化 (%)
营业收入	1,367	2,358	2,148	57.2	(8.9)
互娱及其他数字产品营销	229	82	55	(75.8)	(32.6)
国内电商产品营销	116	191	149	28.5	(22.4)
国外电商产品营销	1,021	2,083	1,944	90.4	(6.7)
其他产品	1	1	0	(92.3)	(93.9)
毛利润	188	249	212	12.4	(14.8)
毛利率(%)	13.8	10.5	9.9	(3.93 pts)	(0.68 ppt)
销售费用率(%)	2.8	20.6	14.8	12.02 pts	(5.71 pts)
管理费用率(%)	2.9	6.4	2.9	0.06 ppt	(3.48 pts)
研发费用率(%)	3.4	0.3	2.0	(1.37 pts)	1.74 pts
归属普通股股东净利润	75	(415)	(195)		(53.0)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(港币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,396	3,725	6,444	8,921	10,664
营业成本	-944	-3,288	-5,830	-7,888	-9,290
毛利润	452	437	614	1,032	1,374
销售费用	-41	-523	-773	-892	-853
管理费用	-75	-191	-193	-250	-277
研发费用	-72	-53	-97	-129	-149
其他营业费用	33	-30	0	0	0
营业利润	263	-330	-449	-239	94
财务收入净值	1	2	10	11	18
其他损益	-21	-1	0	0	0
税前损益	242	-332	-439	-227	113
所得税	-3	7	-0	-0	0
年度损益	245	-339	-439	-227	113
归属普通股股东净利润	245	-339	-439	-245	96
普通股数(加权, 百万)	2,164	2,258	2,258	2,258	2,258
EPS(摊薄)	0.11	-0.15	-0.19	-0.11	0.04

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(港币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净损益	242	-332	-439	-227	113
折旧与摊销	20	0	22	19	17
运营资本变动	-630	-291	-14	63	-167
其他经营现金流	268	-235	-439	-227	113
经营活动产生的现金流	-342	-526	-430	-145	-37
购买固定资产净值	2	0	-8	-8	-7
投资增加净值	0	-6	0	0	0
其他投资现金流	-81	-86	0	0	-1
投资活动产生的现金流	-79	-92	-8	-8	-8
净增债务	-6	0	-43	0	0
净增权益	-150	0	0	600	0
其他融资现金流	-13	587	99	14	44
融资活动产生的现金流	-169	587	56	614	44
现金变动	-590	-85	-381	461	-0
期初现金及等价物	1,210	619	534	152	614
期末现金及等价物	619	534	152	614	613

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(港币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	619	534	152	614	613
短期定期存款	5	3	3	3	3
应收款项	467	1,289	1,335	1,398	1,671
其他流动资产	1,213	549	913	1,014	1,050
流动资产总计	2,305	2,375	2,404	3,029	3,337
固定资产	52	66	61	57	53
无形资产	9	4	5	6	7
其他非流动资产	95	353	385	377	371
非流动资产总计	156	423	451	440	431
总资产	2,460	2,798	2,855	3,468	3,768
应付账款	123	294	689	916	1,057
短期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	15	15	17	18	20
流动负债总计	138	310	706	934	1,077
非流动负债总计	4	74	173	187	229
总负债	142	384	880	1,121	1,307
累计损益	2,318	2,414	1,975	1,747	1,860
其他权益	0	0	0	600	601
归属于母公司权益	2,318	2,414	1,975	2,347	2,461
非控制性权益	0	0	0	0	1
权益总额	2,318	2,414	1,975	2,347	2,461
总负债及权益	2,460	2,798	2,855	3,468	3,768

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率	51.08	166.84	73.01	38.43	19.54
营业利润增长率	15.82	-225.29	-36.10	46.83	139.50
归母净利润增长率	76.41	-238.75	-29.35	44.14	139.05
获利能力					
毛利率	32.37	11.73	9.53	11.57	12.88
净利率	17.53	-9.11	-6.81	-2.75	0.90
ROE	10.55	-14.06	-22.23	-10.45	3.89
偿债能力					
资产负债率	5.77	13.72	30.82	32.32	34.68
净负债比率	6.13	15.91	44.55	47.74	53.09
流动比率	1,666.15	766.85	340.27	324.42	309.70
速动比率	1,666.15	766.85	340.27	324.42	309.70
营运能力					
总资产周转率	58.89	141.67	227.99	282.17	294.74
应收账款周转率	333.46	424.05	491.13	652.95	695.11
应付账款周转率	850.40	1,575.9	1,185.3	982.80	941.75
每股指标(元)					
每股收益	0.11	-0.15	-0.19	-0.11	0.04
每股销售收入	0.64	1.65	2.85	3.95	4.72
估值比率					
P/E	3.94	-2.96	-2.29	-4.10	10.49
P/S	0.69	0.27	0.16	0.11	0.09

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371