

评级： 增持

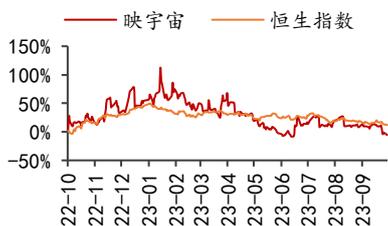
核心观点

王建会  
传媒互联网首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522050001  
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露  
传媒互联网联席首席分析师  
SAC 执证编号：S0110516090001  
litianlu@sczq.com.cn  
电话：86-10-8115 2690

辛迪  
传媒互联网行业分析师  
SAC 执证编号：S0110522110003  
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 最新收盘价 (元)     | 0.68      |
| 一年内最高/最低价 (元) | 1.55/0.64 |
| 市盈率 (当前)      | 9.06      |
| 市净率 (当前)      | 0.30      |
| 总股本 (亿股)      | 19.38     |
| 总市值 (亿元)      | 13.18     |

资料来源：聚源数据

相关研究

● **事件：**映宇宙披露 2023 年中报，2023 年 H1，公司实现营业收入 31.26 亿元，同比减少 23.0%；净利润 1.93 亿元，实现扭亏为盈。

● **深耕泛娱乐，短剧业务成为新亮点。**去年以来受到外部环境和市场竞争影响，公司原有业务结构有所调整，2023 年上半年营收规模同比减少 23.0%，但环比来看，公司积极开发短剧等创新项目并初步完成商业验证，外部竞争营收情况显著改善。分业务来看：

1) 增值服务收入 23.15 亿元，同比减少 40.8%，环比提升 20.0%。公司持续完善“映客直播”平台生态，优化运营策略，丰富场景及玩法，进一步优化直播业务利润率；不断探索多元化应用场景，扩大社交产品矩阵，深度挖掘更多垂直细分领域的用户需求，社交用户粘性得到显著提升；相亲业务板块中“超级喜欢”聚焦 90 后单身青年，加速线下门店拓展和线下活动开展，进一步触达用户，提升品牌势能。

考虑到直播行业进入发展成熟期以及公司业务策略性投入的变化，我们预计公司增值服务板块业务规模总体维持稳定，利润水平持续优化。

2) 内容服务收入 4.72 亿元，主要为短剧业务贡献。公司自 2022 年下半年开始布局短剧赛道，依托成熟高效的中后台体系，快速梳理行业链条并迅速推出多个产品，公司凭借先发优势及前期在直播、社交业务中积累的强大推广和投放能力，快速跻身行业第一梯队，吃到 23 年以来短剧市场体量以及用户规模快速增长红利。

据《2023 年上半年微短剧市场报告》，腾讯、优酷、芒果 TV、抖音、快手等视频平台上新微短剧 481 部，超过 2022 年全年的 454 部，行业仍处于快速发展之中，随着在短剧等创新业务加大投入以及短剧上线渠道的扩充，公司内容服务业务收入有望保持快速增长。

● **毛利率稳定，销售费用或持续扩张。**2023 年 H1，公司毛利率 42.6%，与 2022 年同期持平。受短剧业务发展影响，2023 年 H1 公司销售费用 9.62 亿元，销售费用率同比提升 9.5pcts 至 30.8%，由于当下短剧业务对销量依赖较强且公司短剧业务仍处于快速发展期，我们预计公司销售费用规模及销售费用率均将进一步提升。2023 年 H1，公司管理费用率 3.2%，同比减少 12.0pcts，主因去年同期存在商誉减值影响，公司研发费用率 4.6%，保持稳定。

● **探索新市场、新技术，积极布局海外和 AIGC。**伴随移动支付等基础设施的持续完备，海外市场发展空间愈加广阔，公司依托在音视频社交领域多年沉淀的基因，围绕核心社交及短剧业务，加速产品出海。同时，公司把握技术创新，与昆仑万维达成合作，积极探索互动社交、AI 音乐、AI 剧本、AI 运营、数字人直播和元宇宙等发展方向，拓宽多元的互动娱乐场景，有望促进业务边界延伸，成为新增长点。

- **投资建议：**公司深耕泛娱乐领域，积累了较强的中台产品交付能力和推广投放能力，我们看好公司凭借深刻行业洞察不断发掘及先发进入行业新机会的潜力。预计公司 2023-2025 年营业收入为 66.8/73.7/79.2 亿元，同比增加 5.7%/10.4%/7.4%，净利润分别为 3.6/4.7/6.0 亿元，同比增加- / 32.0%/26.9%，对应 PE 为 3.5/2.7/2.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，消费不及预期，技术进步不及预期。

#### 盈利预测

|          | 2022A   | 2023E  | 2024E | 2025E |
|----------|---------|--------|-------|-------|
| 营收(亿元)   | 63.2    | 66.8   | 73.7  | 79.2  |
| 营收增速(%)  | -31.1%  | 5.7%   | 10.4% | 7.4%  |
| 净利润(亿元)  | -1.7    | 3.6    | 4.7   | 6.0   |
| 净利润增速(%) | -140.0% | 315.5% | 32.0% | 26.9% |
| EPS(元/股) | -0.09   | 0.18   | 0.24  | 0.31  |
| PE       | -7.6    | 3.5    | 2.7   | 2.1   |

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元)     |       |       |       |       | 利润表 (百万元)  |         |        |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|------------|---------|--------|-------|-------|
|                 | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |            | 2022    | 2023E  | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物        | 1,635 | 2,337 | 2,752 | 3,346 | 营业总收入      | 6,321   | 6,682  | 7,374 | 7,923 |
| 应收款项合计          | 523   | 464   | 562   | 578   | 主营业务收入     | 6,319   | 6,681  | 7,373 | 7,922 |
| 存货              | 14    | 11    | 13    | 13    | 其他营业收入     | 1       | 1      | 1     | 1     |
| 其他流动资产          | 1,341 | 1,078 | 1,079 | 1,079 | 营业总支出      | 6,317   | 6,347  | 6,916 | 7,335 |
| 流动资产合计          | 3,513 | 3,890 | 4,406 | 5,016 | 营业成本       | 3,773   | 3,708  | 4,018 | 4,238 |
| 固定资产净额          | 26    | 18    | 17    | 14    | 营业开支       | 2,544   | 2,639  | 2,898 | 3,097 |
| 权益性投资           | 476   | 476   | 476   | 476   | 营业利润       | 4       | 335    | 458   | 587   |
| 其他长期投资          | 444   | 454   | 464   | 474   | 净利息支出      | -11     | -18    | -38   | -59   |
| 商誉及无形资产         | 112   | 115   | 119   | 122   | 权益性投资损益    | -51     | -5     | 0     | 0     |
| 土地使用权           | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营性损益   | -59     | 60     | 60    | 60    |
| 其他非流动资产         | 90    | 89    | 90    | 89    | 非经常项目前利润   | -95     | 408    | 556   | 706   |
| 非流动资产合计         | 1,148 | 1,152 | 1,166 | 1,175 | 非经常项目损益    | 4       | 10     | 0     | 0     |
| 资产总计            | 4,661 | 5,042 | 5,572 | 6,191 | 除税前利润      | -91     | 418    | 556   | 706   |
| 应付账款及票据         | 445   | 430   | 470   | 493   | 所得税        | 78      | 63     | 83    | 106   |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部分 | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益     | -2      | -2     | 0     | 0     |
| 其他流动负债          | 317   | 306   | 335   | 350   | 持续经营净利润    | -166    | 358    | 473   | 600   |
| 流动负债合计          | 762   | 736   | 805   | 843   | 非持续经营净利润   | 0       | 0      | 0     | 0     |
| 长期借贷            | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润        | -166    | 358    | 473   | 600   |
| 其他非流动负债         | 46    | 125   | 114   | 95    | 优先股利及其他调整项 | 0       | 0      | 0     | 0     |
| 非流动负债合计         | 46    | 125   | 114   | 95    | 归属普通股股东净利润 | -166    | 358    | 473   | 600   |
| 负债总计            | 808   | 861   | 919   | 938   | EPS (摊薄)   | -0.09   | 0.18   | 0.24  | 0.31  |
| 归属母公司所有者权益      | 3,854 | 4,185 | 4,657 | 5,257 | 主要财务比率     | 2022    | 2023E  | 2024E | 2025E |
| 少数股东权益          | -1    | -4    | -4    | -4    | 成长能力       |         |        |       |       |
| 股东权益总计          | 3,853 | 4,181 | 4,653 | 5,253 | 营业收入       | -31.1%  | 5.7%   | 10.4% | 7.4%  |
| 负债及股东权益总计       | 4,661 | 5,042 | 5,572 | 6,191 | 归属普通股股东净利润 | -140.0% | 315.5% | 32.0% | 26.9% |
| 现金流量表 (百万元)     | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 获利能力       |         |        |       |       |
| 经营活动现金流         | 230   | 417   | 341   | 534   | 毛利率        | 40.3%   | 44.5%  | 45.5% | 46.5% |
| 净利润             | -166  | 358   | 473   | 600   | 净利率        | -2.6%   | 5.4%   | 6.4%  | 7.6%  |
| 折旧和摊销           | 70    | 29    | 25    | 26    | ROE        | -4.3%   | 8.9%   | 10.7% | 12.1% |
| 营运资本变动          | -289  | 107   | -59   | 28    | ROA        | -3.4%   | 7.4%   | 8.9%  | 10.2% |
| 其他非现金调整         | 615   | -76   | -98   | -119  | 偿债能力       |         |        |       |       |
| 投资活动现金流         | -514  | -254  | -48   | -46   | 资产负债率      | 17.3%   | 17.1%  | 16.5% | 15.2% |
| 资本支出            | -31   | -35   | -38   | -36   | 流动比率       | 4.6     | 5.3    | 5.5   | 6.0   |
| 长期投资减少          | -80   | -10   | -10   | -10   | 速动比率       | 4.6     | 5.3    | 5.5   | 5.9   |
| 少数股东权益增加        | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股指标 (元)   |         |        |       |       |
| 其他长期资产的减少/(增加)  | -403  | -209  | 0     | 0     | 每股收益       | -0.09   | 0.18   | 0.24  | 0.31  |
| 融资活动现金流         | -69   | 539   | 122   | 106   | 每股经营现金流    | 0.12    | 0.22   | 0.18  | 0.28  |
| 借款增加            | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产      | 1.99    | 2.16   | 2.40  | 2.71  |
| 股利分配            | 0     | 0     | 0     | 0     | 估值比率       |         |        |       |       |
| 普通股增加           | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E        | -7.6    | 3.5    | 2.7   | 2.1   |
| 其他融资活动产生的现金流量净额 | -69   | 539   | 122   | 106   | P/B        | 0.3     | 0.3    | 0.3   | 0.2   |

## 分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

## 分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

|  | 评级     | 说明                     |
|--|--------|------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b>  |        |                        |
| 投资评级分为股票评级和行业评级  | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 增持     | 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间 |
|  | 中性     | 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间 |
|  | 减持     | 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上     |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b>  | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现          |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准                         | 中性     | 行业与整体市场表现基本持平          |
|  | 看淡     | 行业弱于整体市场表现             |