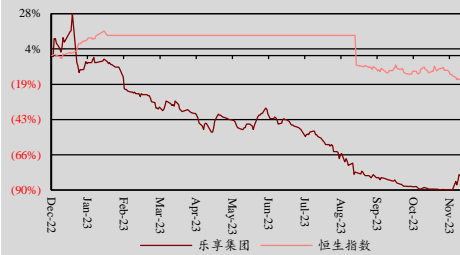


**06988.HK**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 港币 0.33

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	(79.4)	72.8	(9.6)	(80.4)
相对恒生指数	(60.5)	79.8	0.7	(64.3)

发行股数 (百万)	2,371.93
流通股 (百万)	2,371.93
总市值 (港币 百万)	782.74
3个月日均交易额 (港币 百万)	1.38
主要股东	
ZZN.Ltd.	31.51

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年12月8日收市价为标准

**相关研究报告**

《乐享集团》20230903  
 《乐享集团》20230312  
 《乐享集团》20221201

 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

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

# 乐享集团

## 央企混改子公司布局短剧, 跨境电商高速增长

海内外短剧市场快速发展, 同时国内加强了对微短剧的监管力度, 抖音、快手各大平台也提高了微短剧投流的资质门槛。保利混改影视子公司布局短剧赛道, 已经完成多部短剧的拍摄, 有合规性优势; 公司跨境电商进展顺利, 开拓新品牌和新品类。维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **海内外短剧市场快速发展, 国内内容要求趋严。**中国网络微短剧市场规模呈快速上升趋势, 根据艾媒咨询数据, 2023年中国微短剧市场规模(付费、广告及其他衍生收入)将达到373.9亿元, 同比+268%; 预计2027年市场规模有望达到1006.8亿元。但同时, 国家加强了对低俗微短剧的监管力度, 2023年11月15日广电总局开启为期1个月的网络微短剧专项整治工作; 抖音、快手各大平台也提高了微短剧投流的资质门槛。相较而言, 海外内容审查宽松、投流竞争较缓和, 因此国内短剧企业积极布局海外, 网文平台中文在线旗下ReelShort, 社交平台赤子城的Mini Episode, 以及九州文化的99TV和ShortTV等多个短剧App在海外上线。
- **保利混改影视子公司布局短剧赛道, 有合规性优势。**乐享集团与央企保利影业投资进行股权重组后成立了子公司北京乐享华悦文化科技有限公司, 主要发展影视投资、MCN等业务, 培育自有流量进行营销变现。近期乐享华悦已经完成多部短剧的拍摄, 迄今已涉及古装、探秘、甜宠等多个类型。合规方面, 除了有央企保利作为股东外, 乐享华悦持有增值电信业务经营许可证, 许可项目包括网络文化经营、广播电视节目制作经营, 符合短视频平台对于投流主体的限制规定。
- **上半年跨境电商收入大幅增长, 开拓新品牌和新品类。**公司23H1跨境电商销售收入达到19.44亿港元, 同比+90.4%; 在更多电商促销活动的刺激下, 通常下半年GMV将远超上半年, 我们预期全年跨境电商GMV有望达到7亿美金。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。

**估值**

- 公司海外电商业务拓展市场顺利, 预期毛利率随着品类多样化持续提升; 影视子公司积极布局具有潜力的新赛道。我们预计2023/24/25年归母净利润-4.39/-2.45/0.96亿港元, 对应2025年PE7.78倍。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
P/E	2.92	(2.20)	(1.70)	(3.04)	7.78
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

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
<b>营业收入</b>	<b>1,367</b>	<b>2,358</b>	<b>2,148</b>	<b>57.2%</b>	<b>(8.9%)</b>
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%)
<b>毛利润</b>	<b>188</b>	<b>249</b>	<b>212</b>	<b>12.4%</b>	<b>(14.8%)</b>
毛利率(%)	13.8	10.5	9.9	(3.93 ppts)	(0.68 ppt)
销售费用率(%)	2.8	20.6	14.8	12.02 ppts	(5.71 ppts)
管理费用率(%)	2.9	6.4	2.9	0.06 ppt	(3.48 ppts)
研发费用率(%)	3.4	0.3	2.0	(1.37 ppts)	1.74 ppts
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>75</b>	<b>(415)</b>	<b>(195)</b>		<b>(53.0%)</b>

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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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	1,575.90	1,185.3	982.80	941.75
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	2.92	(2.20)	(1.70)	(3.04)	7.78
P/S	0.51	0.20	0.12	0.08	0.07

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任何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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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