

研究所:

证券分析师: 姚蕾 S0350521080006

yaol02@ghzq.com.cn

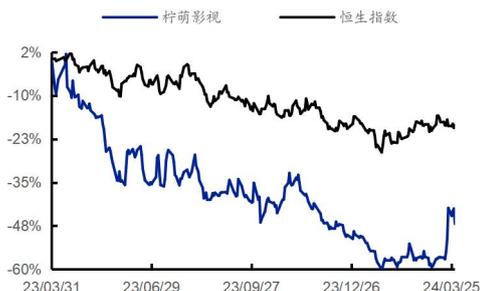
证券分析师: 方博云 S0350521120002

fangby@ghzq.com.cn

## 聚焦头部爆款, 短剧与海外业务高速增长

### ——柠萌影视(9857.HK)2023年业绩点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/03/28

表现	1M	3M	12M
柠萌影视	22.7%	4.2%	-42.3%
恒生指数	0.0%	-2.9%	-16.4%

市场数据

2024/03/28

当前价格(港元)	7.95
52周价格区间(港元)	5.80-18.70
总市值(百万港元)	2,865.65
流通市值(百万港元)	2,865.65
总股本(万股)	36,045.88
流通股本(万股)	36,045.88
日均成交额(百万港元)	15.71
近一月换手(%)	11.37

### 事件:

3月27日, 公司公告2023年业绩, 公司营收12.2亿元(YOY+28.4%), 经调整净利润2.27亿元(YOY+60.4%), 经调整净利润率18.6%。2023年度拟每股派息0.218元, 合计7858万元, 占净利润36.8%。

### 投资要点:

#### ■ 2023年收入同比增长28%, 盈利能力大幅提升, 海外业务有所突破。

(1) 2023年公司营收12.2亿元(YOY+28.4%), 其中海外收入3881万元(占比约3.2%, 较上年提升1pct), 成立柠萌国际作为海外业务实体平台, 聚焦剧集海外发行及本土化制作等, 拓展大华语、泰语等市场机会。剧集《三十而已》泰国版已杀青, 《猎罪图鉴》泰国版制作中。

(2) 2023年毛利率39.4%, 较上年提升0.1pct; 经调整净利润2.27亿元(YOY+60.4%), 经调整净利润率18.6%(较上年提升3.7pct)。销售费用率7.6%, 较上年下降3.5pct, 主要系剧集播出数量少所致; 管理费用率16.9%, 较上年下降12.6pct, 主要系上市费用以及员工激励支付减少所致。

(3) 截至2023年末, 账上现金(含定期存款)13亿元(2022年末12.7亿元), 现金充足; 经营性现金流净额3.54亿元, 较上年转正。

#### ■ 长剧业务持续输出爆款, 产能有望提升。

(1) 2023年长剧业务收入11.7亿元(YOY+24.3%), 毛利率达39.7%, 较上年提升0.3pct。2023年度播出《爱情而已》《问心》《一念关山》3部剧集共116集, 较2022年净增11集(2022年4部剧集共105集); 单集收入1012万元(以长剧收入/集数计算, 长剧收入包含剧集售卖外其他渠道收入), 较2022年900万元同比增加12.5%。毛利率与单集产出均为行业头部水平。

(2) 2024Q1《你也有今天》播出(海外首播登Viu平台在印尼、马来西亚等地TOP1), 《半熟男女》已杀青, 《子夜归》《猎罪图鉴2》已开机; 储备《书卷一梦》《月明千里》《宝庆里》《深渊》等剧集有望2024年开机, 产能有望大幅提升。

#### ■ 2023年短剧收入同比增长超12倍, 打造现象级爆款, 实现盈利。

(1) 2023年短剧业务收入3223万元, 同比增长超12倍, 收入占比提升至2.6%, 毛利率由2022年的亏损状态提升至25.6%, 前期的投入实现了正向循环。①国内在抖音上线8部短剧以及16个单元故事, 播放量

超 24 亿次，《二十九》（现象级爆款，单部播放量超 11.7 亿次）等多部登录抖音短剧帮 TOP1。②打造海外短剧平台，进行本土化拍摄，截至 3 月 27 日，已上线 2 部短剧，预期 2024 年加快海外短剧制作发行。

（2）积极开发内容营销业务与战略品牌资源，为客户提供剧集植入、IP 营销、社交媒体投放等全链路营销服务，获多个头部战略客户年框合作以及外部头部剧集合作机会。

（3）2023 年艺人经纪收入 4000 万元，同比增长超 2.5 倍。多个 IP 衍生开发探索落地，《猎罪图鉴》《爱情而已》等推出音乐剧、有声书等衍生品。

■ **盈利预测和投资评级：**公司为长剧集行业龙头，内容产出能力强，爆款率高；着力开拓海外与短剧等新业务形态；2023 年度拟每股派息 0.218 元，合计 7858 万元，占净利润 36.8%。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 2.59/3.05/3.43 亿元，对应 EPS 为 0.72/0.85/0.95 元，对应 PE 为 10.04/8.53/7.57X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**内容市场表现不达预期、制作成本/项目开发进程/收入确认不及预期风险、存货减值、核心人才流失、应收账款减值、海外表现不及预期、短剧买量成本上升、行业竞争加剧、估值中枢下移、市场风格切换等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1221.75	1640.49	2111.64	2442.28
增长率(%)	28.41	34.27	28.72	15.66
归母净利润（百万元）	213.63	258.63	304.60	343.07
增长率(%)	129.18	21.07	17.77	12.63
摊薄每股收益（元）	0.59	0.72	0.85	0.95
ROE(%)	8.30	9.37	10.20	10.56
P/E	11.52	10.04	8.53	7.57
P/B	0.95	0.94	0.87	0.80
P/S	2.00	1.58	1.23	1.06
EV/EBITDA	6.41	5.05	3.97	3.18

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所 注：货币单位均为人民币，汇率为 3 月 28 日收盘汇率（1 港币=0.91 人民币）。

附表：柠萌影视盈利预测表

证券代码:	09857				股价:	7.95				投资评级:	买入				日期:	2024/03/28			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	8%	9%	10%	11%	EPS	0.59	0.72	0.85	0.95										
毛利率	39%	38%	38%	38%	BVPS	7.14	7.66	8.28	9.01										
期间费率	24%	24%	23%	23%	<b>估值</b>														
销售净利率	17%	16%	14%	14%	P/E	11.5	10.0	8.5	7.6										
<b>成长能力</b>					P/B	1.0	0.9	0.9	0.8										
收入增长率	28%	34%	29%	16%	P/S	2.0	1.6	1.2	1.1										
利润增长率	129%	21%	18%	13%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.36	0.44	0.51	0.54	营业收入	1222	1640	2112	2442										
应收账款周转率	2.56	2.76	3.41	3.69	营业成本	740	1016	1313	1522										
存货周转率	1.28	1.96	2.22	2.35	营业税金及附加														
<b>偿债能力</b>					销售费用	93	123	158	183										
资产负债率	28%	30%	31%	32%	管理费用	206	262	336	388										
流动比	6.13	5.14	4.46	4.23	财务费用	-45	-18	-22	-26										
速动比	5.24	4.32	3.76	3.57	其他费用/(-收入)	2	3	3	4										
					<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>237</b>	<b>301</b>	<b>346</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支														
现金及现金等价物	716	818	967	1143	<b>利润总额</b>	<b>285</b>	<b>345</b>	<b>406</b>	<b>457</b>										
应收款项	597	592	645	678	所得税费用	72	86	102	114										
存货净额	471	564	620	676	<b>净利润</b>	<b>214</b>	<b>259</b>	<b>305</b>	<b>343</b>										
其他流动资产	1481	1618	1782	1915	少数股东损益	0	0	0	0										
<b>流动资产合计</b>	<b>3265</b>	<b>3593</b>	<b>4014</b>	<b>4413</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>214</b>	<b>259</b>	<b>305</b>	<b>343</b>										
固定资产	17	14	11	8															
在建工程					<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	71	83	83	83	<b>经营活动现金流</b>	<b>354</b>	<b>229</b>	<b>270</b>	<b>285</b>										
长期股权投资	24	20	18	17	净利润	214	259	305	343										
<b>资产总计</b>	<b>3568</b>	<b>3920</b>	<b>4347</b>	<b>4751</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	30	26	26	26										
应付款项	57	75	97	112	公允价值变动	-73	-86	-80	-83										
预收帐款					营运资金变动	184	31	19	-2										
其他流动负债	475	625	804	930	<b>投资活动现金流</b>	<b>-297</b>	<b>-52</b>	<b>-38</b>	<b>-26</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>532</b>	<b>699</b>	<b>901</b>	<b>1042</b>	资本支出	-23	-35	-23	-23										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-180	-106	-98	-89										
其他长期负债	460	460	460	460	其他	-94	89	83	86										
<b>长期负债合计</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-89</b>	<b>-82</b>	<b>-88</b>	<b>-89</b>										
<b>负债合计</b>	<b>993</b>	<b>1160</b>	<b>1361</b>	<b>1502</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本					权益融资	0	0	0	0										
<b>股东权益</b>	<b>2575</b>	<b>2760</b>	<b>2985</b>	<b>3248</b>	其它	-89	-82	-88	-89										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3568</b>	<b>3920</b>	<b>4347</b>	<b>4751</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-27</b>	<b>102</b>	<b>149</b>	<b>175</b>										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所 注: 2023 年业绩公告未披露现金流量表明细, 2023 年现金流量表数据为预测数据; 股价单位为港元, 其他货币单位均为人民币, 汇率为 3 月 28 日收盘汇率 (1 港币=0.91 人民币)。

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 9 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 6 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 5 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，方博云，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。