

投资评级 (推荐)

映宇宙 (3700.HK)

2024年09月29日

直播社交基本盘稳固，短剧业务引领第二增长曲线

恒生指数 20632.30

目标价 (港元) 1.16  
潜在涨幅 27.5%

市场数据

收盘价 0.91  
52周最高/最低 (港元) 0.98/0.62  
总市值 (亿港元) 17.63  
流通市值 (亿港元) 17.63

股价相对走势

涨跌幅%	1m	3m	1y
绝对表现	15.19	26.39	21.03
相对表现	-1.43	9.95	3.88



资料来源: Wind 资讯、盈立证券

证券分析师

姓名: 黄玲英  
SFC 持牌号: BPD882  
Mail: daisy.huang@usmart.hk

核心观点:

**领先的全场景新社交平台，直播社交多元产品矩阵驱动业绩稳健增长。**公司深耕直播社交领域九年，以映客直播为基石，构建全场景新社交平台，业绩稳健增长。2024年上半年，增值服务收入增长12.4%。公司通过矩阵式发展，覆盖相亲、社交等垂直领域，满足用户多样化需求。公司坚持合规运营，保持生态健康活跃，用户粘性增强，ARPU显著提升。展望未来，直播业务将持续稳健发展，为集团提供现金流支持，社交业务受益于不断优化产品矩阵变现逻辑，有望实现长期发展。

**率先布局短剧业务跻身行业第一梯队，打造第二增长曲线。**公司于2022年下半年布局短剧业务，迅速打通全产业链，成功抢占市场。2024年上半年，公司短剧业务驱动娱乐内容服务收入显著增长，行业排名领先。随着用户娱乐习惯变化、技术发展和政策引导，短剧行业迎来爆发式增长，未来五年市场规模有望破千亿。公司凭借全产业链布局、精准投放策略、丰富的内容创新及规模优势，有望持续输出优质作品，在短剧领域保持领先地位，实现快速发展。

**加速拓展海外市场，有望实现规模化增长。**公司自2021年起积极开拓海外市场，在东南亚和中东地区取得显著成果，部分音频社交产品在东南亚等新兴市场稳健拓展。随着短剧出海热潮兴起，公司依托国内短剧市场经验，加速海外布局，针对北美和东南亚市场推出自有的短剧产品。公司深化本地化运营，优化商业模式，有望实现海外业务的规模化增长。

**盈利预测与投资评级:** 预计公司2024-2026年收入分别为71.9/78.0/86.1亿元，同比增加5%/8.5%/10.4%，净利润分别为2.6/3.1/3.5亿元，同比-35.2%/19.2%/12.9%，对应EPS分别为0.13/0.16/0.18元。公司当前净现金水平远高于市值，我们按照2025年预测利润6.5x市盈率进行估值，给予公司目标价1.16港元及“推荐”评级，首次覆盖。

**风险提示:** 宏观经济恢复不及预期；MAU下降导致直播业务下滑；行业竞争加剧影响短剧业务持续大幅增长；海外业务拓展不达预期

盈利预测及估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元)	63.2	68.5	71.9	78.0	86.1
yoy	-31.1%	8.3%	5%	8.5%	10.4%
净利润 (亿元)	-1.7	4.0	2.6	3.1	3.5
yoy	-138.9%	-337.8%	-35.2%	19.2%	12.9%
EPS	-0.09	0.21	0.13	0.16	0.18
PE	-10.5	4.4	6.8	5.7	5.0

资料来源: Wind、盈立证券

## 正文目录

一、领先的全场景新社交平台，直播社交多元产品矩阵驱动业绩稳健增长	3
1.1 生态健康活跃，用户粘性增强	3
1.2 产品矩阵精准高效，覆盖相亲、社交等垂直领域	3
二、率先布局短剧业务跻身行业第一梯队，打造第二增长曲线	4
2.1 短剧行业迎爆发式增长，五年内市场规模有望破千亿	4
2.2 全产业链布局，精准高效投放	5
三、加速拓展海外市场，有望实现规模化增长	5
四、财务分析	6
4.1 整体营收呈稳步增长态势	6
4.2 毛利率持续提高	6
4.3 财务稳健，现金储备充裕	7
五、盈利预测与估值	7
风险提示	8

## 图表目录

图 1：公司月活跃用户（MAU）及增长率	3
图 2：公司每月每用户平均收入（ARPU）及增长率	3
图 3：2019-2028 年中国网络微短剧行业市场规模（亿元）	4
图 4：2019-2024H1 公司收入（亿元）及增长率	6
图 5：2021-2024H1 公司收入结构变化	6
图 6：公司毛利（亿元）及毛利率	7
图 7：公司净利润（亿元）及净利率	7
表 1：公司现金状况及财务风险指标	7

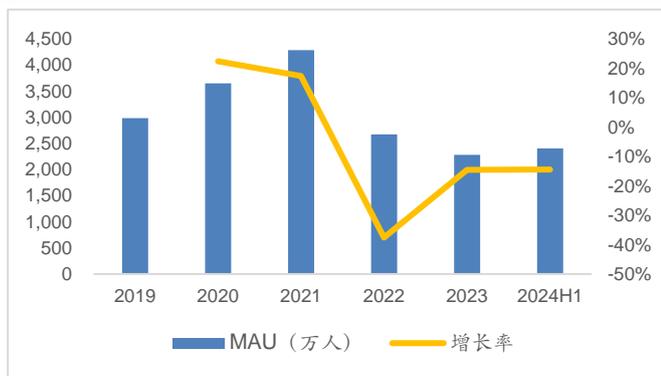
## 一、领先的全场景新社交平台，直播社交多元产品矩阵驱动业绩稳健增长

公司在直播社交领域深耕细作逾九年，首款产品映客直播于 2015 年上线，并在千播大战中脱颖而出，稳健运营至今，品牌优势和市场影响力得到进一步巩固。凭借其成熟的运营经验和技术支持，公司不断丰富产品矩阵，版图进一步拓展到相亲、社交等领域，成为中国领先的全场景新社交平台。2024H1，公司的增值服务收入达 26.01 亿元，同比增长 12.4%，展现出稳健的增长势头，持续为平台积累规模优势。

### 1.1 生态健康活跃，用户粘性增强

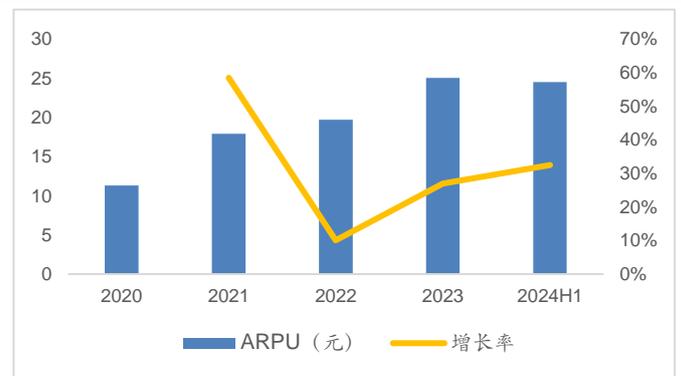
经过九年的发展，映客直播的收入及用户规模均已进入成熟期，成为公司的现金牛业务。公司坚持合规运营，通过定期举办活动赛事、丰富玩法等来吸引主播和用户留存，使其在用户活跃度和平台生态方面保持了健康和活跃的状态。尽管上半年集团的月活跃用户数（MAU）同比下降 14.4% 至 2405 万人，但平均每月每用户收入（ARPU）同比增长了 32.1%，达到 24.5 元。这表明，尽管用户基数受到市场波动的影响，但核心付费用户的消费能力和忠诚度依然坚挺，公司的直播生态保持着良好的活跃性和健康性。

图 1：公司月活跃用户（MAU）及增长率



资料来源：公司财报、盈立证券

图 2：公司每月每用户平均收入（ARPU）及增长率



资料来源：公司财报、盈立证券

### 1.2 产品矩阵精准高效，覆盖相亲、社交等垂直领域

2019 年公司围绕泛娱乐领域持续升级，开启矩阵式打法。此后陆续推出多款不同细分领域的产品，例如：在相亲交友领域推出的“对缘”、“超级喜欢”等产品，前者针对三四线城市中年人，后者定位一二线城市白领。通过精准高效地切入新场景，覆盖更多垂直领域的用户，公司不仅满足了用户多样化的社交需求，还进一步拓宽了市场边界。这种策略优势不仅增强了用户的粘性和活跃度，也为公司的长期发展奠定了坚实的用户基础。

我们认为，当前直播行业进入成熟发展期，凭借持续优化主播资源管理、精细化运营，

公司直播业务有望保持健康稳健的发展态势，持续为公司其他创新业务发展提供坚实的现金流基础。社交业务方面，公司能精准捕捉行业风口，快速验证商业逻辑，通过算法升级等满足用户日益多元化的需求，不断优化社交产品矩阵的变现逻辑。

## 二、率先布局短剧业务跻身行业第一梯队，打造第二增长曲线

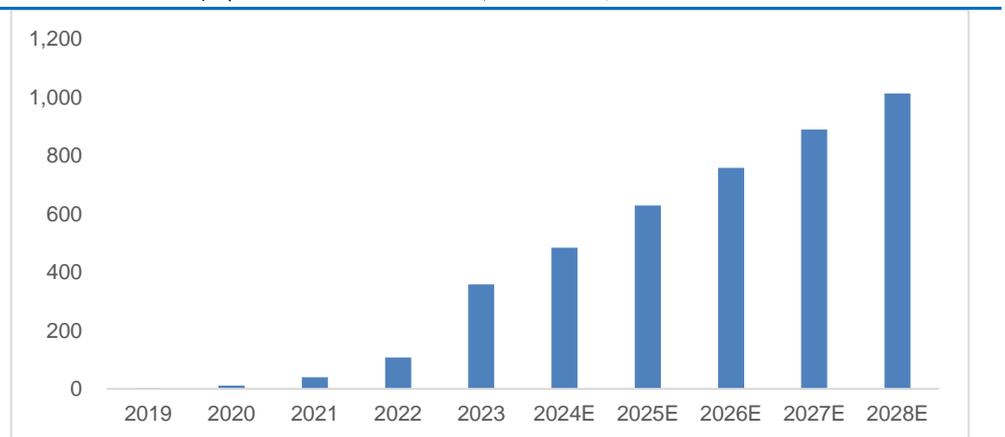
公司于 2022 年下半年前瞻性布局短剧业务，并迅速打通全产业链条，抢占市场先机，随着多部热门短剧成功上线，用户规模持续扩大，公司跻身短剧行业第一梯队。据 DataEye 数据，截至 2024 年 8 月，公司共计出品微短剧超 600 部，共计触达用户超 4 亿，播放量数百亿，其中单部流水千万级以上的爆款剧 70 余部，如《我最亲爱的》位列 2023 年春节期间榜单第一。

进入 2024 年，尽管市场竞争加剧，公司依然实现了短剧收入规模的显著增长，得益于其早期建立的完整产业链优势和高效的运营体系。2024H1，公司实现娱乐内容服务收入 6.43 亿元，同比增长 36.1%，主要由短剧业务贡献。根据 DataEye 发布的 2024 年上半年百强平台榜单，公司热力值整体排名短剧公司第四位，仅次于点众、九州和番茄。

### 2.1 短剧行业迎爆发式增长，五年内市场规模有望破千亿

随着用户碎片化娱乐习惯养成、技术发展及政策引导，2022 年以来微短剧行业迎来了爆发式增长。2024 年《中国互联网络发展状况统计报告》显示，微短剧用户规模已占网民整体的 52.4%。根据艾瑞咨询测算，2023 年微短剧行业市场规模为 358.6 亿元，较 2022 年增长 234.5%。进入 2024 年，在政策引导下，短剧行业将进入更加良性的发展，预测 2024 年微短剧行业市场规模为 484.6 亿元，未来五年内行业市场规模有望突破千亿元。

图 3：2019-2028 年中国网络微短剧行业市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、盈立证券

## 2.2 全产业链布局，精准高效投放

公司通过整合上下游资源，构建了从内容创作、剧本制作、剧集拍摄、剪辑制作到推广上线的全链条生态体系，公司通过自有编剧及外部合作编剧的模式，能够提前预判观众喜好，产出更具竞争力的作品吸引用户，实现了短剧业务的快速响应和高效执行。这种一体化的运作模式不仅降低了成本，还提升了作品的品质和市场竞争力。

在内容推广上，公司拥有成熟的投放中台体系，凭借精准的投放策略和高效的团队协作，实现了对目标受众的精准触达，有效提升了用户粘性和转化率。同时，凭借公司的规模优势，与各大投放渠道紧密合作，进一步拓宽了内容分发渠道，增强了品牌影响力，且能获得成本优势。

在竞争加剧的大环境下，公司积极探索短剧业务的多元化发展路径，比如通过短剧与文旅、非物质文化遗产、中医药文化等产业的深度融合，推出《桃花漫漫始盛开》等精品微短剧，不仅丰富了内容形态，还拓宽了盈利渠道。

我们认为，在短剧行业持续高增长态势下，凭借完善的产业链能力、丰富的推广投放经验、深刻的用户洞察及创新能力，以及规模优势带来的议价能力，公司有望继续保持先发优势，稳定输出优质爆款，实现短剧业务的快速发展。

## 三、加速拓展海外市场，有望实现规模化增长

公司自 2021 年起探索海外市场，精准定位人口基数大、基础设施完善且互动娱乐消费意愿强烈的国家和地区，在本地化运营及社交产品矩阵落地方面取得了阶段性成果。社交出海首发市场选择越南等东南亚国家，旗下部分音频聊天社交产品已进入越南社交应用畅销榜前列。在东南亚市场跑通商业模式后，公司又把脚步拓展到中东地区，加快海外社交产品矩阵建设，成功实现了海外业务的扩张。

随着短视频娱乐方式在全球范围内风靡普及，短剧出海成为热潮。Sensor Tower 发布的《2024 年短剧出海市场洞察报告》数据显示，2023 年 3 月至 2024 年 2 月，已有 40 多款微短剧应用试水海外市场，下载量与内购收入屡创新高，累计下载近 5500 万次，累计收入达 1.7 亿美元，呈现高增长态势，充分展现了短剧产业模式的魅力。凭借国内短剧市场的成功经验，公司也加快了海外扩张的步伐，已推出 Redshort、Reelbox 两款海外短剧 APP，分别瞄准北美和东南亚市场。

我们认为，通过深化本地化运营策略，公司有望进一步拓宽海外市场，继续优化海外市场的商业模式，实现业务的规模化增长。

## 四、财务分析

### 4.1 整体营收呈稳步增长态势

2019-2023 年收入 CAGR 达 20%，其中 2021 年收入增速高达 85.4%，产品矩阵的迅速扩展及商业化的成功带动公司的收入规模创新高。2022 年收入短暂下滑，主要是由于行业竞争加剧，公司对旗下产品采取更为谨慎的运营策略以应对市场变化。同年公司更名为映宇宙，战略升级，布局短剧和海外等创新业务，并在 2023 年重回增长态势。2024H1 公司录得收入 35.3 亿元，同比上升 13.0%，主要得益于直播社交产品矩阵的发展，和短剧等创新业务的带动。

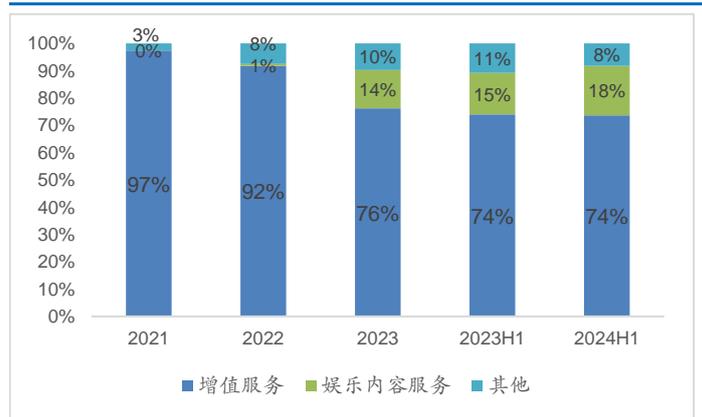
自 2022 年大力发展短剧业务及海外业务以来，公司的收入结构趋于多样化，其中娱乐内容服务收入占比从 2022 年的 1% 大幅提升到 2023 年的 14%，2024H1 进一步提高至 18%。

图 4：2019-2024H1 公司收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind、盈立证券

图 5：2021-2024H1 公司收入结构变化

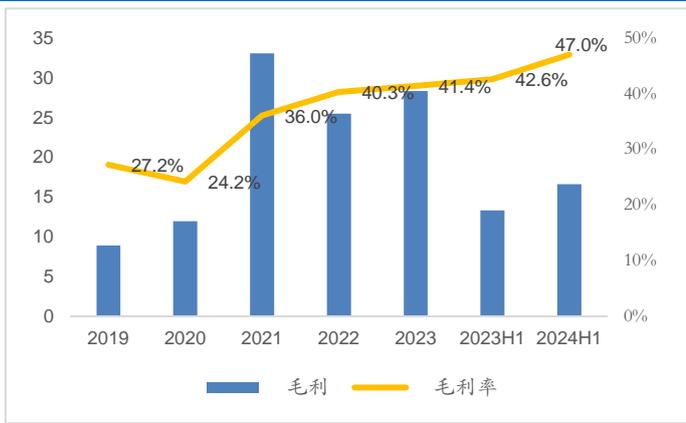


资料来源：Wind、公司财报、盈立证券

### 4.2 毛利率持续提高

2024H1 公司毛利率同比提升 4.4 个百分点至 47.0%，创上市以来新高，主要由高毛利的短剧业务收入增加所带动。2022 年因存在商誉减值，公司录得亏损，2023 年成功实现扭亏为盈。2024H1 公司净利率下滑至 3.8%，主要出于市场竞争和战略考虑，为扩大业务规模，将销售费用大幅提升 5.7 个百分点至 36.5%，净利润同比下滑 29.8% 至 1.35 亿元，经调整后净利润同比下滑 28.8% 至 1.46 亿元。

图 6：公司毛利（亿元）及毛利率



资料来源：Wind、盈立证券

图 7：公司净利润（亿元）及净利率



资料来源：Wind、盈立证券

### 4.3 财务稳健，现金储备充裕

公司经营现金流占营业收入比例维持平稳，拥有健康的经营现金流来维持日常运作，2024H1 现金（不含投资理财）高达 20.1 亿元，归功于公司内部注重 ROI 考核逻辑，秉承不烧钱策略，要求每个项目都能带来良好的现金流和利润。2019–2024H1 财年期间，资产负债率呈逐年下降趋势，近 3 年维持在 17% 左右水平。流动比率也维持稳定水平，流动资金足够支持公司业务发展和扩张。

表 1：公司现金状况及财务风险指标

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
现金及现金等价物 (千元)	603,932	1,360,333	1,993,306	1,634,708	2,362,290	2,009,154
经营现金流净额/营业收入	3.13	3.10	6.09	3.64	5.95	3.76
资产负债率 (%)	22.41	24.11	24.96	17.34	16.79	17.85
流动比率	2.99	3.36	3.10	4.61	4.86	4.58

资料来源：公司数据、盈立证券

## 五、盈利预测与估值

公司深耕泛娱乐领域逾九年，积累了较强的技术优势及运营经验，在保障直播社交主业稳健增长的同时，凭借多年的行业洞察，可以持续捕捉并率先进入新兴业务领域。短剧业务作为新引擎，有望在未来成为公司重要的收入及利润来源。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 71.9/78.0/86.1 亿元，同比增加 5%/8.5%/10.4%，净利润分别为 2.6/3.1/3.5 亿元，同比-35.2%/19.2%/12.9%，对应 EPS 分别为 0.13/0.16/0.18 元，对应 PE 为 6.8/5.7/5.0 倍。

从估值角度来看，公司当前的净现金水平远高于市值，我们按照 2025 年预测利润 6.5x 市盈率进行估值，给予公司目标价 1.16 港元及“推荐”评级，首次覆盖。

## 风险提示

宏观经济恢复不及预期；MAU 下降导致直播业务下滑；行业竞争加剧影响短剧业务持续大幅增长；海外业务拓展不达预期

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%

持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20%之间

中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于±5%之间

审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

### 公司长期评级

A：公司长期成长性高于行业可比平均水平

B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当

C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数±5%之间

审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数-10%以上

## 免责声明

### 重要声明

本报告由盈立证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商（中央编号：BJA907），香港交易所参与者，持有第 1/4/9 类受归管活动牌照，严格遵循《证券及期货条例》，为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析及投资意见基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考，并非作为所述证券买卖的出价。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。本报告所载的资料、意见及预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、意见及预测不一致的相关研究报告。

除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归盈立证券有限公司所有，本公司保留所有权利。未经书面许可，任何机构及个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照，即就证券提供意见。在此申明，分析师本人秉持勤勉的职业态度，对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有，未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。