

香港股市 | 影视

稻草熊娱乐集团 (2125 HK)

公司简介

稻草熊是一家中国剧集制片商及发行商，业务涵盖电视剧及网剧的投资、开发、制作及发行。根据弗若斯特沙利文数据，按2019年首轮播映电视剧数目计，公司在中国所有剧集制片商及发行商中排名第四，市场份额为6.0%。截至2020年上半年，公司投资16部已完成制作的剧集，其中11部为自制剧。

公司的自制剧包括《蜀山战纪2 踏火行歌》、《局中人》等，买断剧包括《醉玲珑》、《凤囚凰》等。背后股东包括刘诗施（刘诗诗）、赵丽颖等知名影视明星，第二大股东是爱奇艺（IQ US），新股发行后持股约14.68%。

中泰观点

公司拥有一整套剧集产业链经营模式，具备同业优势地位：公司的平台型业务模式可将IP方、主创人员、拍摄及制作工作室、外部品控专家及发行渠道，有效地整合至完善的生态系统，实现协同效应及产业化。公司可快速选定剧集题材、参与人选，缩短剧集由孵化到制作再到发行的周期，公司由提交备案公示申请至剧集首轮播映一般需时约17.8个月，远低于同业平均22.5个月水平。此外公司高度重视IP的开发，一般会同时持有20-30项的IP储备以满足制作及发行剧集的需求。

经营业绩方面：2017-2019财年及2020上半年，公司收入分别为人民币5.4亿元、6.8亿元、7.7亿元及5.8亿元，其中来自自制剧的收入占比分别为17.6%、65.6%、74.7%及83%；爱奇艺是公司最大客户，分别占同期总收入约21.4%、36.0%、27.2%及69.2%；毛利率分别为28%、30.9%、14.1%及23.4%；存货包括剧本及IP版权、制作中的剧集、尚未发行及已购买剧集播映权的剧集，分别占同期流动资产总值约36.5%、50.7%、49.5%及37.9%；归母净利润率分别为11.2%、1.8%、6.5%及9.3%；贸易应收款项及应收票据分别约为2.9亿元、1.9亿元、4.9亿元及7.9亿元，周转天数分别约为139天、129天、162天及201天；经营活动所得现金净额分别为-5,670万元、-6,399万元、3,913万元及1,183万元。

估值方面：按全球公开发售后的6.6亿股本计算，公司市值为33.8-40.9亿港元。估值方面，2020年公司滚动市盈率约为43.2-52.2倍，高于行业平均水平。此次稳价人是中信建投国际，2020年参与保荐项目2个，首日表现1涨1跌。基石方面，引入Snow Lake等3家知名投资者，合计认购约5,000万美元，假设按照发售价范围上限定价且未行使超额配股权，合计占发售股份约38%。我们认为公司储备剧集充足，同时与中国五大电视台及三大网络视频平台维持良好的合作关系，具备强大的发行能力，此外考虑公司拥有一定的明星效应，给予其75分，评级为“申购”。

风险提示：（1）市场竞争风险、（2）剧集产品受欢迎度不及预期

新股报告

中泰评分

单一项目评分：(20 分为满)	综合得分：(100 分为满)
公司成长性：14	75
估值水平：14	
市场稀缺性：14	
保荐人往绩：14	
市场氛围：19	

申购

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要

公开发售价：	HK\$5.10-6.16	总发行数股：	166 百万股
每手股数：	1,000 股	公开发售：	17 百万股
每手费用：	约 HK\$6,222	国际发售：	149 百万股
公司市值：	HK\$34-41 亿	截止认购日：	1 月 8 日
保荐人：	招商、中信建投	分配结果日：	1 月 14 日
发售后主要股东：	刘小枫 43.81%	正式上市日：	1 月 15 日

集资用途

以发售价的中位数 HK\$5.63 计算，集资净额约 8.7 亿港元	
剧集制作	约 70.0%
潜在投资或并购	约 10.0%
收购至少一家优质版权公司	约 10.0%
营运资金及一般公司用途	约 10.0%

主要财务及估值摘要

(百万人民币)	2018 年	2019 年	增长率	2019 年 6 月止	2020 年 6 月止	增长率
收入	679	765	12.7%	648	580	-10.5%
毛利	210	108	-48.7%	73	136	86.4%
税前利润	40	66	64.3%	46	75	61.1%
归母净利润	12	50	302.4%	38	54	43.2%
毛利率	30.9%	14.1%	-16.8ppt.	11.2%	23.4%	12.2ppt.
税前利润率	5.9%	8.6%	2.7ppt.	7.2%	12.9%	5.7ppt.
归母净利率	1.8%	6.5%	4.7ppt.	5.8%	9.3%	3.5ppt.

经调整每股盈利(2019 年) 0.12 港元
 发售后经调整每股有形资产净值 2.12-2.38 港元
 来源：公司资料, 中泰国际研究部 (年结日为 12 月 31 日)

分析师

余浩樑 (Albert Yu)

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

请阅读最后一页的重要声明

页码: 1 / 5

同业比较

<最新已公布财年之财务数据>

股票名称	已知财年	(亿港元)		收入 增长	净利润 增长	净利 润率	总资产 回报率	权益 回报率	滚动 市盈率(倍)	历史 市净率(倍)
		市值	总收入							
稻草熊(2125 HK)	12/2019	34-41	9	12.7%	302.4%	6.5%	3.2%	29.6%	43.2-52.2	2.41-2.59
橙天嘉禾(1132HK)	12/2019	4.26	10.61	0.9%	-	-	-	-	-	0.22
煜盛文化(1859 HK)	12/2019	14.40	5.40	68.1%	71.4%	31.1%	22.5%	34.6%	5.83	8.08
欢喜传媒(1003 HK)	12/2019	49.37	8.14	366.4%	-	12.9%	-	-	-	3.95

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部；附注：公司市盈率为 2020 年动态市盈率。

相关行业往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额 倍数	中签率	首日 表现	(HK\$) 现价	累积 表现
华夏视听教育(1981 HK)	影视娱乐	2020-07-15	3.10	33.6	50%	58.71%	8.06	160.0%
力天影业(9958 HK)	影视娱乐	2020-06-22	2.56	10.7	20%	-37.89%	1.51	-41.0%
煜盛文化(1859 HK)	影视娱乐	2020-03-13	2.26	认购不足	100%	-7.08%	0.91	-59.7%

来源：彭博、中泰国际研究部

相关保荐人往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额 倍数	中签率	首日 表现	(HK\$) 现价	累积 表现
汇森家居(2127 HK)	消费	2020-12-29	1.77	52.4	20%	1.69%	2.00	13.0%
乐享互动(6988 HK)	互联网软件	2020-09-23	2.88	1631.9	10%	-6.25%	3.24	12.5%

来源：彭博、中泰国际研究部

中泰新股推荐表现

公司	上市日期	(HK\$) 上市价	首日收市表现	首日最高表现	第二日收市累计表现	第三日收市累计表现	(HK\$)首日收市一手收益	(HK\$)首日最高一手收益
九毛九(9922 HK)	2020-01-15	6.6	56.36%	56.36%	59.39%	55.76%	3,720	3,720
艾德韦宣集团(9919 HK)	2020-01-16	2.02	-22.28%	-5.94%	-28.71%	-22.77%	-900	-240
佳辰控股(1937 HK)	2020-01-17	0.53	-36.79%	-26.42%	-44.34%	-40.57%	-975	-700
驴迹科技(1745 HK)	2020-01-17	2.12	-10.38%	-0.47%	-8.50%	-21.23%	-440	-20
烨星集团(1941 HK)	2020-03-13	1.56	10.26%	12.18%	6.60%	-4.49%	320	380
诺诚健华(9969 HK)	2020-03-23	8.95	9.61%	16.20%	8.60%	9.27%	860	1,450
康方生物(9926 HK)	2020-04-24	16.18	50.19%	57.60%	69.96%	63.16%	8,120	9,320
沛嘉医疗(9996 HK)	2020-05-15	15.36	67.97%	76.76%	79.36%	74.15%	10,440	11,790
建业新生活(9983 HK)	2020-05-15	6.85	22.19%	26.42%	53.28%	51.53%	1,520	1,810
移卡(9923 HK)	2020-06-01	16.64	6.13%	12.98%	11.06%	5.89%	408	864
网易(9999 HK)	2020-06-11	123	5.69%	9.92%	4.47%	1.71%	700	1,220
京东集团(9618 HK)	2020-06-18	226	3.54%	5.75%	3.36%	0.88%	400	650
康基医疗(9997 HK)	2020-06-29	13.88	98.85%	100.29%	114.70%	112.54%	6,860	6,960
海吉亚医疗(6078 HK)	2020-06-29	18.5	40.54%	49.73%	44.32%	55.68%	1,500	1,840
金融街物业(1502 HK)	2020-07-06	7.36	28.53%	36.96%	20.24%	39.13%	2,100	2,720
弘阳服务(1971 HK)	2020-07-06	4.15	6.02%	6.02%	5.78%	4.10%	250	240
海普瑞(9989 HK)	2020-07-08	18.4	-4.02%	1.52%	-2.61%	-5.00%	-370	140
绿城管理控股(9979 HK)	2020-07-10	2.5	30.00%	37.20%	67.20%	54.40%	750	930
思摩尔国际(6969 HK)	2020-07-10	12.4	150.00%	150.00%	133.87%	134.27%	18,600	18,600
正荣服务(6958 HK)	2020-07-10	4.55	23.08%	26.15%	23.08%	20.00%	1,050	1,190
欧康维视生物(1477 HK)	2020-07-10	14.66	152.39%	193.32%	137.38%	130.22%	11,170	14,170
祖龙娱乐(9990 HK)	2020-07-15	11.6	75.00%	75.00%	63.79%	62.24%	8,700	8,700
泰格医药(3347 HK)	2020-08-07	100	13.30%	19.00%	10.30%	9.60%	1,330	1,900
农夫山泉(9633 HK)	2020-09-08	21.5	53.95%	85.35%	54.42%	66.98%	2,320	3,670
百胜中国(9987 HK)	2020-09-10	412	-5.29%	-0.49%	-3.64%	-2.43%	-1,090	-100
福祿控股(2101 HK)	2020-09-18	8.9	3.15%	19.78%	0.00%	0.00%	140	880
明源云(909 HK)	2020-09-25	16.5	86.06%	93.94%	69.70%	69.70%	14,200	15,500
嘉和生物(6998 HK)	2020-10-07	24	16.46%	34.17%	21.04%	16.25%	1,975	4,100
云顶新耀(1952 HK)	2020-10-09	55	32.27%	37.27%	40.27%	34.50%	8,875	10,250
卓越商企服务(6989 HK)	2020-10-19	10.68	3.00%	12.73%	9.93%	4.68%	320	1,360
先声药业(2096 HK)	2020-10-27	13.7	-19.85%	-16.06%	-19.71%	-16.06%	-2,720	-2,200
合景悠活(3913 HK)	2020-10-30	7.89	-22.94%	-11.28%	-24.30%	-28.90%	-1,810	-890
世茂服务(873 HK)	2020-10-30	16.6	0.00%	0.00%	-0.01%	-6.75%	0	0
药明巨诺(2126 HK)	2020-11-03	23.8	-7.56%	6.93%	-11.76%	5.25%	-900	825
德琪医药(6996 HK)	2020-11-20	18.08	1.11%	8.85%	-2.65%	-1.33%	100	800
京东健康(6618 HK)	2020-12-08	70.58	55.85%	75.55%	72.85%	72.85%	1,971	2,666
华润万象生活(1209 HK)	2020-12-09	22.3	25.56%	47.53%	34.53%	29.15%	1,140	2,120
和铂医药(2142 HK)	2020-12-10	12.38	-10.99%	-3.55%	-19.06%	-11.15%	-1360	-440
泡泡玛特(9992 HK)	2020-12-11	38.5	79.22%	112.34%	93.51%	89.09%	6,100	8,650
蓝月亮集团(6993 HK)	2020-12-16	13.16	13.07%	25.38%	10.18%	7.14%	860	1,670
远洋服务(6677 HK)	2020-12-17	5.88	-0.51%	-0.34%	-0.17%	-2.55%	-15	-10
IPO 组合收益							106,219	136,485
IPO 组合收益率							28.7%	36.8%

来源：彭博、中泰国际研究部；附注：组合收益率计算公式为一手收益除以一手认购本金，上述收益并未考虑认购费、经纪佣金、交易费等因素。（数据更新至 2020 年 12 月 30 日）

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 公司成长性评分：1-20 分，20 分为最高分
2. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
3. 市场稀缺性评分：1-20 分，20 分为最高分
4. 保荐人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购：综合评分总得分 ≥ 80 分

申购：70 分 \leq 综合评分总得分 < 80 分

中性：60 分 \leq 综合评分总得分 < 70 分

不申购：综合评分总得分 < 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司力天影业(9958 HK)、乐享互动(6988 HK)有投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805

请阅读最后一页的重要声明

页码: 5 / 5