

研究報告

羚邦集團(2230.HK)

報告日期 2023 年 10 月 03 日

評級：買入

目標價：0.5 港元

市場價：0.19 港元

上升空間：163%

馬山資本研究團隊

info@masancapital.com

羚邦集團（2230.HK）是香港少有的、把自身定位為知識產權管理公司的上市公司。若果考慮其主要業務之一的媒體內容發行當中大部分都是日本動漫內容的話，那它更是絕無僅有的香港上市公司。其兩大主要業務媒體內容發行及品牌授權業務自 2020 年起，每年皆錄得增長。當中，品牌授權業務將會為集團未來的重要增長點，因為集團近年來積極進軍動漫商品市場。從財政角度而言，集團財務狀況穩健，低負債，各項流動比率高，擁有足夠資金發展業務，結合其增長潛力，其市值偏低，因此予以「買入」評級，目標價 0.5 港元。

上年五年總結

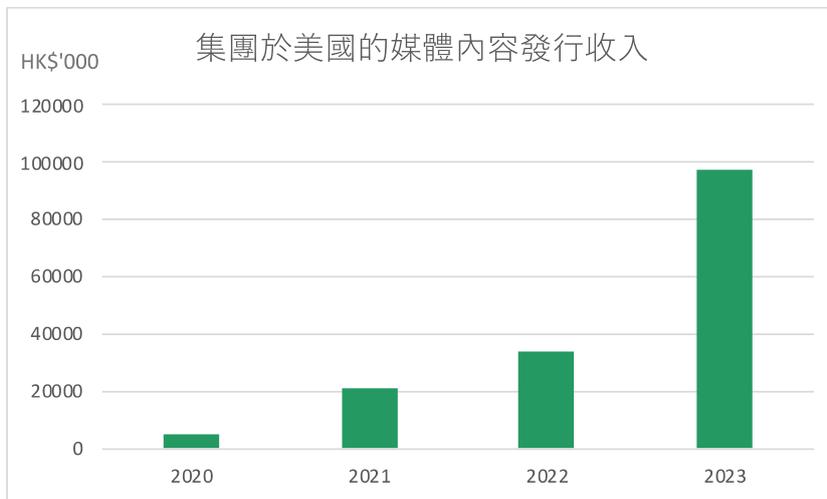
羚邦集團自上市 2019 年以來，除了 2020 年外，其後每年均錄得增長，其中自 2021 年起的收益和溢利皆錄得雙位數字的增長。2020 年的收益下降是因為疫情令各傳統廣告串流平台因為廣告收入大減而放緩採購內容腳步，致使媒體內容發行業務收入下降，但自從集團開始與 Netflix 等收費串流平台合作，其媒體內容發行業務開始穩步回復，截至 2023 年 6 月 30 日，已恢復到 2019 年高峰的 74%。

日本動漫海外市場發展帶動媒體內容發行業務增長

媒體內容發行佔集團收益的 66.3%，除了發行日本動漫內容外，亦有投資電影、電視劇以及內地製作的卡通片，但是日本動漫內容仍然是其主力。集團現時與 Netflix、Amazon Prime Video、嗶哩嗶哩、Disney + 等串流平台合作，在多個地區播放其媒體內容。因為日本動漫文化自身的影響力，以及疫情期間更多不同的人群訂閱收費串流平台，令這些串流平台對於日本動漫內容的需求日增。如 Netflix 的動漫創作總監 Kohei Obara 就於 2022 年接受訪問時說 2021 年時 Netflix 有一半的會員有在其平台上看過日本動漫，而當時 Netflix 於全球有 2.2 億的會員。這個趨勢也與日本動畫協會的行業報告一致，自 2012 年起，日本動畫的海外市場年年遞增，由 240.8 億日元升至 2021 年的 1313.4 億日元，複合年均成長率達 18.49%。



資料來源：日本動畫協會、馬山資本

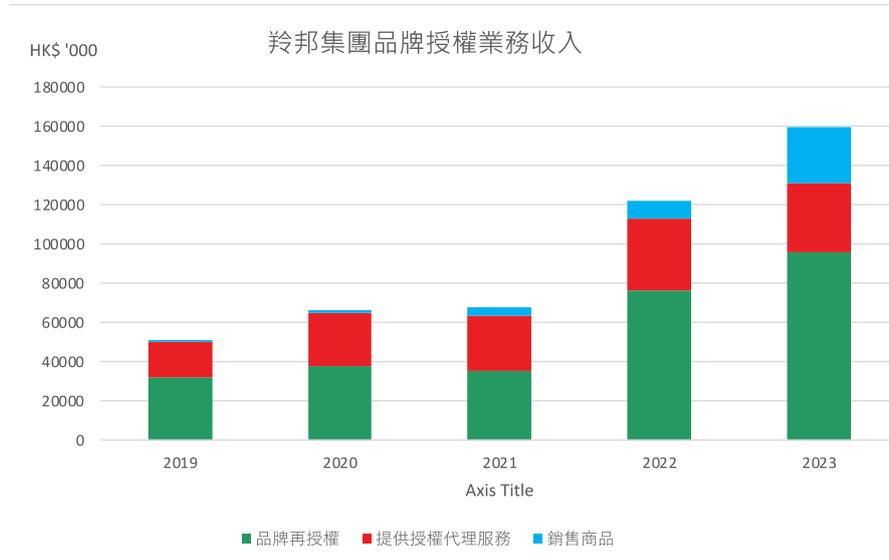


資料來源：公司資料、馬山資本

日本動畫的海外市場增長，以及集團加強於海外串流平台的合作也大大加強了集團於美國市場的收入。

集團除了經串流平台發行內容外，亦有建設自己的 YouTube 頻道 Ani-One，當中最大的頻道 Ani-One Asia 有約 3.5 百萬人訂閱，接近 6 億 9 千萬的總觀看數。這些 YouTube 頻道的主要收入為會員服務收費以及 YouTube 廣告收入。更重要的是，這些頻道可以為集團帶來更大的覆蓋面，宣傳集團的媒體內容，並且推動相關周邊產品的銷售，帶動其品牌授權業務，形成協同效應。

品牌授權業務高速發展，成為另一大主力業務



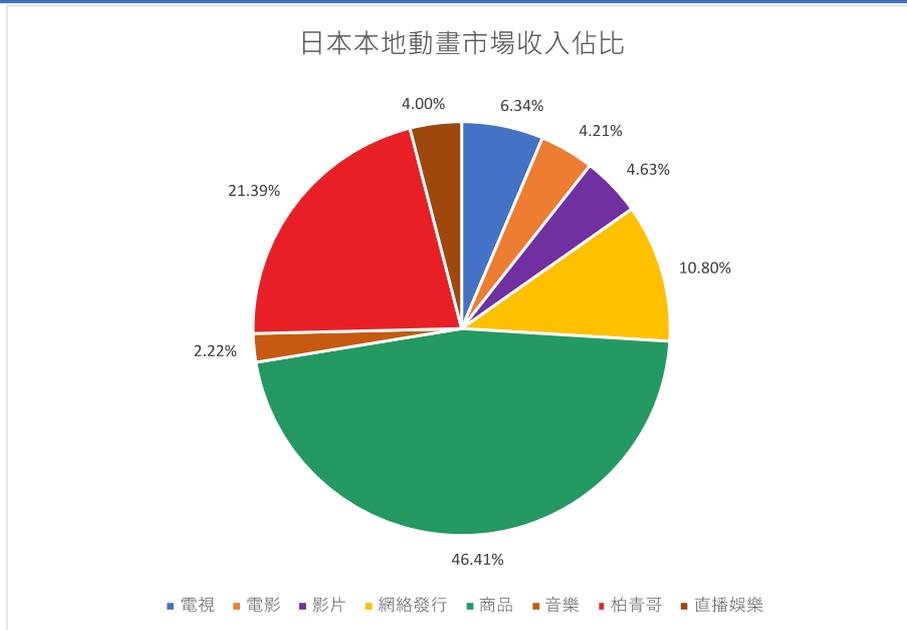
資料來源：公司資料、馬山資本

集團的品牌授權業務收入年年上升，其收入來源分為三個部分：1) 品牌再授權是指集團與品牌授權方簽訂協議後取得再授權的權利，並且於授權予第三方後獲利，例子有集團與第三方合作授權其推出 POPEYE'S METAVERSE MADNESS NFT、與鯨探聯手在中國支付寶推出《小王子》數字皮膚以及其他與中國手遊的合作，是其品牌授權業務的主要收入來源；2) 提供授權代理服務則是指集團向品牌授權方提供代理服務，包括識別潛在被授權方、代表授權方與被授權方磋商合約、幫助授權方推廣其品牌以及代表授權方收取版稅；3) 商品銷售則是指集團自己製作商品來銷售，這也是集團近年致力開發的市場。

集團自 2020 年底推出自家購物平台 Ani-Mall，開始利用自身的優勢銷售動漫周邊，並且逐步擴大其產品範圍，並推出精品品牌 Ani-Two 以及收購煜曦電子商務的 49% 股權，後者為一間設計、發展及製作不同動漫產品的公司，銷售及發行網絡涵蓋大中華及東南亞地區。在集團銳意發展下，其銷售商品收入由 2022 年的 8.95 百萬港元大幅提升 221.43% 至 28.8 百萬港元。

另一方面，集團的品牌再授權業務也提升了 26.13% 至 96.1 百萬港元，為品牌授權業務收入整體上升 30.83% 至 159.7 百萬港元的另一主要原因。

品牌授權業務的發展意義重大，因為不同於媒體發行內容以日本動漫為主，羚邦集團的品牌授權業務比較多元化，有法國兒童文學《小王子》、美國兒童節目《芝麻街》以及《emoji》等，不局限於日本動漫。



資料來源：日本動畫協會、馬山資本

而集團進軍動漫周邊商品市場亦可以更好利用其動漫內容以及其與日本動漫行業的網絡。因為根據日本動畫協會的統計顯示，2021年日本本地動畫市場中，商品銷售佔了市場收入的46.41%。相反，媒體內容發行只佔了25.99%，可見周邊商品銷售才是動畫市場的收入主力。羚邦集團的媒體內容發行業務令其可以利用其選擇日本動漫內容的經驗以及串流平台數據的即時反映來訂立周邊商品的戰略，集團亦可以在與工作室進行媒體內容發行合作時取得品牌授權，因此比一般動漫精品的製造商更有優勢。

我們以此作進一步預測，依據日本市場的結構，商品收入約為媒體內容發行的1.79倍。我們參照日本唯一一間主要業務是動畫製作、發行和版權銷售的上市公司東映動畫（4816.TYO），其過去5年的版權銷售及商品販賣業務對媒體內容發行業務的收入比率為1.62。因為羚邦集團也會發行真人電影及真人電視劇等媒體內容，所以我們把這個收入比率降低至1.55，並假設其媒體內容發行收入維持在3.14億的話，其品牌授權及商品銷售業務的收益可達4.87億港元，總收益可達8.02億港元，約為現時的1.7倍。

或許會有人質疑東映動畫是自己創作內容並把版權授賣給第三方生產商品或自己作為品牌方販賣商品，因此其獲利會比羚邦集團作為被授權方或者再授權方更高。但是這點差異已經反映在其成本上。東映作為原創方，其版權銷售的分部利潤率（segment margin）長期維持在5成左右，而羚邦過去3年的品牌授權業務的分部利潤率則只有約23.5%，當中近26.5%的差異就在於前者為原創方，而後者則是被授權方／再授權方。

財政穩健，現金充足

羚邦集團的財政十分穩健，其現金比率達 0.84，而速動比率（現金及現金等價物加貿易應收款項除以流動負債）更高達 1.42，即使是現金及現金等價物加貿易應收款項除以總負債，也仍有 1.38。

	千港元
現金及現金等價物	281,742
貿易應收款項	192,919
流動負債	
貿易應付款項	185,351
應計費用及其他應付款項	73,268
合約負債	69,386
租賃負債	5,301
應付稅項	1,816
非流動負債	
租賃負債	8,088
撥備	1,311
總負債	344,521

資料來源：公司資料、馬山資本

羚邦集團把授權資產歸類為流動資產，但是為了更反映其資產特性，所以我們把其歸類為非流動資產，因為其更類近生產收益的工具。而儘管經過此一調整，集團的流動資產佔比仍然高達約 54.2%，帳面價值 4.93 億港元，經調整流動比率為 1.43，而且非流動負債低，讓集團擁有足夠的資金去發展其品牌授權業務。

經調整的財務狀況表

	(千港元)
流動資產	
現金及現金等價物	281,742
貿易應收款項	192,919
存貨	2,091
預付款項、按金及其他應收款項	11,177
應收一間合營企業款項	604
可收回稅項	4,331
總流動資產	492,864
非流動資產	
授權資產	330,068
物業、廠房及設備	19,217
投資媒體內容	23,888
無形資產	8,582
投資一間合營企業	4,243
按金	1,387
商譽	29,709
總非流動資產	417,094

資料來源：公司資料、馬山資本

業績穩步向上，派息率約 5.9%

羚邦集團由 2020 年開始至今，年年業績都穩步上升，並且年年派息。2023 年全年派息每股 1.12 港仙（中期每股 0.7 港仙，末期每股 0.42 港仙，中期股息之所以比末期股息更高，相信是因為羚邦的中期業績於每年年底公佈，而全年業績則是於年中公佈），除以 19 港仙的股價，派息率約 5.9%。

前景亮麗，估值偏低

由於羚邦集團的業務在香港一眾上市公司中比較獨特，難以以香港同業的估值作出比較。但是參考日本唯一一間主要業務是動畫製作、發行和版權銷售的上市公司東映動畫（4816.TYO），其市盈率为 25.72，考慮到東映為動畫工作室，其版權內容均是其原創，所以其估值應該較羚邦為高，但是另一方面，其開始進軍動漫商品市場，業務增長潛力較東映為高，並且其採購方的定位不用承擔創作風險，因此予以 20 的市盈率。

按其每股盈利 2.5 港仙計算，目標價 0.5 港元，較現價 0.19 港元高出約 163%，評級「買入」。

CONTACT INFORMATION

☎ +852 3905 4615
✉ info@masancapital.com
🌐 www.masancapital.com

8/F, Aubin House, 171-172 Gloucester Road, Wan Chai, Hong Kong
香港灣仔告士打道 171-172 號安邦商業大廈 8 樓

法律聲明及風險提示：

本報告由馬山資本有限公司(證監會持牌人中央編號 BOL530 RA Type 4 & 9) 製作，本公司全權委託賬戶或基金沒有持有報告中提及的有關股票。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但馬山資本對這些信息的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的信息和建議不發生任何變更。本公司並沒有將變更的信息和建議向報告任何接收者進行更新的義務。

馬山資本可能持有或交易報告中提到的證券或投資，用戶應當考慮到其中可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。本報告僅供本公司的客戶作參考之用，使用者請勿將研究報告或相關信息視為投資或其他決定的信賴依據。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。

本報告僅反映報告作者在發行日期的觀點和判斷，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見均不構成對任何人的投資建議，投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求。對依據者使用本報告所造成的一切後果，本公司及其關聯人員均不承擔任何法律責任。

本公司的交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。本公司沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。本公司的資產管理公司以及其他投資業務部門可能因應市場的變化而獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發佈、傳播本報告的全部或部分內容。經授權刊載、轉發本報告或者摘要的，應當註明本報告發佈人和發佈日期，並提示使用本報告的風險。未經授權或未按要求刊載、轉發本報告的，應當承擔相應的法律責任。本公司將保留向其追究法律責任的權利。

DISCLAIMER AND RISK STATEMENTS:

This report was produced by Masan Capital Limited (Hong Kong Securities and Futures Commission Register Institutions Central Entity Number BOL530 RA Type 4 & 9) ("Company") and we do not hold the securities mentioned in the report in the discretionary accounts or funds managed by the Company. The information in this report is derived from publicly available information that we believe to be reliable but we do not guarantee the authenticity, accuracy and completeness of these information. In addition, the Company is not obligated to update the information and recommendation contained in this report.

The Company may hold or trade securities or investments mentioned in the report. Users should take into account the potential conflicts of interest that may affect the objectivity of this report and should not consider the research report or related information as a reliable basis for investment or other decisions. This report is for reference only and we will not regard the recipient of this report as a natural customer or client of the company. This report only reflects the views and judgments of the author on the date of issuance. In any case, the information or opinions expressed in this report do not constitute as investment advice to anyone. Investor should evaluate his/her investment objectives, financial conditions and specific needs independently. The Company and its affiliates shall not bear any legal responsibility for any consequences caused by the use of this report.

The Company's traders and other professionals may express orally or in writing comments that are inconsistent with the opinions and/or recommendations stated in this report and the Company has no obligations to update or notify the recipients of the report. In addition, the Company's asset management division and other business units may implement investment decisions that are inconsistent with the opinions or recommendations stated in this report due to the changes of market conditions or assumptions.

The copyright of this report belongs to the company. No organization or individual may reproduce, publish, or disseminate all or part of this report in any form without the company's prior written authorization. If any part of this report is uploaded or forwarded, the person sharing this