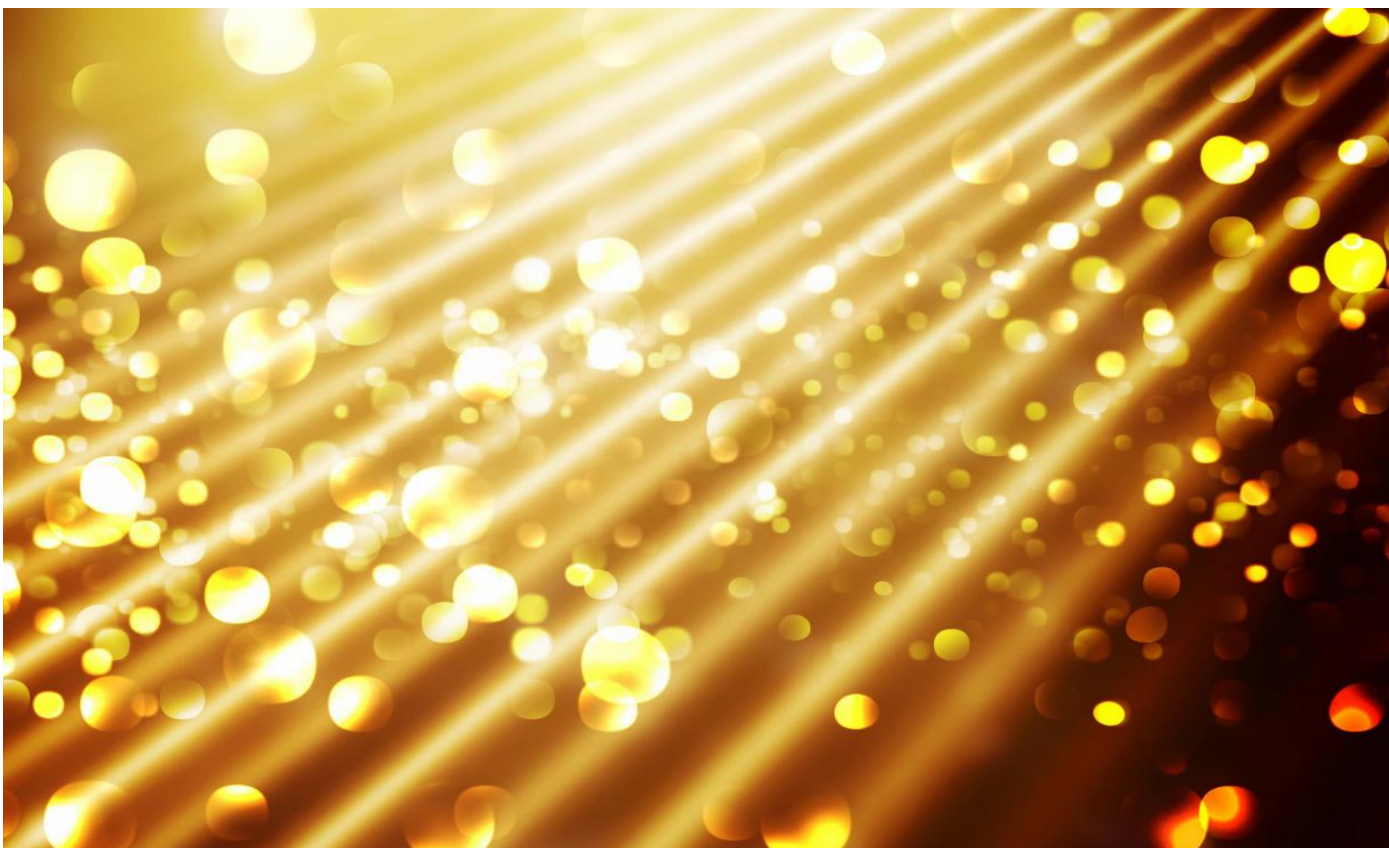


2023年9月13日



巨星传奇 (6683.HK): 基于明星 IP 赋能的创新型新零售玩家

买入

首次覆盖

巨星传奇借助周杰伦、刘畊宏等自有明星 IP 产生的流量带动品牌知名度提升，赋能公司 IP 业务及新零售业务的发展，形成独有的商业模式。按 2022 年市场份额计算，公司旗下的魔胴咖啡是中国防弹咖啡市场第一品牌。巨星传奇未来将持续拓展健康管理新零售产品矩阵。此外，公司拥有为明星策划和创作电视节目与线上线下活动的丰富经验，并在 2022 年下半年拓展业务版图至明星带货直播业务。目前，公司直播间已稳定开播，这也将丰富公司收入渠道和来源。我们首次覆盖巨星传奇 (6683.HK)，并给予“买入”评级，目标价 7.8 港元。

桑若楠, CFA (消费助理分析师)
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

林闻嘉 (消费分析师/研究部主管)
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433



欢迎关注
浦银国际研究

*Image by kjpargeter on Freepik

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

巨星传奇 (6683.HK)：基于明星 IP 赋能的创新型新零售玩家.....	3
自有 IP 驱动产品销售，打造独特商业模式.....	5
● 强大的明星基础叠加衍生 IP 加强品牌宣传.....	7
● 二次元形象包装延长明星效应周期.....	8
● 拓展明星 IP 资源增加潜在消费者覆盖.....	9
IP 核心资产打造长期护城河.....	10
● 深度绑定核心 IP.....	10
● 强大的 IP 运营和创造能力.....	12
● 明星 IP 管理或成第二增长曲线.....	14
主打健康管理概念，聚焦年轻人市场.....	16
● 防弹咖啡：爆款单品赢得良好口碑.....	17
● 稳步扩张的健康管理品类.....	18
● 维护私域基本盘，拓展公域新渠道.....	20
盈利预测.....	23
● 收入.....	23
● 利润率.....	25
● 净利润.....	28
估值.....	29
风险提示.....	30
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	32
公司背景.....	33
● 公司介绍.....	33
● 前十大股东.....	34
● 公司历史.....	35
● 公司管理层.....	36
● 财务报表.....	37



巨星传奇 (6683.HK): 基于明星 IP 赋能的创新型新零售玩家

我们首次覆盖巨星传奇 (6683.HK), 首予“买入”评级, 目标价为 7.8 港元, 潜在升幅 17.3%。

- 自有 IP 驱动产品销售, 创立独特商业模式:** 公司借助自有明星 IP 产生的巨大流量和明星效应带动产品与品牌知名度提升, 从而赋能其新零售消费产品的销售。公司利用强大的明星基础叠加衍生 IP 节目及活动以及不断扩充的明星资源为新零售产品引流, 最终将自有明星 IP 流量变现为公司收入, 形成公司独有的业务模式。
- 深度绑定核心 IP, 打造长期护城河:** 公司现有的两大头部明星 IP (周杰伦与刘畊宏) 是公司的核心资产。巨星传奇通过明星经纪公司及其亲属持股, 以及设立合资公司的方式深度绑定这两大 IP, 成为公司业务发展的基础。公司策划创作明星相关电视节目、线上线下活动和直播形象, 持续将其两大 IP 进行变现并保持长期竞争力。
- 新零售产品主打健康管理概念, 聚焦年轻人市场:** 公司以爆款单品魔胴咖啡打入健康管理市场, 并在周杰伦的 IP 加持和宣传下, 魔胴咖啡成为近年来对公司收入贡献最大的单品。公司计划进一步丰富健康管理产品矩阵, 多元化收入来源, 提供业务增长新动力。
- 切入直播带货业务, 打造第二增长曲线:** 公司在 2022 年 7 月切入直播带货业务, 通过与刘畊宏和王婉霏的联动增加直播间曝光量, 开展自身产品和第三品牌产品的销售, 并在 2023 年上半年稳定开播。公司致力于通过增加直播频率和时长, 拓展带货明星资源等方式, 带动直播带货业务的快速增长, 或将为公司提供第二增长曲线。
- 稳固私域基本盘, 拓展公域新渠道:** 巨星传奇新零售产品主要利用私域流量、以 KOC 为主的分销商和经销商模式, 销售新零售产品, 是明星 IP 营销的补充。除此之外, 公司也在大力拓展直播带货公域渠道, 销售自有产品, 增加公域渠道中自有产品曝光。
- 估值与评级:** 考虑到公司明星 IP 与公司新零售和直播业务的深度融合带来的发展潜力, 我们用 27x 2024E P/E (接近东方甄选 10% 的折扣) 进行估值, 得到 7.8 港元的目标价。我们首次覆盖巨星传奇, 首予“买入”评级。
- 投资风险:** 1) 宏观经济复苏缓慢; 2) 公司与明星合作受扰; 3) 私域分销网络受阻; 4) 明星 IP 管理业务拓展不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	365	344	610	927	1,149
同比变动 (%)	-20.0%	-5.8%	77.3%	52.0%	24.0%
股东应占净利	44	60	92	203	263
同比变动 (%)	-44.1%	38.4%	51.8%	121.9%	29.1%
PE (X)	43.5	39.4	32.4	23.3	18.1
ROE (%)	29.1%	30.2%	21.7%	28.5%	27.7%

E=浦银国际预测。资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2023 年 9 月 13 日

评级

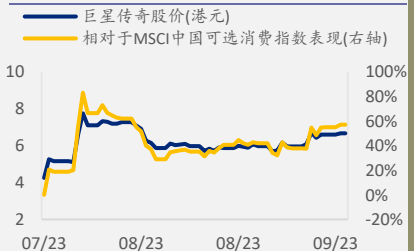
买入

目标价 (港元)	7.8
潜在升幅/降幅	+17.3%
目前股价 (港元)	6.7
52 周内股价区间 (港元)	4.9-8.6
总市值 (百万港元)	5,349
近 3 月日均成交额 (百万港元)	18.0

市场预期区间



股价相对表现



注: 截至 2023 年 9 月 12 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 巨星传奇

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	365	344	610	927	1,149
同比	-20.0%	-5.8%	77.3%	52.0%	24.0%
营业成本	-138	-121	-299	-432	-520
毛利润	227	223	311	495	629
毛利率	62.2%	64.7%	51.0%	53.4%	54.7%
销售费用	-94	-72	-85	-128	-158
管理费用	-65	-64	-102	-90	-113
经营利润	68	86	124	278	358
经营利润率	18.7%	25.1%	20.4%	29.9%	31.2%
财务费用	-9	1	5	9	12
金融资产减值亏损拨回	1	-1	0	0	0
其他	4	6	0	0	0
利润总额	65	93	129	287	370
所得税	-22	-28	-36	-80	-104
所得税率	33.7%	30.3%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	43	65	93	206	267
减: 少数股东损益	1	-5	-1	-3	-4
归母净利润	44	60	92	203	263
归母净利率	11.9%	17.5%	15.0%	21.9%	22.8%
同比	-44.1%	38.4%	51.8%	121.9%	29.1%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
存货	24	29	66	95	114
电视节目版权	14	90	20	20	20
贸易及其他应收款项	53	62	102	154	191
预付款项及其他流动资产	54	53	94	143	177
现金及现金等价物	212	183	568	693	899
流动资产合计	356	416	849	1,106	1,402
物业、厂房及设备	59	69	79	88	97
使用权资产	4	2	4	4	4
无形资产	1	4	7	10	12
递延所得税资产	3	4	4	4	4
其他非流动资产	50	60	60	60	60
非流动资产合计	117	139	153	166	178
贸易及其他应付款项	46	69	141	204	246
合约负债	59	31	31	31	31
即期所得税负债	15	25	25	25	25
租赁负债	3	2	2	2	2
可赎回权利的金融工具	164	179	179	179	179
借款	5	5	5	5	5
流动负债合计	292	310	383	445	487
租赁负债	1	0	0	0	0
合约负债	0	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0	0
借款	15	10	10	10	10
非流动负债合计	16	10	10	10	10
股本	0	0	342	342	342
储备	169	234	265	469	731
少数股东权益	-4	1	2	5	9
所有者权益合计	165	234	609	816	1,083

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	65	93	129	287	370
固定资产折旧	4	6	7	8	9
无形资产摊销	0	0	0	1	1
财务费用	9	-1	-5	-9	-12
存货的减少	-6	-11	-37	-29	-19
经营性应收项目的减少	5	-7	-81	-102	-71
经营性应付项目的增加	-29	-4	72	63	42
其他	-57	-70	40	-70	-90
经营活动产生的现金流量净额	-9	5	126	149	229
资本开支	-54	-6	-14	-14	-14
投资支付的现金	0	0	0	0	0
受限制银行存款	11	0	0	0	0
其他非流动资产付款	0	-15	-5	-5	-5
其他	-1	-19	-8	-8	-8
投资活动产生的现金流量净额	-43	-25	-22	-22	-22
发行普通股所得款项	160	0	342	0	0
借款所得款项	9	-5	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-18	-1	-61	-1	-2
其他	-7	-5	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	144	-11	281	-1	-2
现金及现金等价物净增加额	91	-31	385	126	206
期初现金及现金等价物余额	121	212	183	568	693
汇率变化	0	2	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	212	183	568	693	899

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.14	0.15	0.18	0.25	0.33
每股销售额	0.71	0.67	0.91	1.16	1.43
每股股息	0.00	0.00	0.09	0.00	0.00
同比变动					
收入	-20.0%	-5.8%	77.3%	52.0%	24.0%
经营溢利	-35.3%	25.1%	35.0%	123.4%	29.1%
归母净利润	-44.1%	38.4%	51.8%	121.9%	29.1%
费用与利润率					
毛利率	62.2%	64.7%	51.0%	53.4%	54.7%
经营利润率	18.7%	25.1%	20.4%	29.9%	31.2%
归母净利率	11.9%	17.5%	15.0%	21.9%	22.8%
回报率					
平均股本回报率	29.1%	30.2%	21.7%	28.5%	27.7%
平均资产回报率	10.7%	12.6%	12.0%	18.2%	18.7%
资产效率					
应收账款周转天数	63.3	60.8	60.8	60.8	60.8
库存周转天数	64.3	80.2	80.2	80.2	80.2
应付账款周转天数	165.2	172.4	172.4	172.4	172.4
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.3	2.2	2.5	2.9
速动比率 (x)	1.0	1.1	1.8	1.9	2.3
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
负债/权益	1.9	1.4	0.6	0.6	0.5
估值					
市盈率 (x)	43.5	39.4	32.4	23.3	18.1
市销率 (x)	8.3	8.8	6.5	5.1	4.1
股息率	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%

巨星传奇（6683.HK）：基于明星 IP 赋能的创新型新零售玩家

自有 IP 驱动产品销售，打造独特商业模式

巨星传奇的业务包括两个部分：新零售产品的销售以及明星相关 IP 的创造与运营。两个业务能够独立产生收入，同时彼此之间联动，能够迸发出巨大的协同效应。

• 新零售分部

专注于低碳健康管理产品以及护肤品的开发及销售。新零售业务的大部分收入来自魔胴咖啡的销售，于 2019 年 4 月开始在全国进行分销。新零售业务是公司当前主要的收入来源。

• IP 创造及营运分部

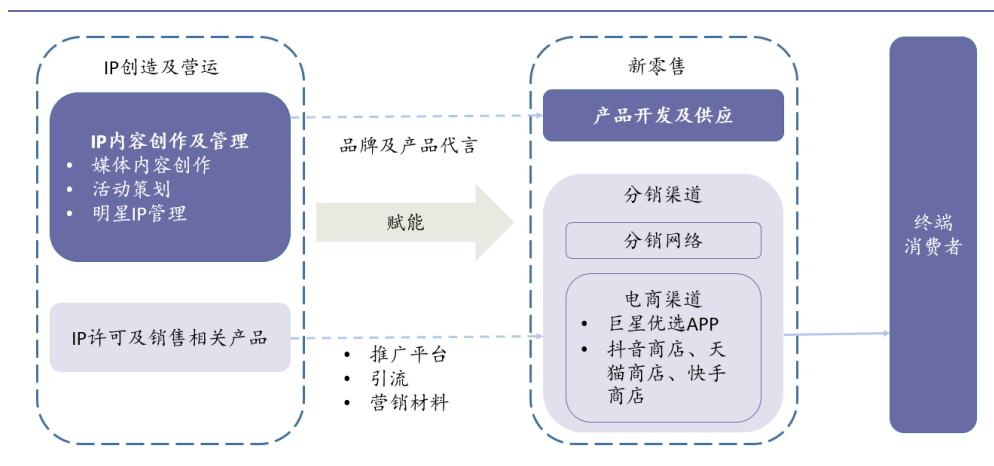
公司通过自身强大的明星 IP 孵化能力，打造明星 IP 资源。其中，头部明星 IP 包含周杰伦和刘畊宏，后续拓展中的明星 IP 包括王婉霏、南拳妈妈、陈法蓉等。公司通过为明星 IP 打造专有的明星 IP 二次元形象，策划明星 IP 相关的电视节目、线上和线下活动，创造独有的明星 IP。

与普通新零售消费企业不同的是，在 IP 运营上，公司无需借助外界的明星代言来制造流量，而是能够通过自有明星相关 IP 产生巨大的流量，利用明星效应带动产品与品牌知名度的提升，从而赋能其新零售消费产品的销售。公司创建明星矩阵号，以电商、短视频、直播合作等形式赋能新零售业务发展，开拓业务范畴。

其中，公司与华语明星周杰伦的紧密合作，无疑成为了公司最具价值的“无形资产”，为公司产品创造了卓越的传播宣传渠道。

以自有明星 IP 所带来的流量为基础，同时以主打健康管理的产品为流量载体，通过新零售的分销网络和直播实现产品销售，最终通过这种模式将自有明星 IP 流量变现并转化为公司收入。这便形成了公司独有的业务模式。

图表 2：巨星传奇业务模式示意图



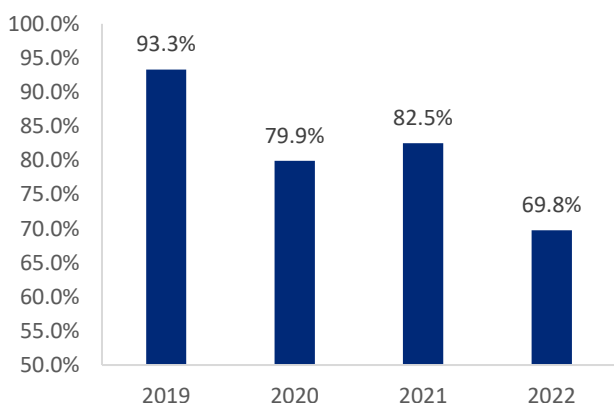
资料来源：公司资料，浦银国际

在竞争激烈的电子商务市场以及快节奏的生活中，新兴品牌难以从海量的营销信息中脱颖而出。而明星代言或明星 IP 营销则可在短时间内使消费者留下印象，有助于产品推广。

公司利用周杰伦的明星 IP 及综艺活动，并创造专有的明星二次元形象来推广新零售产品。依靠周杰伦的影响力在消费者中收获知名度，让明星 IP 成为公司产品销售的加速器。

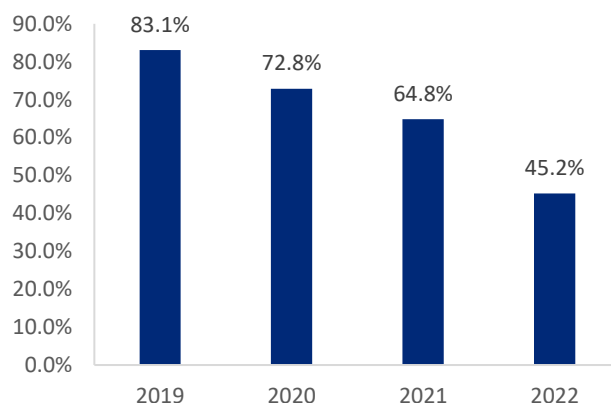
在公司明星相关 IP 的加持下，公司的新零售业务的收入（主要是魔胴咖啡的销售）在 2020 年实现了大幅增长。截至 2022 年，公司的新零售业务对收入的贡献约为 70%，其中周杰伦相关产品占比更是达到 45.2%。

图表 3：新零售业务对总收入贡献



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 4：周杰伦相关产品对总收入贡献



资料来源：公司数据，浦银国际

● 强大的明星基础叠加衍生 IP 加强品牌宣传

有别于其他消费品公司不断更换品牌代言人，公司因创始人、控股股东及高级管理层与周杰伦的关系紧密，带领公司深度绑定周杰伦 IP，保证了公司在中国市场稳固且极具影响力的明星 IP 资源。

基于周杰伦在内地市场庞大的粉丝基础，公司有效利用明星 IP，并通过自创高人气综艺节目、线上和线下活动，加强品牌宣传，吸引粉丝消费。

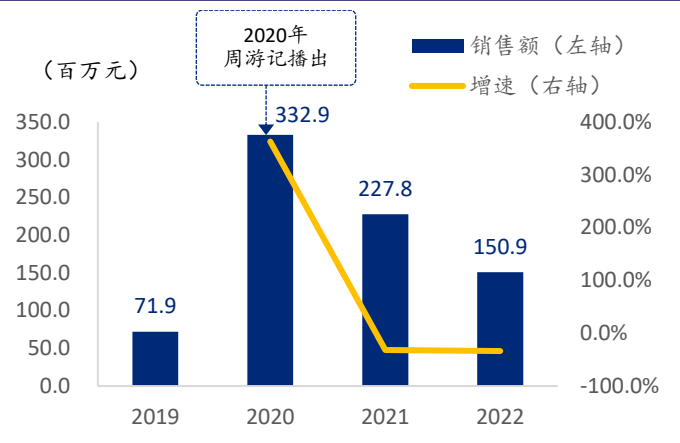
2020 年，公司在自主创作的周杰伦真人秀《周游记》中植入魔胴咖啡的广告。依靠周杰伦在观众心中强大的影响力以及《周游记》取得的优异表现，带动公司产品知名度和信赖度的提升，2020 年魔胴咖啡销售额提升 363%。

图表 5:《周游记》播放期间魔胴咖啡广告宣传



资料来源：浙江卫视，浦银国际

图表 6: 魔胴咖啡销售额及增速



资料来源：公司数据，浦银国际

我们认为，公司头部明星 IP 的电视节目或线上、线下活动所带来的明星宣传效应，将带动活动主推的新零售产品的销量增长。

● 二次元形象包装延长明星效应周期

除邀请明星为产品站台及综艺节目提高影响力外，公司针对明星的忠实粉丝，利用原创明星二次元形象对产品进行包装，加强产品与明星 IP 的绑定，增加粉丝对产品的好感和关注，让粉丝和产品建立起更深的联系，从而提升公司品牌形象及产品价值。

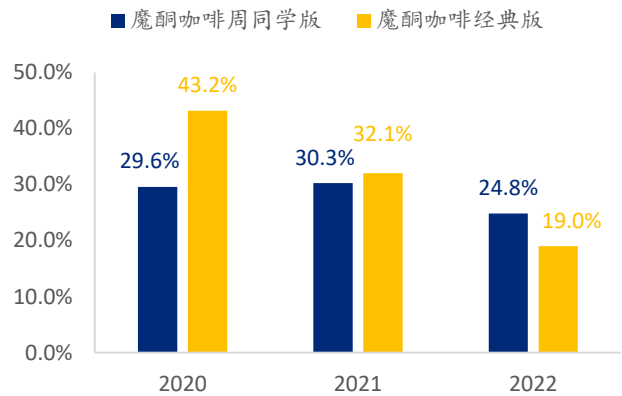
巨星传奇根据周杰伦形象创造二次元人物形象“周同学”。继《周游记》的播出成功为魔胴咖啡打响名号后，公司随即推出带有周同学包装的特别版魔胴咖啡吸引周杰伦粉丝群体、提高复购率，延长明星效益对产品销售及公司形象的加持。截至 2022 年，周同学特别版魔胴咖啡对公司收入贡献近 25%，占魔胴咖啡总销售额的 57%。

图表 7：周同学卡通形象



资料来源：巨星传奇官网，浦银国际

图表 8：两版本魔胴咖啡对公司收入的贡献

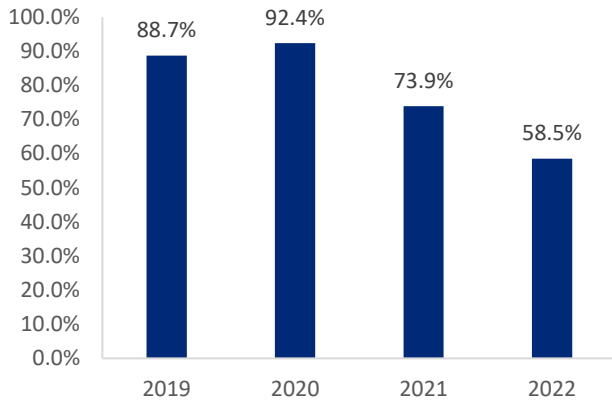


资料来源：公司数据，浦银国际

● 拓展明星 IP 资源增加潜在消费者覆盖

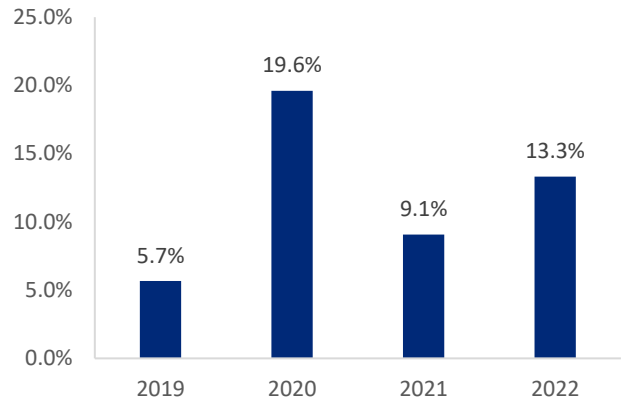
巨星传奇虽已与周杰伦紧密连接已打响名气，但仅依靠一位明星所获得的流量也相对有限。因此，公司不断跟随热点，通过推出新的明星 IP，实现多元化的明星 IP 矩阵，收入结构也逐渐得到优化。

图表 9：周杰伦相关收入占总收入比



资料来源：公司招股书、浦银国际

图表 10：周杰伦相关收入占 IP 创造及运营收入比



资料来源：公司招股书、浦银国际

2021 年 11 月，公司与刘畊宏和王婉霏的经纪公司 W&V 设立合资公司天赋星球，并凭借公司的 IP 打造能力，将刘畊宏发展成为中国健身健美界的 KOL（Key Opinion Leader，关键意见领袖）。在疫情严重时期，刘畊宏的直播收获了大量的流量和粉丝的欢迎，积攒下大量人气，抖音平台粉丝数超 6000 万。

巨星传奇也已设计刘畊宏和王婉霏二次元形象“刘教练”以及“Vivi”，利用“周同学”已证明可行的销售模式，延长刘畊宏的明星效应对产品的正面影响。

除刘畊宏与王婉霏外，公司也在不断探索与其他明星的合作机会和方式。截至 2023 年 9 月，公司已与陈法蓉开启合作，并和孙耀威订立谅解备忘录。公司未来计划会持续增加明星综艺的创作及活动的举办，计划进一步扩大明星 IP 组合，为公司产品造势，提升品牌知名度，进而提升产品销量和 IP 收入。

IP 核心资产打造长期护城河

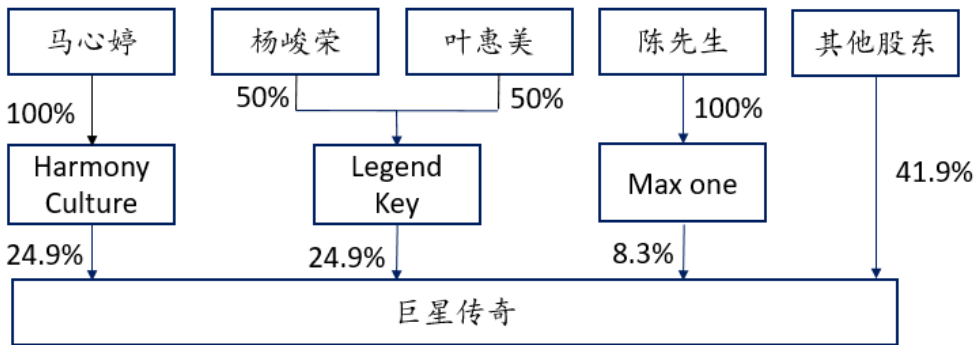
我们认为，公司现有的两大 IP（周杰伦与刘畊宏）为公司的核心资产。深度绑定这两大 IP 是公司业务的核心基础，而强大的 IP 运营能力则是公司持续将其两大 IP 进行变现并保持长期竞争力的主要工具和手段。

● 深度绑定核心 IP

与周杰伦长期、稳定、有保障的合作关系

在巨星传奇创建之初，公司的管理层就与周杰伦有了千丝万缕的关联。公司的创始人包括周杰伦经纪公司杰威尔大股东杨峻荣，以及周杰伦母亲叶惠美女士，二者在公司上市后共同持有巨星传奇 24.9% 的股份。

图表 11：巨星传奇股东持股



注：数据截至 2023 年 8 月 4 日
资料来源：公司资料，浦银国际

基于周杰伦母亲及经纪公司股东对巨星传奇的持股，巨星传奇与周杰伦、他的经纪公司杰威尔音乐均建立了长期、稳定且有保障的合作关系。

一方面，巨星传奇的股东和管理层与周杰伦经纪公司杰威尔的联系紧密。周杰伦的经纪公司由杨峻荣、周杰伦、周杰伦母亲叶惠美及方文山四人联合控股（分别持股 45%、40%、5%与 10%），而除周杰伦外的其余股东均参与巨星传奇公司的注资、发展或管理。其中，杨峻荣和叶惠美是巨星传奇股东，方文山则任巨星传奇的高级管理层。

至此，持有共 60%杰威尔股权的周杰伦经纪公司股东（杨峻荣、叶惠美及方文山），均在巨星传奇持股或担任职务，进一步保障了巨星传奇与周杰伦保持长期业务关系的稳定性。

另一方面，巨星传奇与周杰伦的经纪公司签订 IP 授权协议（为期十年且可再续十年），明确了周杰伦与巨星传奇开展长期合作关系的稳定性。

据此，公司获得与周同学有关项目的专属权，以及对杰威尔音乐批准的周杰伦及其 IP 相关项目的优先投资权。值得关注的是，公司有权要求杰威尔音乐促使周杰伦参加 IP 协议下的项目和活动。

与刘畊宏创建合资公司互利共赢

与周杰伦的 IP 从公司创立之初就深度绑定不同，巨星传奇与健身健美界名人刘畊宏的合作则是通过建立合资公司叠加协议的方式开展。

2021 年 11 月，公司与刘畊宏和王婉霏的经纪公司设立合资公司天赋星球，经纪公司巨星传奇分别持有 30%及 70%权益。巨星传奇通过天赋星球与刘畊宏订立协议，为他在中国的娱乐及表演业务提供策划及管理服务。

在公司的策划和运营下，刘畊宏的抖音账号粉丝数在 2022 年 4 月至 5 月增长超十倍，新增粉丝高达 6,000 万人。截至 2023 年 8 月末，刘畊宏在微博、小红书、快手、抖音等社交平台上均设有账号，全网粉丝数超 1.01 亿。

紧跟刘畊宏的走红，巨星传奇也进一步利用刘畊宏和王婉霏的 IP 促进新零售产品的销售。在 2022 年 7 月公司与刘畊宏和王婉霏签订二次元形象合作协议，并拟套用与“周同学”相似的营销策略，使用刘畊宏相关 IP 来推广公司自身的新零售产品。

图表 12:

图表 13: 刘畊宏与王婉霏的二次元形象



资料来源：公司资料，浦银国际

资料来源：公司资料，浦银国际

巨星传奇与刘畊宏的合资公司是双方合作互惠的基础，也是公司将刘畊宏与王婉霏的明星 IP 深度与公司绑定的依据。

● 强大的 IP 运营和创造能力

公司的 IP 运营能力主要来自于围绕明星 IP 的二次元及内容创作，和明星 IP 管理。公司的 IP 业务创造和运营业务除了创造收入外，同时也为新零售业务引流，拉动销量增长。

优秀的媒体内容创作和活动经验为产品造势

巨星传奇为电视节目制作提供组织策划等服务。公司作为主控创作人，在 2020 年推出以周杰伦为主角的户外真人秀节目《周游记》，受到观众的好评。根据公开评级数据，节目播出的 12 期平均收视率同时段第一。

图表 14：周杰伦真人秀《周游记》



资料来源：浙江卫视，浦银国际

图表 15：《周游记》平均收视率与同期综艺节目对比

排名	真人秀节目	2020 年平均收视率
1	周游记 1	1.165%
2	声临其境 3	0.747%
3	亲爱的，来吃饭	0.697%
4	非唱勿扰（重播）	0.467%
5	我们的乐队	0.373%

资料来源：公司数据，浦银国际

此外，公司也参与策划及制作了以庾澄庆为中心的热门音乐脱口秀节目《既来之则乐之》，以及以刘畊宏为中心的综艺节目。

活动策划方面，公司在 2017-2018 年参与策划了周杰伦的世界巡回演唱会《地表最强》在中国 25 个城市的演唱会，以及多场线下巨星演唱会。

图表 16：周杰伦世界巡回演唱会《地表最强》



资料来源：公开资料，浦银国际

公司紧跟刘畊宏的走红，在 2023 年 8 月 7-8 日在北京举办《刘畊宏健身音乐嘉年华》，吸引超过 6000 名参与者在线下参与，并通过快手、微博、小红书等平台进行直播，其中快手平台直播 8 月 8 日总观看量高达 5,971 万。

不论是电视节目或是活动策划，公司除 IP 授权及门票收入外，也能借机宣传及推广公司的品牌及产品，拉动新零售产品。

公司目前有多个电视节目及活动项目正在筹备当中，包括预计 2023 年四季度播出的庾澄庆的音乐脱口秀《乐来乐快乐》和周杰伦的真人秀《周游记 2》，以及多场刘畊宏与王婉霏的健身巡演。

图表 17：筹备中的 IP 计划

名称	定位	主要明星	预期播出/推出时间	预期收入
乐来乐快乐	音乐脱口秀	庾澄庆	2023 年四季度	/
周游记 2	真人秀	周杰伦	2023 年四季度	预期收入与周游记 1 相似或略高
刘畊宏健身嘉年华	健康表演节目	刘畊宏、王婉霏	已推出；2023 年下半年计划再推出 3-5 场	/

资料来源：公司招股书、浦银国际

公司也预计未来每年都将有一定数量的电视节目的播出以及明星的活动和演出，将带动 IP 节目收入的稳定增长，也将在节目中适当加入新零售产品的推广，间接带动新零售产品销量增长。

独有明星 IP 创造及授权

除节目和活动的策划创作外，公司创造并使用明星 IP 为公司产品赋能，同时也将明星 IP 授权给商业伙伴使用。

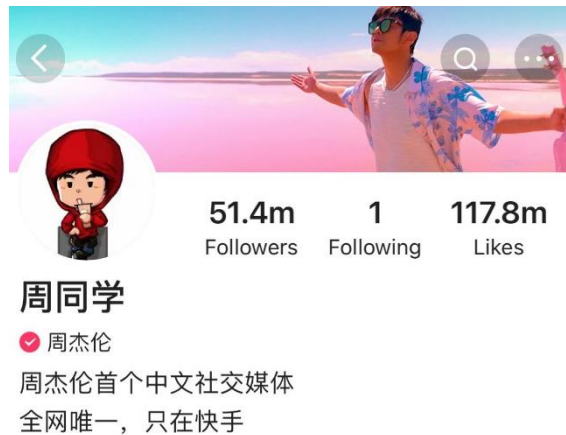
公司专有二次元 IP 包括“周同学”、“刘教练”以及“Vivi”。后续计划落实南拳妈妈相关二次元风格化身，并将与周同学相同的明星 IP 赋能新零售产品的商业模式应用到其他明星的二次元人物形象上。

图表 18：周同学为产品赋能



资料来源：公开资料、浦银国际

图表 19：周同学快手账号



资料来源：快手（2023年9月7日）、浦银国际

● 明星 IP 管理或成第二增长曲线

公司与明星以及 KOL 合作开发各自 IP 内容。公司参与策划开发明星及 KOL 在直播带货、线上短视频和社交媒体上的公众形象，吸引具有相似兴趣的观众和固有粉丝。

巨星传奇通过参与成功策划打造刘畊宏成为中国健美界 KOL，涉足明星 IP 管理业务，并在此之后将业务范畴拓展至直播带货领域。明星 IP 管理业务收入主要来自于：(1) 巨星传奇签约明星推广第三方产品的推广费用或赞助收入；(2) 在直播带货中销售第三方产品产生的佣金分成。

虽然刘畊宏并没有直接在抖音上参与巨星传奇的直播带货环节，但是众多品牌已经通过刘畊宏的直播间植入产品广告，公司也相应地收取赞助或者推广收入。刘畊宏以及王婉霏也通过软性植入的方式（如在运动中饮用公司产品品牌的产品）为公司新零售产品引流。

图表 20：刘畊宏及王婉霏推荐 Fila 产品



资料来源：Fila 抖音账号，浦银国际

图表 21：刘畊宏及王婉霏推荐公司产品



资料来源：爱吃鲜摩人抖音账号，浦银国际

凭借刘畊宏及王婉霏的影响力，公司借用刘畊宏“肥油咔咔掉”的口号创立抖音带货直播矩阵账号，并邀请王婉霏在电商直播带货环节亮相，将王婉霏和公司的“爱吃鲜摩人”品牌相关联。

公司直播带货的业务仍在发展初期。巨星传奇自 2022 年下半年开始尝试直播带货业务，在 2023 年 3 月开始稳定每周三场直播，2023 年上半年实现 1.21 亿元 GMV。

在明星资源方面，除王婉霏外，公司已与陈法蓉签署经纪全约，并为其在社交媒体和直播平台中建立高知姐姐、冻龄女神的形象，开展直播带货的活动。

图表 22: 王婉霏直播间推荐“爱吃鲜摩人”产品用法



资料来源：爱吃鲜摩人抖音账号，浦银国际

图表 23: 陈法蓉抖音账号及直播带货引流视频



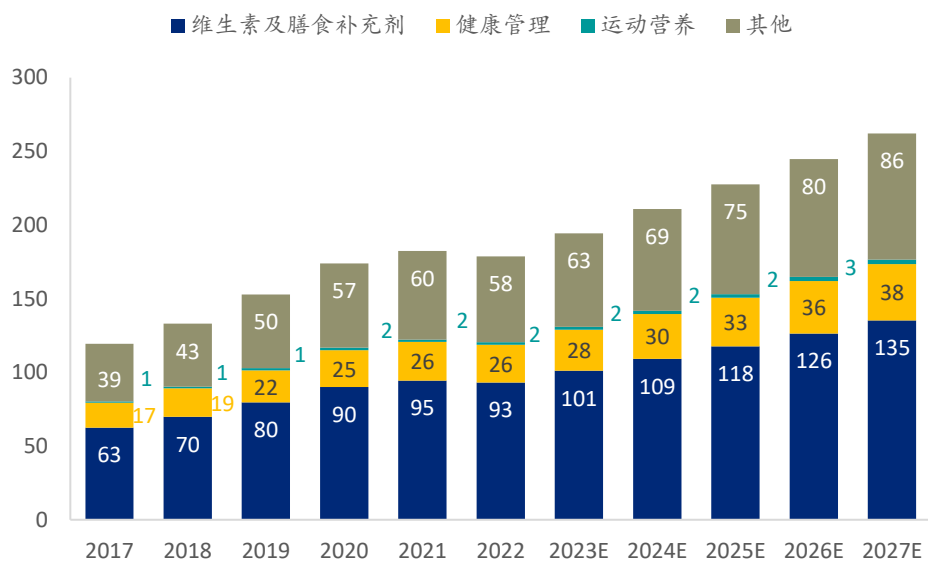
资料来源：陈法蓉抖音账号，浦银国际

公司计划通过增加直播间上播场次和时长，并持续增加签约明星和 KOL 参与直播带货，提高公司直播带货业务的收入。但目前开播时间较短，GMV 仍不及竞争对手，业务模式的稳定性和收益尚待时间来确认。

主打健康管理概念，聚焦年轻人市场

随着中国消费者健康意识的提升，各类健康产品（包含膳食补充剂、运动健康、健康管理产品等）在中国保持强劲的增长势头。按照灼识咨询预测，经历疫情的洗礼，消费者将更加关注自身的健康，健康社区社交电子商务市场规模在 2022-2027 年将保持稳健的增长势头，预计 5 年复合增长率为 7.9%。

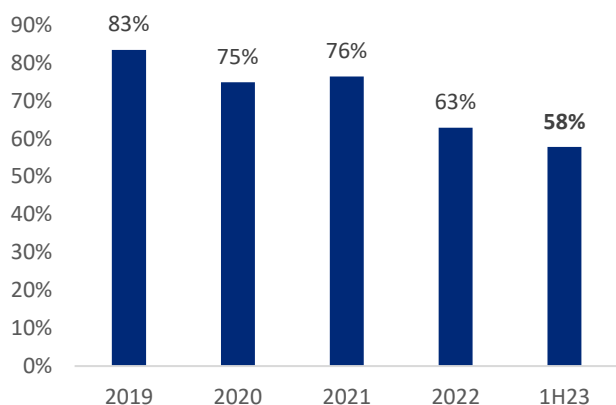
图表 24：中国健康社区社交电子商务市场规模，2017-2027E



E=灼识咨询预测；资料来源：灼识咨询

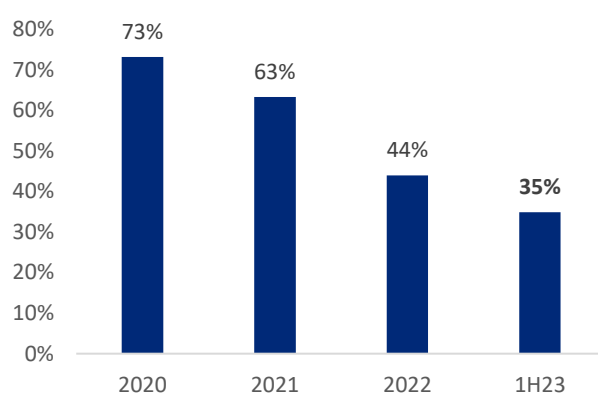
巨星传奇在新零售业务中的产品主要分为健康管理产品及美容护肤两类。其中，以魔胴咖啡为首的健康管理产品则是目前对公司收入贡献最大的品类。2023 年上半年，健康管理产品及魔胴咖啡分别占公司总收入的 58% 和 35%。

图表 25：健康管理产品占收入比例



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 26：魔胴咖啡占收入比例



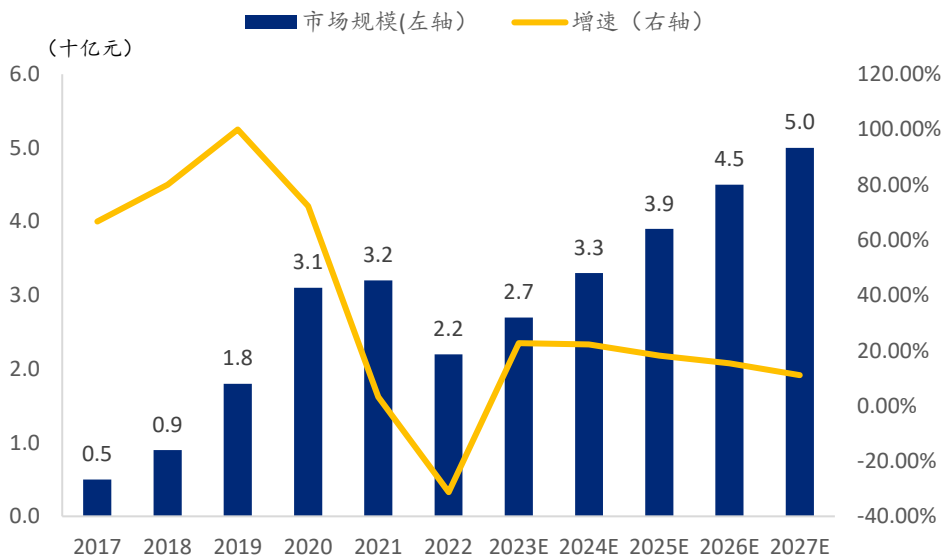
资料来源：公司数据，浦银国际

● 防弹咖啡：爆款单品赢得良好口碑

为打入健康管理市场，公司在 2019 年 4 月在中国推出一款旨在帮助消费者达成健康管理目标的防弹咖啡产品—魔胴咖啡。防弹咖啡的概念最早在 2004 年在美国提出，是源自“生酮”健康管理制度的产品概念。其本质是一种高脂肪、高蛋白质、低碳水的饮食方式，旨在人体缺乏碳水化合物化合物的情况下，强迫身体燃烧脂肪，进而产生酮体。

防弹咖啡在 2016 年起在中国商业化，市场规模取得较为迅速的增长。根据灼识咨询数据，中国防弹饮料市场规模在 2017 到 2021 年间由 5 亿元增长至 32 亿元，年复合增长率为 34.6%。虽然 2022 年受到疫情等因素的负面影响，市场规模有所回缩，但预计 2027 年市场规模将达到 50 亿元。

图表 27：中国防弹饮料市场规模，2017-2027E



E=灼识咨询预测
资料来源：灼识咨询

魔胴咖啡销量的快速增长离不开公司自有明星 IP 的加持。凭借周杰伦在综艺节目与线下的推广，魔胴咖啡在中国防弹饮料市场取得市场领先地位。根据灼识咨询资料，2022 年巨星传奇在中国防弹咖啡市场中的份额已达 24.9%，在中国防弹饮料市场名列第一。

图表 28：2022 年中国防弹饮料前五名及其市场份额

排名	市场份额
第一名：巨星传奇	24.9%
第二名	3.0%
第三名	2.7%
第四名	0.5%
第五名	0.5%

资料来源：灼识咨询，浦银国际

魔胴咖啡自身的品质及使用体验也是获得消费者认可的关键。相较竞品会要求消费者在使用产品的同时需要遵循严格的饮食方案，才能保证产品的有效性。魔胴咖啡主要遵循补充低碳水化合物饮食养生法，并不要求消费者严重偏离日常饮食，也是产品从竞品中脱颖而出的主要原因。

● 稳步扩张的健康管理品类

凭借魔胴咖啡的成功，公司在不断地向消费者提供具备互补性的低碳健康管理产品的策略，为公司提供新的业务增长点，并多元化收入来源。

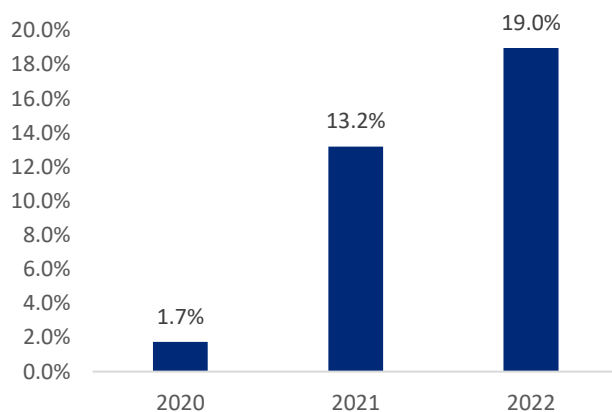
在 2020 年起，公司魔胴子品牌旗下推出多款其他低碳水化合物饮品及食品。虽然其他健康管理产品仍在发展初期，但其对收入的贡献由 2020 年的 1.7% 迅速提升至 2022 年的 19%。

图表 29：魔胴系列产品



资料来源：淘宝，浦银国际

图表 30：除魔胴咖啡外其他健康管理产品占收入比例



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 31：巨星传奇健康管理品类产品

产品	推出时间	产品特点
魔胴咖啡	 2019年4月	低碳体重管理饮料
魔力通益生元软糖	 2020年1月	有助于肠道功能及辅助低碳水化合物饮食的益生元软糖
魔胴益生菌冻干粉	 2021年10月	有助于纠正消化系统失衡的益生菌冻干粉
魔胴本草饮	 2021年10月	以食用草药及植物酶为主要成分的饮品
魔胴MCT咖啡	 2021年12月	高中链甘油三酯(MCT)含量的饮料
盈养博士胶原蛋白肽饮品	 2021年12月	含有胶原蛋白肽组合的饮料
抹茶粉	 2022年7月	经过蒸制等多道工序后的茶叶细碎粉末，含有氨基酸和膳食纤维，可用作糕点的配料，或在加入水后直接作为抹茶饮用
魔胴轻萃咖啡	 2022年7月	轻烤咖啡含有多种维生素和高纯度中链甘油三酯(MCT)油，易于吸收，旨在控制碳水化合物摄入并为使用者提供能量

资料来源：公司资料，浦银国际

作为新零售业务中的发展重点，公司计划未来将延续内外部研发合作，继续为消费者提供差异化、多样的低碳水化合物系列食品饮料组合，在 2025 年年底前推出不少于 30 种食品及饮料。

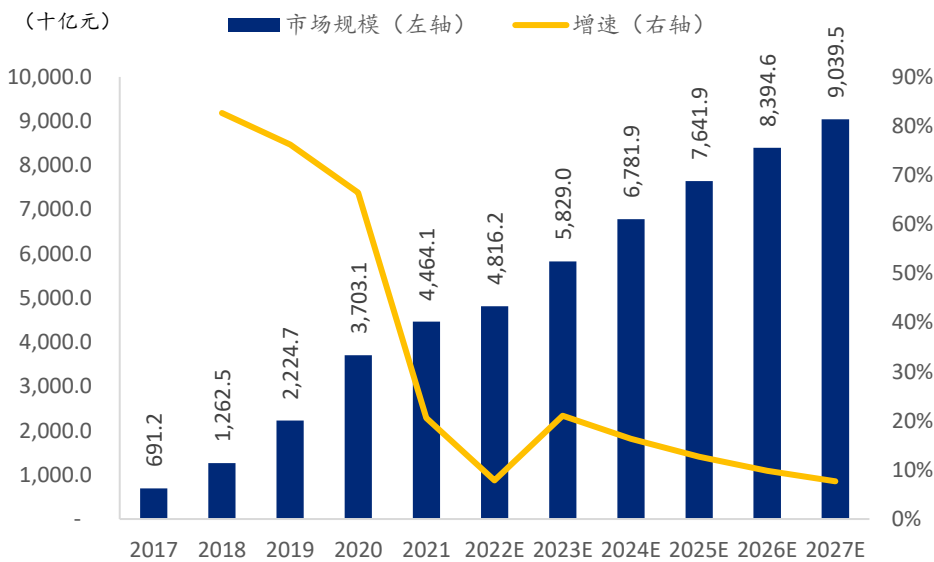
公司也相信，产品类别的多样性将巩固巨星传奇在健康管理市场的市场地位，为消费者提供全面低碳水化合物饮食方案。

● 维护私域基本盘，拓展公域新渠道

巨星传奇新零售业务在开展之初高度依赖社交电子商务。依靠社交电子商务在社区内利用相似的兴趣吸引消费者，为消费者提供更准确的产品推荐和信息来源，利用社会关系提高品牌知名度，降低获客成本。

根据灼识咨询的资料，按总商品交易额（GMV）计，中国社交电子商务行业市场规模于 2022 年达近 4.8 万亿元，5 年复合年增长率为 47.4%。灼识咨询预计 2022-2027E，市场规模的 5 年复合增长率将保持 13.4%，增速高于整体线上零售销售总额增速。

图表 32：中国社交电子商务市场规模，2017-2027E



E=灼识咨询预测；资料来源：灼识咨询，浦银国际

公司在大力发展直播电商之际，也稳步将新零售业务融合进直播带货业务，进行产品推广，拓展销售渠道，拉动销量增长。

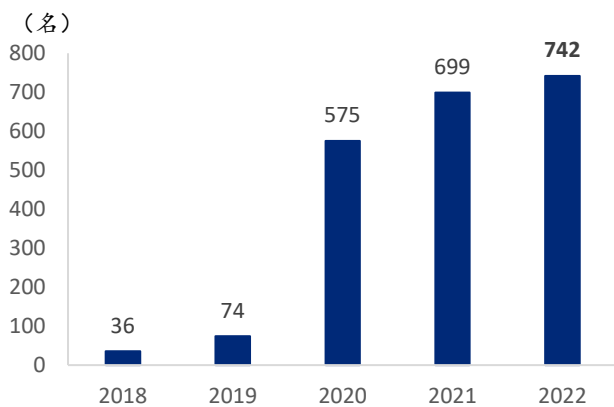
以 KOC 及私域流量打造分销渠道

公司主要通过开展分销商沙龙，利用社交网络及明星影响力招揽具有高粘性的分销商，并在分销商的努力下发展经销商，进而扩大终端消费者范围。与传统零售行业不同的是，众多巨星传奇的分销商及经销商是公司产品的终端客户，其中多为各私域流量中的 KOC（Key Opinion Consumer，关键意见消费者）。

这类 KOC 主要利用微信渠道利用自身的影响力，吸引拥有类似兴趣或购物习惯的消费者，在巨星传奇自身明星 IP 社群的基础上，建立起 KOC 自身的社群。他们利用品牌自带的明星 IP、KOC 自身在社交电子商务领域的个人经验及影响力，定期与客户进行互动，宣传他们使用亲身产品的经验，从而推广巨星传奇的产品。巨星传奇利用私域流量及 KOC 的营销策略，是对公司营销活动的补充。

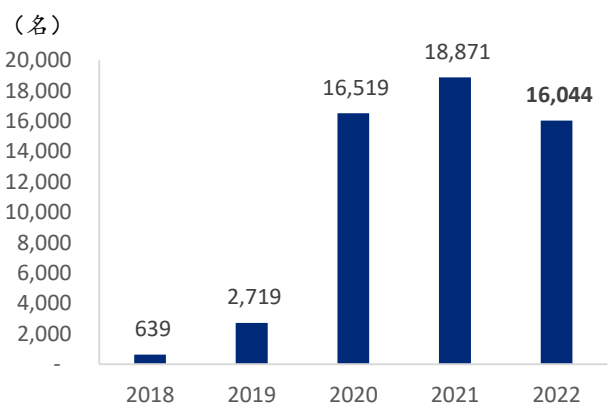
近年来，巨星传奇的分销商和经销商团队迅速增长。截至 2022 年末，公司分销商及经销商数量分别为 742 名及 16,044 名。

图表 33：巨星传奇分销商数量



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 34：巨星传奇经销商数量



资料来源：公司数据，浦银国际

公司相信，巨星传奇专注私域流量、采用社群维持及 KOC 培育的策略是公司能从众多竞争者中脱颖而出的销售及营销策略之一。这是因为公司能够以有效及更经济的方式向潜在终端消费者传达重点信息。

直播新业态拉动公域流量增长

直播电子商务市场规模近年来大幅增长，同时也给公司带来了极大的业务机遇。公司相信直播带货也将成为公司新零售产品重要的销售渠道，并可以成为公司新兴业务发展极为重要的领域之一。

除了保持现有私域流量的优势外，公司将业务发展的触手延伸至直播领域，联合知名直播 KOL 与自身培育的 KOL，在抖音、快手等自有直播号上进行直播带货，增加自有产品的品牌曝光，促进产品销售。公司也以刘畊宏等明星 IP 资源为公司直播间引流，带动直播带货业务的开展。

- **与外部知名 KOL 互利合作**

公司有效利用独有的明星 IP 的拥有权（包括与周杰伦、刘畊宏等 IP）带动公司在新零售行业信誉度提升，激励知名 KOL 及社交电子商务平台与巨星传奇以互惠互利、极具成本效益的方式合作。

例如，KOL 可以利用他们在直播电子商务渠道上的影响力推广巨星传奇产品。而作为回报，公司可以授予 KOL 使用公司独有的明星 IP（如周同学）的权利，或与公司合作的明星联合推广，提高 KOL 知名度并吸引更多粉丝。

- **培养公司自身 KOL，拓展公域流量覆盖**

公司将继续利用积累的明星 IP 运营经验及资源，并培养自身的 KOL，扩大公司在直播平台的声量及消费者覆盖范围。

自 2022 年 7 月起公司已开始使用名为“刘畊宏肥油咔咔掉”的直播间及打造直播号矩阵，除了利用刘畊宏直播视频为直播间引流外，也会邀请王婉霏等明星参与带货直播。

展望未来，巨星传奇将持续物色名人或 KOL 参与直播带货，并计划增加直播带货的场次和时长，以增加自有产品销售收入，提高公域渠道收入占比。

盈利预测

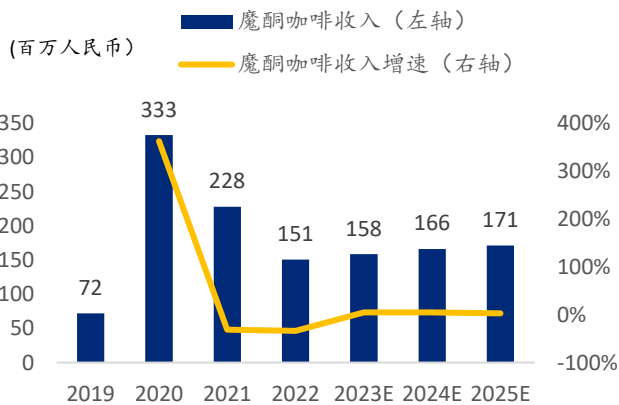
● 收入

新零售业务

魔胴咖啡在疫情中经历了高增长，但由于疫情放开后经济复苏较为缓慢，私域渠道销售疲软，以及公司策略性地将业务重心调整到发展魔胴咖啡的补充产品上，魔胴咖啡 1H23 收入同比下滑 25.6%。然而，根据公司订单量，我们预测 2023 年魔胴咖啡销售额同比增长 5%左右。同时，考虑到公司策略性推出更多其他健康管理类产品，以及针对电商平台的抹茶产品的走红，我们预计 2024-2025 年魔胴咖啡收入仍将维持中低单位数的增长。

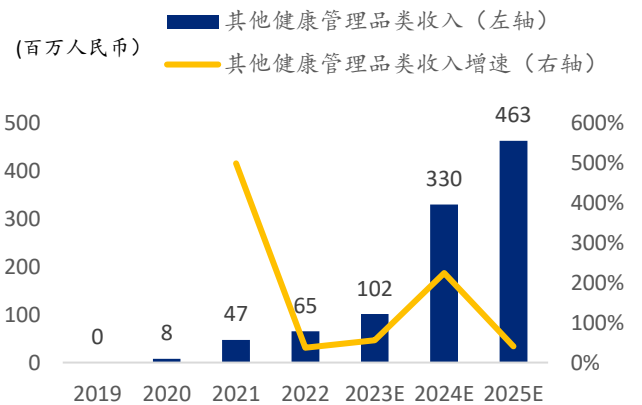
而公司策略的变化将带动其他健康管理类产品的快速增长，因此我们预计公司除魔胴咖啡外的健康管理产品收入 2023 年将录得近 56% 的增长，2024 年随着直播带货上播频次和时长的增长、其他健康管理品类宣传效果展现，有望录得超 2 倍的高速增长，2025 年将恢复至 40% 左右的增长。

图表 35：魔胴咖啡 2019-2025E 收入及增速



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

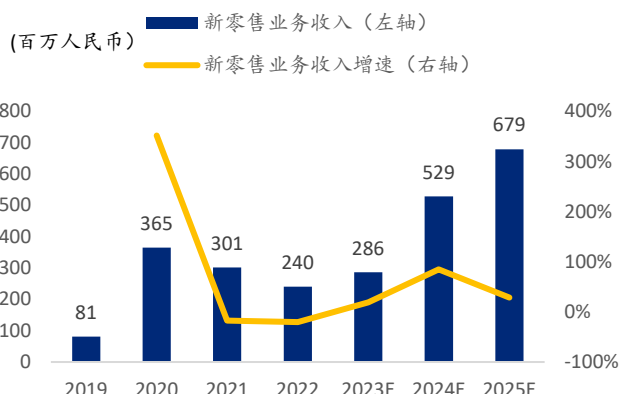
图表 36：其他健康管理品类 2019-2025E 收入及增速



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

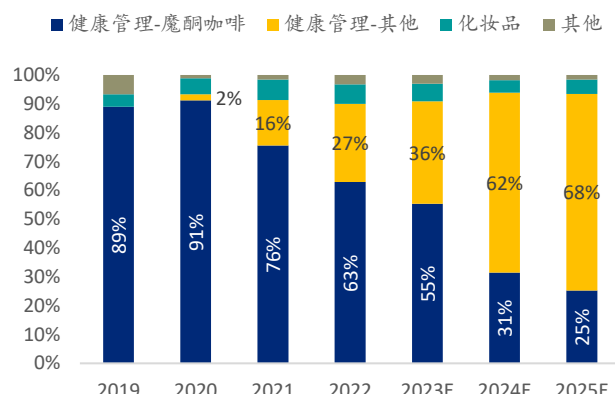
受业务和产品的调整影响，我们预计公司新零售业务收入在 2023 年增幅仅为 19%，但在直播带货和产品调整完毕的带动下，2024 年收入预计将高速增长 85%。而随着魔胴咖啡之外的其他健康管理产品规模的快速扩张，我们认为魔胴咖啡占新零售收入的比重也会下降。

图表 37: 新零售业务 2019-2025E 收入及增速



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 38: 各新零售业务 2019-2025E 占新零售收入比例



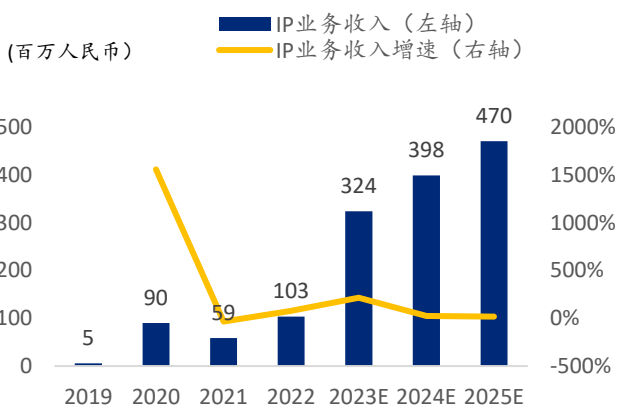
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

IP 创造及运营业务

按照公司计划，公司将在 2023 年推出《周游记 2》和《乐来乐快乐》等电视节目，以及开展健身演唱会、艺人管理、电商直播等业务，故我们预计公司 IP 创造业务将在 2023 年将录得约 213% 的收入增长。

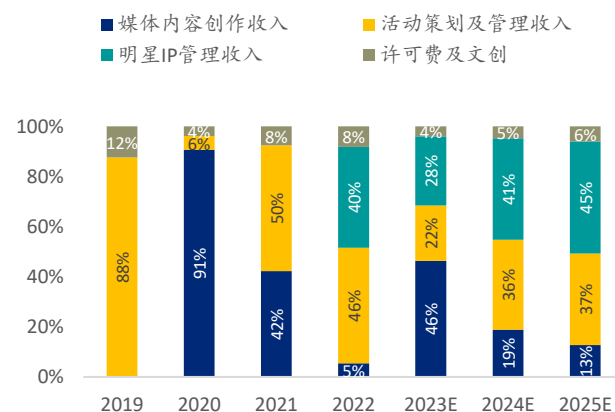
由于制作节目周期的限制，我们预计 2024 年后电视节目将因恢复正常化制作，令电视节目相关收入在 2024 年大幅下降，随后保持平稳。但由于直播电商业务逐步完善，明星 IP 管理收入进一步扩张，将带动 IP 业务收入仍将维持增长，但增速在 2024 年下滑至 23%，2025 年至 18%。

图表 39: IP 创造业务 2019-2025E 收入及增速



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 40: IP 各子项目 2019-2025E 收入占比

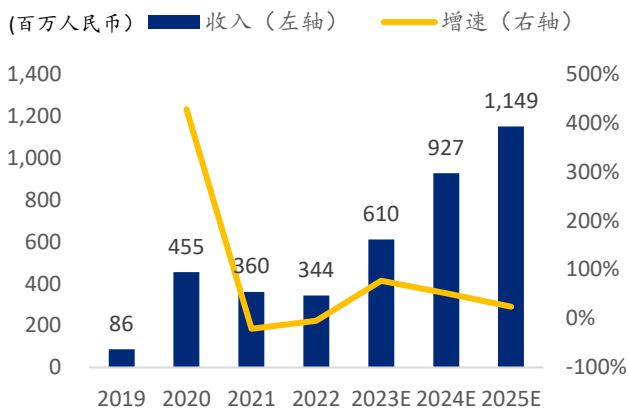


E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

综上，我们预计公司在 2023 年将录得 78% 的收入增速，而后各项业务恢复正常化运营，我们预计收入增速逐年下降，2024 年增速预计为 52%，2025 年预计为 24%。

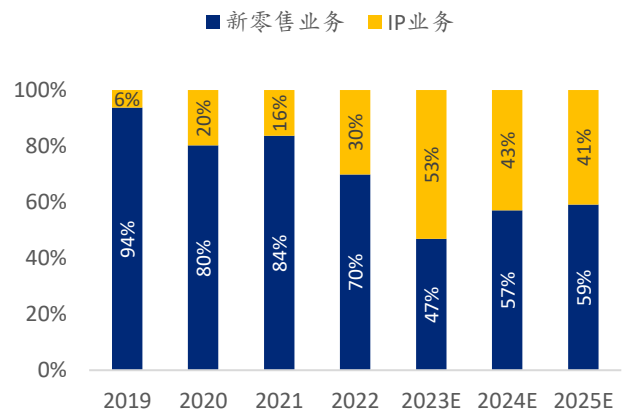
《周游记 2》的播出带动 IP 创造及运营业务在 2023 年的突飞猛进，我们预计 IP 业务占比将快速提升，并将新零售业务占比挤占至 47% 左右，但 2024-2025 年由于电视节目收入减少，新零售业务占比预计将再次回升至 59% 水平。

图表 41：公司整体收入 2019-2025E 收入及增速



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 42：公司各项目 2019-2025E 收入占比



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

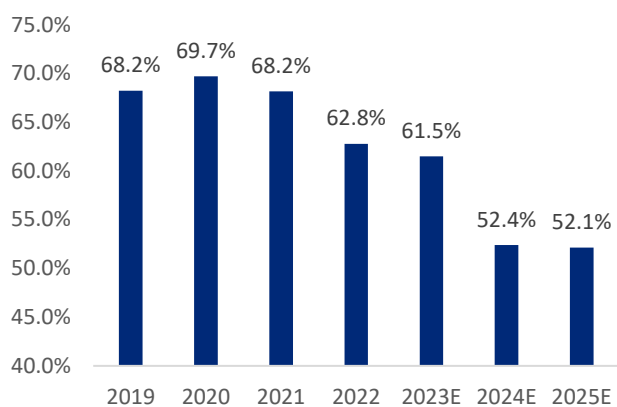
● 利润率

公司逐步建立自有直播带货渠道，带动除魔胴咖啡外的健康管理产品占收入比重增加。由于大多数其他健康管理产品在电商平台进行售卖，面对更多竞争对手，因而毛利率大幅低于魔胴咖啡，令新零售业务的毛利率在 2023E-2025E 逐年下降至 52.1%。

而 IP 创造及运营业务方面，因电视节目的毛利率较低，我们预计大型电视节目《周游记 2》及《乐来乐快乐》在 2023 年的播出，令公司 IP 业务毛利率下降至 41.7%。但我们预计在此之后，电视节目的播出正常化，以及毛利率较高的艺人 IP 管理占比提升，会带动毛利率回升至 2025 年的 58.4% 水平。

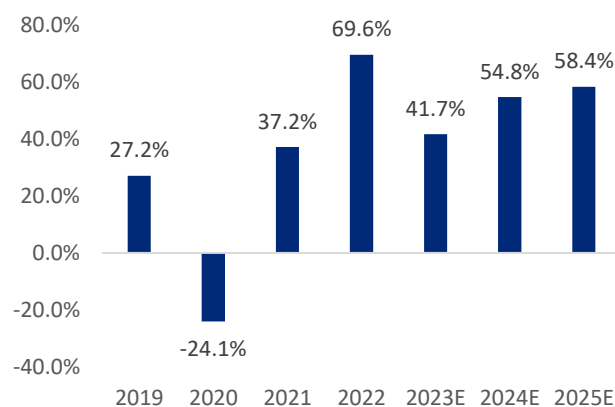
综上，我们预计公司毛利率会受电视节目播出影响 2023 年将下降至 51.0% 左右，但之后逐年回升至 2025 年的 54.7% 水平。

图表 43:公司新零售业务 2019-2025E 毛利率



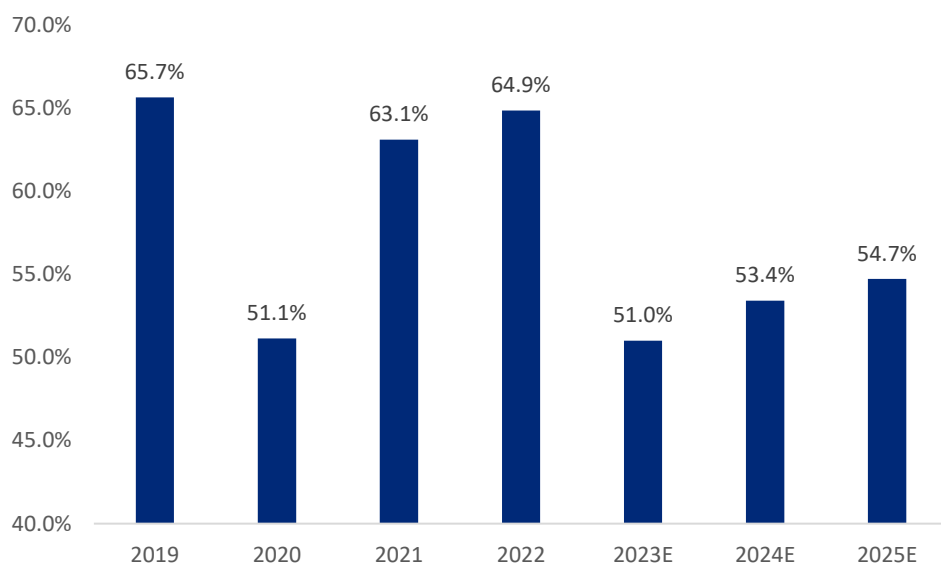
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 44:公司 IP 业务 2019-2025E 毛利率



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

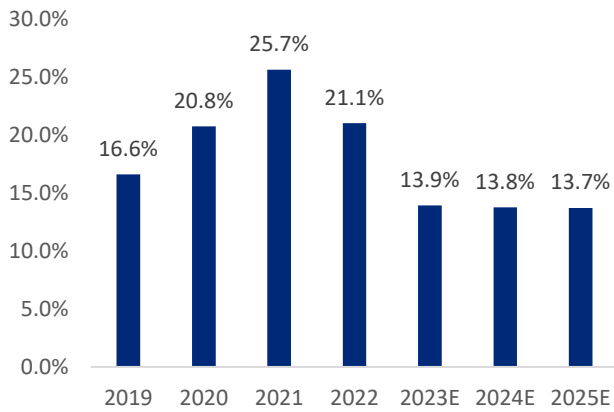
图表 45:公司整体 2019-2025E 毛利率



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

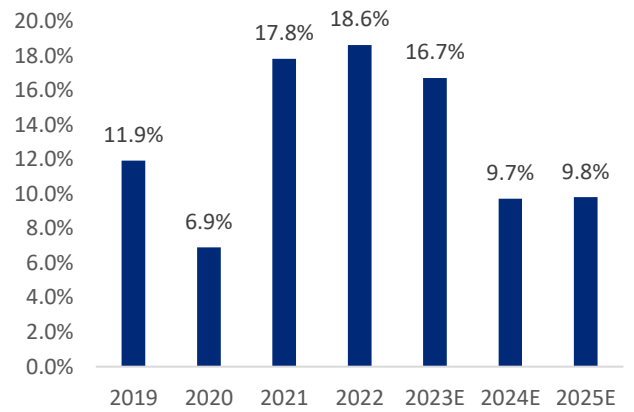
随着收入规模迅速增长，经营杠杆显现，因此我们预计销售及管理费用率均在 2023 年大幅下降。其中，部分一次性因素在 2023 年结束，我们预计管理费用率在 2024 年进一步减少至 10% 左右。由此核心经营利润率虽将在 2023 年受毛利率下降影响降低至 20.4%，但在 2024 年恢复至 30% 左右水平。

图表 46: 巨星传奇 2019-2025E 销售费用率



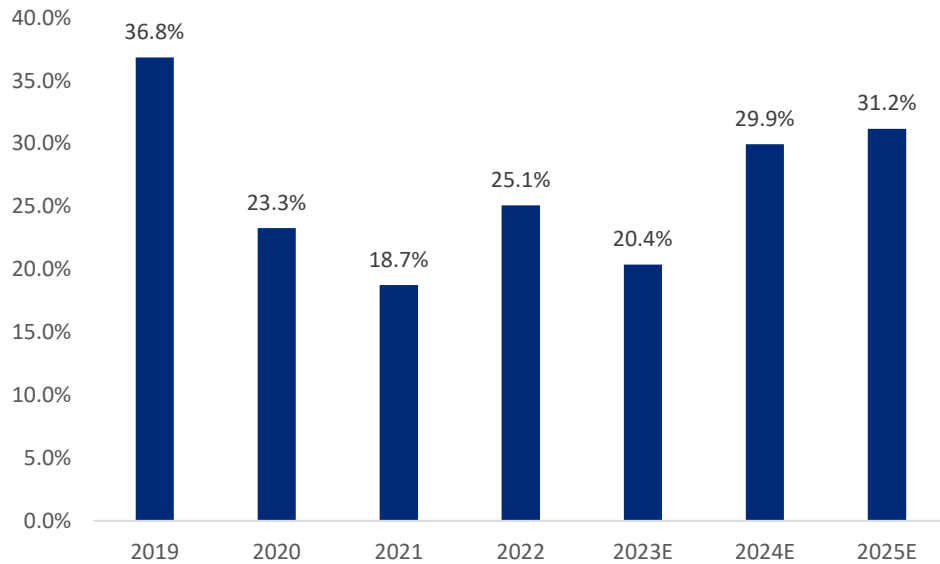
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 47: 巨星传奇 2019-2025E 管理费用率



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 48: 公司整体 2019-2025E 核心经营利润率

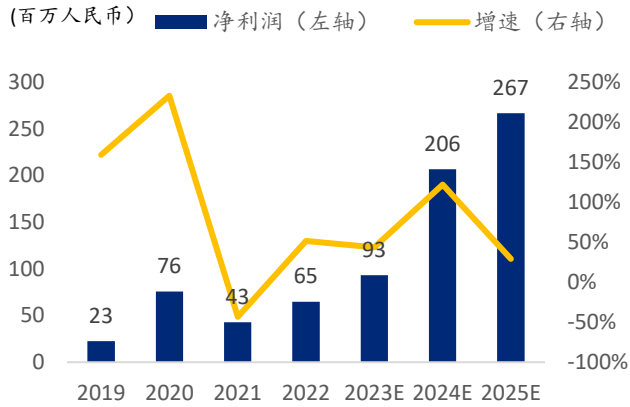


E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

● 净利润

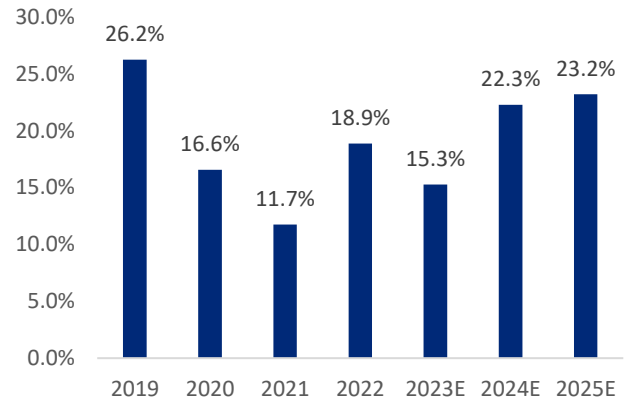
基于收入的高速增长以及正向经营杠杆效应，我们预计巨星传奇净利率虽将在 2023 年下降，但在 2024-2025 年逐步回升至 22%-23% 左右。

图表 49: 巨星传奇 2019-2025E 净利润及同比增速



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 50: 巨星传奇 2019-2025E 净利率



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

估值

巨星传奇旗下拥有周杰伦、刘畊宏等顶级明星 IP。围绕周杰伦与刘畊宏等顶流明星所打造的 IP 运营与创作将为公司旗下的健康管理产品带来持续的流量，从而实现销售变现。与此同时，公司还积极开展直播带货业务，通过明星或网红带货来实现销售和利润的增长。

在消费行业中，巨星传奇将 IP 运营与新零售相结合的商业模式较为独特。从 IP、新零售及直播电商相结合的切入点考量，我们认为以下上市公司对于巨星传奇的估值具有一定的参考意义。

考虑到公司明星 IP 与公司直播业务的深度融合与较大的发展潜力，我们用 27x 2024E P/E（与对标公司平均值相近，接近东方甄选 10%的折扣）进行估值，并得到 7.8 港元的目标价。我们首次覆盖巨星传奇，首予“买入”评级。

图表 51：巨星传奇对标公司估值表

股票代码	公司名称	股价 LC	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%)			EV/EBITDA(x)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
1797.HK	东方甄选	38.1	4,929.9	35.7	30.1	24.4	271.7	29.2	23.4	25.4	22.6	18.4
9992.HK	泡泡玛特	24.0	4,133.3	28.8	22.4	18.3	84.0	28.7	22.5	15.1	11.7	9.8
2250.HK	小黄鸭德盈	1.5	189.2	26.0	16.4	11.6	-99.2	58.6	41.3	20.6	12.9	9.1
600556.CH	天下秀	6.4	1,585.1	51.5	32.0	26.1	24.0	61.3	22.5	30.4	21.8	17.5
300785.CH	值得买	22.1	602.2	27.1	20.1	16.7	90.8	34.6	20.9	18.6	14.7	12.6
对标公司平均值				34.8	26.8	21.8	153.9	34.3	23.1	21.9	18.0	14.7

注：截至 2023 年 9 月 12 日收盘价；E=Bloomberg 预测。

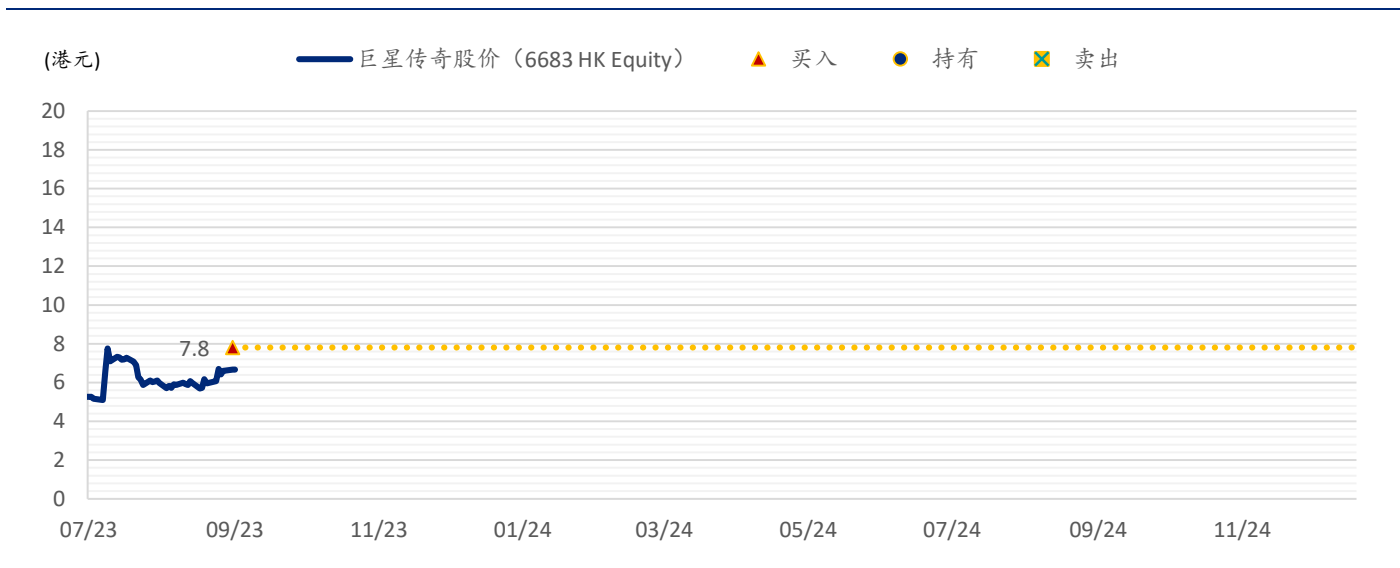
资料来源：公司数据，浦银国际

风险提示

巨星传奇股价可能面临的下行风险包括：

1. 由于经济复苏不及预期令新零售产品增速下滑；
2. 公司运营高度依赖明星及 KOL、KOC，他们的声誉变差导致的声誉风险造成合作受到干扰；
3. 公司依赖私域分销渠道，私域渠道拓展受阻造成收入减少；
4. 明星 IP 管理业务的拓展不及预期，令 IP 业务收入下降。

图表 52：SPDBI 目标价：巨星传奇（6683.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 53: SPDBI 消费行业覆盖公司

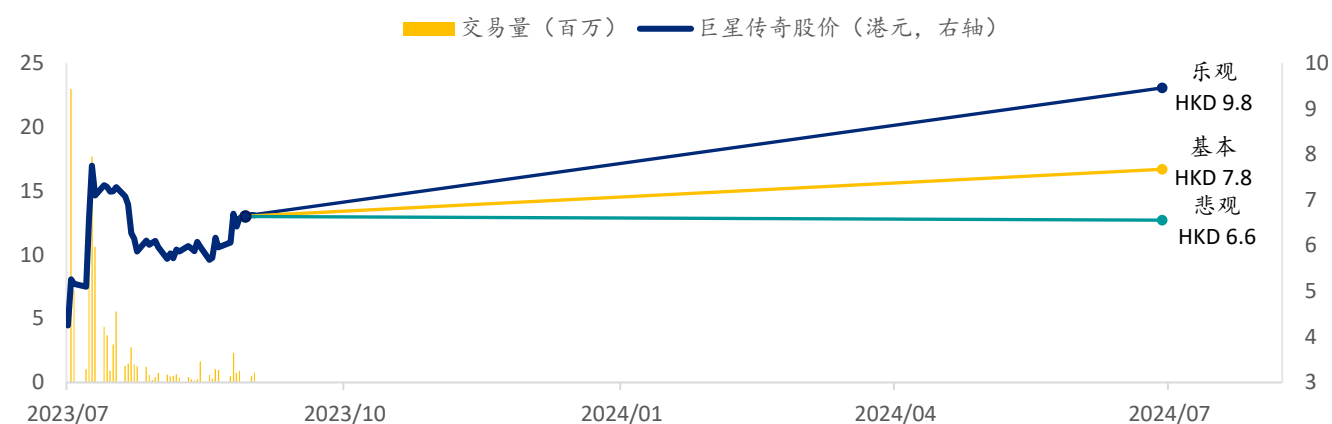
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	37.7	买入	52.8	2023 年 9 月 8 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.1	买入	100.9	2023 年 8 月 23 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023 年 8 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.2	买入	8.4	2023 年 9 月 6 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.6	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.2	买入	77.2	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	409.4	买入	601.8	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	20.9	持有	24.9	2023 年 8 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.6	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	12.2	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	44.8	买入	56.9	2023 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	90.1	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	16.8	持有	19.9	2023 年 8 月 3 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	64.6	买入	81.7	2023 年 9 月 5 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	91.9	持有	98.2	2023 年 9 月 5 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.2	买入	32.6	2023 年 8 月 29 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	27.7	买入	32.2	2023 年 8 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	19.3	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	52.8	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	6.7	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售

注: 截至 2023 年 9 月 12 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 54: 巨星传奇 (6683.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：9.8 港元

概率：25%

- 2024 年公域新零售产品收入增长快于预期，同比增长超 3 倍；
- 2024 年明星 IP 管理收入同比增长超 150%；
- 在公司产品和服务结构的调整下，公司 2024 年毛利率同比提升 250bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：6.6 港元

概率：20%

- 2024 年公域新零售产品收入增长快于预期，同比增长翻倍；
- 2024 年明星 IP 管理收入同比增长 50%；
- 在公司产品和服务结构的调整下，公司 2024 年毛利率同比升 150bps。

资料来源：浦银国际预测

公司背景

• 公司介绍

巨星传奇集团是一家新零售营运商，致力于新零售产品研发及销售与 IP 创造和营运。公司在 2023 年 7 月在香港主板挂牌上市（股票代码：6683.HK）。

在新零售产品业务方面，公司主要以健康管理产品及护肤品的开发及销售为主，旗下有健康管理品牌魔胴、盈养博士及爱吃鲜摩人，以及护肤管理品牌摩肌博士及茶小姐等。根据灼识咨询数据，以销售额计，2020-2022 年，公司均为中国防弹饮料行业市场占有率第一企业。

公司的 IP 创造及营运业务，包括 IP 内容创作及管理以及 IP 许可及销售相关产品。公司为不同艺人打造独特 IP 和内容，如制作周杰伦首个户外真人秀《周游记》，及其官方二次元“周同学”；将刘畊宏打造成健身偶像 IP，他的抖音账号在 2022 年 4 月-5 月涨粉超一千万，成为抖音历史上月度涨粉最高的账号，同时公司还打造其官方二次元“刘教练”为公司新零售产品引流；为庾澄庆制作音乐脱口秀节目《乐来乐快乐》等。

财务上，公司 2022 年收入人民币 3.4 亿元，其中新零售及 IP 分部分别为公司贡献 70% 及 30% 的收入。2022 年公司归母净利润为人民币 6 千万元，归母净利润率为 17.5%。

● 前十大股东

图表 55: 巨星传奇主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Harmony Culture	24.9
2	Legend Key	24.9
3	Lai	12.5
4	Max one	8.3
5	Bradbury	5.0
6	Lake Ranch	4.4
7	Blink Field	2.6
8	NetDragon	0.7

注: 截至 2023 年 9 月 11 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 56: 巨星传奇发展里程碑

时间	里程碑
2017	巨星传奇正式创立, 筹备拍摄以周杰伦为 IP 的旅游真人秀《周游记》
2018	为周杰伦演唱会提供分包服务; 推出 La Dew 面膜, 开始新零售业务
2019	推出防弹咖啡饮料——魔胴咖啡
2020	《周游记》正式播出; 被昆山市市场监管局质疑涉嫌传销, 但后被认定是合法的分销模式
2021	与刘畊宏经纪公司 W&V 合资成立天赋星球
2022	刘畊宏在抖音健身直播获得巨大流量和关注
2023	巨星传奇在港交所正式上市

资料来源: 公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 57：巨星传奇公司管理层

姓名	职位	履历
马心婷	董事会主席兼 执行董事	于 2015 年 11 月加入巨星传奇并为创始人之一。马女士自 2015 年 11 月至 2018 年 8 月担任巨室文创（昆山）的首席执行官。马女士于 2021 年 9 月获委任为巨星传奇的执行董事兼董事会主席且自 2016 年 3 月及 2020 年 6 月起分别担任昆山巨星行动及北京巨星传奇的首席执行官。马女士主要负责集团的整体业务策略、日常管理及营运，并一直负责监督集团的销售职能及产品的品牌创建。马女士也大量参与魔胴咖啡分销系统及网络的建立。马女士于文化、媒体及金融行业拥有逾 20 年的工作经验。
钱中山	首席执行官兼 执行董事	于 2017 年 4 月加入巨星传奇，担任巨室文创（昆山）的顾问及于 2018 年 8 月获委任为巨室文创（昆山）的策略主任。钱博士于 2020 年 10 月获委任为巨星文创发展的首席执行官。钱博士于 2021 年 9 月获委任为首席执行官兼执行董事。钱博士主要负责集团的整体业务策略及企业融资战略。钱博士于金融市场及上市公司管理方面拥有逾 20 年经验。
赖国辉	执行董事兼首 席财务官	于 2015 年 11 月加入巨星传奇，担任巨室文创（昆山）的财务副总裁。赖先生于 2021 年 9 月获委任为执行董事兼首席财务官。赖先生亦为巨星文创发展的董事以及巨室文创（昆山）及北京巨星精湛的总经理兼董事。赖先生主要负责集团的整体财务管理及企业融资战略。赖先生于会计及财务顾问方面拥有逾 30 年的工作经验。
周佩敏	首席运营官	于 2017 年 4 月加入巨星传奇，于巨室文创（昆山）担任顾问，并于 2019 年 4 月获委任为巨室文创（昆山）的首席运营官，以及于 2020 年 8 月获委任为北京巨星传奇的董事兼总经理。周女士于 2021 年 9 月获委任为首席运营官。周女士负责制定集团的 IP 战略及 IP 许可业务以及相关日常管理及营运。周女士于零售行业及知识产权相关工作方面拥有约 20 年的工作经验。
张志鹏	首席节目官	于 2017 年 4 月加入巨星传奇并于巨室文创（昆山）担任顾问，于 2017 年 12 月获委任为北京巨星精湛的董事兼总经理，并于 2021 年 9 月获委任为首席节目官。张先生负责制定集团的娱乐 IP 战略以及相关日常管理及营运。张先生于节目制作方面拥有逾 25 年的工作经验。
方文山	首席文化官	于 2021 年 2 月加入巨星传奇，担任巨星文创发展的首席文化官，并于 2021 年 9 月获委任为首席文化官。方先生负责集团产品的营销宣传及创意策略规划。方先生于作词及文化创作方面拥有约 20 年的工作经验。
江秀虹	运营总监	于 2017 年 11 月加入巨星传奇，担任昆山巨星行动的顾问，并自 2019 年 3 月起担任昆山巨星行动的运营总监，负责其新零售业务营运。江女士于 2021 年 9 月获委任为运营总监，负责集团的产品营销及销售策略管理。江女士于销售行业有约 15 年工作经验。

资料来源：公司 2022 年报、浦银国际

● 财务报表

图表 58: 巨星传奇利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	365	344	610	927	1,149
同比	-20.0%	-5.8%	77.3%	52.0%	24.0%
营业成本	-138	-121	-299	-432	-520
毛利润	227	223	311	495	629
毛利率	62.2%	64.7%	51.0%	53.4%	54.7%
销售费用	-94	-72	-85	-128	-158
管理费用	-65	-64	-102	-90	-113
经营利润	68	86	124	278	358
经营利润率	18.7%	25.1%	20.4%	29.9%	31.2%
财务费用	-9	1	5	9	12
金融资产减值亏损拨回/拨备	1	-1	0	0	0
其他	4	6	0	0	0
利润总额	65	93	129	287	370
所得税	-22	-28	-36	-80	-104
所得税率	33.7%	30.3%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	43	65	93	206	267
减: 少数股东损益	1	-5	-1	-3	-4
归母净利润	44	60	92	203	263
归母净利率	11.9%	17.5%	15.0%	21.9%	22.8%
同比	-44.1%	38.4%	51.8%	121.9%	29.1%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 59：巨星传奇资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
存货	24	29	66	95	114
电视节目版权	14	90	20	20	20
贸易及其他应收款项	53	62	102	154	191
预付款项及其他流动资产	54	53	94	143	177
现金及现金等价物	212	183	568	693	899
流动资产合计	356	416	849	1,106	1,402
物业、厂房及设备	59	69	79	88	97
使用权资产	4	2	4	4	4
无形资产	1	4	7	10	12
递延所得税资产	3	4	4	4	4
其他非流动资产	50	60	60	60	60
非流动资产合计	117	139	153	166	178
贸易及其他应付款项	46	69	141	204	246
合约负债	59	31	31	31	31
即期所得税负债	15	25	25	25	25
租赁负债	3	2	2	2	2
可赎回权利的金融工具	164	179	179	179	179
借款	5	5	5	5	5
流动负债合计	292	310	383	445	487
租赁负债	1	0	0	0	0
合约负债	0	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0	0
借款	15	10	10	10	10
非流动负债合计	16	10	10	10	10
股本	0	0	342	342	342
储备	169	234	265	469	731
少数股东权益	-4	1	2	5	9
所有者权益合计	165	234	609	816	1,083

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 60：巨星传奇现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	65	93	129	287	370
固定资产折旧	4	6	7	8	9
无形资产摊销	0	0	0	1	1
财务费用	9	-1	-5	-9	-12
存货的减少	-6	-11	-37	-29	-19
经营性应收项目的减少	5	-7	-81	-102	-71
经营性应付项目的增加	-29	-4	72	63	42
其他	-57	-70	40	-70	-90
经营活动产生的现金流量净额	-9	5	126	149	229
资本开支	-54	-6	-14	-14	-14
投资支付的现金	0	0	0	0	0
受限制银行存款	11	0	0	0	0
其他非流动资产付款	0	-15	-5	-5	-5
其他	-1	-19	-8	-8	-8
投资活动产生的现金流量净额	-43	-25	-22	-22	-22
发行普通股所得款项	160	0	342	0	0
借款所得款项	9	-5	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-18	-1	-61	-1	-2
其他	-7	-5	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	144	-11	281	-1	-2
现金及现金等价物净增加额	91	-31	385	126	206
期初现金及现金等价物余额	121	212	183	568	693
汇率变化	0	2	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	212	183	568	693	899

资料来源：公司数据、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

