

股份评论-阅文集团(00772)

2021年05月06日

新管理层强大的执行能力以及改革的决心 令集团成功接入母公司腾讯控股生态

行业：媒体

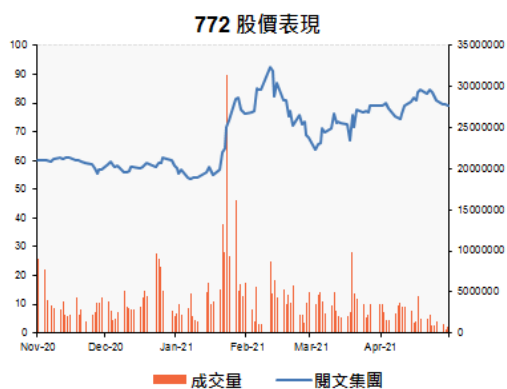
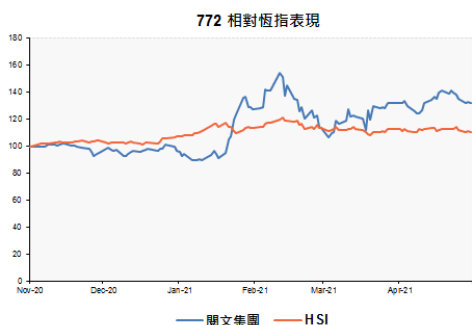
评级：买入

00772.HK, 772 HK

收市价：HKD 78.85

目标价：HKD 95.70
潜在升幅：21.4%

股價表現 (HKD)			
價格	78.85	1個月相對表現	-0.3%
52週最高	95.75	6個月相對表現	31.4%
52週最低	34.30	52周相對表現	122.7%
52週Beta	1.01	年至今相對表現	29.6%



资料来源：彭博 06/05/2021

公司简介：

集团主要在中国内地从事提供阅读服务(免费或付费)、版权商业化、作家培养及经纪、经营文学作品阅读及相关开放平台。

基础分析：

● 下半年的业绩表现超出市场预期

集团于3月尾公布2020年度业绩，下半年的业绩表现超出市场预期。2020年收入为人民币85.3亿元，其中下半年收入达到人民币52.7亿元，较上半年增长61.5%；非国际通用会计准则下的盈利为人民币9.17亿元，远高于市场预期的人民币3.48亿元。

● 新管理层积极推动变革 估值得以重估

在新管理层的推动下，2020年共授权出约200个版权改编权，建立以版权为核心的服务平台，并组建了「新丽传媒-腾讯影业-阅文影视」三驾马车协同合作模式，联合出品的《赘婿》，在播放期间稳居云合网络剧播放榜首位。再如，由新丽制作的集团版权改编剧《斗罗大陆》，同样获得了市场认可，播放量超过40亿，位居腾讯视频热搜榜首位和电视剧榜首位，并与同名动画和游戏形成了良好联动。由此反应出集团的版权运营已经步入正轨，变现能力提升，长期价值有望持续释放。

● 开拓北美市场

集团早前公布将开拓北美市场，集团接受访问时表示，公司正寻求拓展北美业务并对与Netflix等外国平台合作持开放态度。集团旗下海外网络文学平台起点国际(Webnovel)平台已经在北美与5万名作家签约，期望于今年年底内作家人数将增加一倍，起点国际拥有超过20万部原版英文作品，以及1,000部由中文翻译而来的作品。集团重于北美市场是因其拥有基本架构、对于优质内容存在需求、以及现有用户愿意付款购买内容，增长潜力可期。

买卖策略：

● 股价明显优于大市表现

技术走势上，股价营造一底比一底高的走势，明显优于缺乏方向的大市，投资者可考虑待股价重上20天线(约\$80.1)作初步买入，目标价定于2月16日高位(约\$95.7)，相当于2021年预测市盈率58.5倍，止蚀价为明确失守前底(约\$72.2)。

风险提示：新管理层管理不及预期；影视制作与版权业务整合不及预期

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



业绩 (截至 2020 年 12 月 31 日止全年度):

2020 年度, 集团营业额增长 2.1% 至 85.26 亿元(人民币, 下同), 业绩转盈为亏, 录得股东应占亏损 44.84 亿元。

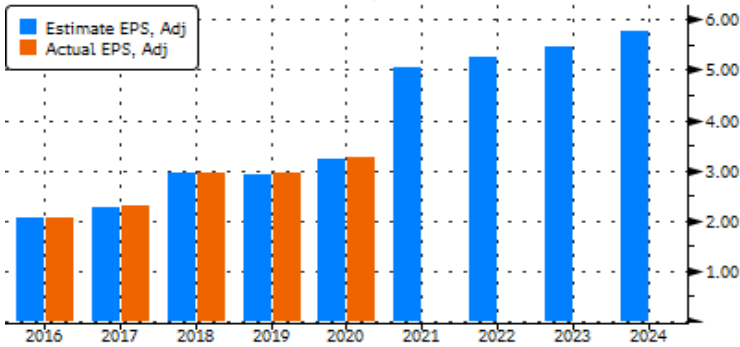
估值比率	Fiscal Year						
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
市盈率	130.6x	75.7x	68.4x	-	48.7x	37.4x	30.7x
EV/EBIT	111.5x	19.2x	22.9x	-	46.1x	38.6x	28.4x
EV/EBITDA	82.5x	16.6x	18.4x	-	40.4x	33.7x	26.2x
P/S	12.7x	5.7x	3.5x	6.0x	6.4x	5.4x	4.7x
P/B	5.0x	1.6x	1.5x	3.4x	4.0x	3.7x	3.3x
股利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力 %							
毛利率	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA 利润率	50.7	50.8	44.2	49.7	48.1	49.0	49.9
净利率	16.6	23.3	15.5	-50.3	15.2	15.7	17.5
资产回报率	12.2	20.1	12.4	-53.8	14.5	14.5	15.9
资本回报率	13.6	18.1	13.1	-52.6	12.6	13.9	14.9
资产回报率	5.0	4.2	4.1	-18.9	6.3	7.0	7.7
股本回报率	6.3	5.9	5.8	-26.0	8.6	9.6	10.4
杠杆和覆盖率							
流动比率	12/17	12/18	12/19	12/20			
速动比率	5.3	2.2	2.1	2.7			
EBIT/利息	4.7	2.0	1.8	1.6			
总债务/资本	24.3	20.8	6.1	-67.8			
总债务/权益	0.0	0.1	0.1	0.1			
有效税率 %	0.0	0.1	0.1	0.1			
	12.9	15.3	5.7	-			

资料来源: 彭博 06/05/2021

财务数字	货币:	CNY	周期:	Fiscal Yearly (FY)	年份选取:	3
损益表摘要						
	2FY	1FY	T12M	FY1 2020	FY1 2019	FY1 2018
收入	12,289	10,516	8,526	8,526	8,348	5,038
经营溢利	1,783	1,521	-4,590	-4,590	1,037	1,011
税前净利	1,778	1,541	-4,539	-4,539	1,180	1,078
非常项目前收入	1,704	1,327	-4,500	-4,500	1,112	912
净利润	1,593	1,392	-4,484	-4,484	1,096	911
非常项目前每股收益	1.76	1.35	0.39	0.38	1.09	0.84
每股收益	1.51	1.26	-4.49	-4.48	1.10	1.01
非常项目前稀释每股收益	-	-	0.39	0.38	1.08	0.82
稀释每股收益	-	-	-4.49	-4.49	1.09	1.00
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	1,925	1,603	-4,288	-4,288	1,296	1,175
股本回报率	9.57	8.60	-	-26.00	5.80	5.87

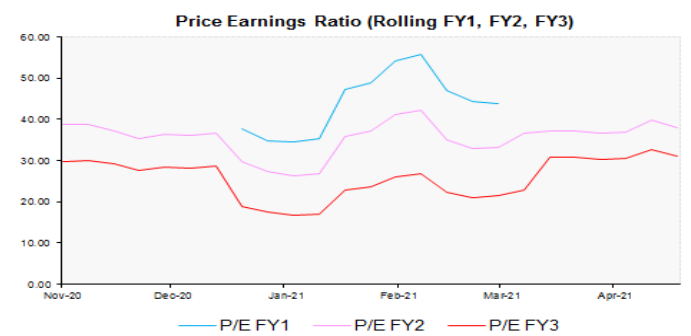
(人民币百万元计; 资料来源: 彭博 06/05/2021)

预测盈利:



资料来源: 彭博 06/05/2021

预测市盈率:



资料来源: 彭博 06/05/2021

同业市盈率比较:

				定价		表现		评价比率		Price Earnings						
				市值(百万)	市值(百万)	1月报酬	6月报酬	日曆化								
				(当地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代码	公司名称	次产业	货币(当地)	最小	7,490	-18.3%	-1.9%				5,430.8x	54.4x	28.3x			
				最大	76,186	5.0%	139.1%				5,430.8x	54.4x	28.3x			
				平均	37,374	-5.3%	60.1%				5,430.8x	54.4x	28.3x			
772	閱文集團	Publishing	HKD	80,333	80,333	-0.3%	31.4%	88.8x	65.8x	54.8x	71.7x	48.7x	37.4x	30.7x		
1060	阿里影業	Movies & Entertainment	HKD	28,445	28,445	5.0%	-1.9%					54.4x	28.3x			
1003	歡喜傳媒	Movies & Entertainment	HKD	7,490	7,490	-2.4%	43.0%									
136	恒騰網絡	Internet & Direct Marketing Re	HKD	76,186	76,186	-18.3%	139.1%				5,430.8x					

资料来源: 彭博 06/05/2021

同业股本回报率比较:

				定价		表现		评价比率		Return on Equity %						
				市值(百万)	市值(百万)	1月报酬	6月报酬	日曆化								
				(当地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代码	公司名称	次产业	货币(当地)	最小	7,490	-18.3%	-1.9%	-11.8%	-61.3%	-6.4%	-18.3%	1.9%	4.6%			
				最大	76,186	5.0%	139.1%	11.3%	13.0%	-10.2%	-4.2%	-2.5%	4.6%			
				平均	37,374	-5.3%	60.1%	-3.6%	-17.5%	4.7%	-6.6%	1.9%	4.6%			
772	閱文集團	Publishing	HKD	80,333	80,333	-0.3%	31.4%	6.3%	5.9%	5.8%	-26.0%	8.6%	9.6%	10.4%		
1060	阿里影業	Movies & Entertainment	HKD	28,445	28,445	5.0%	-1.9%	-10.2%	-4.2%	-6.4%	-2.5%	1.9%	4.6%			
1003	歡喜傳媒	Movies & Entertainment	HKD	7,490	7,490	-2.4%	43.0%	-11.8%	-61.3%	11.8%	-18.3%					
136	恒騰網絡	Internet & Direct Marketing Re	HKD	76,186	76,186	-18.3%	139.1%	11.3%	13.0%	8.8%	1.0%					

资料来源: 彭博 06/05/2021

查詢熱線: 230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



財務數字摘要:

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字						預測數字				
		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
損益表						資產負債表						
收入	9,470	9,594	12,614	14,741	16,991	流動資產總額	13,636	13,661				
- 銷售成本	5,282	4,829				+ 現金及約當現金項目	6,635	3,383				
毛利	4,188	4,764	6,068	7,221	8,480	+ 短期投資	1,239	761				
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)	3,240	10,050				+ 應收帳款及票據	3,765	3,916				
	0	0				+ 存貨	678	679				
						+ 其他流動資產	1,319	4,922				
經營溢利	1,177	-5,165	1,825	2,139	2,694	長期資產總額	15,727	11,660				
- 利息費用	194	76				+ 長期投資	511	1,087				
- 匯兌損益	1	1				固定資產總額	279	273				
- 淨營業外損失(收益)	-357	-135				累計折舊	25	28				
稅前淨利	1,338	-5,107	1,849	2,133	2,697	+ 固定資產淨額	254	245				
- 所得稅費用	77	-43				+ 其他長期資產	14,962	10,328				
非常項目前收入	1,262	-5,064				流動負債總額	6,615	5,010				
- 非常項目稅後虧損	0	0				+ 應付帳款	1,142	1,235				
- 少數股東權益	18	-18				+ 短期借款	1,520	718				
非常項前稀釋每股收益	1.24	(5.05)				+ 其他短期負債	3,953	3,056				
調整後淨利潤*	1,355	1,032	1,591	2,044	2,526	總長期負債	1,035	2,376				
調整後每股收益	1.36	1.03	1.62	2.11	2.57	+ 長期借款	38	863				
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	+ 其他長期借款	997	1,513				
股利支付比%	0.0		0.00	0.00	0.00	總負債	7,650	7,386				
總流通股數	1,012	1,016				+ 長優先股	0	0				
稀釋後在外流通股數	1,008	1,000				+ 少數股權	16	6				
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	1,470	-4,825	1,923	2,309	2,965	+ 股本及資本公積	18,079	19,316				
						+ 保留盈利及其他權益	3,618	-1,386				
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。						股東權益合計	21,713	17,936				
						總負債及權益	29,363	25,321				
						每股帳面價值	21.43	17.65	19.48	21.37	23.81	
						每股有形資產帳面價值	7.99	8.67				

	預測數字						預測數字				
	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
現金流量						比率分析					
淨利	1,243	-5,046	1,658	1,899	2,503	評價比率					
+ 折舊及攤銷	293	340				市盈率	68.4x		48.7x	37.4x	30.7x
+ 其他非現金調整數	157	6,502				EV to EBIT	22.9x				
+ 非現金資金變動	-682	-385				EV to EBITDA	18.4x		40.4x	33.7x	26.2x
營業活動現金流量	1,011	1,411				價格/營收	3.5x	6.0x	6.4x	5.4x	4.7x
+ 固定資產處分	1	0				價格/帳面價值	1.5x	3.4x	4.0x	3.7x	3.3x
+ 資本支出	-18	-27	-146	-155	-119	股利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
+ 投資增加	0	0				獲利比率					
+ 投資減少額	0	0				毛利率	44.2%	49.7%	48.1%	49.0%	49.9%
+ 其它投資活動	-1,774	-4,925				EBITDA獲利率	15.5%	-50.3%	15.2%	15.7%	17.5%
投資活動現金流量	-1,791	-4,951				營業利率	12.4%	-53.8%	14.5%	14.5%	15.9%
+ 支付股利	-9	0				獲利率	13.1%	-52.6%	12.6%	13.9%	14.9%
+ 短期借款變動						資產報酬率	4.1%	-18.9%	6.3%	7.0%	7.7%
+ 長期借款增加	1,684	1,454				股本回報率	5.8%	-26.0%	8.6%	9.6%	10.4%
+ 長期借款減少	-3,372	-1,485				槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	0	0				流動比率	2.06	2.73			
+ 股本減少	0	0				速動比率	1.76	1.61			
+ 其他融資活動	-257	101				利息保障率(EBIT/I)	6.05	-67.82			
融資活動現金流量	-1,955	70				總債務/資本	0.07	0.08			
現金淨變動	-2,734	-3,470				總負債/股東權益	0.07	0.09			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	994	1,385	1,581	1,680	2,272	其他					
公司自由現金流量	1,177					資產週轉率	0.31	0.36			
權益自由現金流量	-694	1,354				應收帳款週轉率	3.21	2.56			
每股可用現金流量	1.00	1.38				應付帳款週轉率	4.77	4.13			
						存貨週轉率	12.66	7.29			
						有效稅率	5.7%	0.0%			

資料來源: 彭博 06/05/2021

查詢熱線: 230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份评级准则:

涨跌幅	建议评级	内容
>10%	买入	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅高于 10%
>5% 至 10%	保守性买入	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅介乎 0-5%
< 0%	减持	预测未来 12 个月内股票现价潜在跌幅高于 0%

风险披露

以上资料仅供参考，并不构成及不应被视为对任何人作出认购或出售的要约。招商永隆银行有限公司（「本公司」）为招商银行的全资附属公司。招商局集团内的公司及 / 或其高级职员、董事、代理人及雇员可能持有不时在本资料所述全部或任何证券或投资的仓位，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券或投资项目。招商局集团内的公司可能会就该等证券提供投资服务、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。招商局集团可能会就因应该等证券或投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。本资料所载资料乃秉诚提供，并取自于所示日期相信为可靠及准确之资料来源。然而，本公司并无核实所有资料，亦不表示有关资料对阁下所需用途是否准确或完整，故不应加以依赖。本公司并无责任更新资料或改正任何其后显现之错误。本资料所载述的意见、估算及其他资料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投资涉及风险。证券价格可升亦可跌，甚至会变成毫无价值，过往业绩数据并非未来业绩的指标，投资者有机会损失全部投资。本资料提供之任何投资建议并未考虑个别投资者的特定投资目标及 / 或财政资源，因此未必适合所有投资者。投资者应自行运用独立思考能力评估投资此等产品的适合性与涉及之风险，如认为需要，于作出任何认购或购买行动前咨询其法律、财务、税务、会计及其他独立专业顾问，以确保作出适合其本身情况（如公民权、税务限制）、投资目的、财务状况及其他独特需要的投资决定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司