

股份評論-閱文集團(00772)

2021年05月06日

新管理層強大的執行能力以及改革的決心 令集團成功接入母公司騰訊控股生態

行業：媒體

評級：買入

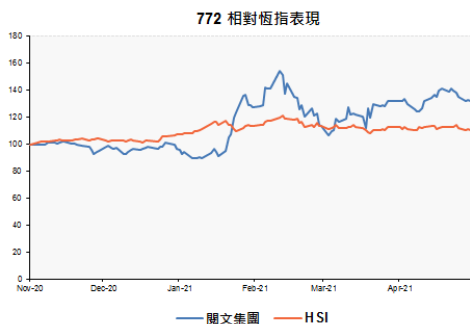
00772.HK, 772 HK

收市價：HKD 78.85

目標價：HKD 95.70

潛在升幅：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% |



資料來源：彭博 06/05/2021

公司簡介：

集團主要在中國內地從事提供閱讀服務(免費或付費)、版權商業化、作家培養及經紀、經營文本作品閱讀及相關開放平台。

基礎分析：

● 下半年的業績表現超出市場預期

集團於3月尾公布2020年度業績，下半年的業績表現超出市場預期。2020年收入為人民幣85.3億元，其中下半年收入達到人民幣52.7億元，較上半年增長61.5%；非國際通用會計準則下的盈利為人民幣9.17億元，遠高於市場預期的人民幣3.48億元。

● 新管理層積推動變革 估值得以重估

在新管理層的推動下，2020年共授權出約200個版權改編權，建立以版權為核心的服務平台，並組建了「新麗傳媒-騰訊影業-閱文影視」三駕馬車協同合作模式，聯合出品的《贅婿》，在播放期間穩居雲合網絡劇播放榜首位。再如，由新麗製作的集團版權改編劇《斗羅大陸》，同樣獲得了市場認可，播放量超過40億，位居騰訊視頻熱搜榜首位和電視劇榜首位，並與同名動畫和遊戲形成了良好聯動。由此反應出集團的版權運營已經步入正軌，變現能力提升，長期價值有望持續釋放。

● 開拓北美市場

集團早前公布將開拓北美市場，集團接受訪問時表示，公司正尋求拓展北美業務並對與Netflix等外國平台合作持開放態度。集團旗下海外網絡文學平台起點國際(Webnovel)平台已經在北美與5萬名作家簽約，期望於今年年底內作家人數將增加一倍，起點國際擁有超過20萬部原版英文作品，以及1,000部由中文翻譯而來的作品。集團重於北美市場是因其擁有基本架構、對於優質內容存在需求、以及現有用戶願意付款購買內容，增長潛力可期。

買賣策略：

● 股價明顯優於大市表現

技術走勢上，股價營造一底比一底高的走勢，明顯優於缺乏方向的大市，投資者可考慮待股價重上20天線(約\$80.1)作初步買入，目標價定於2月16日高位(約\$95.7)，相當於2021年預測市盈率58.5倍，止蝕價為明確失守前底(約\$72.2)。

風險提示：新管理層管理不及預期；影視製作與版權業務整合不及預期

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



業績 (截至 2020 年 12 月 31 日止全年度):

2020 年度，集團營業額增長 2.1% 至 85.26 億元(人民幣，下同)，業績轉盈為虧，錄得股東應佔虧損 44.84 億元。

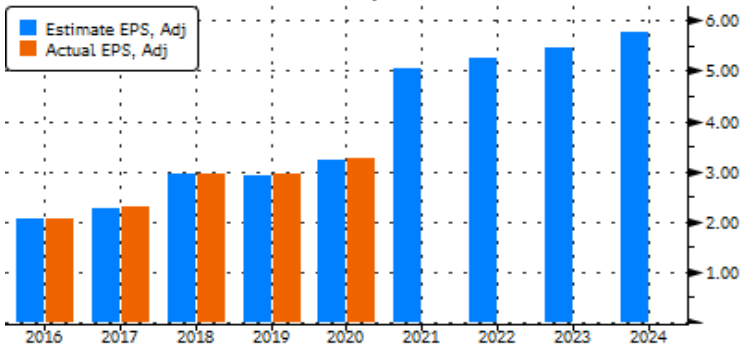
| 估值比率 | Fiscal Year | | | | | | |
|------------|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21E | 12/22E | 12/23E |
| 市盈率 | 130.6x | 75.7x | 68.4x | - | 48.7x | 37.4x | 30.7x |
| EV/EBIT | 111.5x | 19.2x | 22.9x | - | 46.1x | 38.6x | 28.4x |
| 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% |
| 獲利比率 % | | | | | | | |
| | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21E | 12/22E | 12/23E |
| 毛利率 | 50.7 | 50.8 | 44.2 | 49.7 | 48.1 | 49.0 | 49.9 |
| EBITDA 獲利率 | 16.6 | 23.3 | 15.5 | -50.3 | 15.2 | 15.7 | 17.5 |
| 營業率 | 12.2 | 20.1 | 12.4 | -53.8 | 14.5 | 14.5 | 15.9 |
| 獲利率 | 13.6 | 18.1 | 13.1 | -52.6 | 12.6 | 13.9 | 14.9 |
| 資產報酬率 | 5.0 | 4.2 | 4.1 | -18.9 | 6.3 | 7.0 | 7.7 |
| 股本回報率 | 6.3 | 5.9 | 5.8 | -26.0 | 8.6 | 9.6 | 10.4 |
| 槓桿和覆蓋率 | | | | | | | |
| | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | | | |
| 流動比率 | 5.3 | 2.2 | 2.1 | 2.7 | | | |
| 速動比率 | 4.7 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | | | |
| EBIT/利息 | 24.3 | 20.8 | 6.1 | -67.8 | | | |
| 總債務/資本 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | | | |
| 總債務/權益 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | | | |
| 有效稅率 % | 12.9 | 15.3 | 5.7 | - | | | |

資料來源：彭博 06/05/2021

| 財務數字 | 貨幣: | CNY | 週期: | Fiscal Yearly (FY) | 年份選取: | 3 | |
|------------|-----|--------|--------|--------------------|----------|----------|----------|
| 損益表摘要 | | 2FY | 1FY | T12M | FY1 2020 | FY1 2019 | FY1 2018 |
| 收入 | | 12,289 | 10,516 | 8,526 | 8,526 | 8,348 | 5,038 |
| 經營溢利 | | 1,783 | 1,521 | -4,590 | -4,590 | 1,037 | 1,011 |
| 稅前淨利 | | 1,778 | 1,541 | -4,539 | -4,539 | 1,180 | 1,078 |
| 非常項目前收入 | | 1,704 | 1,327 | -4,500 | -4,500 | 1,112 | 912 |
| 淨利潤 | | 1,593 | 1,392 | -4,484 | -4,484 | 1,096 | 911 |
| 非常項目前每股收益 | | 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 |
| 非常項前稀釋每股收益 | | - | - | 0.39 | 0.38 | 1.08 | 0.82 |
| 稀釋每股收益 | | - | - | -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 |
| 股本回報率 | | 9.57 | 8.60 | - | -26.00 | 5.80 | 5.87 |

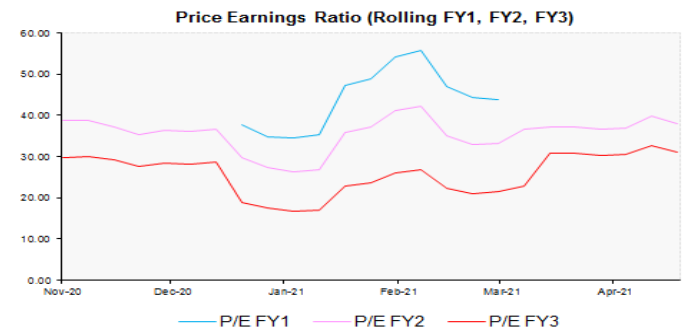
(人民幣百萬元計；資料來源：彭博 06/05/2021)

預測盈利：



資料來源：彭博 06/05/2021

預測市盈率：



資料來源：彭博 06/05/2021

同業市盈率比較：

| | | | | 定價 | | 表現 | | 評價比率 | | Price Earnings | | | | | | |
|------|------|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|----------------|----------|-------|-------|-------|--|--|
| | | | | 市值(百萬) | 市值(百萬) | 1月報酬 | 6月報酬 | 日曆化 | | | | | | | | |
| | | | | (當地) | (HKD) | (HKD) | (HKD) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | | |
| 代碼 | 公司名稱 | 次產業 | 貨幣(當地) | 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 | | | | | |

資料來源：彭博 06/05/2021

同業股本回報率比較：

| | | | | 定價 | | 表現 | | 評價比率 | | Return on Equity % | | | | | | |
|------|------|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------|------|------|-------|--|--|
| | | | | 市值(百萬) | 市值(百萬) | 1月報酬 | 6月報酬 | 日曆化 | | | | | | | | |
| | | | | (當地) | (HKD) | (HKD) | (HKD) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | | |
| 代碼 | 公司名稱 | 次產業 | 貨幣(當地) | 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% | -4.2% | -2.5% | 1.9% | 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% | | | | | |

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



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 | 0.0 | 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 | | | |
| | | | | | | | + 股本及資本公積 | 18,079 | 19,316 | | | |
| | | | | | | | + 保留盈餘及其他權益 | 3,618 | -1,386 | | | |
| 息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA) | | 1,470 | -4,825 | 1,923 | 2,309 | 2,965 | 股東權益合計 | 21,713 | 17,936 | | | |
| *淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。 | | | | | | | 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 | | | |

| 現金流量 | 預測數字 | | | | | 比率分析 | 預測數字 | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 12/19 | 12/20 | 12/21E | 12/22E | 12/23E | | 12/19 | 12/20 | 12/21E | 12/22E | 12/23E |
| 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 | | | | 營業率 | 12.4% | -53.8% | 14.5% | 14.5% | 15.9% |
| + 支付股利 | -9 | 0 | | | | 淨利率 | 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

股份評級準則：

| 升跌幅 | 建議評級 | 內容 |
|-----------|-------|------------------------------|
| >10% | 買入 | 預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10% |
| >5% 至 10% | 保守性買入 | 預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10% |
| 0 至 5% | 中性 | 預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5% |
| < 0% | 減持 | 預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0% |

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

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