

投资评级 优于大市 维持

Q2 营收创历史新高，盈利能力充分改善

股票数据

09月05日收盘价(元)	15.55
52周股价波动(元)	12.36-29.29
总股本/流通A股(百万股)	439/439
总市值/流通市值(百万元)	6825/6825

相关研究

《营销投放加大，业绩短期承压，关注公司用户精细化运营及商业变现》2022.05.04
 《免费+付费融合运营，平台商业化能力有望持续提升》2021.04.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.4	1.6	-6.9
相对涨幅(%)	4.8	12.1	-5.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxcg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

联系人:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@htsec.com

联系人:崔冰睿

Tel:(021)23219774

Email:cbr14043@htsec.com

投资要点:

- 22Q2 收入创历史新高，费用投入增加大背景下，业绩环比扭亏，盈利能力改善明显。**公司上半年实现营业收入 11.85 亿元，同比增长 8.31%，实现归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 70.32%，实现扣非归母净利润 0.33 亿元，同比下滑 75.02%。22Q2 公司实现收入 6.65 亿元，同比增长 23.05%，环比增长 27.88%，单季度收入创历史新高，公司通过“付费+免费”融合发展模式，平台商业化能力显著提升。22Q2 公司毛利率 70.37%，同比和环比分别提升 20.55 和 2.82 个 pct，我们认为主要是高毛利率的免费阅读收入占比提升，渠道成本减少所致。22Q2 公司销售费用 3.5 亿元，环比和同比均有大幅增长，在费用投入持续增加背景下，公司 Q2 单季度实现归母净利润 0.55 亿元，同比下滑 22.39%，环比扭亏为盈，盈利能力改善明显。
- 内容版权不断丰富，免费阅读成为公司主要增长驱动力。**今年上半年，公司持续增强优质内容储备。引入了《不能承受的生命之轻》、《原则：应对变化中的世界秩序》、《我本芬芳》、《平安小猪》、《秦岭记》等万部优质精品数字图书内容，为丰富不同阅读场景下的内容积累，引入了《文城》、《曾国藩》、《素书》等在内的 10 余万小时有声内容，进一步夯实了内容壁垒。在变现模式上，公司已经从主要通过终端预装获取流量成功转型成为通过互联网市场化获取流量并精细化运营的数字阅读平台，免费阅读成为公司增长的主要驱动力。上半年子公司得间科技收入达到 4.7 亿元，收入占比达到 40%，上半年公司平台平均月活用户数达 1.6 亿，持续保持稳健增长。我们认为在线阅读用户使用时长较长，粘性大，天然适合采用流量广告的方式进行变现，公司 Q2 在销售费用大幅提升的前提下，利润已经得到初步释放，未来若销售投放进入平稳期，业绩体现将更为明显。
- IP 改编爆款频出，看好公司内容生态布局。**在 IP 改编方面，22H1 已有数十部由公司 IP 改编或原创的短剧作品在抖音各大剧场热播，其中短剧《女人不累》上线一月左右播放量便突破 7000 万，由同名 IP 改编的动态漫画《仙帝归来》正在各大平台热播。我们认为网文处于内容产业链的最源头，随着影视、游戏等下游产业的逐渐繁荣，IP 授权及改编有望成为未来新增长点。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.49、0.70 和 0.82 元/股。参照可比公司，我们给予公司 2022 年 30-35 倍动态 PE，对应合理价值区间为 14.70-17.15 元/股，维持公司“优于大市”评级。
- 风险提示。**付费用户数下滑，免费阅读商业变现不及预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2061	2071	2431	2938	3375
(+/-)YoY(%)	9.5%	0.5%	17.4%	20.9%	14.9%
净利润(百万元)	264	151	217	307	358
(+/-)YoY(%)	64.1%	-43.0%	44.0%	41.6%	16.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.34	0.49	0.70	0.82
毛利率(%)	45.9%	52.5%	54.5%	55.2%	55.6%
净资产收益率(%)	18.4%	5.9%	8.8%	12.7%	15.1%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测假设。**1) 随着公司加大免费阅读拓展, 公司数字阅读未来仍有望保持稳定增长, 随着版权内容的逐步增加, 版权产品变现能力也有望逐步提升。2) 近年来加大免费阅读业务投放, 未来数字阅读业务中, 免费阅读收入占比有望提升, 数字阅读毛利率有望稳中有升。版权运营业务毛利率有望保持相对稳定。

表 1 公司可比公司盈利预测及 PE 估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
中文在线	300364	8.51	0.13	0.21	0.25	65	41	34
阅文集团	0772.HK	68.69	1.82	1.11	1.50	38	62	46
芒果超媒	300413	27.52	1.17	1.26	1.49	24	22	18
值得买	300785	31.00	2.03	1.41	1.80	15	22	17
可比公司平均						35	37	29

注: 股价取自 2022 年 9 月 5 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。
 资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司各分项收入、成本预测 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
收入	20.71	24.31	29.38	33.75	毛利	10.87	13.24	16.23	18.77
数字阅读	15.56	18.67	24.27	29.13	数字阅读	7.45	9.50	12.84	15.69
版权产品	4.83	5.31	4.78	4.30	版权产品	3.20	3.52	3.17	2.85
其他主营业务	0.32	0.32	0.32	0.32	其他主营业务	0.22	0.22	0.22	0.22
成本	9.84	11.06	13.15	14.98	毛利率 (%)	52.50	54.49	55.24	55.61
数字阅读	8.11	9.17	11.44	13.43	数字阅读	47.88	50.88	52.88	53.88
版权产品	1.63	1.79	1.61	1.45	版权产品	66.27	66.27	66.27	66.27
其他主营业务	0.10	0.10	0.10	0.10	其他主营业务	69.69	69.69	69.69	69.69

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	2071	2431	2938	3375
每股收益	0.34	0.49	0.70	0.82	营业成本	984	1106	1315	1498
每股净资产	5.78	5.59	5.49	5.40	毛利率%	52.5%	54.5%	55.2%	55.6%
每股经营现金流	0.24	0.15	0.77	0.88	营业税金及附加	7	10	12	14
每股股利	0.00	0.68	0.80	0.91	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	675	817	946	1087
P/E	45.26	31.44	22.21	19.05	营业费用率%	32.6%	33.6%	32.2%	32.2%
P/B	2.69	2.78	2.83	2.88	管理费用	114	134	162	186
P/S	3.29	2.80	2.32	2.02	管理费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	39.92	25.29	16.80	14.37	EBIT	134	170	269	321
股息率%	0.0%	4.4%	5.1%	5.9%	财务费用	-35	-42	-40	-39
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.7%	-1.7%	-1.3%	-1.2%
毛利率	52.5%	54.5%	55.2%	55.6%	资产减值损失	-12	0	0	0
净利润率	7.3%	8.9%	10.4%	10.6%	投资收益	21	24	29	34
净资产收益率	5.9%	8.8%	12.7%	15.1%	营业利润	179	249	352	411
资产回报率	4.4%	6.6%	8.9%	10.0%	营业外收支	-7	0	0	0
投资回报率	4.6%	6.0%	9.5%	11.2%	利润总额	172	249	352	411
盈利增长 (%)					EBITDA	224	191	291	343
营业收入增长率	0.5%	17.4%	20.9%	14.9%	所得税	20	30	42	49
EBIT 增长率	-46.1%	26.5%	58.0%	19.5%	有效所得税率%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-43.0%	44.0%	41.6%	16.6%	少数股东损益	2	2	3	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	151	217	307	358
资产负债率	26.0%	25.1%	29.2%	32.9%					
流动比率	3.35	3.42	2.87	2.50	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.28	3.33	2.78	2.42	货币资金	2254	2000	2000	2000
现金比率	2.76	2.69	2.17	1.83	应收账款及应收票据	342	400	483	555
经营效率指标					存货	1	1	1	1
应收账款周转天数	60.32	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	137	143	157	169
存货周转天数	0.29	0.20	0.20	0.20	流动资产合计	2735	2543	2641	2725
总资产周转率	0.60	0.74	0.86	0.95	长期股权投资	241	241	241	241
固定资产周转率	83.20	85.53	93.43	99.36	固定资产	25	28	31	34
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	182	217	252	297
					非流动资产合计	718	757	795	842
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	3453	3300	3436	3567
净利润	151	217	307	358	短期借款	0	15	56	109
少数股东损益	2	2	3	4	应付票据及应付账款	438	424	504	575
非现金支出	101	21	22	22	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-25	-24	-29	-33	其它流动负债	378	305	359	407
营运资金变动	-124	-149	37	33	流动负债合计	816	744	920	1090
经营活动现金流	104	67	340	384	长期借款	0	0	0	0
资产	-78	-60	-60	-70	其它长期负债	83	83	83	83
投资	-397	0	0	0	非流动负债合计	83	83	83	83
其他	24	24	29	34	负债总计	899	827	1003	1173
投资活动现金流	-450	-36	-31	-36	实收资本	439	439	439	439
债权募资	0	15	41	53	归属于母公司所有者权益	2537	2453	2410	2368
股权募资	1075	0	0	0	少数股东权益	17	19	23	26
其他	-76	-300	-350	-401	负债和所有者权益合计	3453	3300	3436	3567
融资活动现金流	999	-285	-309	-348					
现金净流量	652	-254	0	0					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,欢瑞世纪,智度股份,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,捷成股份,皖新传媒,天下秀,三人行,乐享集团,分众传媒,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。