

投资评级 优于大市 维持

## 业绩、资源点位持续高增长，搭建海外电商业渠道

### 股票数据

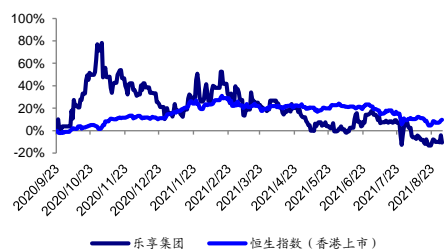
9月2日收盘价(港元)	2.44
52周股价波动(港元)	2.34-4.81
总股本/流通股(百万股)	2185
总市值/流通市值(百万港元)	5332/5332

### 相关研究

《电商业务毛利高增长，数据先发优势突出》  
2021.03.23

《私域流量效果营销龙头，字腾生态核心服务商》  
2020.11.25

### 市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.29	-8.27	-25.15
相对涨幅(%)	-11.99	-13.53	-0.33

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:

- 中报业绩、资源点位持续高增长。**2021H1，公司总收益 6.24 亿港元 (+62.37%)；期内溢利(不含汇兑损益) 1.37 亿港元(+102.26%)；综合毛利率 34.3% (+7.2pct)；净利率(不含汇兑损益) 22.0% (+4.3pct)。截至 2021H1，公司覆盖营销点位总数 1561601 个(+208.65%)，其中抖音号 657344 个(+720.23%)，微信公众号 872923 个(+105.01%)，新增微信视频号 31334 个；活跃营销点位 689512 个(+126.32%)；撮合交易流水共 24.2 亿港元(+149.17%)；每活跃营销点位平均交易流水 3504 港元(+10.10%)。
- 互娱及其他数字产品业务持续高成长，数据积累和算法模型先发优势突出。**2021H1，公司互娱及其他数字产品营销业务收益 4.95 亿港元(+41.61%)；毛利 1.49 亿港元(+92.58%)；毛利占比 69.5% (-4.5pct)；其中，游戏、网络文学、应用及其他分别实现收益 3.8 亿港元(+63.8%)、0.7 亿港元(-23.4%) 和 0.5 亿港元(+60.6%)，主营毛利贡献分别为 46.9%(-2pct)、11.3%(-8.4pct) 和 11.3% (+5.8pct)。截至 2021H1，公司产品库中收录游戏 236 款(环比新增 27 款)，网络文学作品共 1302 部(环比新增 191 部作品)。
- 短视频非直播电商业成公司发展第二曲线，增强海外电商业研发投入。**2021H1，公司电商产品效果营销业务实现 1.3 亿港元(+285.24%)；毛利 0.65 亿港元(+143.31%)；毛利占比 30.5% (+4.8pct)；电商产品 GMV6.47 亿港元(+264.08%)，货币化率 19.9%。截至 2021H1，公司共收录电商带货产品达 231 个(环比增长 48 款)。
- 2021H1，公司分销及销售开支 0.24 亿港元，同比增长 1550%，主要系境内电商业销售宣传相关费用增加；行政开支 0.26 亿港元，同比增长 156.78%；研发费用 0.3 亿港元，同比增长 712.5%，主要是境内及海外电商业的数据分析及算法建模支出。报告期，销售费用率 3.9% (+3.5pct)，管理费用率 4.1 (+1.5pct)，研发费用率 4.8% (+3.8pct)，合计三费率 12.8% (+8.8pct)。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.5、5.9 和 8.4 亿港元，同比增速分别为 155.9%、65.6%、42.2%；对应全面摊薄 EPS 分别为 0.16、0.27 和 0.38 港元/股。我们参考可比公司 2021 年平均 43 倍 PE 估值，给予公司 2021 年 30-35 倍 PE 估值，对应合理价值区间 4.8-5.6 港元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**网络文学行业整体增速放缓，拓展海外业务前期高研发费用支出。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万港元)	542.10	923.92	1432.54	2069.95	2663.58
(+/-) YoY (%)	106.71%	70.43%	55.05%	44.50%	28.68%
净利润(百万港元)	76.53	138.68	354.90	587.67	835.70
(+/-) YoY (%)	68.38%	81.21%	155.91%	65.59%	42.21%
全面摊薄 EPS(港元)	4.69	0.06	0.16	0.27	0.38
毛利率(%)	24.70%	32.64%	36.40%	39.75%	42.64%
净资产收益率(%)	17.03%	6.42%	14.12%	18.95%	21.23%

资料来源：公司年报(2019-2020)，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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利 (亿元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300785	值得买	74	1.57	2.04	2.59	47	36	29
002137	实益达	34	0.28	0.70	0.99	123	49	35
均值							43	32

注：收盘价为 2021 年 09 月 02 日价格，归母净利为 wind 一致预期  
资料来源：wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万港元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (港元)</b>					<b>营业收入</b>	923.92	1432.54	2069.95	2663.58
每股收益	0.06	0.16	0.27	0.38	营业成本	622.36	908.60	1244.66	1525.55
每股净资产	0.99	1.15	1.42	1.80	毛利率%	32.64%	36.40%	39.75%	42.64%
每股经营现金流	-0.19	0.03	0.01	0.18	销售费用	5.33	7.14	9.30	10.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率%	0.58%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>价值评估 (倍)</b>					管理费用	41.54	71.43	103.30	132.98
P/E	49.16	14.84	8.96	6.30	管理费用率%	4.50%	5.00%	5.00%	5.00%
P/B	3.16	2.09	1.70	1.34	EBIT	212.09	392.36	637.39	898.33
P/S	7.38	3.68	2.54	1.98	财务费用	0.02	-1.21	-1.21	-1.36
EV/EBITDA	25.27	10.32	6.39	4.17	<b>营业利润</b>	212.09	392.36	637.39	898.33
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	<b>利润总额</b>	133.36	373.58	618.59	879.69
<b>盈利能力指标 (%)</b>					EBITDA	221.88	392.36	637.39	898.33
毛利率	32.64%	36.40%	39.75%	42.64%	所得税	-5.32	18.68	30.93	43.98
净利润率	14.93%	24.77%	28.39%	31.38%	有效所得税率%	-3.99%	5.00%	5.00%	5.00%
净资产收益率	6.42%	14.12%	18.95%	21.23%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产回报率	6.08%	13.24%	17.59%	19.73%	<b>归属母公司所有者净利润</b>	138.68	354.90	587.67	835.70
投资回报率	11.05%	14.83%	19.52%	21.68%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万港元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
营业收入增长率	70.43%	55.05%	44.50%	28.68%	现金	1210.45	1216.74	1194.03	1522.83
EBIT 增长率	94.37%	85.00%	62.45%	40.94%	应收款项	320.87	476.18	688.65	886.53
净利润增长率	81.21%	155.91%	65.59%	42.21%	存货	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>偿债能力指标</b>					其它	659.75	898.68	1368.16	1737.39
资产负债率	5.34%	6.24%	7.15%	7.06%	流动资产合计	2191.07	2591.60	3250.85	4146.75
流动比率	20.63	17.07	14.55	14.62	固定资产	20.17	20.17	20.17	20.17
速动比率	20.63	17.02	14.52	14.58	无形资产	27.45	27.45	27.45	27.45
现金比率	11.39	8.01	5.34	5.37	其他	41.95	41.95	41.95	41.95
<b>经营效率指标 (%)</b>					非流动资产合计	89.58	89.58	89.58	89.58
应收帐款周转天数	127	122	122	122	<b>资产总计</b>	<b>2280.65</b>	<b>2681.18</b>	<b>3340.43</b>	<b>4236.33</b>
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.41	0.53	0.62	0.63	应付账款	11.75	20.48	26.35	32.96
<b>现金流量表 (百万港元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	其它流动负债	94.48	131.38	197.09	250.68
净利润	138.68	354.90	587.67	835.70	流动负债合计	106.23	151.86	223.44	283.64
折旧摊销	10	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	15.46	15.46	15.46	15.46
营运资金变动及其他	-559.55	-293.59	-555.11	-451.73	非流动负债合计	15.46	15.46	15.46	15.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>-411.08</b>	<b>61.31</b>	<b>32.55</b>	<b>383.98</b>	<b>负债总计</b>	<b>121.69</b>	<b>167.32</b>	<b>238.90</b>	<b>299.11</b>
资本支出	-14.22	0.00	0.00	0.00	股本	0.02	0.02	0.02	0.02
其他投资	-6.32	-55.01	-55.26	-55.18	留存收益和资本公积	2158.94	2513.84	3101.50	3937.21
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20.54</b>	<b>-55.01</b>	<b>-55.26</b>	<b>-55.18</b>	归属母公司股东权益	2158.96	2513.86	3101.53	3937.23
借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2280.65</b>	<b>2681.18</b>	<b>3340.43</b>	<b>4236.33</b>
普通股增加	1498.83	0.00	0.00	0.00					
已付股利	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-3.55	0.00	0.00	0.00					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1495.28</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1063.66</b>	<b>6.29</b>	<b>-22.71</b>	<b>328.80</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 2 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2020), 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：芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,引力传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,中南传媒,值得买,电魂网络,皖新传媒,天下秀,乐享集团,分众传媒,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,中文传媒,掌趣科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动,中国电影,创梦天地,吉比特,微盟集团,新媒股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
	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。