

人民网 (603000)

原创内容快速发展，公司内容领域优势凸显
买入 (首次)

2020年02月05日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 郭天瑜

guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,694	2,106	2,537	3,009
同比 (%)	20.9%	24.3%	20.5%	18.6%
归母净利润 (百万元)	214	289	355	442
同比 (%)	139.2%	35.1%	23.0%	24.4%
每股收益 (元/股)	0.19	0.26	0.32	0.40
P/E (倍)	102.82	76.12	61.90	49.76

投资要点

■ 公司 2018 年实现收入 16.94 亿元，同比增长 20.9%，成功扭转收入下滑趋势。2017 年起公司及时调整自身战略，推出“深度融合版权+渠道的业务模式”，信息服务业务收入稳中有增，17 年实现收入增长 16.49%。18 年起，在保证 PC 端收入同时，积极布局移动端社交、视频，垂直内容平台等，在广告业务和内容审核服务中取得增长，未来公司将进一步积极拓展内容审核市场。

■ 公司凭借自身国有背景优势，大力发展第三方内容审核业务，取得业绩突破。随着互联网内容和品类增加，公司加大了对于移动端内容风控业务的市场拓展和用户开发。2018 年，公司第三方内容审核业务快速发展，收入同比增幅达 166%，凭借在内容领域的独特优势，业务范围涵盖图文、音乐、网络文学、动漫、音频、视频等。

■ 第三方内容审核市场快速发展，主要由互联网创作内容市场蓬勃发展所带动，整个原创内容市场合计规模保守估计超过 1000 亿，并且如短视频等原创内容市场规模和其衍生产业链如 MCN 等电商产业正处于快速发展时期，预计未来对于互联网内容需求审核需求将进一步打开。

(1) 从用户角度而言，随着近年各类内容平台快速发展（短视频，长视频，新闻，阅读等），移动互联网用户单日使用时长稳步上升，据 Questmobile 统计，已经由 18Q4 的 341.2 分钟提升至 19Q3 的 360 分钟；用户数量而言，随着基础设施建设普及，国内互联网用户普及率将继续提升。

(2) 从内容角度而言，目前网络创作者数量快速增长，例如百家号的创作者数量由 2017 年的 90 万提升至 2019 年的 200 万，视频网站哔哩哔哩 19Q3 月均活跃 UP 主达 110 万，同比增幅高达 93%，其投稿量为 310 万，同比增幅高达 83%。

■ 人民网在多个公众平台建立账号，树立良好形象，吸引大量粉丝。2018 年，人民网微博粉丝总数 6188 万，居网络媒体第一名；信公众号订阅数突破 661 万；人民网在抖音等主要短视频平台的账号粉丝总数突破 845 万。

■ 盈利预测与投资评级：未来随着网络内容市场蓬勃发展（阅读，视频，短视频，新闻资讯等），第三方内容审核需求将不断扩大，公司有望凭借其独有优势，在该领域取得成功，推动业绩快速增长。我们预计公司 19-21 年营业收入将达 21.06/25.37/30.09 亿元，同比增长 24.3%/20.5%/18.6%；预计归母净利润达 2.89/3.55/4.42 亿元，同比增长 35%/23%/24%，对应 EPS 为 0.26/0.32/0.4 元，对应 PE 为 76/62/50 倍，目前公司估值处于历史较低位，首次覆盖，予以“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济风险，行业竞争加剧，政策监管趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.89
一年最低/最高价	9.02/34.34
市净率(倍)	7.45
流通 A 股市值(百万元)	21992.20

基础数据

每股净资产(元)	2.67
资产负债率(%)	24.34
总股本(百万股)	1105.69
流通 A 股(百万股)	1105.69

相关研究

内容目录

1. 人民网	4
2. 分业务:	6
2.1. 移动增值服务: 第三方内容审核市场潜力无限	6
2.1.1. 互联网内容丰富度提升, 内容审核市场需求增加	6
2.1.2. 积极建设“人机结合”审核系统, 提升效率	11
2.1.3. 完善人才机制, 提升人民网在内容审核市场核心竞争力	11
2.1.4. 市场规模增量空间较大	13
2.2. 信息服务	14
2.3. 广告及宣传服务	15
2.3.1. 人民网在各公众平台建立良好形象	15
2.3.2. 移动广告收入保持提升	16
3. 盈利预测:	17
4. 风险提示:	19

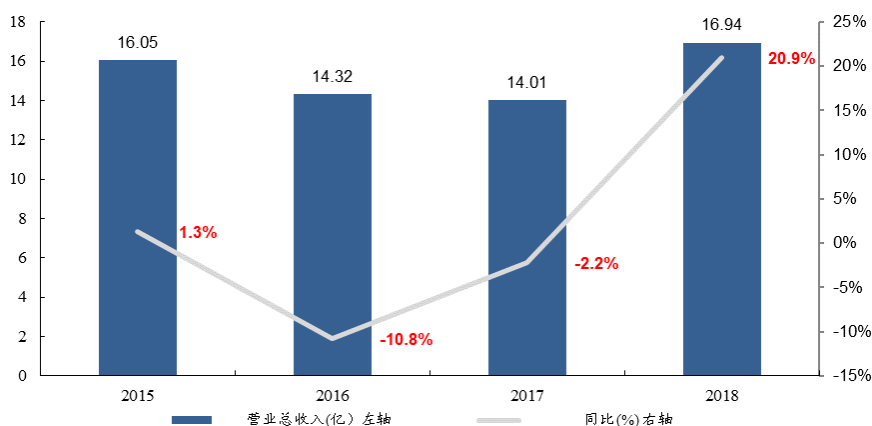
图表目录

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及增速%	4
图 2: 公司分业务收入 (亿元)	4
图 3: 公司分业务收入占比%	4
图 4: 公司主营业务毛利率%	5
图 5: 公司三费费率%	5
图 6: 公司归母净利润 (亿元) & 增速%	5
图 7: 移动增值服务收入 (亿元) 及增速%	6
图 8: 百家号内容创作者数量 (万)	7
图 9: 哔哩哔哩内容创作者数量增速%	7
图 10: 移动互联网用户月人均单日使用时长 (分钟)	7
图 11: 国内互联网普及率达 61.2%	7
图 12: 短视频市场规模 (亿元)	13
图 13: 移动阅读市场规模 (亿元)	13
图 14: 在线视频市场规模 (亿元)	13
图 15: 手机淘宝直播用户规模	13
图 16: 信息服务收入保持快速提升	14
图 17: 中国工业企业云计算渗透率	15
图 18: 人民网在不同平台树立良好形象	15
图 19: 公司广告及宣传领域业务流程图	16
图 20: 中国互联网广告市场规模 (亿元)	16
图 21: 移动广告在整体互联网广告占比%	16
表 1: 2018——2019 互联网内容风险事件梳理	7
表 2: 网络内容政策梳理	11
表 3: 可比公司估值表	18
表 4: 分业务收入及毛利预测	18

1. 人民网

公司 2018 年实现收入 16.94 亿元，同比增长 20.9%，成功扭转收入下滑趋势。由于 16-17 年受“移动互联网”普及冲击，致使 PC 端广告和移动增值业务收入下滑，2017 年起公司及时调整自身战略，推出“深度融合版权+渠道的业务模式”，信息服务业务收入稳中有增，17 年实现收入增长 16.49%。**18 年起，公司在保证 PC 端收入同时，积极布局移动端社交、视频，垂直内容平台等，在广告业务和内容审核服务中取得增长。**

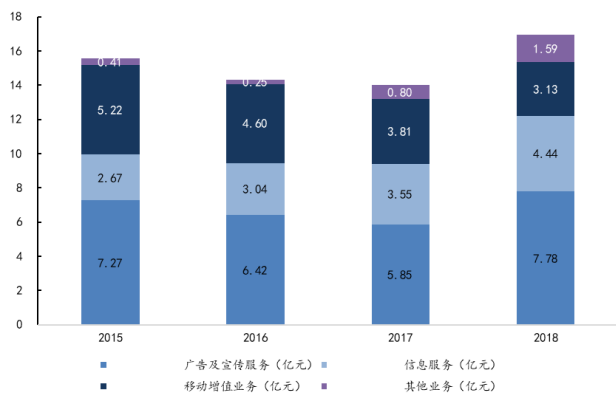
图 1：公司营业收入（亿元）及增速%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

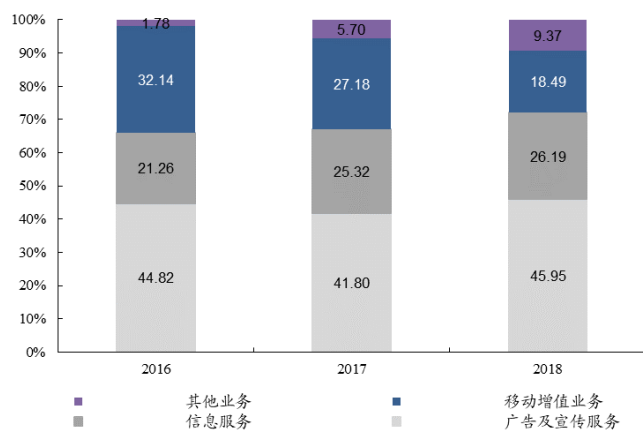
人民网目前主营业务主要分为：**1) 移动增值服务**——向用户提供新闻、舆情等内容的同时，发挥在内容领域的独特优势为客户提供内容风控服务，涵盖图文、音乐、网络文学等；**2) 广告及宣传服务**——以人民网，环球网及海外网等网络运营平台，活动及赛事服务平台为载体，为客户提供广告及宣传服务；**3) 信息服务**——公司已建立“信息采集-策划-信息发布-信息服务”的一体化经营产业链，为客户提供各类网站、客户端、社交媒体的内容运营及聚合分发服务。

图 2：公司分业务收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

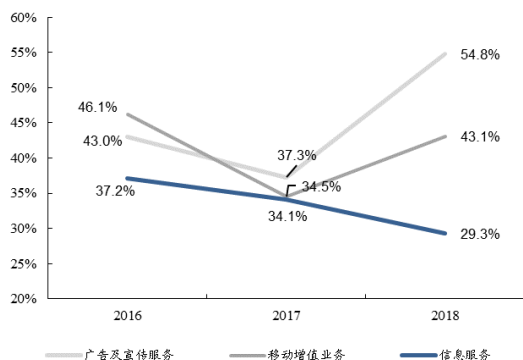
图 3：公司分业务收入占比%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

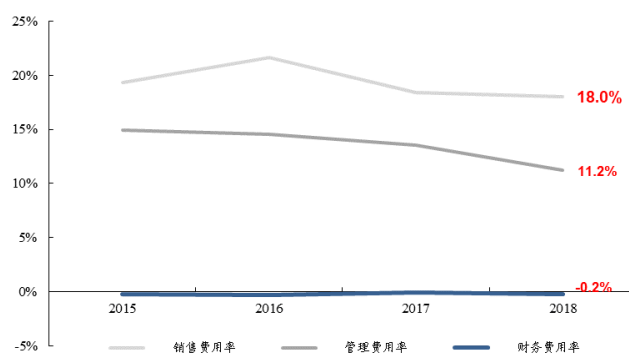
公司成本管控良好，广告和增值服务毛利率快速提升，三费率稳中有降。截至2018年，公司广告和移动增值服务毛利率大幅提升为54.8% (+yoy 17.57 pct) 和43%；公司成本管控良好，稳中有降，截至2018年，公司销售费用率18%，下降0.4 pct；管理费用率为11.2%，下降2.3 pct。

图 4：公司主营业务毛利率%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

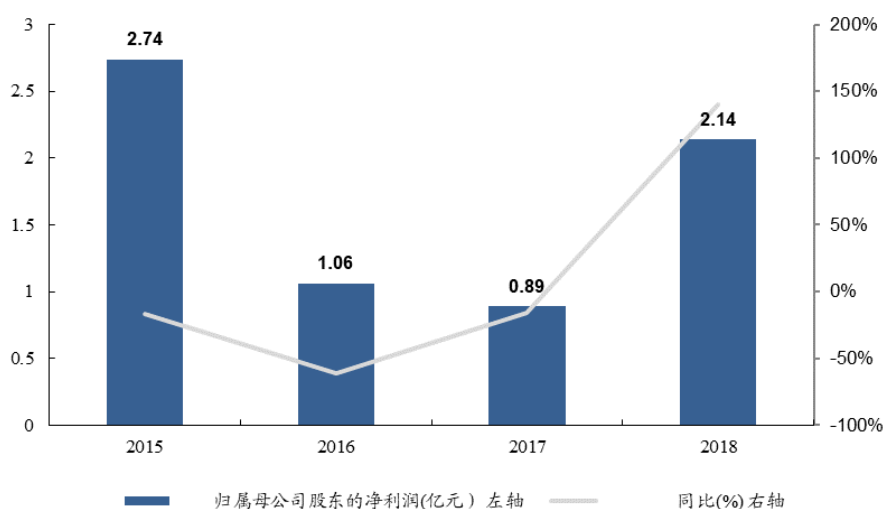
图 5：公司三费率%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司净利润处于逐步回升阶段，2018年实现归母净利润2.14亿元，实现139%快速增长，此前主要由于公司战略调整，对于移动端业务投入加大，17年营业成本增长11%至9.14亿元，致使17年公司归母净利润进一步下滑，未来随着内容审核和移动端广告业务保持快速增长，公司整体利润将保持快速增长。

图 6：公司归母净利润（亿元）&增速%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

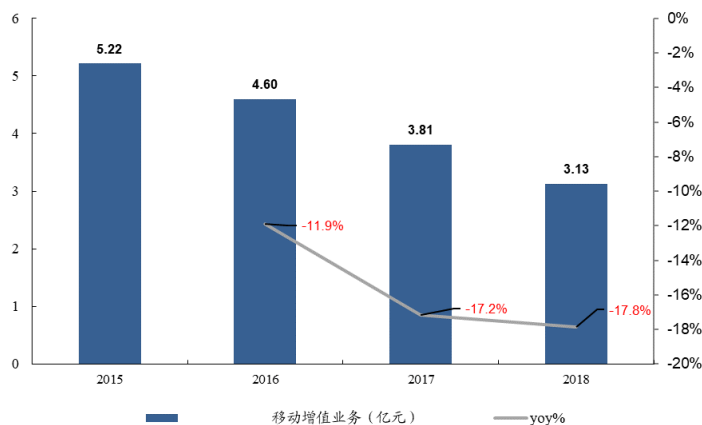
2. 分业务：

2.1. 移动增值服务：第三方内容审核市场潜力无限

2018 年整体移动增值服务实现收入 3.13 亿元，同比下降 17.8%，主要由于 18 年公司面对市场变化调整业务结构，收缩了对手机阅读等传统增值业务，“看书网”不再纳入合并报表，造成一定影响。

面对互联网内容和品类增加，公司加大了对于移动端内容风控业务的市场拓展和用户开发，**2018 年，公司第三方内容审核业务快速发展，收入同比增幅达 166%，凭借在内容领域的独特优势，业务范围涵盖图文、音乐、网络文学、动漫、音频、视频、公众号、小程序、游戏、广告、运营活动等。目前随着互联网普及率不断提升，网络原创内容丰富，网络内容风险事件层出不穷，社会对内容审核市场需求不断提升。**

图 7：移动增值服务收入（亿元）及增速%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1.1. 互联网内容丰富度提升，内容审核市场需求增加

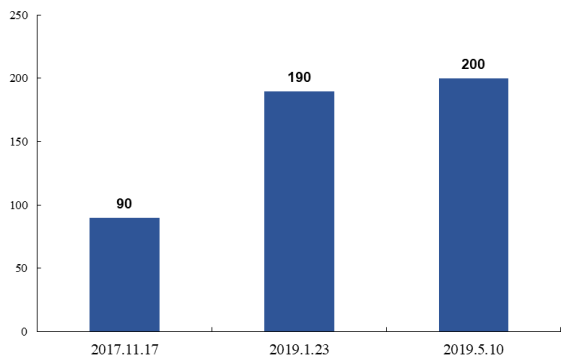
目前随着互联网普及率提升，基础设施改善，网络原创内容更新迭代加速，近年网络内容安全事件层出不穷，致使第三方内容审核需求提升。

从用户角度而言，随着近年各类内容平台快速发展（短视频，长视频，新闻，阅读等），移动互联网用户单日使用时长稳步上升，据 Questmobile 统计，已经由 18Q4 的 341.2 分钟提升至 19Q3 的 360 分钟；用户数量而言，随着基础建设普及，国内互联网用户普及率达 61%。

从内容角度而言，平台上各类“精选”内容走红，具体什么样的视频可以被“精选”，

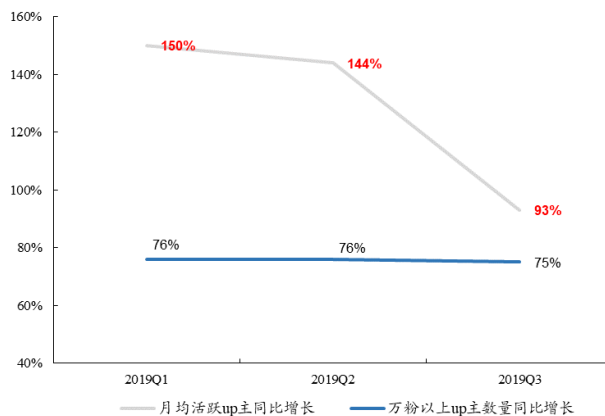
代表了产品开发者的价值观念和利益诉求目前网络创作者数量快速增长，例如百家号的创作者数量由2017年的90万提升至2019年的200万，视频网站哔哩哔哩19Q3月均活跃UP主达110万，同比增幅高达93%，其投稿量为310万，同比增幅高达83%。

图 8：百家号内容创作者数量（万）



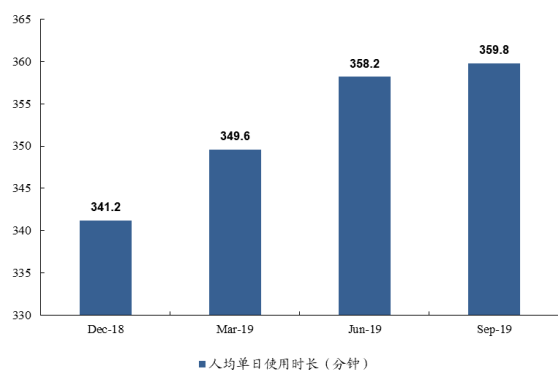
数据来源：百家号，东吴证券研究所

图 9：哔哩哔哩内容创作者数量增速%



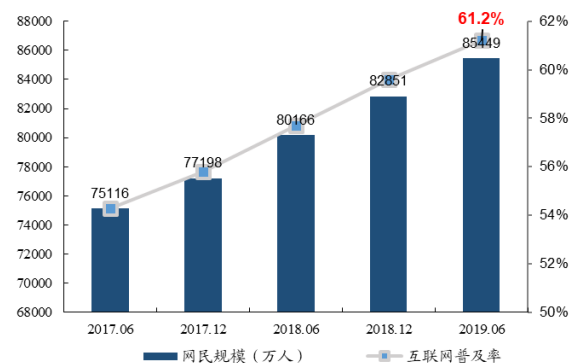
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：移动互联网用户月人均单日使用时长（分钟）



数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

图 11：国内互联网普及率达 61.2%



数据来源：CNNIC，东吴证券研究所

表 1：2018——2019 互联网内容风险事件梳理

事件	时间	事件情况
小红书被下架整改两个多月	2019年7月30日	小红书被在安卓应用商店和 APP STORE 下架。有人爆出，小红书上的种草内容，并非来自真实用户的亲身体验，而是根据商家需求“定制”的，包括9万的烟草笔记、保健品、黑医美推广等。10月14日前后，小红书上架

		各大安卓应用市场，开始恢复下载。
视觉中国先后被要求整改两次	2019年4月	视觉中国网站被天津市网信办以涉嫌传播违法有害信息为由，责令立即关停，全面彻底整改。
钉钉社区因违规内容社区暂停更新一个月	2019年5月11日	暂停更新一个月，期间对违规信息进行清理，同时对产品管理进行功能升级。
吱呀、Soul、语玩、一说FM等多款音频App遭下架	2019年6月28日	网信部根据群众举报线索，经核查取证，首批依法依规对吱呀、Soul、语玩、一说FM等26款传播历史虚无主义、淫秽色情内容的违法违规音频平台分别采取了约谈、下架、关停服务等阶梯处罚。
晋江文学城遭查处，起点中文网部分栏目停更	2019年5月23日	北京市“扫黄打非”办公室等部门联合行动，依法查处晋江文学城网站涉嫌违法行为，晋江文学城即日起，立即关停所涉问题突出的古代纯爱频道下的东方架空栏目，及衍生纯爱频道下的东方幻想栏目。阅文集团旗下起点中文网对用户发布违法违规信息未尽到管理义务，传播导向错误、低俗色情小说等问题约谈运营企业负责人，责令其立即自查自纠，全面深入整改。
登载不合规定地图，《亲爱的，热爱的》被罚十万元整	2019年8月12日	电视剧出品方上海剧酷文化传播有限公司未经测绘地理信息主管部门审核，在剧中擅自登载不符合国家规定地图的行为，被责令改正并罚款十万元整。
抖音海外版TikTok2019年接连遭印度、孟加拉国、美国等国家下架或审查	2019年4月	2月，孟加拉国以打击互联网色情为由禁掉了TikTok。4月，印度Madras高等法院以“鼓励色情，对儿童有害”为理由，要求当地中央政府对TikTok应用下达禁令，限制媒体通过电视转播使用该程序上的视频。而在美国，TikTok也受到多次审查
互动作业、纳米盒等20多个学习类APP被“扫黄	2019年1月7日	全国“扫黄打非”部门查处案件1.2万起，对于群众举报的移动学习APP中涉嫌侵权、盗版、色情、低俗内容等问题，展开了专项行动，查处了互动

打非”部门查处		作业、纳米盒等 20 多个学习类 APP
哈啰顺风车现大量涉黄信息，变色情广告平台	2019 年 6 月	哈啰顺风车存在虚假色情订单，为一种新的攻击形式——内容攻击，就是利用对方 APP 中可以展示内容的地方（例如评论区等），进行黄恐暴内容的饱和录入，然后引发对方 APP 被大量投诉，然后被下架。
国内 53 家主要网络直播和视频平台上线“青少年模式”	2019 年 10 月	国家网信办继续深入推进青少年网络防沉迷工作，统筹指导六间房、花椒直播等 24 家网络直播平台，搜狐视频、百度视频等 9 家网络视频平台统一上线“青少年模式”。截至目前，国内共有 53 家平台上线“青少年模式”，网络防沉迷工作基本覆盖国内主要网络直播和视频平台。
今日头条被责令永久关停内涵段子等低俗产品	2018 年 4 月	依据相关法规的规定，总局责令“今日头条”永久关停“内涵段子”客户端软件及公众号，并要求该公司举一反三，全面清理类似视听节目产品。
暴走漫画“无限期”关停	2018 年 5 月 16 日	“暴走漫画”5 月 8 日在今日头条等平台发布的一段短视频中，含有戏谑侮辱董存瑞烈士和叶挺烈士内容。随后“暴走漫画”旗下的 16 个账号被微博封禁，B 站、腾讯、爱奇艺等网站也关闭和下架了“暴走漫画”账号和视频。对“暴走漫画”官方网站、暴走漫画 App、暴走日报 App 进行无限期关停整改。
凤凰新闻客户端 App、手机凤凰网开始全面整顿	2018 年 9 月 26 日	国家互联网信息办公室指导北京市互联网信息办公室，针对凤凰网部分频道、“凤凰新闻”客户端及 WAP 网站传播违法不良信息、歪曲篡改新闻标题原意、违规转载新闻信息等问题，凤凰新闻客户端 App、手机凤凰网及相关频道在 2018 年 9 月 26 日 15:00 至 10 月 10 日 15:00 停止更新，进入全面整改状态。
北京市网信办、公安局约谈脉脉 责令关闭匿名版块	2018 年 7 月 26 日	北京市网信办、市公安局针对脉脉匿名版块存在用户匿名发布谣言侮辱诽谤他人，侵犯他人名誉、隐私等合法权益的问题，责令其限期关闭匿名发布信息功能，加强用户管理，全面整改。

广电总局整顿网络直播 答题节目 几大直播答题 平台下架	2018年2月15 日	未持有《信息网络传播视听节目许可证》的各大答题 App 都停止了答题。
优酷、爱奇艺等因提供儿童“邪典”视频传播平台被 依法查处	2018年2月上旬 至4月下旬	北京、广东两地文化执法部门对提供“邪典”视频传播的平台——优酷、爱奇艺等公司立案调查 ;对百度旗下“好看”视频存在传播儿童邪典视频内容立案调查。
新浪微博被约谈！因传播 低俗色情、民族歧视等问 题 热搜榜、热门话题榜 下线整改	2018年1月27 日	国家互联网信息办公室指导北京市互联网信息办公室，针对新浪微博对用户发布违法违规信息未尽到审查义务，持续传播炒作导向错误、低俗色情、民族歧视等违法违规有害信息的严重问题约谈该企业负责人，责令其立即自查自纠，全面深入整改。
北京市网信办、公安局约 谈脉脉 责令关闭匿名版 块	2018年7月	从国家网信办获悉，针对当前一些网络短视频格调低下、价值导向偏离和低俗恶搞、盗版侵权、“标题党”突出等问题，国家网信办会同工信部、公安部、文化和旅游部、广电总局、全国“扫黄打非”办公室，开展网络短视频行业集中整治。
APP 乱象频出！国家网信 办关停 3469 款 APP	2018年12月	依法关停下架“成人约聊”“两性私密圈”“全民射水果”等 3469 款涉黄涉赌、恶意扣费、窃取隐私、诱骗诈骗、违规游戏、不良学习类 APP。
开展网络文学专项整治 关闭网站、账号 4000 余 个	2018年5月	各地共查办网络出版行政和刑事案件 120 多起，责令整改网络文学经营单位 230 余家，封堵关闭网站及账号 4000 余个，查删屏蔽各类有害信息 14.7 万余条。

数据来源：亿欧，百家号，东吴证券研究所整理

内容专业审核机构需要从信息的源头把控好政治方向、舆论导向和价值取向，配合主管部门进行网络内容安全建设，人民网凭借自身资源优势，可以准确把握理解中央和

各部门政策，具有较好的内容风险管控水平。

表 2：网络内容政策梳理

政策	时间	重点内容	类别
互联网新闻信息服务管理规定	2005 年	向国务院新闻办公室提出申请的，国务院新闻办公室应当自收到申请之日起 40 日内进行实地检查，作出决定。批准的，发给互联网新闻信息服务许可证；不批准的，应当书面通知申请人并说明理由	新闻
互联网新闻信息服务管理规定	2011 年	除了传统的新闻门户网站，移动互联网时代的头条类 App 以及各种自媒体、公众号全部纳入了监管范畴。	新闻
互联网直播服务管理规定	2016 年 11 月	互联网直播服务提供者提供互联网新闻信息服务的，应当依法取得互联网新闻信息服务资质，并在许可范围内开展互联网新闻信息服务。开展互联网新闻信息服务的互联网直播发布者，应当依法取得互联网新闻信息服务资质并在许可范围内提供服务。	直播
关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知	2016 年 9 月	通过互联网对重大政治、军事、经济、社会、文化、体育等活动、事件的实况进行视音频直播，应持有新闻出版广电行政部门颁发的《信息网络传播视听节目许可证》且许可项目为第一类互联网视听节目服务第五项，过互联网对一般社会团体文化活动、体育赛事等组织活动的实况进行视音频直播，应持有《许可证》且许可项目为第二类互联网视听节目服务第七项	直播
互联网文化管理暂行规定	2011 年	要求经营性文化单位（以盈利为目的）申请《网络文化经营许可证》（互联网文化产品是指通过互联网生产、传播和流通的文化产品）	文化
互联网等信息网络传播视听节目管理办法	2004 年	从事信息网络传播视听节目业务，应取得《信息网络传播视听节目许可证》。《信息网络传播视听节目许可证》由广电总局按照信息网络传播视听节目的业务类别、接收终端、传输网络等项目分类核发	音频

数据来源：艾瑞咨询，中国产业信息，东吴证券研究所整理

2.1.2. 积极建设“人机结合”审核系统，提升效率

人民网积极建设“内容审核云平台”。搭建审核平台，吸引其他网络媒体和互联网平台入驻，通过平台对自身和外部内容进行集中审核、统一管理，实现审核操作标准化和智能化，利用集约效应，提高审核效率，降低相关网络媒体和平台内容风险管理成本。

在目前网络原创内容大规模快速发展的背景下，人工已经难以单独承担并完成网络内容审核的工作，借助大数据、智能算法等技术，互联网信息传播的效率和精准度大大提升。人民网自 2018 年起正在努力发展、完善技术审核系统，未来将依靠先进技术手段识别并控制大量的内容风险。

2.1.3. 完善人才机制，提升人民网在内容审核市场核心竞争力

2020 年 1 月 14 日，人民网发布了关于与人民日报签署《全国移动新媒体聚合平台项目委托合同》暨关联交易公告，合同规定，人民网主要负责建设为全国移动新媒体聚合平台项目提供底层和大数据支撑的全国新媒体云服务系统与软件支撑系统，合同总金

额为 2683 万元。人民网曾推出“人民党建云”平台，搭建起了“云信息，云服务，云管理”的党建宣传模式，目前已有超过 2600 家党组织入驻，在云平台的开发，管理，服务上有非常充分的经验。

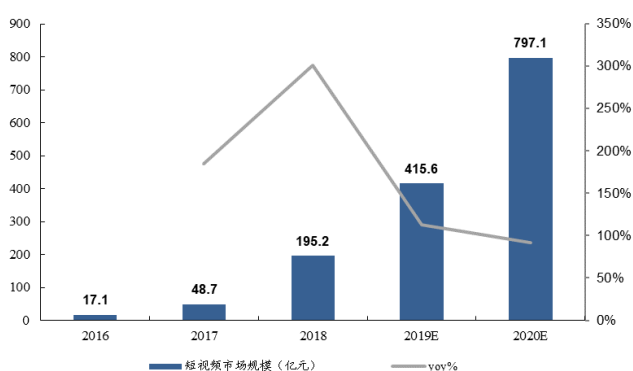
鉴于内容审核需要做到统一标准，因此对于风控人员的管理尤为重要，风控人员需要具备统一标准、统一思想，形成统一操作；同时，严格审核不是一尘不变的操作，要考虑效率，效果和效益。同时，虽然智能化模型可以识别部分内容，但“智能化”水平有限，需要更多的专业人员辅助，特别是涉及时政、财经、文史等深度内容，因此，人工干预、人机结合是当前仍无法替代的一种审核模式。

针对这些因素，人民网具有严格的绩效考核系统和完善的风控内容培训机制，通过不断完善内部管理机制、培养能力超群的审核人才队伍，同时，组建高级专家团队对“精”“专”内容进行审核，可以大幅提升内容审核的效率，最终帮助网络平台降低内容风险、提升整体效益。

2.1.4. 市场规模增量空间较大

第三方内容审核市场主要由于目前互联网创作内容市场蓬勃发展，整个原创内容市场合计规模保守估计超过 1000 亿，并且如短视频等原创内容市场规模和其衍生产业链如 MCN 等电商产业正处于快速发展时期，预计未来对于互联网内容需求审核需求将进一步打开。

图 12: 短视频市场规模 (亿元)



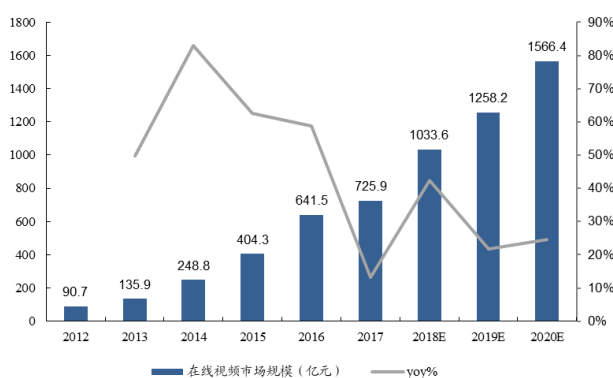
数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图 13: 移动阅读市场规模 (亿元)



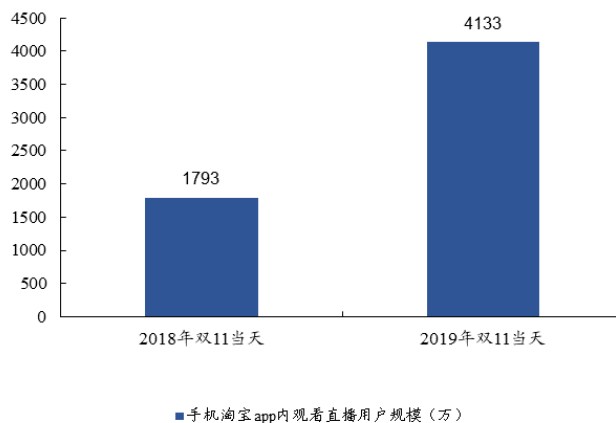
数据来源: 前瞻产业研究, 东吴证券研究所

图 14: 在线视频市场规模 (亿元)



数据来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

图 15: 手机淘宝直播用户规模



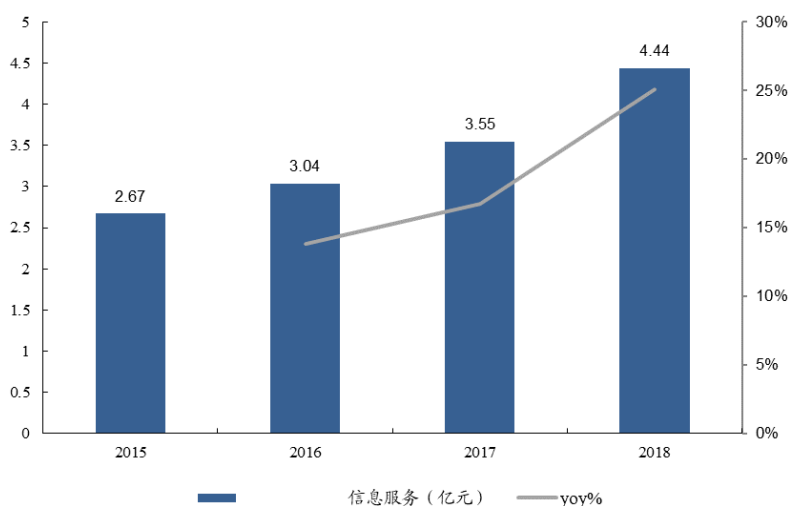
数据来源: Questmobile 东吴证券研究所

2.2. 信息服务

公司已形成完整的“信息采编-策划-信息发布-信息服务”的一体化经营产业链。在其他信息增值服务方面，公司通过新闻信息版权销售、舆情分析、舆情咨询研究、云服务及大数据服务等为用户提供智能化、个性化、多功能、安全性的服务；在内容代运营业务方面，公司为客户提供了各类网站、客户端、国内外社交媒体的建设及相关平台的内容代运营服务。

2018 年公司信息服务业务实现收入 4.44 亿元，同比增长 25.10%，增速不断提高。其主要原因在于，在内容代运营业务方面，公司加强了对信息服务业务的布局与市场拓展，挖掘舆情监测、舆情咨询、舆情大数据、“人民视频”等各类信息增值服务的市场空间，提高了业务的竞争力；同时，在信息服务业务方面，公司优化“人民党建云”平台的 PC 端和移动端，巩固版权+渠道的业务模式，全年公司信息服务业务收入稳中有增。

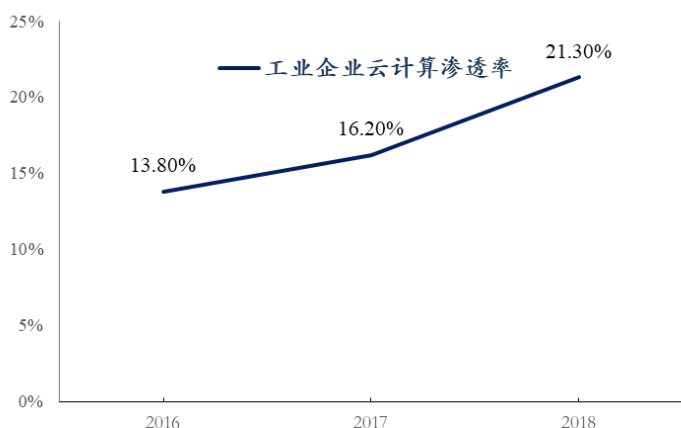
图 16：信息服务收入保持快速提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

B 端受制于成本、效率、决策等多重因素，导致 B 端信息化落后于 C 端，科技在 C 端的应用天然的比在 B 端的应用更具有传染性、敏感性。但随着获客成本的不断提高，电商、旅游等行业线上获客成本相对几年前上升了 5-10 倍，成本的上升必然带来流量增速的放缓，反观 B 端，企业的云计算渗透率呈现加速的态势，云化是企业未来发展的必然趋势。2018 年我国工业企业云渗透率达到 21.3%。

图 17：中国工业企业云计算渗透率



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

2.3. 广告及宣传服务

2.3.1. 人民网在各公众平台建立良好形象

人民网在多个公众平台建立账号，树立良好形象，吸引大量粉丝。截至 2018 年，人民网的地方领导留言板实现留言路径多渠道打通，各地答复、办理网民留言的总量突破 100 万项；人民网外文原创稿件全年达到 4.5 万条次，制作推出 285 条外宣短视频等新媒体作品，国际传播力持续提升。2018 年，人民网社交账号媒体矩阵影响力保持领先，人民网新浪微博粉丝总数 6188 万，居新浪微博平台全国网络媒体第一名；人民网微信公众号订阅数突破 661 万；由人民网运维的人民日报海外社交媒体 6 个官方账号，粉丝总量超过 6115 万；人民网在抖音等主要短视频平台的账号粉丝总数突破 845 万。

图 18：人民网在不同平台树立良好形象

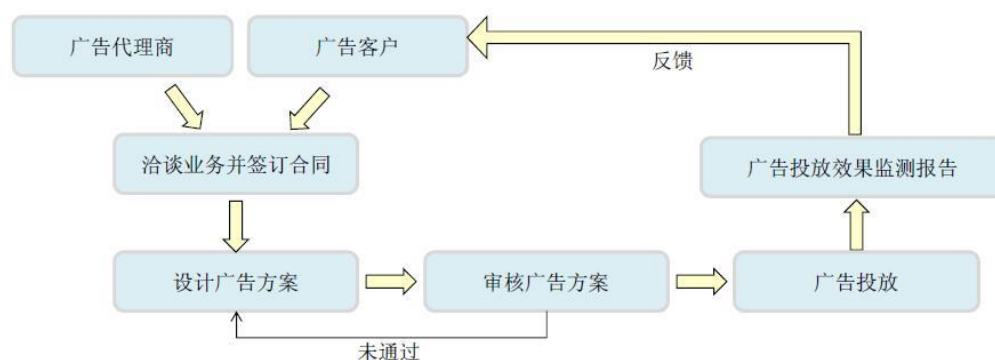


数据来源：抖音，微博，东吴证券研究所

2.3.2. 移动广告收入保持提升

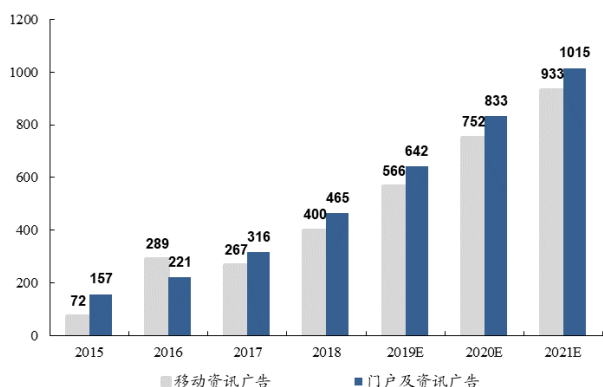
在广告及宣传服务方面，公司在网站、客户端、互动社区等页面、栏目上，通过文字链、图片、多媒体等表现形式为客户提供多维度的广告及宣传服务。这得益于公司所拥有的人民网以及环球网、海外网等子公司的网络运营平台和活动及赛事服务平台。随着网民中移动客户端的占比不断提升，以及流量变现的盛行，移动客户端广告，尤其是App广告，在互联网广告的占比重不断提高。2019年，中国互联网广告中的移动客户端广告已经稳定在了90%以上。

图 19：公司广告及宣传领域业务流程图



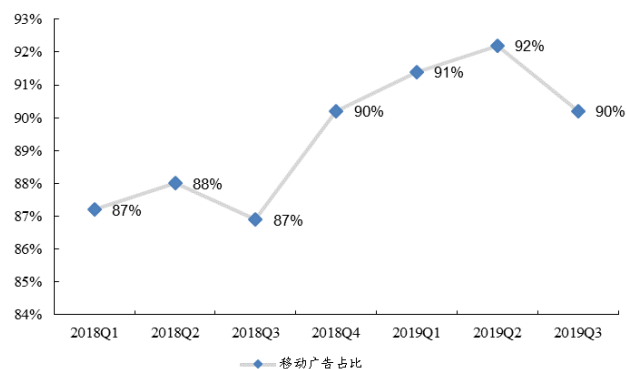
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：中国互联网广告市场规模（亿元）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 21：移动广告在整体互联网广告占比%



数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

3. 盈利预测：

公司目前已经在新闻舆论领域里建立了品牌优势，吸引了大量的优质企业和政府事业单位客户，未来公司三大业务有望共同推进业绩增长。

- 1, **广告及宣传业务**：自 17 年转型以来，人民网及旗下各类平台的传播影响力不断提升，2018 年，人民网居微博全国网络媒体第一名；微信公众号订阅数突破 661 万；在抖音等主要短视频平台的账号粉丝总数突破 845 万，未来，随着公司社交媒体矩阵影响力不断提升，公司的广告用户群体将持续扩大，将通过不同形式提供多维度的广告及宣传服务，该业务收入将保持快速增长。
- 2, **移动增值服务**：内容风控业务成为驱动该业务增长核心动力：（1）外因：未来随着网络内容市场蓬勃发展（阅读，视频，短视频，新闻资讯等），第三方内容审核需求将不断扩大，公司有望凭借其独有优势，在该领域取得成功，推动业绩快速增长。（2）内因：人民网凭借自身政治和品牌优势，已率先在内容审核领域建立优质品牌形象，客户群体不断扩大，促进收入增长。
- 3, **信息服务及其他**：近年，公司对舆情监测、数据服务等产品的技术持续优化，有效提升数据产业服务能力，同时，人民在线舆情大数据业务“云”化取得重要进展；公司旗下环球网媒体代运营业务发展良好，19H1 业绩实现同比扭亏为盈，预计未来信息服务业务收入和毛利将逐步提升。

我们预计公司 19-21 年营业收入将达 21.06/25.37/30.09 亿元，同比增长 24.3%/20.5%/18.6%；预计归母净利润达 2.89/3.55/4.42 亿元，同比增长 35%/23%/24%，对应 EPS 为 0.26/0.32/0.4 元，对应 PE 为 76/62/50 倍，目前公司估值处于历史较低位，首次覆盖，予以“买入”评级。

图 22：人民网历史 PE(TTM)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 可比公司估值表

	EPS(摊薄) (元)			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
新华网 (603888.SH)	0.57	0.67	0.80	46.18	39.57	33.03
浙数文化 (600633.SH)	0.43	0.49	0.56	20.43	17.76	15.55
中视传媒 (600088.SH)	0.39	0.47	0.55	32.64	26.89	23.14

数据来源: 盈利预测均来自 wind 一致预期 (以 2020.02.05 收盘价为基准), 东吴证券研究所

表 4: 分业务收入及毛利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (亿元)	1431.79	1400.64	1693.70	2105.51	2537.14	3009.05
广告及宣传服务	641.75	585.47	778.26	1011.74	1264.67	1555.55
yoy%		-8.77%	32.93%	30.00%	25.00%	23.00%
移动增值业务	460.17	380.73	313.19	375.83	432.20	497.03
yoy%		-17%	-18%	20.00%	15.00%	15.00%
信息服务	304.41	354.60	443.59	541.18	638.59	734.38
yoy%		16.5%	25.1%	22%	18%	15%
其他业务	25.47	79.84	158.66	176.76	201.67	222.09
yoy%		213.5%	98.7%	11.4%	14.1%	10.1%
毛利率	42.51%	34.77%	44.69%	45.01%	47.07%	48.19%
广告及宣传服务	43.0%	37.3%	54.8%	55.0%	55.0%	55.0%
移动增值业务	46.1%	34.5%	43.1%	43.0%	45.0%	50.0%
信息服务	37.17%	34.13%	29.35%	29.35%	35.00%	35.00%
其他业务	27.3%	20.5%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示：

1， 政策监管趋严：互联网内容行业变化较大，行业政策较多，审核策略调整可能跟不上政策变化。

2， 行业竞争加剧：随着目前第三方审核行业蓬勃发展，多家公司布局，可能导致未来行业竞争激烈。

3， 宏观经济风险：公司广告业务为重要收入来源，宏观经济下滑将影响广告主投放广告预算，致使公司收入下滑。

人民网三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,970	3,416	3,780	4,522	营业收入	1,694	2,106	2,537	3,009
现金	768	980	1,306	1,788	减:营业成本	937	1,158	1,343	1,559
应收账款	492	624	721	874	营业税金及附加	31	32	51	60
存货	18	22	25	30	营业费用	305	337	426	542
其他流动资产	1,692	1,790	1,728	1,830	管理费用	190	232	254	301
非流动资产	1,160	1,219	1,277	1,316	财务费用	-3	8	-1	-11
长期股权投资	501	552	605	658	资产减值损失	40	49	71	60
固定资产	133	145	151	152	加:投资净收益	91	134	132	111
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	17	19	24	22	营业利润	272	424	525	610
其他非流动资产	509	503	497	483	加:营业外净收支	11	13	14	10
资产总计	4,130	4,635	5,057	5,838	利润总额	282	438	539	620
流动负债	864	1,110	1,119	1,409	减:所得税费用	20	35	46	46
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	48	114	137	131
应付账款	187	253	257	335	归属母公司净利润	214	289	355	442
其他流动负债	676	857	862	1,073	EBIT	259	412	504	573
非流动负债	25	25	25	25	EBITDA	319	456	562	641
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	25	25	25	25	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	889	1,135	1,144	1,434	每股收益(元)	0.19	0.26	0.32	0.40
少数股东权益	251	365	502	634	每股净资产(元)	2.70	2.84	3.08	3.41
归属母公司股东权益	2,991	3,136	3,410	3,771	发行在外股份(百万股)	1106	1106	1106	1106
负债和股东权益	4,130	4,635	5,057	5,838	ROIC(%)	8.0%	12.0%	13.4%	14.0%
					ROE(%)	8.1%	11.5%	12.6%	13.0%
					毛利率(%)	44.7%	45.0%	47.1%	48.2%
					销售净利率(%)	12.6%	13.7%	14.0%	14.7%
					资产负债率(%)	21.5%	24.5%	22.6%	24.6%
					收入增长率(%)	20.9%	24.3%	20.5%	18.6%
					净利润增长率(%)	139.2%	35.1%	23.0%	24.4%
					P/E	102.82	76.12	61.90	49.76
					P/B	7.35	7.01	6.45	5.83
					EV/EBITDA	67.46	46.92	37.74	32.53

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

