

## 买入

## 生态升级初显成效，免费阅读战略持续推进

### 阅文集团 (772.HK)

2021-06-01 星期一

目标价:	<b>101.0 港元</b>
现价:	82.0 港元
预计升幅:	24.6%

### 重要数据

日期	2021-05-28
收盘价 (港元)	82.0
总股本 (百万股)	1,018.8
总市值 (百万港元)	83,542
净资产 (百万港元)	18,403
总资产 (百万港元)	25,981
52周高低 (港元)	95.75/43.00
每股净资产 (港元)	17.65

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

腾讯	59.17%
----	--------

### 相关报告

阅文集团 (772. US) - 首发报告-20200518

### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

### 投资要点

#### ➤ 全年阅读活跃用户增长，2020 下半年有明显回升:

公司 2020 实现收入 85.3 亿元，其中下半年环比上半年增长 61.5%，主要是疫情恢复及在线阅读增长驱动，全年实现经调整 EBITDA 为 10.3 亿元，同比下降 17.6%，经调整盈利为 9.2 亿元，其中下半年实现 8.9 亿元。阅文集团自有平台产品及腾讯产品自营渠道的平均月活跃用户数为 2.3 亿，月付费用户数为 1020 万，月均 ARPU 为 34.7 元。

#### ➤ 新丽超额完成对赌，未来精品陆续上线:

2020 年新丽传媒实现营收 20.33 亿，净利润 4.07 亿。根据新的对赌协议，新丽传媒达到了 2020 年的最高净利润要求，超额完成对赌协议，未来新丽再次出现减值的概率较低。目前阅文集团正在与越来越多的生态合作伙伴共同推进以动漫、影视等多样化的 IP 商业化形式，提升公司 IP 影响力及价值。

#### ➤ 免费阅读战略持续推进，生态升级初显成效:

2021 年 4 月腾讯 QQ 浏览器宣布“小说频道”变更为“免费小说”频道，未来致力于为用户提供正版免费数字阅读服务。QQ 浏览器与阅文客群有较高重合度。阅文集团能够通过免费阅读模式吸引更多新用户，未来商业化潜力巨大。

#### ➤ 维持“买入”评级:

公司为中国在线文学龙头且与腾讯泛娱乐板块有较强的业务协同性，未来业务发展值得长期看好，通过分布估值法得到公司合理估值为 1028 亿港元，对应 2021 年 55 倍 PE。因此给予公司 101.0 港元的目标价，较现价有 24.6% 升幅，维持“买入”评级。

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	8,348	8,526	10,255	12,059	14,176
同比增长	65.69%	2.13%	20.29%	17.59%	17.56%
净利润	1,096	-4,484	1,535	1,757	1,857
同比增长	21.9%	-504.6%	-134.2%	14.4%	5.7%
净利润率	13.13%	-52.59%	14.97%	14.57%	13.10%
每股盈利 (元)	1.08	-4.40	1.51	1.72	1.82
PE	61.8	-15.1	44.1	38.5	36.5

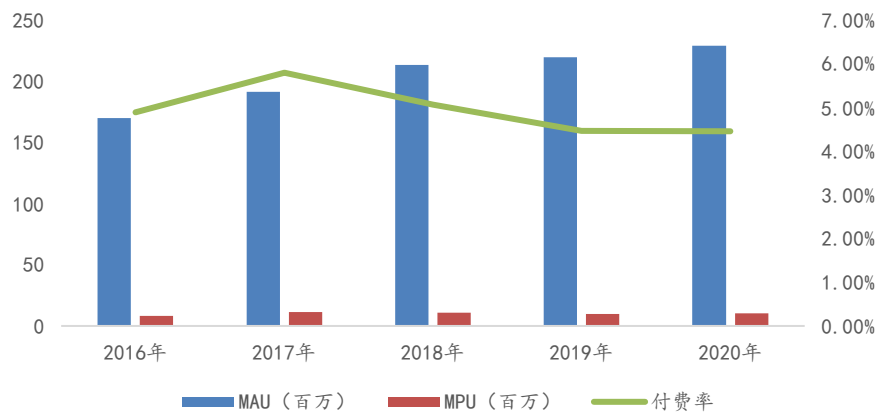
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 阅读活跃用户增长，2020 下半年有明显回升：

公司 2020 实现收入 85.3 亿元，其中下半年环比上半年增长 61.5%，主要是疫情恢复及在线阅读增长驱动，全年实现经调整 EBITDA 为 10.3 亿元，同比下降 17.6%，经调整盈利为 9.2 亿元，其中下半年实现 8.9 亿元。分业务来看，2020 年在线业务收入同比增长 32.9% 至 49.3 亿元，占总收入的 57.9%。在线阅读业务方面，阅文集团自有平台产品在线业务收入同比增长 61.0% 至 39.0 亿元，主要是内容渠道扩展及用户为付费意愿提高所带动。分渠道看，腾讯产品自营渠道在线业务收入同比减少 18.4% 至 6.8 亿元，主要是由于公司战略调整，在腾讯端发展免费阅读，从而使得腾讯自营渠道的收入减少。第三方平台在线业务收入同比减少 22.8% 至 3.5 亿元，主要是由于第三方平台合作伙伴的收入减少所致。运营数据方面，阅文集团自有平台产品及腾讯产品自营渠道的平均月活跃用户数为 2.3 亿，月付费用户数为 1020 万，月均 ARPU 为 34.7 元。目前平台上拥有 900 万位作家，作品总数达 1390 万部。版权运营收入为 34.5 亿元，其中新丽传媒实现收入 20.3 亿元，净利润 4.3 亿元。

图 1：公司业务运营情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

### 新丽超额完成对赌，未来精品陆续上线：

此前新丽传媒连续两年未完成对赌协议，而 2020 年由于疫情原因也导致新丽传媒无法完成对赌协议，因此集团于 2020 年 8 月与新丽传媒原股东重新签订了为期 5 年（2020—2024 年）对赌协议，将净利润的要求降到了最低 2 亿、3 亿、3 亿、3 亿和 3 亿，最高 4 亿、5 亿、5 亿、5 亿和 5 亿。2020 年新丽传媒实现营收 20.33 亿，净利润（扣除政府补贴）4.07 亿。根据新的对赌协议，新丽传媒达到了 2020 年的最高净利润要求，超额完成对赌协议。但是公司考虑到中国宏观行业环境的波动和转变对影视行业的深度调整，以及新冠肺炎疫情对影视项目制作周期造成的不利影响，

决定对新丽传媒相关的商誉及商标权分别计提减值准备 40.16 亿元及 3.9 亿元。我们认为新的对赌协议对新丽而言的完成难度较过去已经有极大的减轻，再加上年初《你好，李焕英》成绩卓越，作为投资方之一的新丽传媒在 2021 年业绩不达标的可能非常小，考虑到以上因素，未来新丽再次出现减值的概率较低。自去年四季度以来，新丽传媒、腾讯影业和阅文影视成为腾讯和阅文深度布局影视业务、强化数字内容业务耦合的“三驾马车”，另外集团同腾讯动漫一起发布联合开发“300 部漫改计划”，目前阅文集团正在与越来越多的生态合作伙伴共同推进以动漫、影视等多样化的 IP 商业化形式，提升公司 IP 影响力及价值。

**图 2：新丽传媒持续推出精品**



资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

### 免费阅读战略持续推进，生态升级初显成效：

2021 年 4 月腾讯 QQ 浏览器宣布“小说频道”变更为“免费小说”频道，未来致力于为用户提供正版免费数字阅读服务。QQ 浏览器将从阅文获取授权作品，作为一款拥有 4 亿多月活跃用户的超级 APP 入口，其中 35 岁以下用户占比达 75%，这类用户普遍偏好类型覆盖都市、玄幻、现言、仙侠、都市、古言、青春等题材作品，而阅文本身在这类题材有丰富的储备，因此双方客群有较高重合度，阅文集团通过免费阅读模式吸引更多新用户，未来商业化潜力巨大。从去年 8 月阅文与 QQ 浏览器深度合作以来，QQ 浏览器免费小说阅读的消费时长增长了 650%，并且在 2020 年 12 月，阅文免费内容的平均 DAU 达到了 1000 万，取得重大突破。未来免费阅读与付费阅读业务协同发展，让内容和平台螺旋式升级，在供给端进一步激活生产力，提供更多优质的网络文学内容给到用户。

### 看好公司未来 IP 商业化潜力，维持买入评级：

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.51/1.72/1.82 元，当前股价对应 PE 为 49.4/43.1/40.8 倍。公司为中国在线文学龙头且与腾讯泛娱乐板块有较强的业务协同性，未来业务发展值得长期看好：1、在线阅读业务：预计公司 2021 年在线阅读业

务收入 57.7 亿元，2020-2022 年业务整体增速保持在 15%左右，考虑港股市场在文学内容平台标的稀缺性以及公司在 IP 研发及运营上的绝对龙头优势，我们给予公司在在线阅读业务 2021 年 35 倍 PE 估值，对应约 498 亿港元市值。2、版权运营业务：目前公司通过将文学作品版权授权给网络游戏公司、影视剧制作公司及线下图书出版商等合作方获得版权收入，目前公司平台掌握了市场上半以上的优质 IP 内容。丰富的 IP 资源，为公司版权运营业务打下良好增长基础。而且公司内容在腾讯泛娱乐板块下未来有较大提升空间，因此在给予该业务收入 2021 年 10 倍 PS 收入，对应估值约为 530 亿港元。综上，我们得到公司合理估值为 1028 亿港元，对应 2021 年 55 倍 PE。因此给予公司 101.0 港元的目标价，维持“买入”评级。

### 财务报表预期

财务报表摘要						财务分析					
<b>损益表</b>											
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>8,348</b>	<b>8,526</b>	<b>10,255</b>	<b>12,059</b>	<b>14,176</b>	<b>盈利能力</b>					
成本	(4,656)	(4,292)	(5,445)	(6,382)	(7,564)	毛利率 (%)	44.2%	49.7%	46.9%	47.1%	46.6%
<b>毛利</b>	<b>3,692</b>	<b>4,234</b>	<b>4,810</b>	<b>5,676</b>	<b>6,612</b>	EBITDA 率 (%)	14.3%	-52.5%	17.1%	17.1%	15.6%
销售费用	(2,074)	(2,498)	(2,564)	(3,015)	(3,544)	净利率 (%)	13.3%	-52.8%	15.0%	14.6%	13.1%
管理费用	(1,010)	(874)	(1,108)	(1,266)	(1,488)	ROE	5.7%	-29.8%	9.2%	9.4%	9.0%
利息收入	158	116	116	116	25	<b>营运表现</b>					
其他收益	429	(5,453)	499	548	603	费用/收入 (%)	35.1%	38.2%	34.7%	34.5%	35.3%
<b>除税前溢利</b>	<b>1,194</b>	<b>(4,475)</b>	<b>1,754</b>	<b>2,060</b>	<b>2,207</b>	实际税率 (%)	5.7%	0.9%	9.0%	11.8%	13.2%
其他费用及收益	(14)	(64)	(56)	(54)	(51)	存货周转天数	47	48	50	54	59
所得税	(68)	39	(157)	(243)	(292)	应收账款天数	145	139	139	139	139
<b>净利润</b>	<b>1,112</b>	<b>(4,500)</b>	<b>1,541</b>	<b>1,763</b>	<b>1,864</b>	应付账款天数	79	87	87	87	87
净利润	1,096	(4,484)	1,535	1,757	1,857	<b>财务状况</b>					
(不含少数股东权益)						负债/权益	0.12	0.11	0.10	0.09	0.08
<b>增长</b>						收入/总资产	0.32	0.40	0.43	0.46	0.49
总收入 (%)	65.7%	2.1%	20.3%	17.6%	17.6%	总资产/权益	1.35	1.41	1.42	1.41	1.41
净利润 (%)	21.9%	-504.6%	-134.2%	14.4%	5.7%	<b>现金流量表</b>					
						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
<b>资产负债表</b>											
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	42	40	43	48	55	净利润	1,112	(4,500)	1,541	1,763	1,864
无形资产	12,169	7,676	7,739	7,835	7,953	非现金调整	431	6,093	486	614	821
递延税项资产	191	189	189	189	189	资本变动	(601)	(342)	(339)	(573)	(706)
投资	93	83	83	83	83	已付所得税及利息	(160)	(141)	(157)	(243)	(292)
其他资产	1,566	1,828	1,828	1,828	1,828	<b>经营活动现金流</b>	<b>783</b>	<b>1,110</b>	<b>1,531</b>	<b>1,560</b>	<b>1,686</b>
<b>固定资产合计</b>	<b>14,059</b>	<b>9,815</b>	<b>9,882</b>	<b>9,983</b>	<b>10,108</b>	业务合并	0	0	0	0	0
存货	606	572	749	955	1,235	投资变动	(1,489)	(4,293)	(318)	(381)	2,953
应收账款	3,366	3,296	3,965	4,662	5,481	已收利息	194	104	116	116	25
预付款项	668	735	859	980	1,119	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,295)</b>	<b>(4,189)</b>	<b>(201)</b>	<b>(264)</b>	<b>2,977</b>
版权	1,108	640	777	990	1,281	贷款变动	(1,765)	(89)	(62)	(62)	(62)
存款	511	3,409	3,409	3,409	0	电影投资款项变动	(165)	(3)	0	0	0
货币资金	5,932	2,848	4,116	5,350	9,951	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,930)</b>	<b>(92)</b>	<b>(62)</b>	<b>(62)</b>	<b>(62)</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>12,191</b>	<b>11,500</b>	<b>13,874</b>	<b>16,346</b>	<b>19,066</b>	<b>现金变化</b>	<b>(2,442)</b>	<b>(3,171)</b>	1,268	1,234	4,601
应付账款	1,021	1,040	1,319	1,546	1,832	期初持有现金	8,342	5,932	2,848	4,116	5,350
借款	1,303	554	554	554	554	汇兑变化	32	87	0	0	0
金融负债	1,122	358	358	358	358	<b>期末持有现金</b>	<b>5,932</b>	<b>2,848</b>	<b>4,116</b>	<b>5,350</b>	<b>9,951</b>
其他负债	2,263	2,080	2,568	3,005	3,540						
应交所得税	205	184	184	184	184						
<b>流动负债合计</b>	<b>5,914</b>	<b>4,217</b>	<b>4,984</b>	<b>5,649</b>	<b>6,470</b>						
递延税项负债	323	188	188	188	188						
其他长期负债	603	1,812	1,812	1,812	1,812						
<b>长期负债合计</b>	<b>926</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>						
<b>股东权益合计</b>	<b>19,411</b>	<b>15,099</b>	<b>16,772</b>	<b>18,680</b>	<b>20,704</b>						

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>