

买入

《雪中悍刀行》表现亮眼，版权运营业绩将释放

阅文集团 (772.HK)

2022-01-18 星期二

投资要点

目标价:	64.6 港元
现价:	50.9 港元
预计升幅:	26.99%

重要数据

日期	2022-01-17
收盘价 (港元)	50.9
总股本 (百万股)	1,022
总市值 (百万港元)	52,200
净资产 (百万港元)	20,054
总资产 (百万港元)	27,682
52 周高低 (港元)	95.75/44.30
每股净资产 (港元)	16.02

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

THL A13 Limited	27.30%
Qinghai Lake Investment	22.64%
Tencent Mobility Limited	7.69%

相关报告

阅文集团 (772. US) - 首发报告-20200518

《雪中悍刀行》表现亮眼，丰富 IP 储备有望带动未来影视业绩提升:

公司自有 IP《雪中悍刀行》在央视和腾讯视频上映，根据猫眼电影的数据，截至 22 年 1 月 16 日 15 时，《雪中悍刀行》累计播放量破 57.2 亿，居于电视剧播放量第三，从该剧优异表现来看，能在一定程度上能推动盈利增长。丰富影视产能有望陆续带动业绩提升。由新丽、阅文影视等出品的古装喜剧电影《李茂换太子》定档元旦档，截至 22 年 1 月 16 日 15 时，猫眼累计票房为 3.74 亿；喜剧电影《这个杀手不太冷静》定档 22 年 2 月 1 日春节档，猫眼显示想看人数为 37.83 万。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。

下调盈利预测，维持“买入”评级:

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.42/1.63/1.83 元，当前股价对应 PE 为 29.1/25.3/22.5 倍，盈利预测较之前有所下调，主要反映了今年疫情的反复导致公司版权运营业务出现一定波动。但是考虑到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，我们对公司未来 2 年业务增长仍然看好：1、在线阅读业务：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，我们给予公司在线阅读业务 2021 年 20 倍 PE 估值。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有一半以上的优质 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 7 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 658 亿港元，对应 2021 年 37 倍 PE。给予公司 64.6 港元的目标价，维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业额	8,348	8,526	9,645	11,357	13,369
同比增长	65.69%	2.13%	13.13%	17.75%	17.71%
净利润	1,096	-4,484	1,443	1,659	1,869
同比增长	21.9%	-504.6%	-132.2%	15.0%	12.7%
净利润率	13.13%	-52.59%	14.96%	14.61%	13.98%
每股盈利 (元)	1.08	-4.40	1.42	1.63	1.83
PE	38.3	-9.4	29.1	25.3	22.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

报告正文

《雪中悍刀行》表现亮眼，丰富 IP 储备有望带动未来影视业绩提升：

自有 IP《雪中悍刀行》于 12 月 15 日在央视和腾讯视频上映，根据猫眼电影的数据，截至 22 年 1 月 16 日 15 时，《雪中悍刀行》累计播放量破 57.2 亿，居于电视剧播放量第三，从该剧优异表现来看，能在一定程度上能推动盈利增长。

丰富影视产能有望陆续带动业绩提升。根据猫眼电影数据，由新丽、阅文影视等出品的古装喜剧电影《李茂换太子》定档元旦档，截至 22 年 1 月 16 日 15 时，猫眼累计票房为 3.74 亿；由新丽、开心麻花主出品，马丽、魏翔等主演的喜剧电影《这个杀手不太冷静》定档 22 年 2 月 1 日春节档，猫眼显示想看人数为 37.83 万。公司后续将推出《纵有疾风起》、《风起陇西》、《斗破苍穹 2》、《玫瑰之战》、《潜伏者》、《超时空大玩家》等 6-8 部剧，1-2 部电影排播。此外联手平台方，50+部动画、300+部动漫规划中，产能加速扩张。动画方面，阅文自制的 IP 改编动画《斗破苍穹》等收获高热度，后续超过 50 部作品筹备中；剧集方面，《赘婿》和《斗罗大陆》位列云合数据 21H1 连续剧有效播放榜单 Top3。漫画方面，根据近期 2021 年度发布会披露的进度，网文漫改计划中的《牧龙师》、《穹顶之上》等 100 余部作品将陆续上线。此外，阅文也积极推动与国内动漫行业的龙头平台“快看动漫”的深度合作，双方合作开发的第一批 30 多个网文 IP 也已进入改编环节。

此外，公司《庆余年 2》、《庆余年 3》、《赘婿 2》、《斗罗大陆 2》等系列剧也在加速开发中。在腾讯视频 2022 年招商会中，宣布《庆余年第二季》的回归，11 月 9 日，《庆余年》第二季、第三季同时备案，备案剧集数为 30 集数略低于第一季的 46 集。反映出公司持续推进 IP 系列影视剧的改变模式，公司另一部热门影视剧《赘婿》的第二季也已经进行了发布宣传会，我们认为公司后续将推出更多系列化的 IP 改编影视剧。

表 1：新丽传媒后续影视作品名单

剧集名称	项目进展	主创	类型	项目介绍
《雪中悍刀行》	播出	张若昀	古装/ 武侠	改编自烽火戏诸侯同名小说，讲述一位世家子弟徐凤年历经磨难最终成长为北凉王的故事
电影《李茂换太子》	定档 2022 元旦档	马丽/ 常远	古装/ 架空	小捕快李茂发现自己竟与当朝太子相貌相同，一个想进宫晋升，一个想出宫自由，二人交换身份的故事。
电影《这个杀手不太冷静》	定档 2022 春节档	马丽/ 魏翔	喜剧	讲述一个演员误打误撞成为“真杀手”的故事
《人世间》	21 年底/22 年初播出	雷佳音 /宋佳	年代剧	改编自梁晓声同名小说，以男主角生活轨迹为线索，开始于 1970 年代，跨度超过五十年，展现平凡人物真实生活和奋斗历程。
《纵有疾风起》	预计 2022 年 2 月	靳东/ 宋佳	都市 / 情感	讲述几个志同道合的人一起创业，成立灰鲸公关公司，实现个人价值的故事。
《实习律师》	2021 年 8 月 备案		都市/ 职场	初入职场的实习律师们为每次诉讼准备资料、出谋划策，逐步成长。
《玫瑰之战》	拍摄中	袁泉/ 黄晓明	都市 / 情感	讲述了主角们突破自我，成长为独当一面的独立女性的故事。
《潜伏者》	2021 年 11 月开机	蒋欣/ 黄晓明	近代/ 谍战	近代 谍战生活剧
《庆余年 2》	预计 21Q4/22Q1 开机	张若昀 /李沁	古装/ 架空	改编自阅文旗下起点中文网作家猫腻的同名小说，讲述了一个有着神秘身世的少年范闲，自海边小城初出茅庐，历经家族、江湖、庙堂的种种考验、锤炼的故事。
《赘婿 2》	预计 2022Q2 开机	郭麒麟 /宋轶	古装/ 架空	续作，改编自阅文旗下起点中文网作家愤怒的香蕉同名小说。

资料来源：公司公告、公司官微、国元证券经纪(香港)整理

下调盈利预测，但看好公司未来 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 1.42/1.63/1.83 元，当前股价对应 PE 为 29.1/25.3/22.5 倍，盈利预测较之前有所下调，主要反映了今年疫情的反复导致公司版权运营业务出现一定波动。但是考虑到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，我们对公司未来 2 年业务增长仍然看好：1、在线阅读业务：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，我们给予公司在线阅读业务 2021 年 20 倍 PE 估值。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 7 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 658 亿港元，对应 2021 年 37 倍 PE。给予公司 64.6 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					
损益表											
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	8,348	8,526	9,645	11,357	13,369	盈利能力					
成本	(4,656)	(4,292)	(5,445)	(6,382)	(7,564)	毛利率 (%)	44.2%	49.7%	43.5%	43.8%	43.4%
毛利	3,692	4,234	4,200	4,975	5,806	EBITDA 率 (%)	14.3%	-52.5%	17.1%	17.2%	16.6%
销售费用	(2,074)	(2,498)	(2,122)	(2,499)	(2,808)	净利率 (%)	13.3%	-52.8%	15.0%	14.7%	14.0%
管理费用	(1,010)	(874)	(1,042)	(1,193)	(1,404)	ROE	5.7%	-29.8%	8.7%	9.0%	9.1%
利息收入	158	116	116	116	25	营运表现					
其他收益	429	(5,453)	499	548	603	费用/收入 (%)	35.1%	38.2%	31.6%	31.5%	31.3%
除税前溢利	1,194	(4,475)	1,651	1,949	2,222	实际税率 (%)	5.7%	0.9%	8.9%	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	(148)	(230)	(294)	应收账款天数	145	139	139	139	139
净利润	1,112	(4,500)	1,448	1,665	1,876	应付账款天数	79	87	87	87	87
净利润	1,096	(4,484)	1,443	1,659	1,869	财务状况					
(不含少数股东权益)						负债/权益	0.12	0.11	0.10	0.09	0.08
增长						收入/总资产	0.32	0.40	0.41	0.44	0.46
总收入 (%)	65.7%	2.1%	13.1%	17.7%	17.7%	总资产/权益	1.35	1.41	1.41	1.41	1.41
净利润 (%)	21.9%	-504.6%	-132.2%	15.0%	12.7%	现金流量表					
资产负债表											
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<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)	1,448	1,665	1,876
无形资产	12,169	7,676	7,739	7,835	7,953	非现金调整	431	6,093	477	600	823
递延税项资产	191	189	189	189	189	资本变动	(601)	(342)	(167)	(547)	(676)
投资	93	83	83	83	83	已付所得税及利息	(160)	(141)	(148)	(230)	(294)
其他资产	1,566	1,828	1,828	1,828	1,828	经营活动现金流	783	1,110	1,611	1,488	1,728
固定资产合计	14,059	9,815	9,882	9,983	10,108	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	3,729	4,391	5,169	已收利息	194	104	116	116	25
预付款项	668	735	859	980	1,119	投资活动现金流	(1,295)	(4,189)	(201)	(264)	2,977
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	4,196	5,358	10,002	融资活动现金流	(1,930)	(92)	(62)	(62)	(62)
流动资产合计	12,191	11,500	13,719	16,083	18,805	现金变化	(2,442)	(3,171)	1,348	1,162	4,644
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	4,196	5,358
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	期末持有现金	5,932	2,848	4,196	5,358	10,002
其他负债	2,263	2,080	2,505	2,933	3,457						
应交所得税	205	184	184	184	184						
流动负债合计	5,914	4,217	4,921	5,576	6,387						
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						
长期负债合计	926	2,000	2,000	2,000	2,000						
股东权益合计	19,411	15,099	16,679	18,489	20,526						

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>