

**买入****IP 运维产业链已打通，高质量产品储备充足**

阅文集团 (772.HK)

2022-5-17 星期二

目标价:	<b>43.6 港元</b>
现价:	31.3 港元
预计升幅:	39.3%

**重要数据**

日期	2022-05-16
收盘价 (港元)	31.3
总股本 (百万股)	1,022
总市值 (百万港元)	33,114
净资产 (百万港元)	21,021
总资产 (百万港元)	28,495
52 周高低 (港元)	94.80/23.00
每股净资产 (港元)	20.57

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

THLA13Limited	27.21%
QinghaiLakeInvestment	22.57%
TencentMobilityLimited	7.66%

**相关报告**

阅文集团 (772.US) - 首发报告-20200518  
 更新报告-20210106、20210601、20220118

**研究部**

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

**投资要点**

➤ “三驾马车”已起步，IP 生态链有望打造更多爆款：

IP 商业化方面，由腾讯影业、新丽传媒以及阅文影视联合组成的“三驾马车”目前已经高效协同，而其中阅文由文字 IP 到动漫影视作品的产出效率则提升明显。首先电视剧 2022 年有望上线 6-8 部剧。电影方面，2022 春节档《这个杀手不太冷静》斩获了 26.23 亿票房，元旦档《李茂换太子》实现票房 4.62 亿票房，另外预计在疫情稳定的背景下，全年还有共 2-3 部电影上映。目前阅文将众多经典 IP 进行新的改编，比如电视剧《庆余年》、《赘婿》都将推出续集，公司通过自身搭建的 IP 生态链，与外部合作伙伴，推动了 IP 可视化、商业化和迭代，进一步释放了 IP 价值，产出“爆款”的确定性和整体抗风险性要更高。

➤ 在线文学加速进入海外市场，有望成为文化输出标杆：

海外市场方面，公司海外阅读平台 Webnovel 已向海外用户提供约 2100 部中文翻译作品，37 万部当地原创作品，累计用户超一亿。此外公司还投资了他国在线阅读品牌，例如泰国 OBU、韩国 Munpia。阅文与非洲手机之王传音成立合资公司来推广非洲阅读市场，与新加坡电信建立了新加坡网络文学业务合作。公司持续推动在线文学扬帆出海，用中国故事连接世界，这或为公司业绩增量带来新的空间。

➤ 持续看好公司未来 IP 商业化潜力，维持买入评级：

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.15/1.31/1.50 元，当前股价对应 PE 为 24.6/21.6/18.8 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，我们给予公司在线阅读业务 2022 年 20 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2022 年收入 5 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 446 亿港元，对应 2022 年 32 倍 PE。给予公司 43.6 港元的目标价，维持“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	8,526	8,668	9,605	10,998	12,682
同比增长	2.13%	1.67%	10.81%	14.50%	15.31%
净利润	-4,484	1,836	1,172	1,334	1,532
同比增长	-504.6%	-141.0%	-36.2%	13.9%	14.8%
净利润率	-52.59%	21.18%	12.20%	12.13%	12.08%
每股盈利 (元)	-4.39	1.80	1.15	1.31	1.50
PE	-6.4	15.7	24.6	21.6	18.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 付費閱讀 APRU 增長顯著，免費閱讀表現超预期：

2021 年，公司實現營業收入 86.68 億元，同比增長 1.67%，實現歸母淨利潤 18.47 億元，經調整歸母淨利潤 12.3 億元，同比增長 34.1%。在線業務板塊實現營業收入 53.08 億元，同比增長 9.6%，MAU 達到 2.49 億，同比增長 8.6%。其中自有平台在線業務收入 38.48 億元，同比減少 1.4%，主要是由於 2020 年上半年新冠疫情期間線上流量增加帶來了收入增加，導致收入對比基數較高所致；騰訊產品自營渠道在線業務收入 8.09 億元，同比增長 28.1%，主要系免費閱讀數量增加，使得廣告收入增長；第三方平台在線業務收入 6.51 億元，同比增長 110.9%，主要系現有第三方平台合作夥伴收入增加以及新增分發渠道所致。其中自有平台 MAU 為 1.17 億，同比減少 3.9%，主要系去年高基數影響；騰訊產品自營渠道 MAU 為 1.32 億，同比增長 22.7%，主要系免費閱讀用戶增長；公司付費用戶同比減少 14.7% 至 870 萬，而平均 APRU 同比增長 14.4% 至 39.7 元。免費用戶平均 DAU 為 1500 萬，同比增長 50%。免費加付費二者優勢互補，共同完善閱文的業務結構，驅動業績持續增長。版權運營及其他業務板塊實現收入 33.60 億元，同比減少 8.7%，主要是新麗傳媒收入下滑所致。

### “三駕馬車”已起步，IP 生態鏈有望打造更多精品內容：

IP 商業化方面，由騰訊影業、新麗傳媒以及閱文影視聯合組成的“三駕馬車”目前已經高效協同，而其中閱文由文字 IP 到動漫影視作品的產出效率則提升明顯。首先電視劇方面，除以上映的《人世間》之外，今年還有望上线《風起陝西》、《請叫我總監》、《斗破蒼穹 2》、《玫瑰之戰》、《潛伏者》、《清穿日常》、《女特警》等 6-8 部劇。電影方面，由貓眼、新麗、開心麻花、閱文聯合出品的 2022 春節檔《這個殺手不太冷靜》斬獲了 26.23 億票房，元旦檔《李茂換太子》實現票房 4.62 億票房，另外預計在疫情穩定的背景下，全年還有共 2-3 部電影上映。動畫方面，除現有《斗破蒼穹》續集之外，還將推出《星域四萬年》等新番。漫畫方面，閱文動漫與騰訊動漫組成聯合委員會，旨在提升動漫產出效率、改編數量以及動漫自制能力。IP 衍生品方面，公司在首選消費品、潮流玩具和線下实景消費等領域與上下游的合作夥伴聯手互動，在 IP 衍生環節進行深度參與開發，共同推動 IP 衍生業務開展。目前閱文眾多經典 IP，都在進行新的改編，比如電視劇《慶餘年》、《贅婿》都將推出續集，更多的動漫作品也將不斷推出新番。另外，公司提供數字工具來促進作家與讀者的互動，幫助作家創作出在未來經久不衰的 IP。遊戲方面，公司繼續

授权 IP 于行业内优秀游戏研发合作伙伴，打造精品游戏。阅文通过自身搭建的 IP 生态链，与外部合作伙伴，推动了 IP 可视化、商业化和迭代，进一步释放了 IP 价值。公司独特的业务模式和竞争力，相比于缺乏细分领域产业链优势的同行公司，阅文产出“爆款”的确定性和整体抗风险性要更高。

#### **在线文学加速进入海外市场，有望成为文化输出标杆：**

海外市场方面，截止 2021 年 12 月 31 日，公司海外阅读平台 Webnovel 已向海外用户提供约 2100 部中文翻译作品，37 万部当地原创作品，累计用户超一亿。此外公司还投资了他国在线阅读品牌，例如泰国 OBU、韩国 Munpia。阅文与非洲手机之王传音成立合资公司来推广非洲阅读市场，与新加坡电信建立了新加坡网络文学业务合作。欧美主流网站、东南亚各地区电视都能看见《庆余年》和《赘婿》等。此外，《人世间》的海外播映权授权给了 Disney，《赘婿》真人剧翻拍授权给韩国 Watcha。阅文连续四年获得广电总局和相关部委评定的国家文化出口重点企业，《庆余年》也荣获 2021 至 2022 年度国家文化出口重点项目。阅文正在推动在线文学扬帆出海，用中国故事连接世界，这或为公司搜狐如增量带来新的空间。

#### **免费+付费协同新模式释放平台商业化潜力：**

虽然目前阅文平台用户为优质内容付费的意识在不断加强，但是另一方面，公司也在通过多种方式提升免费用户的商业化价值，免费阅读有助于将阅读盗版的用户转换为公司免费用户，后续也可能从免费用户转化为付费用户，因此公司 2022 年免费阅读的重点仍然是内容生态建设、培养优质作家、孵化优质作品来扩大 IP 受众基础，尽可能吸引用户使用阅文平台并提升付费的欲望，同时提升用户粘度及使用时长，再结合其他方式提升商业化转化水平，目前公司未来考虑用户体验感受，因此对广告加载率相对保持克制。预计未来会逐步提升广告加载率。公司付费业务重点在于深耕存量优质用户，利用优质内容吸引用户持续付费，从内容数量及作家数量来看，公司依然保持行业龙头地位。“免费+付费”协同的新模式将完善阅文的业务结构，进一步扩大用户群体的同时为公司业绩带来新的增长空间。

图 1：阅文当下成功商业化的 IP 名单



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 2022-2024 年 EPS 分别为 1.15/1.31/1.50 元，当前股价对应 PE 为 24.6/21.6/18.8 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 2022 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 2022 年收入 5 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 446 亿港元，对应 2022 年 32 倍 PE。给予公司 43.6 港元的目标价，维持“买入”评级。

**财务报表预期**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	8,526	8,668	9,605	10,998	12,682
成本	-4,292	-4,069	-4,541	-5,311	-6,264
毛利	4,234	4,599	5,064	5,686	6,418
销售费用	-2,498	-2,701	-2,978	-3,299	-3,678
管理费用	-874	-1,324	-1,393	-1,540	-1,712
利息收入	116	125	125	125	125
其他收益	-5,453	1,473	579	637	701
除税前溢利	-4,475	2,173	1,398	1,610	1,854
其他费用及收益	-64	130	-60	-60	-60
所得税	39	-460	-162	-210	-256
净利润	-4,500	1,843	1,176	1,339	1,537
净利润	-4,484	1,836	1,172	1,334	1,532
(不含少数股东权益)					
<b>增长</b>					
总收入(%)	2.1%	1.7%	10.8%	14.5%	15.3%
净利润(%)	-504.6%	-141.0%	-36.2%	13.9%	14.8%

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业,厂房及设备	40	45	52	60	70
无形资产	7,676	7,455	7,477	7,505	7,547
递延税项资产	189	272	272	272	272
投资	83	281	288	292	295
其他资产	1,828	2,513	2,513	2,513	2,513
固定资产合计	9,815	10,567	10,602	10,642	10,696
存货	572	654	1,077	1,470	1,959
应收账款	3,296	2,747	3,044	3,486	4,019
预付款项	735	1,032	1,145	1,280	1,462
版权	640	1,091	1,565	2,135	2,846
存款	3,409	2,678	2,678	2,678	2,678
货币资金	2,848	4,528	4,848	5,314	5,730
流动资产合计	11,500	12,730	14,357	16,362	18,694
应付账款	1,040	1,127	1,258	1,472	1,736
借款	554	793	793	793	793
金融负债	358	325	325	325	325
其他负债	2,080	1,928	2,138	2,470	2,878
应交所得税	184	339	339	339	339
流动负债合计	4,217	4,512	4,852	5,398	6,070
递延税项负债	188	149	149	149	149
其他长期负债	1,812	1,450	1,450	1,450	1,450
长期负债合计	2,000	1,599	1,599	1,599	1,599
股东权益合计	15,099	17,187	18,508	20,008	21,721

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	49.7%	53.1%	52.7%	51.7%	50.6%
EBITDA率(%)	-52.5%	25.1%	14.6%	14.6%	14.6%
净利率(%)	-52.8%	21.3%	12.2%	12.2%	12.1%
ROE	-29.8%	10.7%	6.4%	6.7%	7.1%
<b>营运表现</b>					
费用/收入(%)	38.2%	45.0%	44.2%	42.9%	41.5%
实际税率(%)	0.9%	21.2%	11.6%	13.1%	13.8%
存货周转天数	48	58	85	100	113
应收账款天数	139	114	114	114	114
应付账款天数	87	100	100	100	100
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.11	0.09	0.08	0.08	0.07
收入/总资产	0.40	0.37	0.38	0.41	0.43
总资产/权益	1.41	1.36	1.35	1.35	1.35

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-4,500	1,843	1,176	1,339	1,537
非现金调整	6,093	-241	615	733	853
资本变动	-342	42	-966	-994	-1,243
已付所得税及利息	-141	-525	-162	-210	-256
经营活动现金流	1,110	1,118	662	868	891
购买资产使用权	0	0	-100	-100	-100
投资变动	-4,293	800	-308	-367	-440
已收利息	104	136	125	125	125
投资活动现金流	-4,189	936	-282	-342	-414
贷款变动	-89	-357	-60	-60	-60
电影投资款项变动	-3	7	0	0	0
融资活动现金流	-92	-350	-60	-60	-60
<b>现金变化</b>	-3,171	1,705	320	466	416
期初持有现金	5,932	2,848	4,528	4,848	5,314
汇兑变化	87	-25	0	0	0
期末持有现金	2,848	4,528	4,848	5,314	5,730

# 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>