

# 买入

# 增长短期承压，持续打造 IP 商业闭环

**阅文集团 (772.HK)**

2022-8-31 星期三

## 投资要点

目标价:	<b>40.8 港元</b>
现价:	32.0 港元
预计升幅:	26.8%

## 重要数据

日期	2022-08-31
收盘价 (港元)	32.0
总股本 (百万股)	1,022
总市值 (百万港元)	32,814
净资产 (百万港元)	21,021
总资产 (百万港元)	28,495
52 周高低 (港元)	71.30/23.00
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、  
 20220517

## 研究部

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

### ➤ 降本增效进行中，利润端持续改善：

2022 年上半年公司整体毛利率保持稳定，由于实施了多项降本增效措施，费用支出得到有效控制，整体经营效率有所提升，实现 Non-GAAP 归母净利润 6.66 亿元，同比增长 0.2%，净利率 16.3%，同比提升 1.0pcts。上半年，在线业务推广及广告开支有所收紧，但在电影及电视剧推广方面的营销开支有所增加，销售费用 11.11 亿元，销售费率 27.2%，同比下降 3.9pcts，环比下降 4.1pcts。管理费用 5.58 亿元，管理费率 13.6%，同比下降 1.0pcts，环比下降 2.3pcts，主要得益于研发开支的减少。

### ➤ 优质网文巩固 IP 生产力，可视化持续转化 IP 价值：

上半年公司，公司网络文学平台新增了约 30 万名作家和 60 万本小说，网络文学平台的 IP 数量、质量和影响力均持续提升。在影视方面，上半年公司推出的电影《这个杀手不太冷静》及电视剧《人世间》、《风起陇西》、《心居》、《请叫我总监》等均大获好评，下半年，公司仍会陆续推出丰富的 IP 影视作品，包括已上线的《玫瑰之战》和年内有望上线的《纵有季风起》、《潜伏者》、《新川日常》等作品。

### ➤ 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 1.12/1.31/1.53 元，当前股价对应 PE 为 24.6/21.1/18.1 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 15 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2022 年收入 6 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 416 亿港元，对应 2022 年 31 倍 PE。给予公司 40.8 港元的目标价，维持“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2022E	2022E
营业额	8,526	8,668	8,485	9,831	11,318
同比增长	2.13%	1.67%	-2.11%	15.86%	15.12%
净利润	-4,484	1,836	1,148	1,338	1,564
同比增长	-504.6%	-141.0%	-37.5%	16.5%	16.9%
净利润率	-52.59%	21.18%	13.53%	13.61%	13.82%
每股盈利 (元)	-4.39	1.80	1.12	1.31	1.53
PE	-6.3	15.4	24.6	21.1	18.1

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 收入端短期承压，免费阅读内容变现效率有待回升：

2022 年上半年，公司实现营收 40.87 亿元人民币，同比下滑 5.9%。在线业务营收 23.07 亿元，同比下滑 9.2%，版权运营及其他业务营收 17.80 亿元，同比下滑 1.2%。在线业务方面，公司自有平台产品在线业务收入 17.63 亿元，同比下滑 6.3%，主要系公司为降本增效，减少了用户获取相关的营销开支；腾讯产品自营渠道在线业务收入 3.48 亿元，同比下滑 1.7%，主要因免费阅读内容的广告变现效率受宏观环境影响而下滑；第三方平台在线业务收入 1.97 亿元，同比减少 35.8%，主要是公司中止了与某些第三方分销合作伙伴的合作所致。公司自有平台产品 MAU 为 1.20 亿，同比增长 4.5%，增长主要受优势内容方面的优势所驱动；腾讯产品自营渠道 MAU 为 1.45 亿，同比增长 22.7%，免费阅读内容的用户数增长显著。由于公司的免费阅读内容在 2021 年下半年吸引了更多轻度用户，自有平台产品及自营渠道的付费用户数有所下滑，2022 年上半年自有平台产品及自营渠道的付费用户数为 810 万，同比减少 12.9%，与 2021 年下半年相比保持稳定。2022 年上半年付费用户 ARPU 同比增长 6.6% 至 38.8 元，付费用户对优质内容的需求稳步提升。免费阅读业务 DAU 为 1400 万人，同比增长 7.7%。

### 降本增效进行中，利润端持续改善：

2022 年上半年公司整体毛利率保持稳定，由于实施了多项降本增效措施，费用支出得到有效控制，整体经营效率有所提升，实现 Non-GAAP 归母净利润 6.66 亿元，同比增长 0.2%，净利率 16.3%，同比提升 1.0pcts。上半年，在线业务推广及广告开支有所收紧，但在电影及电视剧推广方面的营销开支有所增加，销售费用 11.11 亿元，销售费率 27.2%，同比下降 3.9pcts，环比下降 4.1pcts。管理费用 5.58 亿元，管理费率 13.6%，同比下降 1.0pcts，环比下降 2.3pcts，主要得益于研发开支的减少。下半年，公司将继续顺应宏观环境的变化，实施降本增效策略，在营销投入方面继续关注 ROI，提升费用效率，同时严格控制管理费用，为业务的长期健康发展夯实基础。

### 优质网文巩固 IP 生产力，可视化持续转化 IP 价值：

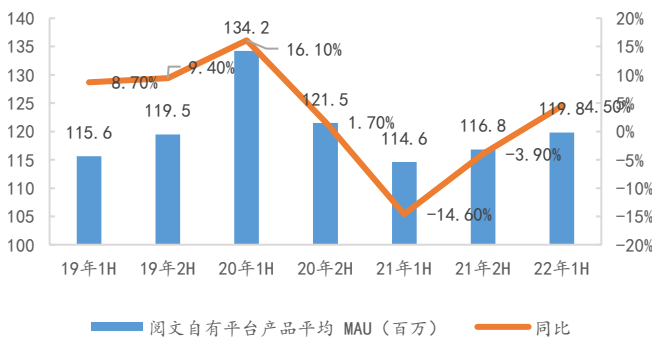
网络文学是公司优质 IP 的根本来源，公司一直着力夯实网络文学创作力，通过反盗版和激励扶持政策，持续巩固 IP 生产力。上半年公司，公司网络文学平台新增了约 30 万名作家和 60 万本小说，网络文学平台的 IP 数量、

质量和影响力均持续提升。公司能够通过扶植机制和运营活动，定向孵化优质内容。上半年公司看到了科幻题材的上升潜力，推出了一系列活动加速科幻作品的孵化，科幻品类成为了平台上增长最快的阅读品类。公司当前以 IP 可视化为工作重点，通过电视剧、电影、动画、漫画、游戏等媒体形态，持续转化 IP 价值，放大 IP 影响力。在影视方面，上半年公司推出的电影《这个杀手不太冷静》及电视剧《人世间》、《风起陇西》、《心居》、《请叫我总监》等均大获好评，阅文和新丽将优质文学转化为优质影视作品的的能力得到市场验证。下半年，公司仍会陆续推出丰富的 IP 影视作品，包括已上线的《玫瑰之战》和年内有望上线的《纵有季风起》、《潜伏者》、《新川日常》等。在动画方面，腾讯视频 2022 年上半年播放量排名前 20 的国产动画作品中，有 11 部均改编自阅文 IP。公司于今年 7 月推出了《斗破苍穹 3》，目前是腾讯视频动漫品类中热门度最高的作品。同时，公司也在对《庆余年》、《赘婿》等热门影视剧的动漫剧集进行开发。在漫画方面，公司内部成立漫画工作室，外部借力腾讯动漫，提升 IP 漫改能力。公司之前曾宣布要用三年时间完成对至少 300 部阅网文进行漫改的计划，目前已有 170 余部 IP 漫改作品上线，已锁定的 IP 作品约 260 部，预计 2023 年年底，公司有望超额完成 300 部作品的漫改计划。

### 缩短 IP 商业化转化周期，强化与可视化作品的联动效应：

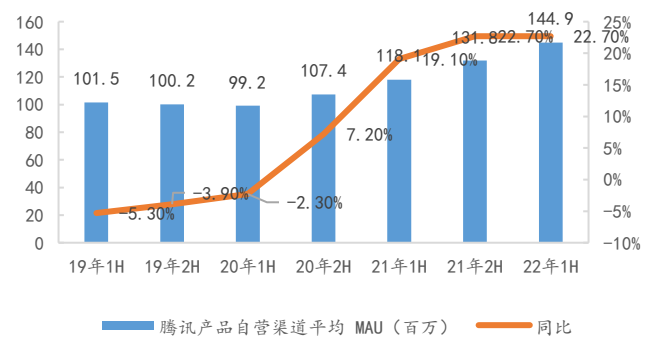
上半年公司重点关注消费品、潮玩和线下实景消费的机会，授权推出的《斗破苍穹》美杜莎单款雕像预售开放即售罄，GMV 达到了 500 万元人民币。未来公司计划推出《庆余年》、《诡秘之主》、《全职高手》、《鬼吹灯》等热门 IP 的衍生品，与相关影视、动漫、动画、游戏进行联动推广，通过潮玩形式实现 IP 作品人物形象的商业化。

图 1：阅文自有平台产品平均 MAU（百万）



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 2：腾讯自营渠道平均 MAU（百万）



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**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
<b>收入</b>	<b>8,526</b>	<b>8,668</b>	<b>8,485</b>	<b>9,831</b>	<b>11,318</b>
成本	(4,292)	(4,069)	(3,957)	(4,703)	(5,555)
<b>毛利</b>	<b>4,234</b>	<b>4,599</b>	<b>4,528</b>	<b>5,128</b>	<b>5,762</b>
销售费用	(2,498)	(2,701)	(2,630)	(2,900)	(3,169)
管理费用	(874)	(1,324)	(1,230)	(1,376)	(1,528)
利息收入	116	125	125	125	125
其他收益	(5,453)	1,473	579	637	701
<b>除税前溢利</b>	<b>(4,475)</b>	<b>2,173</b>	<b>1,372</b>	<b>1,614</b>	<b>1,892</b>
其他费用及收益	(64)	130	(60)	(60)	(60)
所得税	39	(460)	(159)	(211)	(262)
<b>净利润</b>	<b>(4,500)</b>	<b>1,843</b>	<b>1,153</b>	<b>1,343</b>	<b>1,570</b>
净利润	(4,484)	1,836	1,148	1,338	1,564
(不含少数股东权益)					
<b>增长</b>					
总收入 (%)	2.1%	1.7%	-2.1%	15.9%	15.1%
净利润 (%)	-504.6%	-141.0%	-37.5%	16.5%	16.9%

**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
<b>固定资产合计</b>	<b>9,815</b>	<b>10,567</b>	<b>10,602</b>	<b>10,642</b>	<b>10,696</b>
存货	572	654	1,077	1,470	1,959
应收账款	3,296	2,747	2,689	3,116	3,587
预付款项	735	1,032	948	1,070	1,217
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	4,959	5,438	5,912
<b>流动资产合计</b>	<b>11,500</b>	<b>12,730</b>	<b>13,916</b>	<b>15,907</b>	<b>18,198</b>
应付账款	1,040	1,127	1,096	1,303	1,539
借款	554	793	793	793	793
金融负债	358	325	325	325	325
其他负债	2,080	1,928	1,881	2,203	2,566
应交所得税	184	339	339	339	339
<b>流动负债合计</b>	<b>4,217</b>	<b>4,512</b>	<b>4,434</b>	<b>4,962</b>	<b>5,561</b>
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
<b>长期负债合计</b>	<b>2,000</b>	<b>1,599</b>	<b>1,599</b>	<b>1,599</b>	<b>1,599</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>15,099</b>	<b>17,187</b>	<b>18,485</b>	<b>19,988</b>	<b>21,734</b>

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	49.7%	53.1%	53.4%	52.2%	50.9%
EBITDA 率 (%)	-52.5%	25.1%	16.2%	16.4%	16.7%
净利率 (%)	-52.8%	21.3%	13.6%	13.7%	13.9%
ROE	-29.8%	10.7%	6.2%	6.7%	7.2%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	38.2%	45.0%	44.0%	42.2%	40.4%
实际税率 (%)	0.9%	21.2%	11.6%	13.1%	13.8%
存货周转天数	48	58	98	112	127
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	0.35	0.37	0.39
总资产/权益	1.41	1.36	1.33	1.33	1.33

**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	1,153	1,343	1,570
非现金调整	6,093	(241)	611	732	857
资本变动	(342)	42	(832)	(984)	(1,218)
已付所得税及利息	(141)	(525)	(159)	(211)	(262)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,110</b>	<b>1,118</b>	<b>772</b>	<b>881</b>	<b>947</b>
购买资产使用权	0	0	(100)	(100)	(100)
投资变动	(4,293)	800	(307)	(366)	(438)
已收利息	104	136	125	125	125
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,189)</b>	<b>936</b>	<b>(281)</b>	<b>(341)</b>	<b>(413)</b>
贷款变动	(89)	(357)	(60)	(60)	(60)
电影投资款项变动	(3)	7	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(92)</b>	<b>(350)</b>	<b>(60)</b>	<b>(60)</b>	<b>(60)</b>
<b>现金变化</b>	<b>(3,171)</b>	<b>1,705</b>	<b>431</b>	<b>479</b>	<b>474</b>
期初持有现金	5,932	2,848	4,528	4,959	5,438
汇兑变化	87	(25)	0	0	0
<b>期末持有现金</b>	<b>2,848</b>	<b>4,528</b>	<b>4,959</b>	<b>5,438</b>	<b>5,912</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>