

买入

IP 能力提升有目共睹，AI 赋能大势所趋

阅文集团 (772.HK)

2023-04-27 星期四

目标价:	43.1 港元
现价:	35.0 港元
预计升幅:	23.7%

重要数据

日期	2023-04-26
收盘价 (港元)	35.0
总股本 (百万股)	1,015
总市值 (百万港元)	35,533
净资产 (百万港元)	20,100
总资产 (百万港元)	25,451
52 周高低 (港元)	45.75/18.90
每股净资产 (港元)	19.80

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

THLA13Limited	26.46%
QinghaiLakeInvestment	22.72%
TencentMobilityLimited	7.72%

相关报告

阅文集团 (772. US) - 首发报告-20200518
 更新报告-20210106、20210601、20220118、
 20220517、20220831

研究部

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

投资要点

➤ 降本增效进行中，利润端持续改善：

2022 年，阅文集团的收入为 76.26 亿元，同比下降 12.03%。这一数据略低于此前的预期。同时净利润也同比下降 67.06%，为 6.08 亿元，Non-IFRS 净利润实现 9.64% 的同比增长，为 13.48 亿元。公司实施降本增效战略效果显著，运营效率不断提升，降低了 ROI 不高的用户获取渠道投入，2022 年营销费用同比减少 25.9% 至 20.03 亿元，同比绝对值减少 6.98 亿元，营销费用率下降 4.9 个百分点至 26.3%。

➤ 在线阅读变现效率提升显著，IP 储备龙头优势明显：

阅文集团 22 年在线阅读业务收入为 43.6 亿元，同比减少 17.8%。其中自有平台收入同比减少 9.5% 至 34.8 亿元，主要原因是公司实施降本增效措施，减少了低效用户获取渠道的营销开支，因此收入增速受到影响。公司加大精品内容投入，并通过给优质内容创作者的正反馈，进一步增强了公司内容创作的核心竞争力；同时 IP 升维的战略进一步清晰，平台商业化水平稳步提升。战略目标也从以往的重视用户规模，转向注重可持续的收入和利润方面增长。相信公司未来凭借其庞大的精品内容储备和精细化的运营模式，IP 生态链价值将持续释放。

➤ 文娱产业复苏逻辑清晰，龙头充分享受行业红利：

阅文旗下已经有了多部作品具备了从热门 IP 升级为 IP 宇宙的资格，。同时庞大的内容创作社区能带来源源不断的 IP 支持，同时公司自身 IP 升维能力也在不断提升。当前文化娱乐市场已经全面复苏，同时 AI 大模型技术应用将大幅提升行业产能，阅文集团将在这一大趋势下成为主要红利受益者。我们给予公司在线阅读业务 2023 年 15 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2023 年收入 6 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 437 亿港元，对应 2023 年 EPS 约 29 倍 PE。给予公司 43.1 港元的目标价，维持“买入”评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	8,668	7,626	8,734	9,878	11,002
同比增长	1.67%	-12.03%	14.53%	13.10%	11.39%
净利润	1,836	608	1,319	1,665	1,744
同比增长	-141.0%	-67.0%	116.9%	26.2%	4.7%
净利润率	21.18%	7.98%	15.10%	16.85%	15.85%
每股盈利 (元)	1.81	0.60	1.30	1.64	1.72
PE	17.0	51.4	23.7	18.8	17.9

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，平台变现效率提升：

2022年，阅文集团的收入为76.26亿元，同比下降12.03%。这一数据略低于此前的预期。同时净利润也同比下降67.06%，为6.08亿元，Non-IFRS净利润实现9.64%的同比增长，达到13.48亿元。公司实施降本增效战略效果显著，公司的运营效率不断提升，主要是降低了ROI不高的用户获取渠道投入，2022年营销费用同比减少25.9%至20.03亿元，同比绝对值减少6.98亿元，营销费用率下降4.9个百分点至26.3%。分业务来看，2022年在线阅读业务、版权运营业务收入分别为43.64亿元和32.62亿元，同比分别下降17.79%和2.92%。占收入比重上看，在线阅读版权运营及其他收入占比为42.8%，同比有所提高。总体来看，阅文集团在2022年的业绩基本符合预期，在不明朗的经济环境和愈发激烈的市场竞争之下，阅文集团仍具备较强的龙头核心竞争力，随着文娱消费的大环境（影视、游戏、动漫等）进一步回暖，公司凭借其庞大的IP储备库，为其在2023年的估值持续突破提供有利的支持。

在线阅读变现效率提升显著，IP储备龙头优势明显：

阅文集团22年在线阅读业务收入为43.6亿元，同比减少17.8%。其中自有平台收入同比减少9.5%至34.8亿元，主要原因是公司实施降本增效措施，减少了低效用户获取渠道的营销开支，因此收入增速受到影响。腾讯渠道收入同比减少26.9%至5.9亿元，主要是由于宏观经济不景气导致以及渠道优化所致。第三方平台在线业务收入同比减少55.4%至2.9亿元，主要是中止了与部分第三方分销渠道合作。在22年市场波动的大环境中，免费阅读以流量变现为主的模式存在较强的不确定性，而优质内容存量巨大、增长健康的付费阅读模式反而逐渐体现出相对优势，恢复更为明显，相信2023年同样能延续这一趋势。

对于在线阅读业务，公司早在2021年就开始着手战略调整，一方面主动摒弃低效渠道；另一方面，加大精品内容投入，并通过给优质内容创作者的正反馈，进一步增强了公司内容创作的核心竞争力；同时IP升维的战略进一步清晰，平台商业化水平稳步提升。战略目标也从以往的重视用户规模，转向注重可持续的收入和利润方面增长。通过一系列举措，公司在线阅读业务展现其强大增长潜力。例如作品首日预订记录、最快十万均订纪录都被屡次

突破。新书中均订过万的作品数量同比大涨 122%，订阅收入超 10 万的作品数量上涨了 38%，全平台均订 3000 以上的作品数量同比上涨超 50%。平台新增了约 54 万名作家及 95 万本小说，新增字数超过 390 亿字。相信公司未来凭借其庞大的精品内容储备，以及更加精细化的运营模式，IP 生态链价值将持续释放。

IP 升维能力提升有目共睹，AI 赋能产能提升大势所趋：

公司 2022 年版权运营及其他业务收入为 32.6 亿元，同比下降 2.9%。这主要是由于游戏收入减少，而电视剧、网络剧、电影、动画片及版权授权的收入则实现了稳健增长。在影视方面，新丽传媒储备项目在紧锣密鼓制作中，后续还将推出《斗破苍穹 2》、《与凤行》、《潜伏者》、《平凡之路》等 16 部剧集，以及电影《海关战线》、《异人之下》。在动画领域方面，公司的《斗破苍穹》系列和《星辰变》系列分别推出了新的季度，内容制作水平同样保持了较高水准。在腾讯动画热度榜前 10 的作品中，有 7 部改编自阅文的 IP。未来，随着 AI 技术的成熟应用，产能还将有巨大提升空间。在漫画领域方面，截至 22 年底，已有超过 230 部阅文 IP 改编漫画作品在腾讯动漫上线，并出现了一线作品如《大奉打更人》、《从红月开始》、《全球高武》等。目前，公司内部成立了漫画工作室，外部借助腾讯动漫，提升了自身 IP 漫改能力。公司之前曾宣布要用三年时间完成对至少 300 部阅文网文进行漫改的计划，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。在游戏领域，公司授权 IP 游戏《凡人修仙传：人界篇》和《吞噬星空：黎明》已获版号，预计将于 2023 年年内上线。虽然游戏收入下降，但新丽传媒仍将继续拓展游戏业务，以增加收入来源。总的来说，作为一家以 IP 为核心的娱乐公司，新丽传媒在近年来的发展中表现出了强大的 IP 运营和开发能力。不仅在影视、动画、漫画等领域取得了不俗的成绩，还在游戏领域积极布局，进一步丰富了公司的 IP 生态系统。当前新丽传媒在 IP 运营和开发方面的成绩已经得到了市场的认可，未来公司需要继续加强自身能力，深耕 IP 内容，拓展多元化收入来源，以实现更加可持续的发展。

文娱产业复苏逻辑清晰，龙头充分享受行业红利：

经过多年的耕耘和积累，阅文 IP 宇宙已经不再是一个笼统的概念，旗下已经有了多部作品具备了从热门 IP 升级为 IP 宇宙的资格，譬如《斗罗大陆》、《斗破苍穹》和《庆余年》等。公司拥有庞大的内容创作社区所带来的源源

不断的 IP 支持，同时自身 IP 升维能力也在不断提升，进行跨产品形态的联动，从文学作品到动漫到影视剧和游戏、周边相互协作，释放最大化的商业价值潜能。当前文化娱乐市场已经全面复苏，同时 AI 大模型技术应用将大幅提升行业产能，阅文集团将在这一大趋势下成为主要红利受益者。我们给予公司在线阅读业务 2023 年 15 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2023 年收入 6 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 437 亿港元，对应 2023 年 EPS 约 29 倍 PE。给予公司 43.1 港元的目标价，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观经济风险、业绩增长不达预期风险、行业竞争加剧风险

财务报表预期

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	8,668	7,626	8,734	9,878	11,002
成本	(4,069)	(3,596)	(4,284)	(4,803)	(5,584)
毛利	4,599	4,030	4,450	5,075	5,419
销售费用	(2,701)	(2,003)	(2,576)	(2,766)	(2,751)
管理费用	(1,324)	(1,238)	(1,223)	(1,333)	(1,463)
利息收入	125	161	161	161	161
其他收益	1,473	(321)	0	0	0
除税前溢利	2,173	629	811	1,137	1,366
其他费用及收益	130	145	189	211	235
所得税	(460)	(166)	(136)	(192)	(234)
净利润	1,843	608	865	1,155	1,366
净利润	1,836	608	865	1,156	1,368
(不含少数股东权益)					
增长					
总收入 (%)	1.7%	-12.0%	14.5%	13.1%	0.0%
净利润 (%)	-141.0%	-67.0%	42.3%	33.6%	0.0%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业, 厂房及设备	45	133	60	70	80
无形资产	7,455	7,422	7,505	7,547	7,605
递延税项资产	272	312	312	312	312
投资	281	183	222	248	265
其他资产	2,513	2,209	2,209	2,209	2,209
固定资产合计	10,567	10,259	10,308	10,385	10,471
存货	654	760	1,038	1,383	1,821
应收账款	2,747	2,049	2,347	2,654	2,956
预付款项	1,032	1,213	1,216	1,263	1,379
版权	1,091	940	2,135	2,846	3,748
存款	2,678	1,968	1,968	1,968	1,968
货币资金	4,528	5,546	5,263	5,521	5,810
流动资产合计	12,730	12,476	13,966	15,634	17,682
应付账款	1,127	1,204	1,434	1,608	1,870
借款	793	418	418	418	418
金融负债	325	382	382	382	382
其他负债	1,928	1,704	1,989	2,229	2,542
应交所得税	339	276	276	276	276
流动负债合计	4,512	3,984	4,499	4,913	5,487
递延税项负债	149	140	140	140	140
其他长期负债	1,450	656	656	656	656
长期负债合计	1,599	796	796	796	796
股东权益合计	17,187	17,955	18,979	20,310	21,870

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
毛利率 (%)	53.1%	52.8%	50.9%	51.4%	49.3%
EBITDA 率 (%)	25.1%	8.2%	9.3%	11.5%	12.4%
净利率 (%)	21.3%	8.0%	9.9%	11.7%	12.4%
ROE	10.7%	3.4%	4.6%	5.7%	6.2%
营运表现					
费用/收入 (%)	45.0%	40.4%	41.7%	39.9%	36.8%
实际税率 (%)	21.2%	26.4%	16.7%	16.9%	17.2%
存货周转天数	58	76	87	104	117
应收账款天数	114	97	97	97	97
应付账款天数	100	121	121	121	121
财务状况					
负债/权益	0.09	0.04	0.04	0.04	0.04
收入/总资产	0.37	0.34	0.36	0.38	0.39
总资产/权益	1.36	1.27	1.28	1.28	1.29

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,843	608	865	1,155	1,366
非现金调整	(241)	1,165	577	697	832
资本变动	42	73	(1,258)	(996)	(1,185)
已付所得税及利息	(525)	(268)	(136)	(192)	(234)
经营活动现金流	1,118	1,577	49	663	779
购买资产使用权	0	0	(100)	(100)	(100)
投资变动	800	374	(362)	(436)	(521)
已收利息	136	154	161	161	161
投资活动现金流	936	528	(301)	(376)	(460)
贷款变动	(357)	(1,145)	(30)	(30)	(30)
电影投资款项变动	7	0	0	0	0
融资活动现金流	(350)	(1,145)	(30)	(30)	(30)
现金变化	1,705	960	(283)	258	289
期初持有现金	2,848	4,528	5,546	5,263	5,521
汇兑变化	(25)	58	0	0	0
期末持有现金	4,528	5,546	5,263	5,521	5,810

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>