

# 买入

# 收入端短期承压，AI 赋能再绘新篇

## 阅文集团 (772.HK)

2023-09-27 星期三

### 投资要点

目标价：**37.8 港元**  
 现价：28.05 港元  
 预计升幅：34.8%

#### ➤ 收入端短期承压，在线业务效率提升：

公司 2023 上半年实现营收 32.83 亿元，同比下降 19.7%；经营盈利 3.11 亿元，同比增长 23.8%；净利润 3.76 亿元，同比增长 61.9%，Non-IFRS 归母净利润 6.03 亿元，同比下降 9.4%。分业务来看，上半年在线业务收入 20.39 亿元，同比下降 11.6%；版权运营及其他业务收入 12.44 亿元，同比下降 30.1%。版权运营收入减少主要是因为 2023 年上半年上线的影视项目较去年同期减少，导致电视剧、网络剧及电影收入减少。

### 重要数据

日期	2023-09-26
收盘价 (港元)	28.05
总股本 (百万股)	1,015
总市值 (百万港元)	28,733
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

#### ➤ AIGC 已成为公司增长新引擎，IP 生态活力有望提升：

公司目前将人工智能深度整合到企业业务的各个部分。7 月公司发布了网络文学行业首个大语言模型“阅文妙笔”和应用产品“作家助手妙笔版”，为作家提供创作辅助、数据运营等网文创作服务。我们认为 AIGC 是阅文集团未来重要驱动力，将同时拉动收入及利润端增长。

#### ➤ 静待耕耘开花结果，AI 赋能再绘新篇：

公司拥有庞大的内容 IP，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。但考虑到公司对于部分渠道优化影响在线业务收入以及版权改编部分项目上线延期，我们下调公司 2023 年收入及盈利预期，但依然看好公司强大的发展潜力。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 383 亿港元，对应 2023 年 EPS 约 31 倍 PE。给予公司 37.8 港元的目标价，维持“买入”评级。

### 主要股东

THLA13Limited	26.38%
QinghaiLakeInvestment	22.66%
TencentMobilityLimited	7.69%

### 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@gzq.com.hk

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	8,668	7,626	7,604	8,819	10,028
同比增长	1.67%	-12.03%	-0.28%	15.98%	13.71%
净利润	1,836	608	1,063	1,372	1,509
同比增长	-141.0%	-67.0%	74.7%	29.1%	9.9%
净利润率	21.18%	7.98%	13.98%	15.56%	15.05%
每股盈利 (元)	1.81	0.60	1.05	1.35	1.49
PE	13.6	41.2	23.6	18.3	16.6

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 收入端短期承压，在线业务效率提升：

公司 2023 上半年实现营收 32.83 亿元，同比下降 19.7%；经营盈利 3.11 亿元，同比增长 23.8%；净利润 3.76 亿元，同比增长 61.9%，Non-IFRS 归母净利润 6.03 亿元，同比下降 9.4%。分业务来看，上半年在线业务收入 20.39 亿元，同比下降 11.6%；版权运营及其他业务收入 12.44 亿元，同比下降 30.1%。版权运营收入减少主要是因为 2023 年上半年上线的影视项目较去年同期减少，导致电视剧、网络剧及电影收入减少。在线业务上半年平台整体平均 MAU 为 2.12 亿，同比下降 20.0%，而付费用户数达到 880 万，同比增长 8.6%，得益于公司反盗版措施的有效施行、产品运营的提升以及对高品质内容的持续投入，用户付费意愿有所提升。但每名付费用户 ARPU 同比下降 14% 至 33.3 元，主要是由于不同产品的收入组合变动以及新转化的付费用户在付费周期初始阶段支出较低所致。按平台划分，阅文自有平台产品及腾讯自营渠道的平均 MAU 为 2.12 亿，同比下降 20%；其中阅文自有平台产品的平均 MAU 为 1.05 亿，同比下降 12%。由于公司继续专注于控制成本及提升运营效率，减少了用于获取低投资回报率用户的营销支出，因此腾讯产品自营渠道的平均 MAU 为 1.06 亿，同比下降 26.6%，公司优化了内容供应及分销渠道，提升了运营效率。

### AIGC 已成为公司增长新引擎，IP 生态活力有望提升：

公司目前将人工智能深度整合到企业业务的各个部分，其中包括协助作家进行小说创作、优化用户的互动体验、通过人工智能翻译将业务拓展至海外市场以及推动知识产权的开发进程。在 2023 年 7 月，公司发布了网络文学行业首个大语言模型“阅文妙笔”和应用产品“作家助手妙笔版”，为作家提供创作辅助、数据运营等网文创作服务。AIGC 技术可以在 IP 运营、孵化、出海、上下游合作等多方面推动 IP 生态提质增效。在丰富用户交互方面，公司还设计了 AI 虚拟角色，并正在进行 beta 测试，可以根据喜好创建角色，并通过与他们聊天来丰富角色。此外在海外扩张方面，公司正在使用在线文献内容库中的专业术语和词汇来训练人工智能翻译模型，并不断优化模型以获得更好的翻译效果和效率，从而降低翻译成本。同时会利用 AI 技术来加速 IP 可视化过程。可视化图像也可以为进一步改编为动画和游戏奠定基础，过去需要花费两个多小时的时间给一块面板上色，AI 技术可以缩

短到不到一个小时。我们认为 AIGC 是阅文集团未来重要驱动力，将同时拉动收入及利润端增长。

### **IP 可视化进程持续，产品将集中在下半年上线：**

2023 年上半年，公司持续推动 IP 可视化进程，但由于部分项目递延导致版权业务上半年短期承压。随着下半年储备的多部剧集及电影陆续上线，预计全年版权业务保持持稳，同时自有 IP 相关的收入同比增长。就 IP 创作层面来讲，2023 年上半年，公司新增加了约 20 万名的作家和 35 万部小说，总新增字数超过 19.5 亿。影视方面，五月份推出的热门电视剧《平凡之路》在播出期间表现抢眼，并且在猫眼、灯塔、德塔文等多家第三方专业影视数据平台上位列热度榜单首位；《纵有疾风起》在北京卫视和江苏卫视的实时收视中位列全国卫视黄金档前两名。动画方面，公司对经典 IP《星辰变》和《全职法师》进行了续作创作并持续获得了关注度；七月推出《斗破苍穹》第二季年番，成功将该 IP 的热度维持在腾讯视频动漫频道的前三名。下半年，公司还储备了影视剧《潜伏者》（已上线）、《斗破苍穹 2》、《骄阳伴我》、《与风行》，以及电影《海关战线》、《一人之下》等作品，它们将陆续上线并为公司带来更多的增长动力。我们认为，精品内容的快速增长将进一步丰富公司的 IP 生态，提升公司未来的商业化空间，而 IP 可视化战略的实施则有助于我们更快地实现 IP 的价值释放。

### **静待耕耘开花结果，AI 赋能再绘新篇：**

公司拥有庞大的内容 IP，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。但考虑到公司对于部分渠道优化影响在线业务收入以及版权改编部分项目上线延期，我们下调公司 2023 年收入及盈利预期，但依然看好公司强大的发展潜力。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 383 亿港元，对应 2023 年 EPS 约 31 倍 PE。给予公司 37.8 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;

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	<b>8,668</b>	<b>7,626</b>	<b>7,604</b>	<b>8,819</b>	<b>10,028</b>
成本	(4,069)	(3,596)	(3,874)	(4,372)	(5,218)
<b>毛利</b>	<b>4,599</b>	<b>4,030</b>	<b>3,730</b>	<b>4,447</b>	<b>4,810</b>
销售费用	(2,701)	(2,003)	(1,787)	(2,028)	(2,106)
管理费用	(1,324)	(1,238)	(1,065)	(1,191)	(1,334)
利息收入	125	161	161	161	161
其他收益	1,473	(321)	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>2,173</b>	<b>629</b>	<b>1,039</b>	<b>1,389</b>	<b>1,531</b>
其他费用及收益	130	145	189	211	235
所得税	(460)	(166)	(167)	(228)	(259)
<b>净利润</b>	<b>1,843</b>	<b>608</b>	<b>1,062</b>	<b>1,371</b>	<b>1,507</b>
净利润	1,836	608	1,063	1,372	1,509
(不含少数股东权益)					
<b>增长</b>					
总收入 (%)	1.7%	-12.0%	-0.3%	16.0%	13.7%
净利润 (%)	-141.0%	-67.0%	74.7%	29.1%	9.9%

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	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
<b>固定资产合计</b>	<b>10,567</b>	<b>10,259</b>	<b>10,308</b>	<b>10,385</b>	<b>10,471</b>
存货	654	760	1,038	1,383	1,821
应收账款	2,747	2,049	2,043	2,370	2,695
预付款项	1,032	1,213	1,098	1,140	1,296
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	5,536	5,989	6,405
<b>流动资产合计</b>	<b>12,730</b>	<b>12,476</b>	<b>13,818</b>	<b>15,695</b>	<b>17,932</b>
应付账款	1,127	1,204	1,297	1,464	1,747
借款	793	418	418	418	418
金融负债	325	382	382	382	382
其他负债	1,928	1,704	1,781	2,021	2,359
应交所得税	339	276	276	276	276
<b>流动负债合计</b>	<b>4,512</b>	<b>3,984</b>	<b>4,154</b>	<b>4,561</b>	<b>5,182</b>
递延税项负债	149	140	140	140	140
其他长期负债	1,450	656	656	656	656
<b>长期负债合计</b>	<b>1,599</b>	<b>796</b>	<b>796</b>	<b>796</b>	<b>796</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>17,187</b>	<b>17,955</b>	<b>19,177</b>	<b>20,724</b>	<b>22,425</b>

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	53.1%	52.8%	49.1%	50.4%	48.0%
EBITDA 率 (%)	25.1%	8.2%	13.7%	15.7%	15.3%
净利率 (%)	21.3%	8.0%	14.0%	15.5%	15.0%
ROE	10.7%	3.4%	5.5%	6.6%	6.7%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	45.0%	40.4%	35.4%	34.7%	32.7%
实际税率 (%)	21.2%	26.4%	16.0%	16.4%	16.9%
存货周转天数	58	76	96	114	126
应收账款天数	114	97	97	97	97
应付账款天数	100	121	121	121	121
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.09	0.04	0.04	0.04	0.04
收入/总资产	0.37	0.34	0.32	0.34	0.35
总资产/权益	1.36	1.27	1.26	1.26	1.27

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,843	608	1,062	1,371	1,507
非现金调整	(241)	1,165	607	732	856
资本变动	42	73	(1,181)	(1,017)	(1,199)
已付所得税及利息	(525)	(268)	(167)	(228)	(259)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,118</b>	<b>1,577</b>	<b>320</b>	<b>858</b>	<b>906</b>
购买资产使用权	0	0	(100)	(100)	(100)
投资变动	800	374	(361)	(436)	(521)
已收利息	136	154	161	161	161
<b>投资活动现金流</b>	<b>936</b>	<b>528</b>	<b>(300)</b>	<b>(375)</b>	<b>(460)</b>
贷款变动	(357)	(1,145)	(30)	(30)	(30)
电影投资款项变动	7	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(350)</b>	<b>(1,145)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>
<b>现金变化</b>	<b>1,705</b>	<b>960</b>	<b>(9)</b>	<b>453</b>	<b>416</b>
期初持有现金	2,848	4,528	5,546	5,536	5,989
汇兑变化	(25)	58	0	0	0
<b>期末持有现金</b>	<b>4,528</b>	<b>5,546</b>	<b>5,536</b>	<b>5,989</b>	<b>6,405</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>