

【广发海外】阅文集团 (00772.HK)

主投春节档黑马电影，IP 运营步伐加快

核心观点：

- **新丽主投电影《这个杀手不太冷静》成为春节档票房黑马。**上映 22 天票房达 23.88 亿元，猫眼专业版预测总票房预计达 25.75 亿元，为新丽打响 2022 年开门红，同时证明新丽（阅文全资子公司）的电影投资制作能力。参考电影产业链各方分成比例，制作+发行共分票房的 39.4%，扣除宣发（按制作+发行分成的 15% 计算），制作方约分成 33%（按 23 亿元分账票房计算，约 7.7 亿元），具体新丽的分成还要看投资比例。
- **加快 IP 运营步伐**，完善组织架构，形成“阅文动漫—腾讯动漫联合委员会”，成立“阅文影视—新丽传媒—腾讯影业联合委员会”，建立以 IP 为核心的业务中台，成立“IP 增值中心”，对 IP 进行升维，包括网文视觉化、IP 衍生品授权、打造可持续可规模化的经典 IP。对旗下 IP 进行梳理，除影视改编外，还包括 3 年 300 部漫画、3 年 50 部动画改编，拓展衍生品授权，对内容进行多维输出，扩大 IP 的触点和影响力，提升 IP 多维价值。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21~23 年 NonGAAP 归母净利分别为 11.89/14.55/17.74 亿元，当前股价对应 PE 为 31/25/21 倍。腾讯是国内新文创的领航者，阅文是腾讯新文创的旗舰和源头，海外迪士尼已验证 IP 的可持续开发、可规模化，国内 IP 运营还不成熟，具有较大机遇。阅文加快 IP 运营步伐，加快影视剧、动漫、动画改编，扩大游戏、衍生品授权，提升 IP 多维价值。参考可比公司估值，阅文作为 IP 生态领导者，给予 22 年 45 倍 PE 估值，对应合理价值 76.85 港元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示。**新丽重点剧目延播致新丽业绩波动；付费用户增长乏力，广告增长不达预期；政策变化的不确定性。

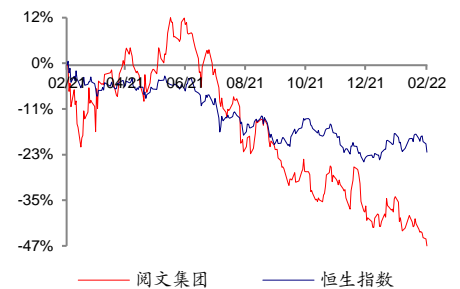
盈利预测：（备注：货币单位为人民币）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,348	8,526	8,559	10,475	12,179
增长率（%）	65.7%	2.1%	0.4%	22.4%	16.3%
EBITDA（百万元）	780	972	714	1,106	1,632
NonGaap 归母净利润(百万元)	1,195	917	1,189	1,455	1,774
增长率（%）	32.7%	-23.2%	29.7%	22.3%	22.0%
EPS（元/股）	1.17	0.90	1.17	1.42	1.74
市盈率（x）	31	40	31	25	21
ROE（%）	6	-30	9	7	8
EV/EBITDA（x）	33	26	36	23	16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄

公司评级	买入
当前价格	43.00 港元
合理价值	76.85 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-23

相对市场表现



分析师：

杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发海外】阅文集团 (00772.HK) :IP 运营收入大幅增长，推动 IP 升维 2021-08-18
- 【广发海外】阅文集团 (00772.HK) :新管理成效初现，业务发展路径持续清晰 2021-03-24

目录索引

一、主投电影《这个杀手不太冷静》票房超预期	3
二、IP 运营步伐加快	4
三、腾讯影业部分业务并入阅文	10
四、盈利预测与投资评级	11
五、风险提示	11

图表索引

图 1: 《这个杀手不太冷静》票房超预期	3
图 2: 阅文集团 IP 升维策略	6
图 3: 迪士尼业务版图	7
图 4: 腾讯动漫与合作伙伴收入分成规则	8
图 5: 腾讯动漫百万收藏漫改小说作品	10
图 6: 主要网文平台用户情况	14

表 1: 新丽 2021 年以来上映的投资电影项目	4
表 2: 开心麻花电影中新丽投资项目约占一半	4
表 3: 可比公司估值对比	12
表 4: 阅文利润预测简表	12
表 5: 阅文分业务预测简表	13
表 6: 公司分业务简表 (成本按分业务口径)	14
表 7: 新丽 2020 年至今播出的影视剧项目	15
表 8: 新丽 2021 年至今上映的主要电影项目	15
表 9: 新丽储备的重点影视剧项目	16
表 10: 腾讯影业+新丽+阅文影视 2021 年 6 月联合发布片单	16

一、主投电影《这个杀手不太冷静》票房超预期

新丽主投电影《这个杀手不太冷静》成为春节档票房黑马。上映22天票房达23.88亿元，猫眼专业版预测总票房预计达25.75亿元，为新丽打响2022年开门红，同时证明新丽的电影投资制作能力。参考电影产业链各方的分成比例，制作+发行共分票房(分账票房,即扣除售票平台服务费后的票房,服务费约8.6%)的39.4%，扣除宣发(按制作+发行分成的15%计算)，制作方约分成33%，具体新丽的分成还要看投资比例(给导演编剧的分成作为成本)，按23亿分账票房计算，制作方总分成约为7.7亿元。

新丽与开心麻花保持多年合作。《这个杀手不太冷静》改编自日本喜剧电影《魔幻时刻》，由邢文雄编剧并执导，闫非、彭大魔监制，马丽、魏翔领衔主演，主创团队主要来自开心麻花。此前，新丽投资了开心麻花的多部电影，从2015年开心麻花首部电影《夏洛特烦恼》开始并保持合作关系，后续开心麻花推出的《羞羞的铁拳》(2017年)、《西虹市首富》(2018年)、《李茶的姑妈》(2018年)，以及今年的《李茂扮太子》和《这个杀手不太冷静》(2022年)，新丽均有投资或创作。

近几年新丽投资创作的电影不多，但大部分获得很好的票房。包括2021年春节档上映的《你好，李焕英》总票房达54.13亿元，2019年国庆档的《我和我的祖国》总票房31.76亿元、2022年元旦上映的《李茂扮太子》票房为4.63亿元，均为参投影片。

图 1:《这个杀手不太冷静》票房超预期



数据来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心 备注: 1. 数据截至2022年2月23日中午; 2. 货币单位为人民币。

表 1: 新丽2021年以来上映的投资电影项目

影片名	上映时间	票房(亿元)	出品方
这个杀手不太冷静	2022年2月1日	24.00	新丽传媒、西虹市影视、开心麻花
李茂扮太子	2022年1月1日	4.63	非洋娱乐传媒、腾讯影业、新丽传媒
穿过寒冬拥抱你	2021年12月31日	9.37	中国电影、阿里影业等
秘密访客	2021年5月1日	2.15	无限动力、新丽传媒、华映娱乐等
你好, 李焕英	2021年2月12日	54.13	北京文化、儒意影视、猫眼微影等

数据来源: 新丽官网, 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

表 2: 开心麻花电影中新丽投资或创作的项目约占一半

上映时间	电影名称	票房(亿元)	导演、编剧	主演	新丽是否参与
2015年	夏洛特烦恼	14.44	闫非、彭大魔	沈腾、马丽、王智、尹正等	是
	一念天堂	0.83	张承执导, 范伟编剧	沈腾、马丽、杜晓宇等	
2016年	驴得水	1.72	周申、刘露	任素汐、刘帅良、阿如那等	
2017年	羞羞的铁拳	22.13	宋阳、张迟昱	沈腾、马丽、艾伦	是
2018年	西虹市首富	25.47	闫非、彭大魔	沈腾、宋芸桦、常远、魏翔	是
	李茶的姑妈	6.04	吴昱翰	宋阳、艾伦、沈腾	是
2019年	半个喜剧	1.89	周申、刘露	任素汐、吴昱翰、刘迅	
	跳舞吧! 大象	0.39	林育贤执导	艾伦、金春花、彭杨	
	人间·喜剧	0.63	孙周执导	艾伦、王智、鲁诺、任达华	
2020年末	温暖的抱抱	8.64	常远执导	常远、李沁、沈腾、乔杉	
2022年	李茂扮太子	4.62	高可、杨晓明	马丽、常远、艾伦、魏翔	是
	这个杀手不太冷静	27.00	邢文雄导演, 闫非、彭大魔监制	马丽、魏翔	是

数据来源: 猫眼专业版, 艺恩, 广发证券发展研究中心

二、IP运营步伐加快

随着在线阅读业务增长放缓, IP运营有望打开增长天花板。阅文拥有最强的网文内容和IP(940万位作家、1,450万部作品)、最完整的IP运营产业链(动漫、影视、游戏等), 阅文已证明网文文字的变现能力, 市场也证明了网文在影视、游戏的改编价值, 动漫、衍生品授权的价值尚在提升中, 阅文致力于持续打造爆款IP并通过产业链运营放大IP价值。

公司IP运营整体策略: 巩固IP内容优势, 建设IP生态, 对IP进行重新定义、塑造、传播和价值实现, 实现文字IP的升维。具体包括三个层面: (1) 视觉化, 通过将文字IP改编为漫画、动画、影视等扩大IP影响力; (2) IP衍生品授权, 包括在潮玩、消费品、实景娱乐领域的拓展; (3) 打造可持续可规模化的经典IP。

IP升维第一层：将IP进行多维的视觉化输出，通过声效、视效、互动化等技术手段，将文字内容转化为多媒体形态的IP产品。在一个共同的故事线基础上，每种媒体可以用自己最独特、擅长的表达方式，与用户进行交流，并扩大IP影响力。自2020年开始，阅文在打造自身能力的同时，开放地与外部团队积极合作，在漫画、动画、影视、游戏等细分领域都取得显著进展。

影视领域，新丽+阅文影视+腾讯影业（网文IP影视化项目并入阅文）三驾马车合作，提升优质影视项目输出，并重点进行优质IP剧集系列化开发，包括《庆余年》、《赘婿》和《大奉打更人》等。

漫画领域，2020年阅文动漫与腾讯动漫宣布“3年300部网文漫改计划”，截至2021年中，已有70多部作品在腾讯动漫上线，包括《大奉打更人》等，此外，与快看漫画展开30多个网文IP漫改项目的规划。

动画领域，筹备“3年50部IP改编动画计划”，包括《大奉打更人》、《星域四万年》、《第一序列》、《全球高武》等，合作平台覆盖腾讯视频、B站和爱奇艺等。

游戏领域，《斗罗大陆》、《鬼吹灯》、《诡秘之主》、《凡人修仙传》、《赘婿》等优质IP已授权改编游戏。

IP升维第二层：IP衍生品授权，在IP建立起比较广泛的影响力后，将IP走出电子屏，以各类产品和服务的形式进一步融入大众生活场景，提升IP在衍生授权方面的货币化能力。

商品化和线下消费方面，2021年初，公司成立「IP增值中心」，立足于基于优质IP内容创作的、并获得广泛用户认可的可视化形象，在消费品、潮流玩具和线下实景消费等领域，与产业上下游伙伴积极合作与联动。剧本杀领域，与芒果TV、熏多文化、探案笔记等围绕阅文IP做主题开发，并与奥飞、万代等合作伙伴开发盲盒玩具等。

以潮玩为例，市场前景广阔。根据弗若斯特沙利文数据，中国潮流玩具零售市场规模由2015年的63亿元人民币增长到2019年207亿人民币，预期将于2024年达到人民币763亿元，年复合增长率达到29.8%。代表公司泡泡玛特2020年和21H1收入分别为25.32亿元和17.98亿元，分别同比增长49%和118%，根据Wind一致预期，2021年收入预计为47亿元，同比增长87%。

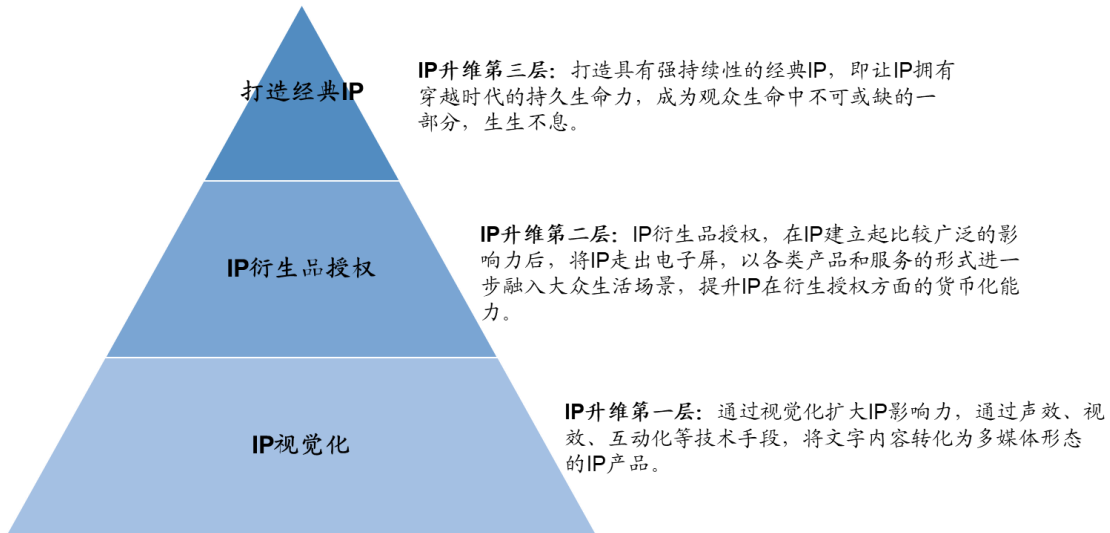
IP升维第三层：打造可持续可规模化的经典IP，即让IP拥有穿越时代的持久生命力，成为观众生命中不可或缺的一部分，生生不息。

参考迪士尼百年发展史，从内容起家，发展成为覆盖上游（内容制作与发行）、中游（有线网络、流媒体渠道）、下游（主题公园与商品销售）的全产业链公司，市值近3,000亿美元，2021财年收入674亿美元。拉长周期来看，内容是迪士尼的核心和各业务增长驱动，每年持续输出经典内容和IP（每年上映影片约十几部），且隔几年出现高口碑高票房的新的经典IP（如2013年《冰雪奇缘》、2016年《疯狂动物城》等）并形成系列内容，推动各业务

持续增长。

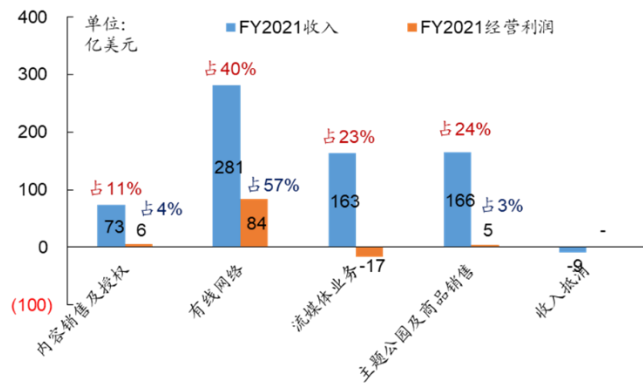
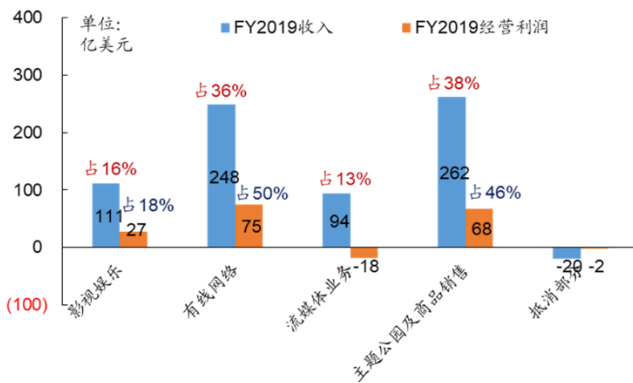
阅文拥有最丰富的网文IP库，是腾讯新文创战略的重要IP源头、承载者、推动者。当前，阅文一方面继续巩固网文内容生态，另一方面加大将网文改编为影视、漫画、动画等，打造爆款IP并形成系列，持续提升网文IP价值，如近几年推出的影视剧《庆余年》《赘婿》、动画《斗罗大陆》等。

图 2：阅文集团IP升维策略



数据来源：阅文集团，广发证券发展研究中心

图 3: 迪士尼业务版图



备注：因疫情影响，我们选取2019年和2021年的分业务数据作为参考。

数据来源：迪士尼官网，迪士尼财报，广发证券发展研究中心

在组织结构方面，2020年新管理层到位后，在版权运营、在线业务、投资、法务和财务等领域都引入新的业务负责人，提升业务协同性。动漫方面，形成“阅文动漫—腾讯动漫联合委员会”，邹正宇任腾讯动漫业务部总经理、阅文动漫业务负责人、腾讯影业副总裁，负责动漫业务；影视方面，成立“阅文影视—新丽传媒—腾讯影业联合委员会”，深化生态融和；建立以IP为核心的业务中台，包含作家服务、IP筛选规则、生态联动三大职能版块，加强规范IP授权管理，加强行业生态合作、拓展产能、实现质与量的提升；成立“IP增值中心”，发力消费品供应链、全品类潮玩、线下实景消费三大赛道，加深与产业上下游的合作与联动。

3年300部漫改计划，筛选逻辑、漫改团队及合作模式、商业化、腾讯动漫平台规模、国漫格局是怎样的？

2020年阅文与腾讯动漫宣布“3年300部网文漫改计划”，漫改名单包括《大奉打更人》《大周仙吏》《第一序列》《绍宋》《天启预报》《万族之劫》《问丹朱》《小阁老》《余生有你，甜又暖》等。预计2021年同步开发《牧龙师》《穹顶之上》等100余部作品。

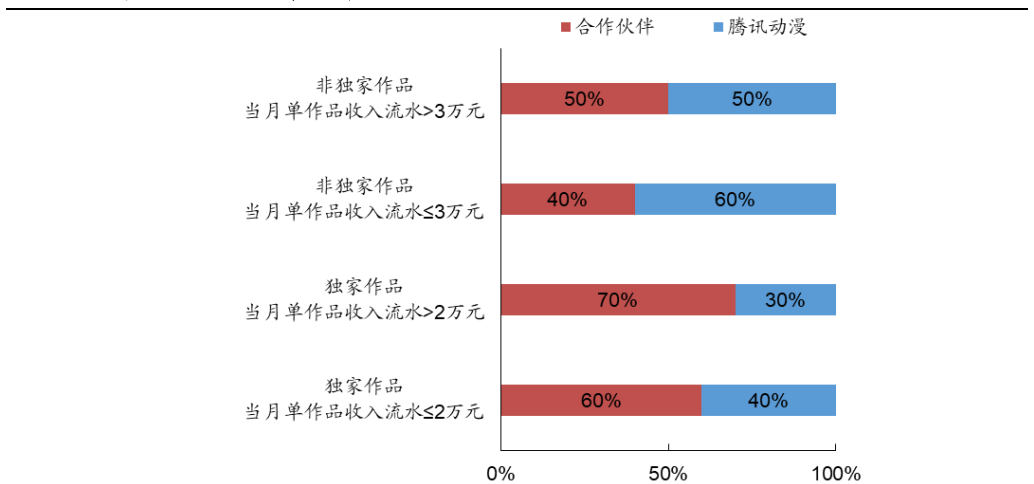
阅文动漫与腾讯动漫协同合作。阅文动漫基于阅文对IP的深度理解和系统运营，与原著作者交流探讨，筛选适合漫改的网文IP，并与腾讯动漫一起做好内容把关；而腾讯动漫发挥其原创国漫旗舰平台的优势，结合多年的用户体验，保证创作者收入及作品影响力，双方共同推动网文IP的漫改进程。

筛选300部漫改作品。从2010年后上线的、至少进入了精品馆的、未授权的作品中，筛选了7,000多部作品；将这7,000多部作品，根据男女频、大题材和小题材做三级分类；再将作品按照名称、作家、作家等级、字数、签约站点、连载完结状态进行基础信息整理；然后，整合作品内容标签和基础数据，建立漫改IP池；最后，筛选出300部网文作品进入漫改计划。

与创作者或工作室开放多种合作模式。腾讯动漫的专业编辑和IP制作人团队，根据这300部作品的内容给予判断，以漫画、动画、影视、游戏、衍生品五大赛道规划作品后续的创作与开发方向，与创作者或工作室合作。创作者或者工作室，根据自己所擅长的领域与意愿投入到原创漫画或漫改作品的创作。腾讯动漫和阅文动漫对创作者开放多种合作模式，包括漫改作品的稿费和分成、漫改作品的后续权益开发合作，以及推进对看好制作公司的资本合作。漫改作品的稿费和分成分为三种：纯稿费、稿费+分成、纯分成。

与腾讯动漫合作的漫改作品，版权属于阅文。根据腾讯动漫与合作伙伴收入分成规则，阅文分成大概在40%~70%，独家作品分成更高，且月流水越高则分成比例越高。

图 4：腾讯动漫与合作伙伴收入分成规则



数据来源：腾讯动漫，广发证券发展研究中心

备注：分成细则：1.仅面向国漫作品。2.独家作品指：与腾讯动漫签约且仅在腾讯动漫平台发布的作品。3.收入流水指：在腾讯动漫平台、扣除渠道损耗之前的原始收入。4.分成结算时，将优先依照合同扣除渠道损耗，再按图表中的相应比例计算分成。

腾讯动漫变现方式多元化，注重衍生商品开发。2020年腾讯动漫完成商业模式升级，从单一到多元，收入结构更加完善，涵盖商业发行、IP授权、商品化、综合业务等方面。其中，IP衍生商品已拓展进大众的衣、食、用、行、玩上，商品化的营收规模对比2019年增长300%。2021年腾讯动漫在原创、漫改作品，以及平台整个服务体系做相应升级。比如，在IP版权开发方面，将商品化正式列入商业化主赛道之一，推出IP衍生商品创意设计征集活动，投入成本进行优质创意的开发及销售。

腾讯动漫平台是国内最大的动漫平台。根据腾讯动漫官网，目前平台拥有超500人签约作者、超6,000部签约作品、超300部全版权作品、以及超2万部作品总量。在收入分成方面，2020年腾讯动漫给创作者的分成金额为1.3亿元，大部分来自内容付费（根据腾讯动漫与合作伙伴分成比例情况，可以判断平台漫画付费收入大概在几亿元的规模，其他收入还包括授权、衍生品销售等）。2020年新上线漫画作品超过2,500部，平台新增112个工作室/作者。

头部原创及小说漫改作品，是内容付费作品的主流，且小说漫改作品的占比进一步提升，市场头部效应明显。2016年国庆档期《灵剑山》漫画作品进入付费，迅速跻身平台头部；2017年27部漫改作品进入付费TOP100；自2018年之后，每年有超过40部作品冲入TOP100。其中2018年3部作品进入平台TOP10，2019年7部作品进入平台TOP10。截止2020年，腾讯动漫小说漫改作品近300部，80%作品人气值过亿。除《斗破苍穹》《斗罗大陆》、《从前有座灵剑山》，百万收藏小说漫改作品还有《武练巅峰》《全职法师》《从前有座灵剑山》《女子学院的男生》《最强反套路系统》等13部作品。

网文漫改作品具有一定的用户基础，且能将文字具象化，能赋予更多情感，提升网文的价值。一方面，网文漫改作品拥有网文粉丝，且网文用户与动漫用户在性别、年龄、兴趣爱好等各个维度匹配度高，用户接受度高。另一方面，网文作品近几年出现众多内容创新、深受年轻用户喜爱的作品，通过漫改，对文字内容进行提炼、锻造、输出，使作品被赋予更多的情感，具像化IP魅力，为下一步影像化打好基础，提升网文价值。

在未来中国漫画市场，原创、改编和引入作品，或成三分天下的局面。原创漫画依然是腾讯动漫大力发展的一个方向，原创漫画以“差异化、高概念、好人设”三个标注推进。因为在后端IP开发中，角色的形象以及用户对角色的喜爱，会提高IP在后期授权的概率，更容易得到B端合作伙伴的认可。漫改作品，则会以“高还原、快更新”等指引。精品佳作的引入，会侧重“大头部、多品类、微创新”。大头部，是指《斗罗大陆》这类作品。

图 5: 腾讯动漫百万收藏漫改小说作品



数据来源: 腾讯动漫, 广发证券发展研究中心

三、腾讯影业部分业务并入阅文

根据时代财经2月10日报道, 腾讯影业将从PCG (平台与内容事业群) 调入CDG (企业发展事业群), 同时腾讯集团副总裁、阅文CEO程武将继续领导该业务板块。此次调整后, 腾讯影业作为腾讯公司的影视厂牌, 将重点聚焦时代旋律作品开发, 承担更多社会责任。而腾讯影业原有的强商业属性的IP影视化开发工作中, 《庆余年第二季》《庆余年第三季》《赘婿2》等项目并入阅文, 《一人之下》(电影及剧集) 等腾讯动漫IP影视化项目并入腾讯动漫。

随着腾讯影业的定位调整, 腾讯在新文创战略下将会继续保持“小阅文”(网文小说)+新丽+阅文影视+动漫+视频的组合, 延续多个优质IP的影视开发和国漫IP的孵化。其中, 新丽将持续坚持精品化战略, 聚焦头部IP项目制作; 阅文影视更多立足阅文丰富的网文资源, 通过与外部联合开发, 推进网文IP影视化; 腾讯动漫在培育国漫IP的同时, 推进动漫IP影视化。

四、盈利预测与投资评级

展望未来，付费阅读业务主要由ARPU值增长驱动，预计稳定略增长；免费阅读+广告业务主要由DAU增长及广告加载率提升驱动，考虑到低基数，具有较大增长潜力；IP运营业务是未来较大的增长驱动，其中新丽的产能趋于提升，不过收入可能会受影视剧播出进度影响而有所波动；自主版权运营业务主要由IP授权、影视剧/动漫/游戏改编和投资项目驱动，是重要发力点。

预测21~23年月活用户数略增长，付费率维持，ARPU值略提升，预计付费阅读业务收入略增长；预测版权运营业务收入分别同比增长1.5%、43.6%、25.0%，其中自主版权运营收入预计分别同比增长47.8%、31.7%、28.3%，因定制剧确认净收入，故预计新丽21年收入不高但利润率高。21年共播出5部剧，分别为《雪中悍刀行》《叛逆者》《天龙八部》《斗罗大陆》《赘婿》，以及电影《你好，李焕英》，22年已播出电视剧《人世间》，上映电影《这个杀手不太冷静》《李茂扮太子》，储备项目较多，包括《我真是大明星》、《纵有疾风起》、《请叫我总监》、《实习律师》、《风起陇西》、《玫瑰之战》、《潜伏者》等，以及《庆余年2》、《赘婿2》、《斗破苍穹2》等系列剧。

预计2021~2023年NonGAAP归母净利润分别为人民币11.89亿元、14.55亿元、17.74亿元，当前股价对应PE为31倍、25倍、21倍。腾讯是国内新文创的领航者，阅文是腾讯新文创的旗舰和源头，海外迪士尼已验证IP的可持续开发、可规模化，国内IP运营还不成熟，具有较大机遇。阅文加快IP运营步伐，完善组织架构，加快影视剧、动漫、动画改编，扩大游戏、衍生品授权，对内容进行多维输出，扩大IP的触点和影响力，提升IP多维价值。参考可比公司估值，阅文作为IP生态领导者，给予22年45倍PE估值，对应合理价值76.85港元/股。维持“买入”评级。

五、风险提示

新丽重点剧目延播导致业绩波动；付费用户增长乏力，广告增长不达预期；政策变化的不确定性。

表 3: 可比公司估值对比

股票代码	公司名称	交易币种	收盘价	总市值 (亿元 RMB/亿 美元)	EPS (元 RMB/美元)			PE (倍)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
00700.HK	腾讯控股	HKD	445.0	34,680	13.21	14.59	17.70	27.3	24.8	20.4
DIS.N	迪士尼	USD	148.1	2,696	1.10	2.19	4.38	135.1	67.6	33.8
09992.HK	泡泡玛特	HKD	39.2	445	0.79	1.25	1.79	40.1	25.3	17.7
TME.N	腾讯音乐	USD	5.5	592	0.91	0.94	1.14	19.1	18.6	15.4
603533.SH	掌阅科技	CNY	19.3	85	0.72	0.91	1.17	27.0	21.3	16.5
行业平均值								49.8	31.5	20.8
00772.HK	阅文集团	HKD	43.0	357	1.16	1.42	1.74	30.8	25.2	20.6

数据来源: 公司财报, Wind, 彭博, 广发证券发展研究中心 备注: 1.腾讯EPS来自广发证券盈利预测, 迪士尼来自彭博一致预期, 其他来自Wind一致预期; 2.迪士尼市值和EPS的货币单位为美元, 其他公司公司为人民币; 3. 股价为截至2022年2月23日最新收盘价。

表 4: 阅文利润预测简表

(百万元人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
营业收入	8,348	8,526	8,559	10,475	12,179	3,260	5,265	4,342	4,217
营业成本	4,656	4,292	4,126	5,150	5,984	1,529	2,763	2,054	2,072
其他收益净额	453	(5,323)	1,000	350	300	(3,530)	(1,793)	901	99
销售费用	2,074	2,498	2,633	2,965	3,275	1,270	1,228	1,348	1,285
管理费用	1,010	874	1,301	1,465	1,618	351	523	635	666
除税前溢利	1,180	(4,539)	1,700	1,436	1,770	(3,512)	(1,027)	1,365	335
归属母公司净利润	1,096	(4,484)	1,421	1,302	1,573	(3,296)	(1,188)	1,083	338
Non-GAAP 归母净利润	1,195	917	1,189	1,455	1,774	22	895	665	524
EPS(元/股)	1.07	-4.39	1.39	1.27	1.54	-3.22	-1.16	1.06	0.33
Non-GAAP EPS(元/股)	1.17	0.90	1.16	1.42	1.74	0.02	0.88	0.65	0.51
主要比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
毛利率	44.2%	49.7%	51.8%	50.8%	50.9%	53.1%	47.5%	52.7%	50.9%
销售费用率	24.8%	29.3%	30.8%	28.3%	26.9%	39.0%	23.3%	31.0%	30.5%
管理费用率	12.1%	10.2%	15.2%	14.0%	13.3%	10.8%	9.9%	14.6%	15.8%
税前利润率	14.1%	-53.2%	19.9%	13.7%	14.5%	-107.7%	-19.5%	31.4%	7.9%
所得税率	5.7%	0.8%	17.0%	10.0%	12.0%	5.7%	-15.9%	20.8%	1.4%
归属母公司净利率	13.1%	-52.6%	16.6%	12.4%	12.9%	-101.1%	-22.6%	24.9%	8.0%
NonGAAP 净利率	14.3%	10.8%	13.9%	13.9%	14.6%	0.7%	17.0%	15.3%	12.4%
YoY	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
营业收入	65.7%	2.1%	0.4%	22.4%	16.3%	9.7%	-2.1%	33.2%	-19.9%
归属母公司净利润	20.4%	-509.1%	-131.7%	-8.4%	20.8%	-939.2%	-268.9%	-132.9%	-128.5%
Non-GAAP 归母净利润	32.7%	-23.2%	29.7%	22.3%	22.0%	-94.4%	11.3%	2967.4%	-41.4%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 5: 阅文分业务预测简表

营业收入(百万元人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
在线业务	3,710	4,932	5,055	5,443	5,887	2,457	2,475	2,540	2,515
自有平台+自营渠道	3,261	4,585	4,483	4,756	5,063	2,298	2,287	2,234	2,248
自有平台	2,425	3,903	3,903	4,021	4,141	1,990	1,914	1,881	2,023
自营渠道	836	682	579	735	922	308	374	353	226
第三方平台收入	449	347	572	687	824	159	188	306	267
版权运营	4,423	3,451	3,504	5,032	6,291	757	2,694	1,740	1,764
其他	214	142	140	137	134	46	97	62	77
合计	8,348	8,526	8,559	10,475	12,179	3,260	5,265	4,342	4,217
收入增速	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
在线业务	-3.1%	32.9%	2.5%	7.7%	8.2%	47.8%	20.8%	3.4%	1.6%
自有平台+自营渠道	3.0%	40.6%	-2.2%	6.1%	6.5%	62.2%	24.0%	-2.8%	-1.7%
自有平台	9.6%	61.0%	0.0%	3.0%	3.0%	101.9%	32.9%	-5.5%	5.7%
自营渠道	-12.2%	-18.4%	-15.1%	27.0%	25.4%	-23.8%	-7.7%	14.7%	-39.6%
第三方平台	-32.2%	-22.8%	65.0%	20.0%	20.0%	-35.2%	-7.8%	91.9%	42.1%
版权运营	341.0%	-22.0%	1.5%	43.6%	25.0%	-37.7%	-16.0%	129.8%	-34.5%
其他	3.4%	-33.5%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	65.7%	2.1%	0.4%	22.4%	16.3%	9.7%	-2.1%	33.2%	-19.9%
收入占比	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
在线业务	44.4%	57.9%	59.1%	52.0%	48.3%	75.4%	47.0%	58.5%	59.6%
自有平台+自营渠道	39.1%	53.8%	52.4%	45.4%	41.6%	70.5%	43.4%	51.5%	53.3%
第三方平台	5.4%	4.1%	6.7%	6.6%	6.8%	4.9%	3.6%	7.0%	6.3%
版权运营	53.0%	40.5%	40.9%	48.0%	51.7%	23.2%	51.2%	40.1%	41.8%
其他	2.6%	1.7%	1.6%	1.3%	1.1%	1.4%	1.8%	1.4%	1.8%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
营业成本/总收入	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
内容成本	17.7%	17.2%	18.4%	16.2%	15.1%	17.9%	16.7%	18.4%	18.4%
电视剧、网络剧、动画及电影的制作成本	25.6%	13.0%	9.2%	14.4%	16.4%	2.1%	19.8%	5.1%	13.5%
平台分销成本	6.8%	14.0%	14.5%	12.9%	12.3%	3.9%	20.3%	3.3%	26.0%
无形资产摊销	1.6%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	2.5%	1.8%	5.6%	-1.5%
存货成本	1.6%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	1.8%	0.7%	0.8%	1.4%
其他	2.5%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	3.5%	2.6%	2.4%	2.4%
合计	55.8%	50.3%	48.2%	49.2%	49.1%	46.9%	52.5%	47.3%	49.1%
毛利率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	20H1	20H2	21H1	21H2E
合计	44.2%	49.7%	51.8%	50.8%	50.9%	53.1%	47.5%	52.7%	50.9%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

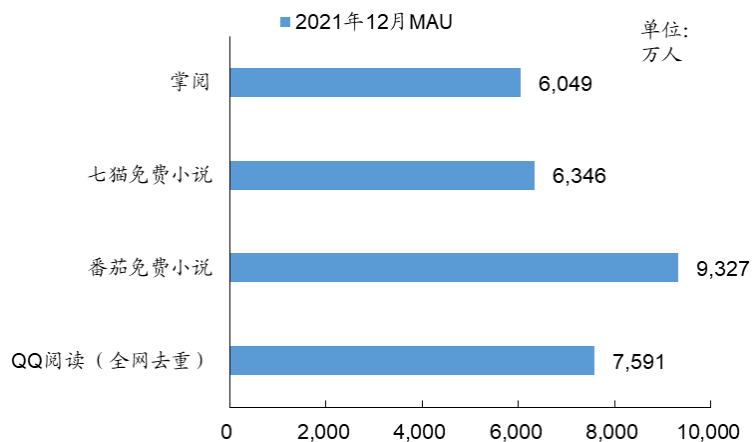
备注: 19H1起调整业务口径, 在线业务包括付费阅读、网络广告及游戏联运收入。上表中18H1、19H1、及2019年后数据按最新口径, 其他按历史口径。

表 6: 公司分业务简表 (成本按分业务口径)

营业收入(百万元人民币)	2019A	2020A	20H1	20H2	21H1
在线业务	3,710	4,932	2,457	2,475	2,540
版权运营及其他	4,637	3,594	803	2,791	1,802
合计	8,348	8,526	3,260	5,265	4,342
营业成本	2019A	2020A	20H1	20H2	21H1
在线业务	1,601	2,355	1,146	1,208	1,336
版权运营及其他	3,055	1,937	383	1,554	718
合计	4,656	4,292	1,529	2,763	2,054
毛利	2019A	2020A	20H1	20H2	21H1
在线业务	2,110	2,578	1,311	1,267	1,204
版权运营及其他	1,582	1,657	420	1,236	1,084
合计	3,692	4,234	1,731	2,503	2,288
毛利率	2019A	2020A	20H1	20H2	21H1
在线业务	56.9%	52.3%	53.4%	51.2%	47.4%
版权运营及其他	34.1%	46.1%	52.3%	44.3%	60.2%
合计	44.2%	49.7%	53.1%	47.5%	52.7%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 主要网文平台用户情况



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

表 7: 新丽2020年至今播出的影视剧项目

项目	播放时间	播出平台	主创	集数	题材
人世间	2022年1月28日	央视、爱奇艺	导演李路, 主演雷佳音、宋佳等	58	当代都市
雪中悍刀行	2021年12月15日	央视、腾讯视频	主演张若昀、胡军等	38	古代武打
天龙八部	2021年8月14日	央视、腾讯视频	于荣光执导, 杨祐宁、文咏珊、白澍等主演	50	武侠
叛逆者	2021年6月7日	央视、爱奇艺	导演周游, 朱一龙、童谣等主演	43	近代革命
斗罗大陆	2021年2月5日	央视、腾讯视频	导演杨振宇, 编剧王倦	40	古装玄幻
赘婿	2021年2月14日	爱奇艺	腾讯影业、阅文集团与新丽传媒合作	36	古装喜剧
流金岁月	2020年12月28日	央视、爱奇艺	沈严执导, 秦雯编剧	45	当代都市
狼殿下	2020年11月19日	腾讯视频、爱奇艺、优酷	孟凡执导, 李沁等主演	58	古装侠义
鹿鼎记	2020年11月15日	央视、爱奇艺、优酷	张一山、唐艺昕等主演	45	古代武打
他其实没有那么爱你	2020年8月18日	爱奇艺	导演王光利, 主演宋茜, 郑恺	36	当代都市

数据来源: 新丽官网, 国家广播电影电视总局, 百度百科, 广发证券发展研究中心

表 8: 新丽2021年至今上映的主要电影项目

影片名	上映时间	累计票房 (亿元)	出品方	主创
这个杀手不太冷静	2022年2月1日	24.00	新丽传媒、西虹市影视、开心麻花	由邢文雄编剧并执导, 闫非、彭大魔监制, 马丽、魏翔领衔主演
李茂扮太子	2022年1月1日	4.63	非洋娱乐传媒、腾讯影业、新丽传媒	高可执导, 马丽、常远、艾伦主演
秘密访客	2021年5月1日	2.15	无限动力、新丽传媒、华映娱乐等	陈正道执导, 郭富城、段奕宏、张子枫等主演
你好, 李焕英	2021年2月12日	54.13	北京文化、儒意影视、新丽传媒等	贾玲执导, 贾玲、张小斐、沈腾、陈赫等主演

数据来源: 新丽官网, 猫眼专业版, 百度百科, 广发证券发展研究中心

表 9: 新丽储备的重点影视剧项目

项目	进展情况	播出平台	主创	集数	题材
庆余年 2	2021 年第四季度开机	腾讯视频	编剧王倦, 主演张若昀、郭麒麟等		古装
赘婿 2	2021 年 6 月 13 日启动		主演郭麒麟、宋轶等		古装喜剧
斗破苍穹 2					
请叫我总监		优酷	由姚婷婷执导, 林更新、谭松韵主演	25	当代都市
我真是大明星			魏大勋、辛芷蕾等主演		
纵有疾风起	2021 年 2 月 8 日杀青		导演费振翔, 靳东、宋佳等主演	40	当代都市
风起陇西	2021 年 7 月 30 日杀青		导演路阳, 陈坤、白宇领衔主演	30	古代谍战
玫瑰之战			袁泉、黄晓明主演		
潜伏者			由高寒执导, 黄晓明、蒋欣、吴晓亮 领衔主演	40	
实习律师				40	
骄阳伴我				40	都市情感

数据来源: 新丽招股书, 新丽官网, 国家广播电影电视总局, 百度百科, 广发证券发展研究中心

表 10: 腾讯影业+新丽+阅文影视2021年6月联合发布片单

主题	数量	具体片单
时代旋律系列	13 部	《1921》《人世间》《心居》《叛逆者》《纵有疾风起》《萨瓦流淌的方向》《少年无疆》《我们的西南联大》《宣判》《今天的她们》《玻璃杯》《昆仑·丝路宝藏》《香山叶正红》
东方故事系列	14 部	《怒火·重案》(电影)、《赘婿》第二季(剧集)、《赘婿之吉兴高照》(网络电影)、《西游记真假美猴王》、《庆余年》第二季、《风起陇西》、《大奉打更人》、《青簪行》、《雪中悍刀行》、《精忠岳飞》、《李茂换太子》、《月落花都》、《藏地密码》(电影)、《藏地密码》(剧集)。
青春能量系列	10 部	《天才基本法》(剧集)、《好愿在人间》(电影)、《瞧一桥》(电影)、《骄阳伴我》《实习律师》《热带往事》《好好说话》《商业调查师》《火锅律神》《外滩十八号》
次元破壁系列	7 部	《一人之下》(电影; 由乌尔善执导, 腾讯影业、长生天影业出品)、《一人之下》(剧集)、《一人之下》(剧集)、《狐妖小红娘》(剧集)、《娜娜》、《你是我的荣耀》、《西行纪》、《镜·双城》
国际探索系列		《我叫白小飞》电影
网络电影	11 部	《西游降魔篇之驱魔人》《我的绝美女房客》《万道剑尊》《史上第一密探》《道君》《我当阴阳先生的那几年》《我是大玩家》《凶案背后》《临渊行》《邪风曲》《人生交换游戏》
微剧	14 部	《山贼太子妃》《神仙二手交易群》《怪奇笔记》《妖怪酒馆》《如梦令 3》《鸡汤皇后》《心跳 300 秒》《余生有你暖又甜》《回到明朝当王爷》《上线吧! 我的上仙大人》《师兄请按剧本来》《熠华录》《不健全关系》《传闻中的容嬷嬷》

数据来源: 腾讯影业公众号, 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,191	11,500	11,886	13,503	15,128
货币资金	6,442	6,257	6,787	7,346	7,971
应收及预付	4,034	4,031	1,869	2,294	2,666
存货	606	572	578	721	838
其他流动资产	1,108	640	2,614	3,142	3,654
非流动资产	14,059	9,815	10,346	10,914	11,684
长期股权投资	964	599	718	862	1,034
固定资产	42	40	31	27	25
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	12,169	7,676	7,740	7,806	7,876
其他长期资产	886	1,501	1,858	2,218	2,748
资产总计	26,250	21,316	22,233	24,417	26,812
流动负债	5,914	4,217	3,651	4,475	5,239
短期借款	1,303	554	100	100	100
应付及预收	1,021	1,040	1,362	1,751	2,034
其他流动负债	3,590	2,623	2,172	2,624	3,105
非流动负债	926	2,000	2,064	2,132	2,205
长期借款	0	691	791	891	991
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	926	1,309	1,272	1,240	1,213
负债合计	6,839	6,217	5,715	6,606	7,444
股本	1	1	1	1	1
资本公积	17,297	17,528	17,528	17,528	17,528
留存收益	2,099	(2,435)	(1,005)	297	1,870
归属母公司股东权益	19,397	15,094	16,523	17,825	19,398
少数股东权益	14	5	(5)	(15)	(30)
负债和股东权益	26,250	21,316	22,233	24,417	26,812

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,348	8,526	8,559	10,475	12,179
营业成本	4,656	4,292	4,126	5,150	5,984
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	2,074	2,498	2,633	2,965	3,275
管理费用	1,010	874	1,301	1,465	1,618
财务费用	15	(48)	(52)	(41)	(18)
资产减值损失	25	130	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	453	(5,323)	1,000	350	300
投资净收益	159	5	100	100	100
营业利润	1,194	(4,475)	1,668	1,415	1,772
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	1,180	(4,539)	1,700	1,436	1,770
所得税	68	(39)	289	144	212
净利润	1,112	(4,500)	1,411	1,292	1,558
少数股东损益	16	(16)	(10)	(10)	(15)
归属母公司净利润	1,096	(4,484)	1,421	1,302	1,573
NonGAAP 归母净利	1,195	917	1,189	1,455	1,774
EBITDA	780	972	714	1,106	1,632
NonGAAP EPS(元)	1.17	0.90	1.17	1.42	1.74

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	783	1,110	627	777	1,169
净利润	1,096	(4,484)	1,421	1,302	1,573
折旧摊销	197	240	165	161	160
营运资金变动	133	114	94	(293)	(236)
其它	(643)	5,241	(1,053)	(392)	(328)
投资活动现金流	1,295	(4,189)	(668)	(696)	(893)
资本支出	0	0	(220)	(224)	(228)
投资变动	1,295	(4,189)	(448)	(472)	(665)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,930	(92)	621	418	349
银行借款	2,939	4,546	(354)	100	100
股权融资	(57)	231	0	0	0
其他	(951)	(4,869)	975	318	249
现金净增长额	4,007	(3,171)	530	559	625
期初现金余额	8,824	6,442	6,257	6,787	7,346
期末现金余额	6,442	6,257	6,787	7,346	7,971

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	66%	2%	0%	22%	16%
营业利润增长	7%	-475%	-137%	-15%	25%
NonGAAP 归母净利增长	33%	-23%	30%	22%	22%
获利能力					
毛利率	44%	50%	52%	51%	51%
净利率	13%	-53%	17%	12%	13%
ROE	6%	-30%	9%	7%	8%
ROIC	6%	-27%	8%	7%	8%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	29.2%	25.7%	27.1%	27.8%
净负债比率	5.0%	5.8%	4.0%	4.1%	4.1%
流动比率	2.1	2.7	3.3	3.0	2.9
速动比率	2.0	2.6	3.1	2.9	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.2	2.6	3.5	5.9	5.7
存货周转率	4.0	2.0	3.0	4.0	5.0
每股指标 (元人民币)					
经调整每股收益	1.17	0.90	1.17	1.42	1.74
每股经营现金流	0.77	1.09	0.56	0.82	1.14
每股净资产	18.98	14.77	16.17	17.44	18.98
估值比率					
P/E	30.7	39.9	30.8	25.2	20.6
P/B	1.9	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	32.7	26.2	35.7	23.1	15.6

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。