开源证券

传媒/数字媒体

阅文集团（00772.HK）

2022 年 08 月 16 日

降本增效效果初显，短期业绩承压不改长期成长趋势

——港股公司信息更新报告

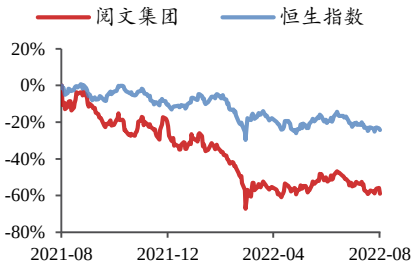
投资评级：买入（维持）

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

田鹏（联系人）
tianpeng@kysec.cn
证书编号：S0790121100012

日期	2022/8/16
当前股价(港元)	29.600
一年最高最低(港元)	75.000/23.000
总市值(亿港元)	302.82
流通市值(亿港元)	302.82
总股本(亿股)	10.23
流通港股(亿股)	10.23
近 3 个月换手率(%)	19.52

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司扭亏为盈，IP 升维战略打开长期增长空间—港股公司信息更新报告》-2022.3.23

《在线阅读基本盘稳固，IP 升维战略持续开花结果—公司信息更新报告》-2021.8.17

● 降本增效初见成效，投资亏损致短期业绩承压，维持“买入”评级

公司 2022H1 实现营业收入 40.87 亿元(同比-5.9%)，其中在线业务营业收入 23.07 亿元（同比-9.2%），主要系公司减少营销开支以及免费阅读广告变现效率受宏观环境影响而下降所致；版权运营及其他业务营业收入 17.80 亿元（同比-1.2%），主要系自营网络游戏收入减少所致。公司 2022H1 归母净利润为 2.29 亿元（同比-78.9%），主要系 2021H1 出售所持股权产生投资收益，而报告期内录得投资亏损所致。2022H1 公司 Non-IFRS 经营利润为 6.94 亿元（同比+8.2%），Non-IFRS 经营利润率为 17.0%（同比+2.2pct），主要系公司采取降本增效措施，运营效率提升所致，2022H1 销售费用率为 27.2%(同比-3.8pct)，管理及研发费用率为 13.7%（同比-0.9pct）。基于公司业绩及消费需求有所下滑，我们下调盈利预测，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.68/12.73/14.12（前值为 13.48/16.15/18.60）亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.2/1.4 元，当前股价对应 PE 分别为 33.7/20.3/18.3 倍，我们看好公司作为 IP 产业龙头的长期增长空间，维持“买入”评级。

● 内容优势带动用户规模持续提升，免费及付费阅读双轮驱动在线业务增长

公司 2022H1 在线业务 MAU 达 2.65 亿（同比+13.8%），免费阅读 DAU 达 1400 万（同比+7.7%），主要系优质内容驱动用户增长以及免费阅读用户增加所致。公司 2022H1 平均月付费用户为 810 万人（同比-12.9%），对应付费率为 3.1%（同比-0.9pct），月 ARPPU 为 38.8 元（同比+6.6%）。对比在线音乐、视频等，在线阅读付费率具备长期成长空间，同时免费及付费阅读或共同驱动在线业务增长。

● IP 可视化成绩优异，看好公司作为 IP 产业龙头的长期增长空间

2022H1，公司推出了《人世间》《心居》《这个杀手不太冷静》等爆款影视作品；在动画领域，《星辰变》《武动乾坤》两部新番播放量分别达 40 亿、30 亿；在漫画领域，公司 300 部“网文漫改计划”持续推进，已有 170 多部 IP 改编漫画在腾讯漫画上线。我们看好公司作为在线阅读龙头公司，以文学 IP 优势出发，实现 IP 全链路开发，并以视觉升维打法加速释放 IP 价值，驱动公司业绩持续增长。

● 风险提示：内容行业政策变化风险、免费阅读领域竞争加剧、版权成本上升等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,526	8,668	8,740	9,761	10,785
YOY(%)	2.1	1.7	0.8	11.7	10.5
净利润(百万元)	-4,484	1,847	768	1,273	1,412
YOY(%)	-509.1	-141.2	-58.4	65.9	10.9
毛利率(%)	49.7	53.1	50.2	50.5	50.5
净利率(%)	-52.6	21.3	8.8	13.0	13.1
ROE(%)	-29.7	10.7	4.3	6.6	6.8
EPS(摊薄/元)	-4.4	1.8	0.8	1.2	1.4
P/E(倍)	-5.8	14.0	33.7	20.3	18.3
P/B(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所(以 2022 年 8 月 16 日 1 港币= 0.8655 人民币对股价换算)

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn