

互联网	收盘价 港元 25.45	目标价 港元 29.00↓	潜在涨幅 +13.9%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年2月21日

阅文集团 (772 HK)

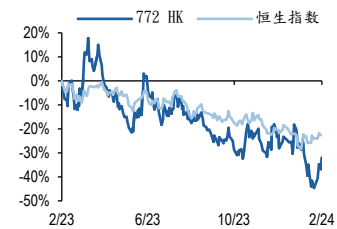
AI 投入及项目递延或致利润承压；2024 年重点 IP 项目储备丰富

- ⊖ **下调 2023 年收入及利润预期。**我们预计阅文集团 2023 年全年收入为 70 亿元人民币（下同），同比降 8%，主要因在线业务渠道调整，及部分重点 IP 项目递延。考虑收入下降，以及 AI 人员/算力投入，我们预计全年经调整净利润 11 亿元，同比降 20%，对应利润率 15%，同比降 3 个百分点。
- ⊖ **下调 2023 年在线业务收入 8%，重点阅读平台用户数稳中有升。**根据点点数据及 QuestMobile 数据（图表 1-4），免费阅读平台对阅文旗下重点阅读平台用户数影响有限，起点读书/QQ 阅读/微信读书 MAU/DAU 同比仍稳中有升，流水亦相对持稳。但考虑分发渠道收缩，我们预计 2023 年在线业务收入 39.8 亿元，同比降 9%。
- ⊖ **基于部分项目递延，下调 2023 年 IP 运营收入预期 8%；2024 年主控电影表现亮眼，热门 IP 改编剧集储备丰富。**新丽 2023 年下半年上线项目包括《斗破苍穹》/《骄阳伴我》/《潜行者》，《与凤行》播放递延，下调 2023 年新丽净利润预期至 4 亿元。考虑 2024 年重点 IP 改编剧集储备丰富（图表 5，《庆余年 2》预约已突破 1000 万），以及主控电影《热辣滚烫》春节档票房已达 30 亿元（猫眼，截至 2024 年 2 月 20 日），我们维持新丽 2024 年全年超 5 亿元净利润预期。阅文核心 IP 运营增长潜力仍存，主要因：1) 2023 年 12 月公布将**收购腾讯动漫相关资产**，有望进一步丰富 IP 储备，强化 IP 多元化开发协同。2) 短剧探索或带来增量机会，根据 ADXray 数据，阅文出品玄幻短剧《万道龙皇》上线 72 小时内流水突破千万元。短剧投入低、止损快，模式打通后或将加速平台中长尾内容改编，拓展商业化潜力。
- ⊖ **估值：**考虑 AI 投入及在线业务渠道收缩，我们下调 2023/2024 年调整后净利润预期 28%/19%。参考可比优质内容及版权公司，给予 20 倍 2024 年市盈率，将目标价从 36 港元下调至 29 港元。AI 投入短期或部分拖累阅文核心利润增长，但长期将带来产能扩张、成本优化及产品创新想象空间。现价对应 1.2 倍 2024 年 PEG，对比文娱内容公司平均 1.0 倍，维持**中性**。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	44.10
52周低位(港元)	20.75
市值(百万港元)	26,045.28
日均成交量(百万)	9.01
年初至今变化(%)	(12.39)
200天平均价(港元)	28.24

资料来源: FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

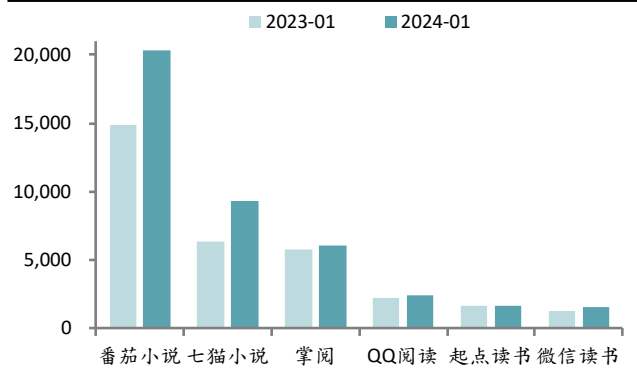
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	8,668	7,626	7,004	7,579	7,966
同比增长(%)	1.7	-12.0	-8.2	8.2	5.1
净利润(百万人民币)	1,230	1,348	1,083	1,387	1,515
每股盈利(人民币)	1.21	1.32	1.06	1.36	1.49
同比增长(%)	31.9	9.3	-20.1	29.0	9.2
前EPS预测值(人民币)			1.47	1.68	1.90
调整幅度(%)			-28.0	-18.8	-21.8
市盈率(倍)	19.4	17.7	22.2	17.2	15.7
每股账面净值(人民币)	16.90	17.61	18.24	19.23	20.22
市账率(倍)	1.39	1.33	1.28	1.22	1.16

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

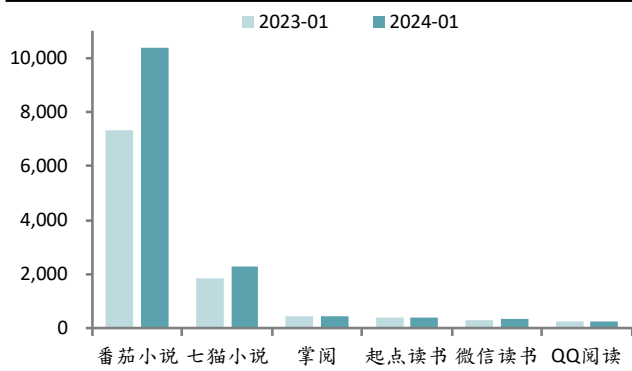
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 阅文旗下重点阅读平台 MAU 稳中有升



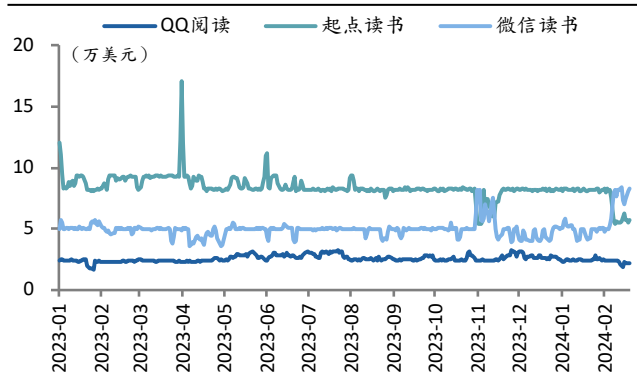
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 2: 阅文旗下重点阅读平台 DAU 稳中有升



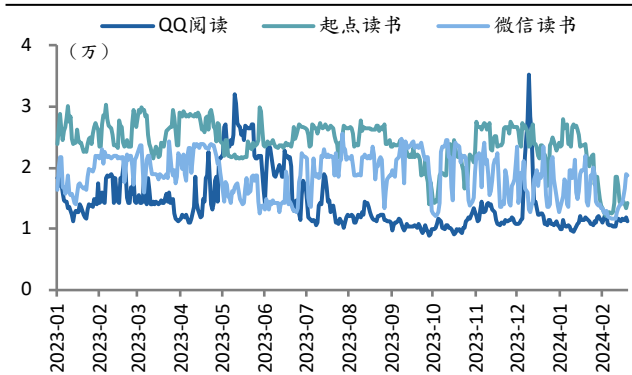
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 3: 阅文旗下重点阅读平台 iOS 端流水相对持稳



资料来源: 点点数据, 交银国际

图表 4: 阅文旗下重点阅读平台 iOS 端下载量波动趋势



资料来源: 点点数据, 交银国际

图表 5: 2024 年剧集储备

剧集	集数	播放平台	开机时间	杀青时间	导演	编剧	演员
今天的她们	24	腾讯视频	NA	2022年4月	杜晓雨	秦雯	宋轶、余诗曼、李纯、张国立
庆余年2	30	腾讯视频	2023/5/28	2023/10/17	孙皓	王倦	张若昀、李沁、陈道明、吴刚
与凤行	40	腾讯视频、芒果TV	2022/6/14	2022/11/4	邓科	九鹭非香	赵丽颖、林更新
玫瑰故事	40	腾讯视频	2023/5/28	2023/11/15	汪俊	李潇、王思	刘亦菲、霍建华、佟大为、林更新
大奉打更人	40	腾讯视频	2023/7/19	2023/12/12	邓科	杨雨晨	王鹤棣、田曦薇、刘奕君
青簪行	60	腾讯视频	NA	2024年1月 补拍结束	林玉芬等	金海曙	杨紫

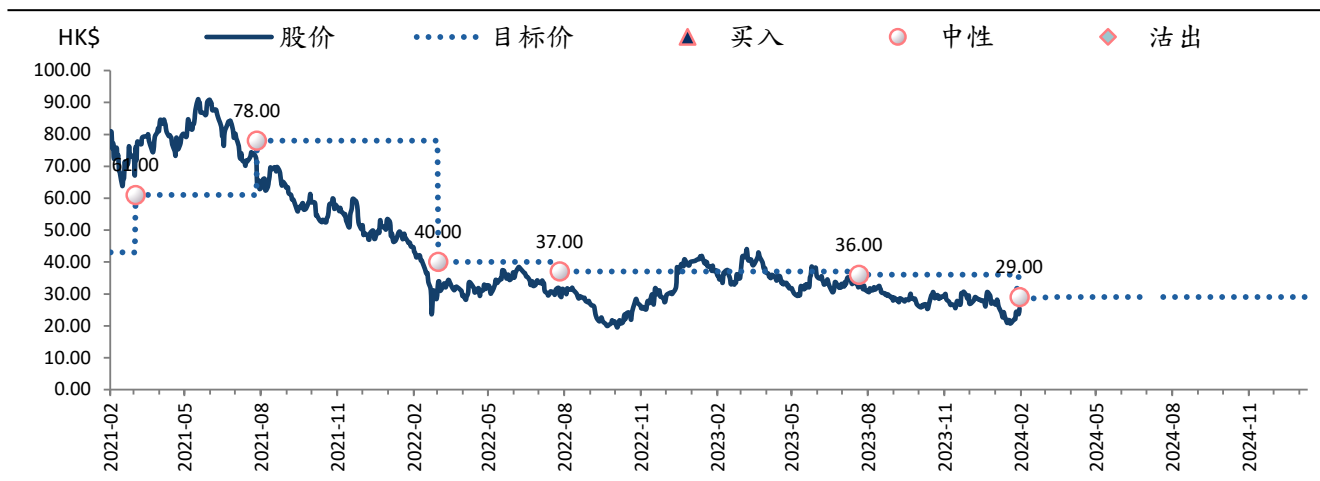
资料来源: 百度百科等公开资料, 交银国际

图表 6: 2023-25 年展望

(百万人民币)	2022	2023E	2024E	2025E
收入	7,626	7,004	7,579	7,966
<i>彭博一致预期</i>		<u>7,276</u>	<u>8,001</u>	<u>8,618</u>
在线业务	4,364	3,980	3,924	3,952
版权运营及其他	3,262	3,024	3,656	4,014
阅文核心 IP 运营	1,537	1,787	2,167	2,594
新丽传媒	1,623	1,128	1,378	1,306
收入成本	-3,596	-3,386	-3,517	-3,597
毛利	4,030	3,618	4,062	4,369
毛利率 (%)	53	52	54	55
销售及营销开支	-2,003	-1,740	-1,803	-1,898
一般及行政开支	-1,238	-1,311	-1,453	-1,498
运营利润	629	680	886	1,053
运营利润率 (%)	8	10	12	13
净利润	608	711	821	939
净利润率 (%)	8	10	11	12
经调整净利润	1,348	1,083	1,387	1,515
经调整净利润率 (%)	18	15	18	19
<i>彭博一致预期</i>		<u>1,251</u>	<u>1,474</u>	<u>1,664</u>
每股基本盈利 (人民币)	0.6	0.7	0.8	0.9
每股摊薄盈利 (人民币)	0.6	0.7	0.8	0.9
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	1.3	1.1	1.4	1.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 7: 阅文 (772 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	105.54	140.00	32.7%	2024年01月25日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	10.20	13.00	27.5%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	44.20	75.00	69.7%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.59	5.60	56.0%	2024年01月19日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	9.92	9.00	-9.3%	2023年11月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	88.40	99.00	12.0%	2023年09月26日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.32	8.30	31.3%	2023年12月11日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	32.43	39.00	20.3%	2023年12月01日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.45	29.00	13.9%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	131.30	180.00	37.1%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.14	108.00	47.7%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	23.23	30.00	29.1%	2023年11月16日	电商
DAO US	有道	买入	3.96	5.30	33.8%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.72	15.50	13.0%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	72.25	75.00	3.8%	2024年01月25日	教育
GOTU US	高途	买入	4.89	3.80	-22.3%	2024年01月23日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	284.20	388.00	36.5%	2024年01月19日	游戏
NTES US	网易	买入	107.64	135.00	25.4%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.44	19.92	74.1%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	21.10	31.00	46.9%	2023年08月23日	游戏
3690 HK	美团	买入	73.40	173.00	135.7%	2023年11月29日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.42	43.00	133.4%	2023年11月09日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	7.39	11.60	57.0%	2024年01月10日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.38	11.70	24.7%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.09	2.00	-4.3%	2024年01月09日	物流
9923 HK	移卡	买入	13.34	21.00	57.4%	2023年08月25日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	27.50	38.00	38.2%	2023年04月12日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	327.20	365.00	11.6%	2023年09月06日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	17.78	22.00	23.7%	2023年05月25日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年2月20日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	8,668	7,626	7,004	7,579	7,966
主营业务成本	(4,069)	(3,596)	(3,386)	(3,517)	(3,597)
毛利	4,599	4,030	3,618	4,062	4,369
销售及管理费用	(4,025)	(3,241)	(3,051)	(3,256)	(3,396)
其他经营净收入/费用	1,598	(160)	113	80	80
经营利润	2,173	629	680	886	1,053
Non-GAAP标准下的经营利润	1,300	1,364	1,042	1,437	1,615
财务成本净额	(69)	(54)	(33)	(40)	(40)
应占联营公司利润及亏损	199	199	197	180	160
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	2,303	774	844	1,026	1,173
税费	(460)	(166)	(133)	(205)	(235)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	1,843	608	711	821	939
作每股收益计算的净利润	1,843	608	711	821	939
Non-GAAP标准的净利润	1,230	1,348	1,083	1,387	1,515

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4,528	5,546	4,340	4,048	4,483
有价证券	2,678	1,849	1,849	1,849	1,849
应收账款及票据	2,747	2,049	2,173	2,396	3,060
存货	654	760	722	722	723
其他流动资产	2,123	2,272	1,883	2,468	2,103
总流动资产	12,730	12,476	10,966	11,482	12,218
投资物业	932	1,009	2,637	3,048	3,482
物业、厂房及设备	45	133	176	198	209
无形资产	7,455	7,422	7,359	7,314	7,282
其他长期资产	2,134	1,695	1,662	1,799	1,804
总长期资产	10,567	10,259	11,834	12,359	12,778
总资产	23,297	22,734	22,800	23,842	24,996
短期贷款	793	418	397	397	397
应付账款	1,127	1,204	992	704	1,168
其他短期负债	2,591	2,362	2,026	2,474	2,152
总流动负债	4,512	3,984	3,415	3,575	3,717
长期贷款	383	0	0	0	0
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,216	796	689	694	697
总长期负债	1,599	796	690	694	697
总负债	6,110	4,780	4,104	4,269	4,414
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	17,186	17,957	18,698	19,575	20,584
股东权益	17,186	17,957	18,698	19,575	20,584
非控股权益	1	(3)	(3)	(3)	(3)
总权益	17,187	17,955	18,696	19,573	20,582

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	2,303	774	844	1,026	1,173
合资企业/联营公司收入调整	(199)	(199)	(197)	(180)	(160)
折旧及摊销	415	283	292	314	323
营运资本变动	42	73	(340)	(780)	(158)
利息调整	69	54	33	40	40
税费	(460)	(166)	(133)	(205)	(235)
其他经营活动现金流	(525)	1,027	302	443	468
经营活动现金流	1,644	1,845	800	657	1,451
资本开支	(25)	(97)	(112)	(112)	(112)
投资活动	(425)	(71)	33	(47)	(50)
其他投资活动现金流	1,386	697	(1,833)	(642)	(677)
投资活动现金流	936	528	(1,913)	(802)	(839)
负债净变动	(71)	(793)	(18)	0	0
权益净变动	0	(211)	0	0	0
其他融资活动现金流	(279)	(142)	0	0	0
融资活动现金流	(350)	(1,145)	(18)	0	0
汇率收益/损失	(25)	58	58	58	58
年初现金	2,848	4,528	5,546	4,340	4,048
年末现金	4,528	5,546	4,340	4,048	4,483

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.830	0.601	0.696	0.793	0.889
全面摊薄每股收益	1.812	0.596	0.694	0.806	0.922
Non-GAAP标准下的每股收益	1.209	1.322	1.056	1.363	1.488
每股账面值	16.900	17.611	18.236	19.227	20.216
利润率分析(%)					
毛利率	53.1	52.8	51.7	53.6	54.8
EBITDA利润率	12.6	13.8	10.7	12.4	13.9
EBIT利润率	25.1	8.2	9.7	11.7	13.2
净利率	21.3	8.0	10.2	10.8	11.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	53.1	52.8	51.7	53.6	54.8
EBITDA利润率	15.4	17.7	12.9	15.4	16.7
经营利润率	15.0	17.9	14.9	19.0	20.3
净利率	14.2	17.7	15.5	18.3	19.0
盈利能力(%)					
ROA	8.3	2.6	3.1	3.5	3.8
ROE	11.4	3.5	3.9	4.3	4.7
ROIC	2.7	3.4	2.5	3.3	3.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.8	3.1	3.2	3.2	3.3
存货周转天数	55.0	71.8	79.9	74.9	73.4
应收账款周转天数	127.2	114.8	110.0	110.0	125.0
应付账款周转天数	97.2	118.3	118.3	88.0	95.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及長久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。