

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 25.35	港元 29.00	+14.4%

2024年8月13日

阅文集团 (772 HK)

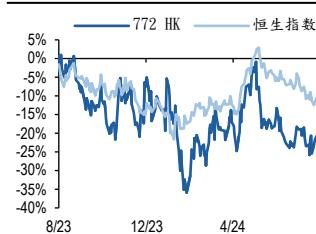
在线业务维稳，版权运营超预期，关注短剧/衍生品增量贡献

- ⊕ **上半年利润超预期**：2024上半年收入42亿元，同比+28%，好于市场预期的13%，主要因多个重点项目集中上线。经调整净利润7亿元（同比+16%），超市场预期7%，对应经调整净利率17%，同比降1.6个百分点，主要因重点项目上线伴随营销开支加大，部分被毛利率优化抵消。
- ⊕ **上半年分部业务概览**：在线业务基本符合预期，收入同比微降2%，其中自有渠道MAU/付费用户同比持稳在1.05亿/880万，月人均付费同比-2%至32元，腾讯渠道收入同比降26%，主要因免费内容分发减少导致腾讯渠道MAU同比下降33%。**版权运营超预期**，上半年收入同比大幅增73%，好于市场预期的37%，主要因：1) 新丽多部头部剧集集中在上半年上线，如《庆余年2》；2) 阅文核心IP授权业务规模扩大；3) 短剧、衍生品等新业务快速增长，其中IP卡牌上半年GMV合计达1亿元。
- ⊕ **展望**：1) 预计在线业务同环比持稳，维持全年收入小幅下降预期（-2%），主要考虑核心付费平台坚挺，第三方平台合作增加抵消腾讯渠道收缩影响。2) 基于IP运营业务强劲增势，同时考虑合并腾讯动漫影响，上调全年阅文核心IP运营收入10%至23亿元，对应同比增速34%。其中，新丽下半年剧集排播或少于上半年，主要包括《大奉打更人》/《哑舍》等，我们维持2024全年超5亿元净利润预期。
- ⊕ **估值**：我们小幅上调2024年经调整净利润预期1%至14亿元，基于2023-25年利润复合增速21%，参考可比优质内容及版权公司平均20倍2024年市盈率，维持目标价29港元。公司IP储备丰富，预计IP授权/制作有望维持健康增长，短剧、衍生品等新业务收入或逐步释放增量，但考虑短期缺少股价催化剂，维持**中性**。长期关注头部IP可视化开发能力复制、产能扩张、AIGC带动成本优化及短剧等新业务增长势能。

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)	32.65
52周低位(港元)	20.75
市值(百万港元)	25,937.87
日均成交量(百万)	1.88
年初至今变化(%)	(12.74)
200天平均价(港元)	26.00

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

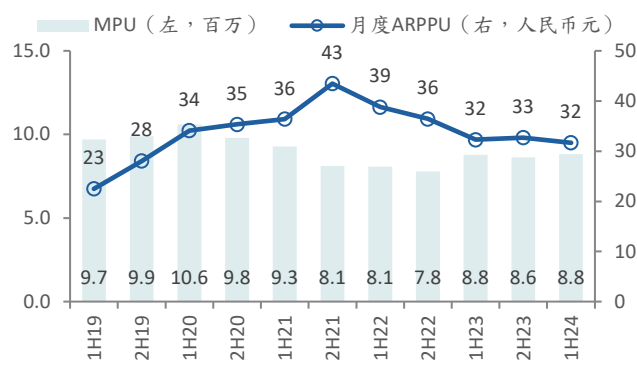
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	7,626	7,012	7,804	7,995	8,334
同比增长(%)	-12.0	-8.0	11.3	2.4	4.2
净利润(百万人民币)	1,348	1,130	1,397	1,663	1,786
每股盈利(人民币)	1.32	1.11	1.39	1.63	1.75
同比增长(%)	9.3	-16.0	25.0	17.1	7.8
前EPS预测值(人民币)			1.35	1.47	1.65
调整幅度(%)			2.5	10.5	6.2
市盈率(倍)	17.7	21.0	16.8	14.4	13.3
每股账面净值(人民币)	17.61	18.68	19.89	20.67	21.97
市账率(倍)	1.33	1.25	1.17	1.13	1.06

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。

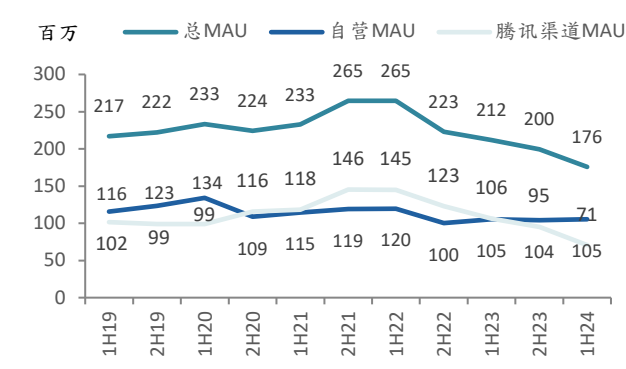
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 付费阅读用户数及 ARPPU



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 在线阅读月活用户和免费阅读月活用户数



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 2024 上半年业绩回顾

(百万人民币)	1H23	2H23	1H24	环比 (%)	同比 (%)	点评
收入	3,283	3,729	4,191	12	28	
在线业务	1,984	1,964	1,940	-1	-2	
自营渠道	1,710	1,704	1,694	-1	-1	符合预期, MPU 同比持平, 环比微增 2%
腾讯渠道	177	165	131	-21	-26	减少免费阅读内容供给, MAU 同比降 33%
第三方渠道	98	95	116	22	18	
版权运营及其他	1,299	1,765	2,251	28	73	
阅文核心 IP 运营	710	1,003	1,153	15	62	
新丽传媒	544	717	1,050	47	93	
其他	45	45	48	6	7	
收入成本	-1,678	-1,962	-2,108	7	26	
毛利	1,605	1,767	2,083	18	30	
毛利率 (%)	49	47	50			
销售及营销开支	-822	-897	-1,159	29	41	主要因多部影视项目上线伴随推广开支增加
一般及行政开支	-535	-627	-545	-13	2	
运营利润	311	398	454	14	46	
运营利润率 (%)	9	11	11			
经调整运营利润	546	504	624	24	14	
经调整运营利润率 (%)	17	14	15			
净利润	376	428	504	18	34	
净利润率 (%)	11	11	12			
经调整净利润	602	527	702	33	16	
股东应占经调整净利润	603	527	702	33	16	
经调整净利润率 (%)	18	14	17			
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	0.59	0.52	0.69	33	16	

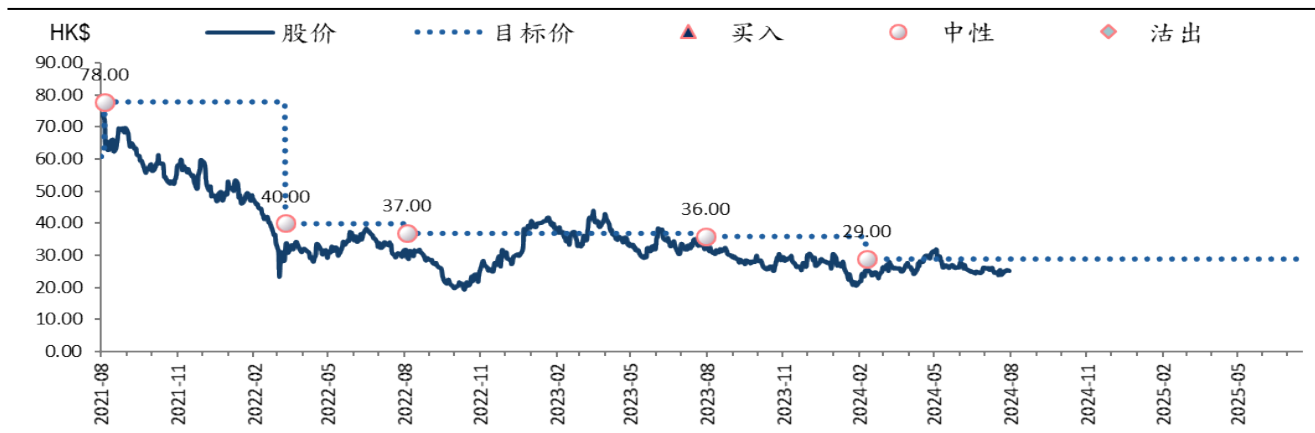
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 财务预测

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	7,626	7,012	7,804	7,995	8,334
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,608</u>	<u>8,001</u>	<u>8,452</u>
在线业务	4,364	3,948	3,868	3,910	3,977
版权运营及其他	3,262	3,064	3,937	4,085	4,357
阅文核心 IP 运营	1,537	1,714	2,300	2,660	2,909
新丽传媒	1,623	1,260	1,542	1,328	1,349
收入成本	-3,596	-3,640	-3,790	-3,748	-3,863
毛利	4,030	3,371	4,015	4,247	4,470
毛利率 (%)	53	48	51	53	54
销售及营销开支	-2,003	-1,720	-2,007	-1,863	-1,908
一般及行政开支	-1,238	-1,161	-1,184	-1,270	-1,313
运营利润	629	709	969	1,254	1,389
运营利润率 (%)	8	10	12	16	17
经调整运营利润	1,364	1,050	1,326	1,666	1,817
经调整运营利润率 (%)	18	15	17	21	22
净利润	608	804	1,026	1,238	1,352
净利润率 (%)	8	11	13	15	16
经调整净利润	1,348	1,130	1,397	1,663	1,786
经调整净利润率 (%)	18	16	18	21	21
阅文核心业务净利润	811	643	892	1,157	1,278
新丽传媒净利润	538	487	505	506	508
<i>彭博一致预期</i>			<u>1,391</u>	<u>1,523</u>	<u>1,673</u>
每股基本盈利 (人民币)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.3
每股摊薄盈利 (人民币)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.3
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	1.3	1.1	1.4	1.6	1.8

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 5: 阅文集团 (772 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 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 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	85.23	129.00	51.4%	2024年07月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	3.25	4.20	29.2%	2024年07月22日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.10	55.00	22.0%	2024年07月17日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.49	20.00	48.3%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	91.65	120.00	30.9%	2024年06月04日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.13	17.00	29.5%	2024年05月14日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.94	5.90	-15.0%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.88	33.00	-5.4%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.35	29.00	14.4%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	142.47	213.00	49.5%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	26.07	40.00	53.4%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	80.91	111.00	37.2%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.14	13.40	20.3%	2024年06月26日	电商
GOTU US	高途	买入	4.52	7.50	65.9%	2024年08月08日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.12	13.80	51.3%	2024年08月02日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	53.35	80.00	50.0%	2024年08月01日	教育
DAO US	有道	买入	3.40	5.00	47.1%	2024年05月24日	教育
NTES US	网易	买入	89.55	117.00	30.7%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.55	30.00	46.0%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	375.00	457.00	21.9%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.78	15.00	39.1%	2024年03月28日	游戏
9690 HK	途虎	买入	15.90	24.00	50.9%	2024年08月12日	本地生活
3690 HK	美团	买入	104.00	129.00	24.0%	2024年06月07日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	9.65	13.50	39.9%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.28	1.70	32.8%	2024年07月19日	物流
2618 HK	京东物流	中性	7.97	9.80	23.0%	2024年07月13日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.25	30.00	34.8%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.66	14.00	31.3%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.40	25.00	86.6%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	330.80	509.00	53.9%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至2024年8月12日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	7,626	7,012	7,804	7,995	8,334
主营业务成本	(3,596)	(3,640)	(3,790)	(3,748)	(3,863)
毛利	4,030	3,371	4,015	4,247	4,470
销售及管理费用	(3,241)	(2,881)	(3,190)	(3,133)	(3,221)
其他经营净收入/费用	(160)	218	145	140	140
经营利润	629	709	969	1,254	1,389
Non-GAAP标准下的经营利润	1,364	1,050	1,326	1,666	1,817
财务成本净额	(54)	(25)	(12)	(20)	(20)
应占联营公司利润及亏损	199	205	271	240	240
其他非经营净收入/费用	0	12	0	0	0
税前利润	774	901	1,228	1,474	1,609
税费	(166)	(98)	(202)	(236)	(257)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	608	804	1,026	1,238	1,352
作每股收益计算的净利润	608	804	1,026	1,238	1,352
Non-GAAP标准的净利润	1,348	1,130	1,397	1,663	1,786

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,546	2,802	4,415	5,370	5,550
有价证券	1,849	1,039	1,039	1,039	1,039
应收账款及票据	2,049	1,988	2,505	2,971	2,737
存货	760	744	684	685	686
其他流动资产	2,272	4,650	2,532	2,376	2,756
总流动资产	12,476	11,223	11,175	12,440	12,767
投资物业	1,009	925	3,060	3,495	3,951
物业、厂房及设备	133	128	94	76	67
无形资产	7,422	7,330	7,295	7,265	7,247
其他长期资产	1,695	3,583	1,733	1,871	1,869
总长期资产	10,259	11,966	12,180	12,707	13,134
总资产	22,734	23,188	23,355	25,147	25,902
短期贷款	418	10	10	10	10
应付账款	1,204	1,120	708	1,244	767
其他短期负债	2,362	2,473	2,170	2,293	2,274
总流动负债	3,984	3,603	2,888	3,547	3,052
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	796	561	444	446	448
总长期负债	796	561	444	446	448
总负债	4,780	4,164	3,332	3,993	3,500
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	17,957	19,024	20,023	21,154	22,401
股东权益	17,957	19,025	20,023	21,155	22,402
非控股权益	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
总权益	17,955	19,025	20,023	21,155	22,402

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	774	901	1,228	1,474	1,609
合资企业/联营公司收入调整	(199)	(205)	(271)	(240)	(240)
折旧及摊销	283	216	287	270	260
营运资本变动	73	160	(1,476)	214	(636)
利息调整	54	25	12	20	20
税费	(166)	(98)	(202)	(236)	(257)
其他经营活动现金流	1,027	268	349	386	412
经营活动现金流	1,845	1,268	(73)	1,887	1,168
资本开支	(97)	(30)	(30)	(30)	(30)
投资活动	(71)	(2,317)	2,400	(45)	(47)
其他投资活动现金流	697	(1,237)	(540)	(679)	(710)
投资活动现金流	528	(3,584)	1,830	(755)	(788)
负债净变动	(793)	(399)	0	0	0
权益净变动	(211)	89	0	0	0
其他融资活动现金流	(142)	0	0	0	0
融资活动现金流	(1,145)	(309)	0	0	0
汇率收益/损失	58	58	58	58	58
年初现金	4,528	5,546	2,802	4,415	5,370
年末现金	5,546	2,802	4,415	5,370	5,550

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.601	0.796	1.020	1.187	1.276
全面摊薄每股收益	0.596	0.789	1.019	1.210	1.326
Non-GAAP标准下的每股收益	1.322	1.110	1.388	1.625	1.752
每股账面值	17.611	18.685	19.893	20.670	21.970
利润率分析(%)					
毛利率	52.8	48.1	51.4	53.1	53.6
EBITDA利润率	13.8	11.8	12.9	15.6	16.6
EBIT利润率	8.2	10.1	12.4	15.7	16.7
净利率	8.0	11.5	13.1	15.5	16.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	52.8	48.1	51.4	53.1	53.6
EBITDA利润率	17.7	14.5	14.3	17.1	18.1
经营利润率	17.9	15.0	17.0	20.8	21.8
净利率	17.7	16.1	17.9	20.8	21.4
盈利能力(%)					
ROA	2.6	3.5	4.4	5.1	5.3
ROE	3.5	4.3	5.3	6.0	6.2
ROIC	3.4	2.3	3.5	4.5	4.8
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	3.1	3.1	3.9	3.5	4.2
存货周转天数	71.8	75.4	68.8	66.6	64.7
应收账款周转天数	114.8	105.1	105.1	125.0	125.0
应付账款周转天数	118.3	116.5	88.0	95.0	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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。