

## 买入

## 收入实现超预期增长，效率提升驱动增长加速

阅文集团 (772.HK)

2024-09-25 星期三

目标价：**33.8 港元**  
现价：24.45 港元  
预计升幅：32.7%

## 重要数据

日期	2024-09-24
收盘价 (港元)	24.45
总股本 (百万股)	1,023
总市值 (百万港元)	26,040
净资产 (百万港元)	20,994
总资产 (百万港元)	25,588
52周高低 (港元)	33.50/20.40
每股净资产 (港元)	19.80

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 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@gyzq.com.hk

## 投资要点

## ➤ 上半年收入增长超预期，版权业务成为主要驱动力：

阅文集团上半年营收达到 41.91 亿元，同比增长 28%，超出我们此前收入增长预期，经营盈利和净利润也实现了较大幅度的增长，分别同比增长 46%和 34%。分业务来看，公司在线业务收入同比下滑 2.2%，占总收入的比例下降，版权运营及其他业务上半年收入同比增长 73.30%，成为公司业绩增长的主要动力。销售费用同比增长 41.0%，一般及行政支出同比增长 1.9%，我们预计公司 2024 年将持续优化成本和费用结构，提高运营效率。

## ➤ 在线业务目前市场地位依然稳固，AI 助力内容走向国际化：

阅文集团在上半年继续加大对在线阅读业务投入，特别是精品内容供给效率和数量都有明显提升，目前以公司拥有的 IP 数量、AI 运用技术和用户影使得公司在目前行业内仍有明显竞争优势。同时公司国际化进程取得积极进展，AI 翻译技术的应用助力海外平台翻译作品快速增长，拓展了海外市场。

## ➤ IP 可视化成绩斐然，布局短剧带来发展空间：

阅文集团版权业务上半年业绩增长显著，公司 IP 可视化战略进程持续，推出了多部爆款作品。另外公司今年将会加快在短剧赛道的发展，下半年计划有更多精品短剧项目上线，未来将形成长短剧联动互补的发展闭环，全年预计上线 100 多个短剧项目。

## ➤ IP 价值商业化效率提升，给予收入增长强劲势头：

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。给予公司在线阅读业务 2024 年 10 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2024 年收入 5 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 345 亿港元，对应 2024 年 EPS 约 23 倍 PE。给予公司 33.8 港元的目标价，维持“买入”评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	7,626	7,012	7,580	8,476	9,385
同比增长	-12.03%	-8.05%	8.10%	11.82%	10.72%
净利润	608	804	1,344	1,485	1,606
同比增长	-67.0%	32.2%	67.1%	10.5%	8.2%
净利润率	7.98%	11.47%	17.73%	17.52%	17.12%
每股盈利 (元)	0.59	0.79	1.31	1.45	1.57
PE	38.7	29.2	17.5	15.8	14.6

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 上半年收入增长超预期，版权业务成为主要驱动力：

阅文集团上半年营收达到 41.91 亿元，同比增长 28%，超出我们此前收入增长预期，公司总体在新业务拓展和市场份额增长方面取得了不错成绩。同时经营盈利和净利润也实现了较大幅度的增长，分别同比增长 46%和 34%，表明公司的运营效率和盈利能力有所提升。分业务来看，公司版权运营业务表现出色，而在线业务则持续调整发展战略。上半年，公司在线业务收入同比下滑 2.2%，占总收入的比例下降，被版权运营及其他业务反超。其中，腾讯产品渠道收入收窄幅度显著，自有平台产品收入也有所下降。平均月活跃用户数从 2022 年上半年的 2.65 亿人降至今年上半年的 1.76 亿人。同时，单个付费用户的月收入也在减少。由于在线阅读市场竞争激烈，阅文集团在免费阅读赛道上转型仍在继续，付费阅读用户下降主要是市场竞争压力所致。另一方面，公司版权运营及其他业务上半年收入同比增长 73.30%，成为公司业绩增长的主要动力。这主要得益于公司 IP 运营业务的全面增长，以及爆款剧集、电影、动画上线数量的增加和 IP 授权业务规模的扩大。《热辣滚烫》、《与风行》、《庆余年第二季》、《玫瑰的故事》等项目取得良好市场反响，证明了公司在打造和复制爆款方面的能力，也验证了其 IP 生态链建设商业模式的潜力。成本和费用控制方面，上半年收入成本同比增长 25.6%，主要是由于对高品质内容的投资增加以及影视项目数量的上升导致内容成本和制作成本上升。销售费用同比增长 41.0%，主要是由于影视项目推广及广告开支增加；一般及行政支出同比增长 1.9%，主要是雇员福利开支增加。我们预计公司 2024 年将持续优化成本和费用结构，提高运营效率。

### 在线业务目前市场地位依然稳固，AI 助力内容走向国际化：

阅文集团在上半年继续加大对在线阅读业务投入，特别是精品内容供给效率和数量都有明显提升，目前以公司拥有的 IP 数量、AI 运用技术和用户影使得公司在目前行业内仍有明显竞争优势。上半年平台新增了大量作家和优质作品，为用户提供了丰富的阅读选择。从公司旗下各平台表现来看，发展路径已经有分化，其中自有平台收入虽然下滑，但占在线业务收入的比例有所上升，这是由于公司优化分发渠道投资回报率，专注推动核心产品增长策略所致。腾讯产品自营渠道收入下滑较为明显，主要是由于公司聚焦高质量付费阅读商业模式，导致免费阅读渠道的广告收入减少。第三方平台收入

有所增加，这得益于与第三方分销合作伙伴的合作增加。目前自有平台产品的月均付费用户同比减少 16.9%，这可能对在线业务的收入产生一定影响。虽然社区运营的持续升级在一定程度上提升了产品表现，但整体用户活跃度和付费意愿仍需进一步提高。在国内在线阅读市场增长有限的背景下，公司国际化进程取得积极进展，AI 翻译技术的应用助力海外平台翻译作品快速增长，拓展了海外市场。海外阅读平台 WebNovel 向海外用户提供了大量的中文翻译作品和当地原创作品，并且 AI 翻译作品数量增加，在畅销榜前 100 的作品中占比约 40%。我们预计阅文将继续推进 IP 的国际化进程，扩大阅文 IP 的全球影响力，来自海外业务收入占比将不断提升。

### **IP 可视化成绩斐然，布局短剧带来发展空间：**

阅文集团版权业务上半年业绩增长显著，版权运营及其他业务收入在 2024 年上半年达到 22.5 亿元，同比增长 73.3%，增长势头强劲，成为公司收入增长的主要驱动力。公司 IP 可视化战略进程持续，推出了多部爆款作品，如《热辣滚烫》、《庆余年第二季》、《与凤行》、《玫瑰的故事》等，取得了较高的票房和收视率，其中《热辣滚烫》获得了 2024 年中国票房冠军，而《庆余年第二季》在多个互联网影视平台上表现优异。动画方面，全网动画播放榜前 20 的作品中，有 15 部改编自阅文的 IP，《斗破苍穹年番》在腾讯视频年度畅销榜上排名第一。漫画方面，公司完成对腾讯动漫资产的收购，将进一步加速 IP 可视化进程。另外在 IP 衍生品领域，推出了多个重点 IP 的衍生品，卡牌业务取得重点突破，《与凤行》《庆余年》影视卡牌实现 GMV 合计约 1 亿元。在游戏领域，授权改编的《斗罗大陆》和《斗破苍穹》成功上线，且已授权待上线项目储备丰富。除了传统领域，阅文集团今年将会加快在短剧赛道的发展，下半年计划有更多精品短剧项目上线，包括《庆余年》短剧也在开发中，未来将形成长短剧联动互补的发展闭环，全年预计上线 100 多个短剧项目。未来公司将聚焦于进一步推动 IP 可视化建设，多维度挖掘 IP 商业价值，将为阅文的未来发展带来更多空间。

### **IP 价值商业化效率提升，给予收入增长强劲势头：**

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。公司上半年业绩超预期增长，因此我们上调公司 2024 年收入及盈利预

期，依然看好公司强大的发展潜力。给予公司在线阅读业务 2024 年 10 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2024 年收入 5 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 345 亿港元，对应 2024 年 EPS 约 23 倍 PE。给予公司 33.8 港元的目标价，维持“买入”评级。

## 风险提示

公司 IP 运营收入增长不达预期、海外业务面临竞争、在线阅读竞争加剧

## 财务报表预期

### 财务报表摘要

#### 损益表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	7,626	7,012	7,580	8,476	9,385
成本	(3,596)	(3,640)	(3,911)	(4,364)	(4,853)
毛利	4,030	3,371	3,668	4,112	4,532
销售费用	(2,003)	(1,720)	(1,592)	(1,780)	(1,971)
管理费用	(1,238)	(1,161)	(910)	(1,017)	(1,126)
利息收入	161	166	166	166	166
其他收益	(321)	52	13	14	15
除税前溢利	629	709	1,346	1,495	1,616
其他费用及收益	145	192	220	243	268
所得税	(166)	(98)	(224)	(254)	(279)
净利润	608	804	1,343	1,483	1,605
净利润	608	804	1,344	1,485	1,606
(不含少数股东权益)					
增长					
总收入 (%)	-12.0%	-8.0%	8.1%	11.8%	10.7%
净利润 (%)	-67.0%	32.2%	67.1%	10.5%	8.2%

#### 资产负债表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业, 厂房及设备	133	128	70	80	92
无形资产	7,422	7,330	7,547	7,605	7,681
递延税项资产	312	394	394	394	394
投资	183	208	138	92	62
其他资产	2,209	3,905	3,905	3,905	3,905
固定资产合计	10,259	11,966	12,054	12,077	12,134
存货	760	744	991	1,210	1,413
应收账款	2,049	1,988	2,149	2,403	2,661
预付款项	1,213	1,213	1,223	1,289	1,374
版权	940	995	2,846	3,473	4,057
存款	1,968	3,481	3,481	3,481	3,481
货币资金	5,546	2,802	2,298	3,162	4,190
流动资产合计	12,476	11,223	12,988	15,019	17,178
应付账款	1,204	1,120	1,203	1,342	1,493
借款	418	10	10	10	10
金融负债	382	255	255	255	255
其他负债	1,704	#REF!	2,097	2,334	2,582
应交所得税	276	266	266	266	266
流动负债合计	3,984	#REF!	3,832	4,208	4,606
递延税项负债	140	135	135	135	135
其他长期负债	656	426	426	426	426
长期负债合计	796	561	561	561	561
股东权益合计	17,955	19,024	20,650	22,327	24,144

### 财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	52.8%	48.1%	48.4%	48.5%	48.3%
EBITDA 率 (%)	8.2%	10.1%	17.8%	17.6%	17.2%
净利率 (%)	8.0%	11.5%	17.7%	17.5%	17.1%
ROE	3.4%	4.2%	6.5%	6.6%	6.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	40.4%	38.7%	30.8%	31.0%	31.2%
实际税率 (%)	26.4%	13.8%	16.6%	17.0%	17.3%
存货周转天数	76	74	91	100	105
应收账款天数	97	102	102	102	102
应付账款天数	121	111	111	111	111
财务状况					
负债/权益	0.04	0.01	0.01	0.01	0.01
收入/总资产	0.34	0.30	0.30	0.31	0.32
总资产/权益	1.27	1.22	1.21	1.21	1.21

### 现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	608	804	1,343	1,483	1,605
非现金调整	1,165	487	688	781	891
资本变动	73	(42)	(2,041)	(791)	(732)
已付所得税及利息	(268)	(117)	(224)	(254)	(279)
经营活动现金流	1,577	1,131	(234)	1,220	1,485
购买资产使用权	0	0	0	0	0
投资变动	374	(3,590)	(431)	(517)	(618)
已收利息	154	205	166	166	166
投资活动现金流	528	(3,385)	(265)	(350)	(451)
贷款变动	(1,145)	(511)	(5)	(5)	(5)
电影投资款项变动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(1,145)	(511)	(5)	(5)	(5)
现金变化	960	(2,764)	(504)	864	1,029
期初持有现金	4,528	5,546	2,802	2,298	3,162
汇兑变化	58	20	0	0	0
期末持有现金	5,546	2,802	2,298	3,162	4,190



# 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>