

买入

集团战略整合持续进行, IP 储备数量保持领先

阅文集团 (772. HK)

2021-01-07 星期四

目标价: **67.3 港元**
 现价: 55.15 港元
 预计升幅: 21.9%

重要数据

| 日期 | 2021-01-06 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 57.35 |
| 总股本 (百万股) | 1,016 |
| 总市值 (百万港元) | 56,274 |
| 净资产 (百万港元) | 21,669 |
| 总资产 (百万港元) | 29,304 |
| 52 周高低 (港元) | 69.85/25.95 |
| 每股净资产 (港元) | 21.39 |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

腾讯 56.98%

相关报告

阅文集团 (772. HK) - 首发报告-20200518

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

► 受《反垄断法》影响, 公司未来经营将更加合规:

12 月国家市场监督管理总局依据《反垄断法》对阅文集团以及其他两家企业做出行政处罚, 此次处罚是基于公司在 2018 年 10 月收购新丽传媒 100% 股权时未能申报实施集中申请。我们预计此次处罚对公司未来在经营战略上将产生部分影响: 未来提升平台内容质量、培养中国优秀作家群体、提高 IP 商业化价值将是公司经营目标。其次, 公司未来在涉及投资并购中, 将会更多考量是否会违反《反垄断法》。相信公司将按照新的政策指引和要求, 积极整改。

► 发布新的作家扶持计划, 内容储备保持领先地位:

2020 年 10 月公司发布“职业作家星计划”, 该计划包含对平台作家扶持、培训和品牌运营等各个方面进行提升。在标准合约 50% 分成的基础上, 平台为签约作家每个月额外发放 20% 的自有平台订阅稿酬作为创作补贴, 同时提供每月 1500 至 4500 元的新书补贴(无 KPI 考核)。相信在新的扶持计划下, 平台未来在 IP 内容储备将继续保持领先优势, 作家与平台的合作关系相较过去更为紧密。

► 公式价值仍待深挖, 维持“买入”评级:

由于疫情和作家事件影响, 使得公司 2020 年上半年收入增长受到一定影响, 同时新丽传媒的减值让公司出现亏损。我们认为公司 IP 内容储备、作家数量、作品口碑目前仍然有较高的领先优势, 在新管理层领导下, 公司与腾讯娱乐文娱战略持续升华, 因此阅文平台价值潜力还可以继续深挖。公司为中国在线文学龙头且与腾讯泛娱乐板块有较强的业务协同性, 未来业务发展值得长期看好。根据分布估值法, 我们得到公司合理估值为 683 亿港元, 对应 2021 年每股盈利约 42 倍 PE。同时给予公司 67.3 港元的目标价, 继续维持“买入”评级。

| 人民币百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业额 | 5,038 | 8,348 | 8,294 | 9,863 | 11,727 |
| 同比增长 | 23.03% | 65.69% | -0.65% | 18.93% | 18.89% |
| 净利润 | 911 | 1,096 | -2,819 | 1,491 | 2,015 |
| 同比增长 | 36.9% | 21.9% | N/A | N/A | 34.7% |
| 净利润率 | 18.07% | 13.13% | -33.98% | 15.12% | 17.18% |
| 每股盈利 (元) | 0.90 | 1.08 | -2.77 | 1.47 | 1.98 |
| PE | 56.5 | 46.9 | -18.2 | 34.5 | 25.5 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

受《反垄断法》影响，公司未来经营将更加合规：

2020年12月底，国家市场监督管理总局依据《反垄断法》中未依法申报实施集中规定，对阅文集团以及其他两家企业做出行政处罚，罚金共计50万元。所谓经营者集中，是指两个或者两个以上的企业相互合并，或者一个或多个个人或企业通过资产股份购买、合同约定、人事安排、技术控制等方式取得其他企业全部或部分获得控制，从而导致相互关系上的持久变迁的行为。此次处罚是基于公司在2018年10月收购新丽传媒100%股权时未能申报实施集中申请。我们预计此次处罚对公司未来在经营战略上将产生部分影响：首先，提高市场份额占有率不再是公司主要目标，未来提升平台内容质量、培养中国优秀作家群体、提高IP商业化价值将是公司经营目标；其次，公司未来在涉及投资并购中，将会更多考量是否会违反《反垄断法》，未来公司将按照新的政策指引和要求，积极整改。同时我们认为新《反垄断法》的目的并不是要阻碍互联网平台型企业发展，而是指引这些平台企业持续为用户创造价值，并且为提高社会生产效率做贡献。

发布新的作家扶持计划，内容储备保持领先地位：

阅文集团与2020年10月发布“职业作家星计划”，该计划包含对于平台作家扶持、培训和品牌运营等各个方面进行提升。在新计划下，在标准合约50%分成的基础上，平台为签约作家每个月额外发放20%的自有平台订阅稿酬作为创作补贴，同时提供每月1500至4500元的新书补贴（无KPI考核）。对于达到成绩基准线的作品，作家将获得每月1000元的写作奖励，这些新补贴与此前每月固定获得600元全勤奖相比，作家平均回报大幅提升。另外“星计划”还为处在不同创作阶段、有不同发展需求的新人作家提供全面服务，例如对于起步作家的写作能力提升，平台将提供线上公开课、线下训练营等不同类型的立体职业培训体系；而对于快速成长期作家需要提升个人和作品影响力，平台将提供品牌运营服务，包括平台资源、粉丝运营、专属版权经纪人、作家宣传推广等服务。在新的扶持计划下，平台未来在IP内容储备将继续保持领先优势，作家与平台的合作关系较过去更为紧密，不过与此同时，我们预计公司内容成本占比将有所提升。

新丽传媒减值导致亏损，日常经营不受影响：

公司预计2020上半年将由盈转亏，此次亏损主要原因是收购新丽传媒而导致的商誉及商标权减值37亿元至47亿元，但是由于收购协议条款安排，公司获利计酬代价预计将相应调减，因此亏损预计将减少13亿元至17亿元，此次总减值约30亿元左右。在并购时，新丽传媒曾承诺在2018、2019、2020年净利润不低于

5 亿元、7 亿元和 9 亿元，但新丽已经连续两年没有完成业绩承诺，因此公司决定对此次并购产生的商誉进行减值。受疫情影响，影视行业持续深度调整，全行业备案、开机、上线项目数量下滑，影视项目制作延期、上线时间不确定，因此预计 2021 年新丽传媒同样会达不到业绩承诺。总体来看，此次商誉减值导致的亏损不会对集团的日常营运、流动资金及负债规造成重大影响。

未来持续与腾讯文娱板块融合：

在公司新管理层的带领下，公司持续加大了与腾讯影业、新丽传媒、腾讯动漫、猫眼等在内容上下游联动上的协作力度，目前一个高效的内容分发及价值提升平台雏形已经开始显现。首先，3 月公司授权腾讯音乐将平台上的文学作品制作作为长音频有声读物，双方可以在各自平台上向全球发行有声作品，推动内容在不同场景下融合变现。其次，10 月腾讯影业、新丽传媒、阅文影视“合光·向融”战略发布，腾讯和阅文加码影视业务布局、驱动内容业务融合，提高 IP 价值和品质。三家公司将在未来共同打造《1921》、《人世间》、《庆余年》第二季、《赘婿》、《流金岁月》、《一人之下》等 56 个影视项目。同时，12 月腾讯动漫和公司宣布启动网文漫改计划，共同推进 300 部阅文小说的漫改，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》等等。

维持买入评级：

由于疫情和作家事件影响，使得公司 2020 年上半年收入增长受到一定影响，同时新丽传媒的减值让公司出现亏损。我们认为公司 IP 内容储备、作家数量、作品口碑目前仍然有较高的领先优势，在新管理层领导下，公司与腾讯娱乐文娱战略持续升华，因此阅文平台价值潜力还可以继续深挖。公司为中国在线文学龙头且与腾讯泛娱乐板块有较强的业务协同性，未来业务发展值得长期看好：

1、 在线阅读业务：假设公司 2021 年在线阅读业务收入 48.3 亿元，2020-2022 年业务整体增速保持在 10%左右，公司在 IP 研发及运营上的绝对龙头优势，我们给予公司在线阅读业务 2021 年 5 倍 PS 估值，对应约 263 亿港元市值。

2、 版权运营业务：目前公司平台掌握了市场上一半以上的优质 IP 内容。丰富的 IP 资源，为公司版权运营业务打下良好增长基础。而且目前公司的内容在腾讯泛娱乐板块下的采购比例仍然较低，未来有较大提升空间，假设版权运营业务 2021 年收入为 48.1 亿元，因此再给予该业务收入 2021 年 8 倍 PS 收入，对应估值约为 419 亿港元。

综上，我们得到公司合理估值为 682 亿港元，对应 2021 年每股盈利约 42 倍 PE。同时给予公司 67.3 港元的目标价，继续维持“买入”评级。

损益表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 5,038 | 8,348 | 8,294 | 9,863 | 11,727 |
| 成本 | (2,480) | (4,656) | (4,659) | (5,454) | (6,144) |
| 毛利 | 2,558 | 3,692 | 3,634 | 4,409 | 5,582 |
| 销售费用 | (1,293) | (2,074) | (2,073) | (2,466) | (2,932) |
| 管理费用 | (726) | (1,010) | (954) | (1,065) | (1,231) |
| 利息收入 | 201 | 158 | 149 | 149 | 149 |
| 其他收益 | 376 | 429 | (3,584) | 544 | 653 |
| 除税前溢利 | 1,115 | 1,194 | (2,829) | 1,571 | 2,220 |
| 其他费用及收益 | (37) | (14) | 54 | 91 | 91 |
| 所得税 | (165) | (68) | (28) | (154) | (280) |
| 净利润 | 912 | 1,112 | (2,802) | 1,508 | 2,031 |
| 净利润 | 911 | 1,096 | (2,819) | 1,491 | 2,015 |
| (不含少数股东权益) | | | | | |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 23.0% | 65.7% | -0.6% | 18.9% | 18.9% |
| 净利润 (%) | 36.9% | 21.9% | N/A | N/A | 34.7% |

资产负债表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 物业、厂房及设备 | 48 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 无形资产 | 12,141 | 12,169 | 8,409 | 8,288 | 8,169 |
| 递延税项资产 | 96 | 191 | 191 | 191 | 191 |
| 投资 | 0 | 93 | 93 | 93 | 93 |
| 其他资产 | 1,273 | 1,566 | 1,566 | 1,566 | 1,566 |
| 固定资产合计 | 13,557 | 14,059 | 10,300 | 10,179 | 10,060 |
| 存货 | 130 | 606 | 436 | 444 | 503 |
| 应收账款 | 1,830 | 3,366 | 3,344 | 3,977 | 4,729 |
| 预付款项 | 610 | 668 | 773 | 1,045 | 1,177 |
| 版权 | 2,857 | 1,108 | 1,098 | 1,367 | 1,794 |
| 存款 | 508 | 511 | 1,140 | 1,140 | 1,140 |
| 货币资金 | 8,342 | 5,932 | 5,105 | 6,100 | 7,396 |
| 流动资产合计 | 14,278 | 12,191 | 11,897 | 14,073 | 16,739 |
| 应付账款 | 1,131 | 1,021 | 1,021 | 1,196 | 1,347 |
| 借款 | 1,385 | 1,303 | 1,303 | 1,303 | 1,303 |
| 金融负债 | 1,191 | 1,122 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 2,823 | 2,263 | 2,259 | 2,649 | 3,030 |
| 应交所得税 | 65 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| 流动负债合计 | 6,596 | 5,914 | 4,789 | 5,353 | 5,885 |
| 递延税项负债 | 450 | 323 | 123 | 123 | 123 |
| 其他长期负债 | 2,373 | 603 | 693 | 693 | 693 |
| 长期负债合计 | 2,823 | 926 | 815 | 815 | 815 |
| 股东权益合计 | 18,415 | 19,411 | 16,592 | 18,084 | 20,098 |

财务分析

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 50.8% | 44.2% | 43.8% | 44.7% | 47.6% |
| EBITDA 率 (%) | 22.1% | 14.3% | -34.1% | 15.9% | 18.9% |
| 净利率 (%) | 18.1% | 13.3% | -33.8% | 15.3% | 17.3% |
| ROE | 5.0% | 5.7% | -16.9% | 8.3% | 10.1% |
| 营运表现 | | | | | |
| 费用/收入 (%) | 36.1% | 35.1% | 34.7% | 34.3% | 34.2% |
| 实际税率 (%) | 14.8% | 5.7% | -1.0% | 9.8% | 12.6% |
| 存货周转天数 | 19 | 47 | 34 | 29 | 29 |
| 应收账款天数 | 131 | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 应付账款天数 | 164 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 财务状况 | | | | | |
| 负债/权益 | 0.16 | 0.12 | 0.12 | 0.11 | 0.10 |
| 收入/总资产 | 0.18 | 0.32 | 0.37 | 0.41 | 0.44 |
| 总资产/权益 | 1.51 | 1.35 | 1.34 | 1.34 | 1.33 |

现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 净利润 | 912 | 1,112 | (2,802) | 1,508 | 2,031 |
| 非现金调整 | 46 | 431 | 3,661 | (395) | (379) |
| 资本变动 | 97 | (601) | 1,012 | 297 | 485 |
| 已付所得税及利息 | (130) | (160) | (67) | (137) | (191) |
| 经营活动现金流 | 925 | 783 | 1,804 | 1,272 | 1,946 |
| 业务合并 | (518) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资变动 | 158 | (1,489) | (1,779) | (458) | (830) |
| 已收利息 | 184 | 194 | 149 | 149 | 149 |
| 投资活动现金流 | (177) | (1,295) | (1,631) | (310) | (681) |
| 贷款变动 | (142) | (1,755) | (1,032) | 0 | 0 |
| 电影投资款项变动 | (38) | (165) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (180) | (1,920) | (1,032) | 0 | 0 |
| 现金变化 | 569 | (2,432) | (858) | 962 | 1,265 |
| 期初持有现金 | 7,476 | 8,342 | 5,932 | 5,105 | 6,100 |
| 汇兑变化 | 278 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 期末持有现金 | 8,323 | 5,942 | 5,105 | 6,100 | 7,396 |

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>