

0772.HK 阅文集团

港股通（沪）

审慎增持（维持）

18年业绩超预期，期待19年IP变现快速增长

2019年03月20日

市场数据

日期	2019-3-19
收盘价(港元)	38.45
总股本(百万股)	1023
流通股本(百万股)	1023
总市值(亿港元)	393
流通市值(亿港元)	393
净资产(百万元)	18415
总资产(百万元)	27835
每股净资产(元)	18.01

数据来源: Wind

相关报告

《网络文学龙头，IP 变现大有可为》2018-12-29

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5038	8969	10772	12196
同比增长	23.0%	78.0%	20.1%	13.2%
归母净利润(百万元)	911	1402	1611	1852
同比增长	63.7%	54.0%	14.9%	15.0%
营业利润率	18%	18%	18%	19%
净利润率	18%	16%	15%	15%
净资产收益率	5%	7%	8%	8%
每股收益(元)	0.89	1.35	1.53	1.76
每股经营现金流(元)	0.90	0.97	1.19	1.42

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **收购新丽与自身增长共同作用下，公司2018年业绩表现超预期。**2018年公司实现收入50.4亿元(YoY 23%)；实现归母净利润9.1亿元(YoY 64%)，超出我们之前的预期。超出预期的原因有4点：1)新丽集团带来的业绩贡献超出预期（合并新丽2个月的收入2.75亿元、成本1.53亿元，另有收购新丽产生的公允价值变动收益1.1亿元）；2)腾讯渠道在线阅读MAU下降放缓，总体付费用户数和ARPPU也企稳；3)2018年下半年公司与第三方渠道合作加强，第三方渠道在线阅读收入大幅提升；4)阅文自身版权金及IP运营（电视剧/动漫参投等）表现优秀。
- **持续扩大市场，销售费用上升，预计将在一定时间内持续。**1)2018年公司营销费用增长至13亿元(YoY 34%)，营销费用率上升2.1pct至25.7%，特别下半年销售费用率上升至27.8%。2)除去合并新丽带来的营销费用，公司下半年增加第三方预装，并增强品牌宣传，而这部分扩张业务带来的营销费用预计在一段时间内将持续。
- **新丽集团18年表现不及预期，期待19年多个影视项目的表现。**1)2018年新丽集团整体实现实际纯利润（不包括政府补贴）3.24亿元，相比业绩对赌的参考纯利5亿元少1.76亿元，因此新丽原管理层收到的支付对价由20.4亿元减少至11.9亿元。2)我们认为新丽2018年表现不及预计主要是由于几个电视剧落地较慢所致，2019年新丽有多部电视剧和电影落地，表现值得期待。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2019/20/21年收入为89.7/108/122亿元，归母净利润14.0/16.1/18.5亿元，EPS 1.35/1.53/1.76元。我们认为公司作为在线阅读龙头公司，可有效通过影视剧增强IP变现，期待公司19年自身参投项目及新丽影视剧的表现，维持公司目标价40.74港元，目标价对应2019/20/21年EPS的PE为26/23/20倍。维持“审慎增持”评级。

风险提示：娱乐内容用户偏好不确定的风险；宏观经济下行；行业政策风险；网络文学IP变现不及预期；影视剧单个项目收益率不确定；商誉减值风险。



报告正文

收购新丽与自身增长共同作用下，公司 2018 年业绩表现超预期。2018 年公司实现收入 50.4 亿元 (YoY 23%)；实现归母净利润 9.1 亿元 (YoY 64%)，超出我们之前的预期。超出预期的原因有 4 点：1) 新丽集团带来的业绩贡献超出预期 (合并新丽 2 个月的收入 2.75 亿元、成本 1.53 亿元，另有收购新丽产生的公允价值变动收益 1.1 亿元)；2) 腾讯渠道在线阅读 MAU 下降放缓，总体付费用户数和 ARPPU 也企稳；3) 2018 年下半年公司与第三方渠道合作加强，第三方渠道在线阅读收入大幅提升；4) 阅文自身版权金及 IP 运营 (电视剧/动漫参投等) 表现优秀。

持续扩大市场，销售费用上升，预计将在一定时间内持续。1) 2018 年公司营销费用增长至 13 亿元 (YoY 34%)，营销费用率上升 2.1pct 至 25.7%，特别下半年销售费用率上升至 27.8%。2) 除去合并新丽带来的营销费用，公司下半年增加第三方预装，并增强品牌宣传，而这部分扩张业务带来的营销费用预计在一段时间内将持续。

图 1、阅文集团收入

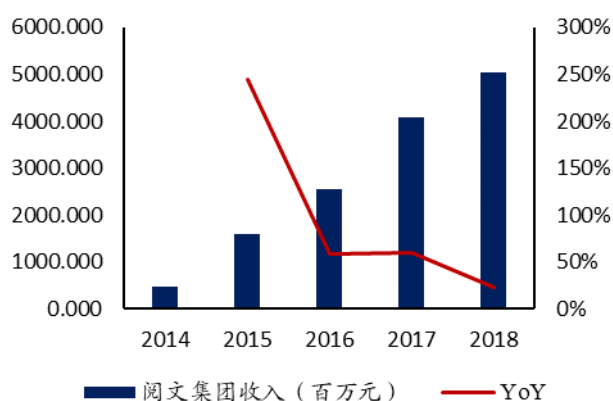
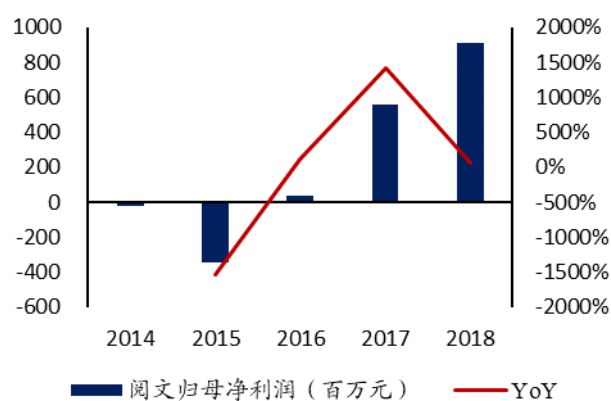


图 2、阅文集团归母净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、阅文集团分业务收入

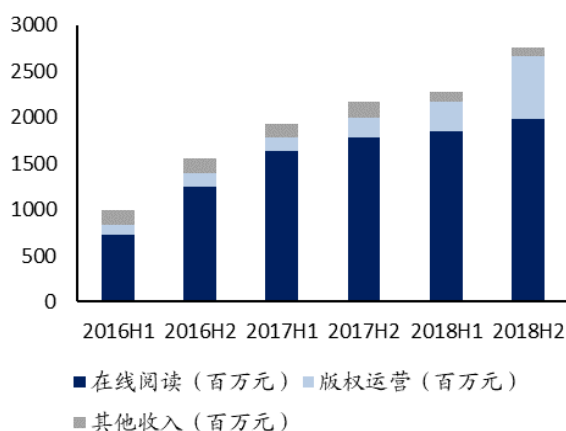
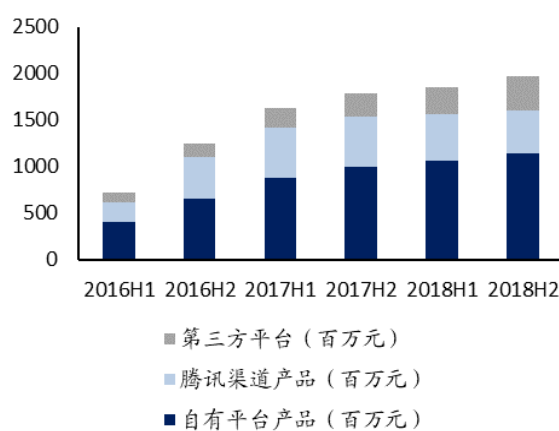


图 4、在线阅读分渠道收入

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2018 年报中“其他收入”部分有重分类

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、阅文集团 MAU 及付费用户数

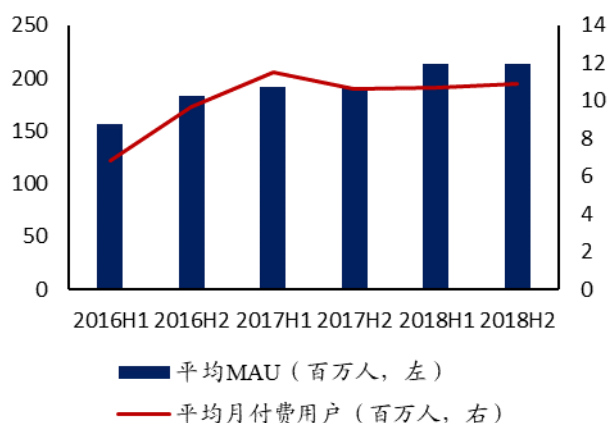
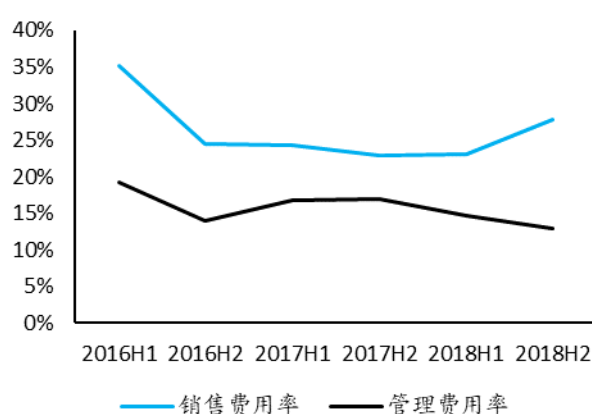


图 6、阅文集团费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新丽集团 18 年表现不及预期，期待 19 年多个影视项目的表现。 1) 2018 年新丽集团整体实现实际纯利润（不包括政府补贴）3.24 亿元，相比业绩对赌的参考纯利 5 亿元少 1.76 亿元，因此新丽原管理层收到的支付对价由 20.4 亿元减少至 11.9 亿元。2) 我们认为新丽 2018 年表现不及预计主要是由于几个电视剧落地较慢所致，2019 年新丽有多部电视剧和电影落地，期待其表现。

盈利预测与评级：我们预计公司 2019/20/21 年收入为 89.7/108/122 亿元，归母净利润 14.0/16.1/18.5 亿元，EPS 1.35/1.53/1.76 元。我们认为公司作为在线阅读龙头公司，可有效通过影视剧增强 IP 变现，期待公司 19 年自身参投项目及新丽影视剧项目的表现，维持公司目标价 40.74 港元，目标价对应 2019/20/21 年 EPS 的 PE 为 26/23/20 倍。维持“审慎增持”评级。

风险提示：娱乐内容用户偏好不确定的风险；宏观经济下行；行业政策风险；网络文学 IP 变现不及预期；影视剧单个项目收益率不确定；商誉减值风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元人民币					单位: 百万元人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14278	17114	19259	22048	营业收入	5038	8969	10772	12196
存货	130	120	110	100	营业成本	-2480	-4671	-5595	-6314
电视剧及电影的版权	2857	3714	4271	4912	毛利	2558	4298	5177	5882
应收账款	1830	2156	2632	3176	销售及营销开支	-1293	-1746	-2147	-2405
预付款项	610	725	874	930	一般及行政开支	-690	-1034	-1221	-1367
短期银行存款	482	482	482	482	其它收入净额	339	119	133	149
货币资金	8342	9891	10864	12423	经营盈利	914	1636	1942	2259
其他流动资产	27	27	27	27	财务成本	-148	-172	-242	-282
非流动资产	13557	14192	14827	14951	财务收入	201	192	217	243
物业、设备与器材	48	39	33	28	以权益法入账的投资	111	100	100	100
无形资产	12141	12685	13226	13254	收益	111	100	100	100
以权益法入账的投资	681	781	881	981	除税前溢利	1078	1757	2017	2320
递延所得税资产	96	96	96	96	所得税	-165	-351	-403	-464
预付款项	148	148	148	148	年内盈利	912	1405	1614	1856
按公允价值计入损益的					少数股东损益	2	3	3	4
金融资产	444	444	444	444	归属母公司净利润	911	1402	1611	1852
资产总计	27835	31305	34086	36999	EPS(元)	0.89	1.35	1.53	1.76
流动负债	6596	8365	9396	10346	主要财务比率				
借款	1385	2466	2962	3354	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
应付账款	1131	1394	1551	1862	成长性(%)				
其它应付款及应计费用	1818	2244	2622	2869	营业收入增长率	23%	78%	20%	13%
递延收入	1005	1005	1005	1005	营业利润增长率	79%	79%	19%	16%
即期所得税负债	65	65	65	65	净利润增长率	64%	54%	15%	15%
按公允价值计入损益的					盈利能力(%)				
金融负债	1191	1191	1191	1191	毛利率	50.8%	47.9%	48.1%	48.2%
非流动负债	2823	3120	3256	3363	营业利润率	18.1%	18.2%	18.0%	18.5%
借款	380	676	812	920	净利率	18.1%	15.6%	15.0%	15.2%
递延所得税负债	450	450	450	450	ROE	4.9%	7.1%	7.5%	8.0%
递延收入	39	39	39	39	偿债能力(%)				
按公允价值计入损益的					资产负债率	33.8%	36.7%	37.1%	37.1%
金融负债	1954	1954	1954	1954	流动比率	2.16	2.05	2.05	2.13
负债合计	9420	11485	12652	13709	速动比率	1.71	1.59	1.58	1.65
股本	1	1	1	1	营运能力				
受限制股份单位计划所					资产周转率	0.18	0.29	0.32	0.33
持股份	0	0	0	0	应收帐款周转率	2.77	3.70	3.80	3.70
股份溢价	16457	16457	16457	16457	每股资料(元)				
其他储备	898	898	898	898	每股收益	0.89	1.35	1.53	1.76
保留盈利	1048	2451	4061	5913	每股经营现金	0.90	0.97	1.19	1.42
少数股东权益	12	14	18	21	每股净资产	18.01	19.10	20.36	22.12
股东权益合计	18415	19820	21434	23290	估值比率(倍)				
负债及权益合计	27835	31305	34086	36999	PE	36.9	24.3	21.5	18.7
					PB	1.8	1.7	1.6	1.5
现金流量表									
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动提供的现金	1083	1361	1654	1961					
已付所得税	-165	-351	-403	-464					
经营活动产生现金流量	918	1010	1250	1497					
投资活动产生现金流量	-177	-328	-398	-438					
融资活动产生现金流量	-180	867	121	499					
现金净变动	562	1549	974	1558					
现金的期初余额	7502	8342	9891	10864					
汇兑收益	278	0	0	0					
现金的期末余额	8342	9891	10864	12423					

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。