

## 业绩低于预期，付费率有所下降

### ——阅文集团 (0772.HK) 2018 半年报点评

海外公司研究简报

#### ◆收入不及预期，归母净利润超预期

1H18 公司实现营收 23 亿人民币同比增长 19%，低于我们的预期，主要由于付费率下降所致；归母净利润同比增长 139% 至 5.06 亿元，合 EPS 0.58 元人民币，超出我们的预期。毛利率同比增长 2.4 个百分点至 52.4%；Non-GAAP 净利率由 15.7% 提升至 21.1%，利润率提升主要由于在线阅读平台分销成本降低以及规模效益导致的管理费率降低。

#### ◆在线阅读收入低于预期，版权运营收入超预期

1H18 分业务来看：1) 在线阅读收入 18.5 亿元，同比增长 13%，低于预期，主要由于腾讯产品自营渠道的付费用户减少。MPU 同比下降 7% 至 1,070 万，MAU 同比增长 11% 至 2.1 亿，使付费率同比下降 1 个百分点至 5%。单位付费用户月均收入同比增长 19% 至 24.4 元。我们认为 MAU 向 MPU 的转换需要时间，公司拓宽分销渠道积累 MAU，MPU 会逐步改善。2) IP 运营收入同比增长 104% 至 3.17 亿元，主要由于 IP 商业价值不断提高以及对于优质内容的需求上升。上半年公司授出 60 多部作品的改编权，并加大对电视剧/网络剧的投入，产品线中有 8 个剧集项目、10 个动画项目正在开发。3) 纸质图书及其他业务收入 1.05 亿元，同比下降 15%。

#### ◆拟收购新丽传媒 100% 股权，强化 IP 变现能力

公司宣布以 155 亿元人民币拟收购新丽传媒 100% 股权，其中 51 亿元现金支付，104 亿元发行股份支付，发行价 80 港元/股。新丽传媒承诺 18/19/20 年净利润不少于 5/7/9 亿元。新丽传媒从事电视剧、网络剧和电影的制作和发行，代表作包括《我的前半生》、《白鹿原》等。整合下游内容改编公司 1) 丰富公司产品种类，强化变现能力，更好地释放 IP 价值；2) 获得 IP 改编过程的控制权，以及下游使用者的反馈，有助于提高网文质量；3) 作家可参与改编过程，该优势可为平台吸引更多顶级作家。

#### ◆下调至“增持”评级，下调目标价至 75 港元/股

不考虑收购并表带来的收入，基于在线阅读收入增速趋缓，我们下调 18/19/20 年收入分别至 52、75、99 亿元人民币，同比分别增长 28%、43%、32%；维持净利润分别为 8.6、14.8、20.5 亿元，同比分别增长 54%、73%、39%。由于人民币兑港元贬值，下调 EPS 至 1.08、1.86、2.58 港元。根据绝对估值结果，我们下调目标价至 75 港元/股，下调至“增持”评级。

#### ◆风险提示：行业发展不及预期，内容资源数量减少，网络监管政策变动业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万人民币)	2,557	4,095	5,241	7,496	9,862
营业收入增长率	59.14%	60.16%	27.99%	43.01%	31.57%
净利润 (百万人民币)	37	556	855	1,480	2,051
净利润增长率	-	1416%	53.80%	73.03%	38.60%
EPS (港元)	-	0.85	1.08	1.86	2.58
ROE	0.63%	5.85%	5.92%	9.48%	11.80%
P/E	-	66	52	30	22

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价为 2018 年 8 月 14 日收盘价

## 增持 (下调)

当前价/目标价：55.60 / 75.00 港元

目标期限：6 个月

### 分析师

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)

021-22169105

[caoty@ebcn.com](mailto:caoty@ebcn.com)

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-22169323

[qinbo@ebcn.com](mailto:qinbo@ebcn.com)

### 市场数据

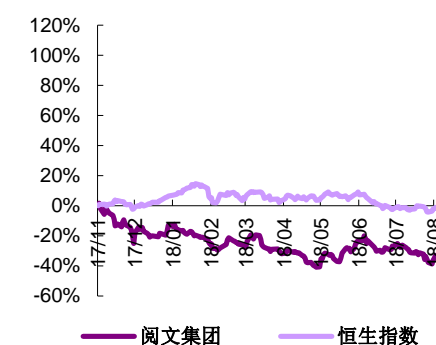
总股本(亿股)：9.06

总市值(亿港元)：503.97

一年最低/最高(港元)：55.25-110

近 3 月换手率：25.2%

### 股价表现(上市以来)



资料来源：Wind

### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-23.6	-7.9	-41.4
绝对	-26.3	-18.8	-45.7

### 相关研报

《业绩超预期，马太效应继续助推业绩增长》…………… 2018-03-20

《网络文学引领者，内容+渠道显双王格局》…………… 2017-12-19

利润表 (百万 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,557</b>	<b>4,095</b>	<b>5,241</b>	<b>7,496</b>	<b>9,862</b>
营业成本	-1,502	-2,020	-2,507	-3,519	-4,589
其他收入	134	111	0	0	0
销售费用	-734	-965	-1,153	-1,499	-1,874
管理费用	-421	-710	-758	-937	-1,134
<b>营业利润</b>	<b>33</b>	<b>511</b>	<b>823</b>	<b>1,540</b>	<b>2,265</b>
财务费用	-27	-35	-26	-37	-49
财务收入	4	104	157	163	99
以权益法入账的投资的盈利	28	66	52	75	99
<b>税前收入</b>	<b>38</b>	<b>646</b>	<b>1,006</b>	<b>1,741</b>	<b>2,413</b>
税收支出	-8	-83	-151	-261	-362
<b>净利润</b>	<b>30</b>	<b>563</b>	<b>855</b>	<b>1,480</b>	<b>2,051</b>

资产负债表 (百万 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>7,132</b>	<b>16,359</b>	<b>17,510</b>	<b>19,761</b>	<b>22,663</b>
货币资金	405	9,170	9,910	11,201	13,109
定期存款	0	0	0	0	0
应收账款与票据	550	881	1,127	1,612	2,121
预付账款、押金及其他资产	622	870	1,087	1,568	2,076
其他投资	368	300	300	300	300
存货	138	164	157	150	148
持有待售资产	32	0	0	0	0
固定资产	45	53	61	69	78
无形资产	4,682	4,621	4,558	4,520	4,481
长期股权投资	241	250	260	290	300
其他长期资产	49	50	50	50	50
<b>总负债</b>	<b>1,924</b>	<b>2,340</b>	<b>2,634</b>	<b>3,399</b>	<b>4,245</b>
短期借款	542	520	440	400	400
可转债	0	0	0	0	0
递延收入-流动负债	232	369	472	675	888
应计负债及其他应付款项	885	1,186	1,458	2,059	2,693
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	265	265	265	265	265
<b>股东权益</b>	<b>5,208</b>	<b>14,018</b>	<b>14,876</b>	<b>16,362</b>	<b>18,417</b>
留存收益	0	0	0	0	0
储备	0	563	1,418	2,898	4,949
其他综合性收益	5,149	13,390	13,390	13,390	13,390
少数股东权益	17	15	15	15	15

现金流量表 (百万 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>186</b>	<b>625</b>	<b>1,017</b>	<b>1,579</b>	<b>2,151</b>
净利润	37	563	855	1,480	2,051
折旧、摊销	207	209	244	254	267
其他非现金调整	-62	32	0	0	0
非现金营运资本变动	4	-178	-83	-155	-168
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-464</b>	<b>-98</b>	<b>-199</b>	<b>-255</b>	<b>-247</b>
固定及无形资产变动	-133	-156	-189	-225	-237
长期投资净变动	-119	59	-10	-30	-10
其他投资活动	-212	-1	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>360</b>	<b>8,240</b>	<b>-78</b>	<b>-34</b>	<b>4</b>
债务变动	-252	-10	-80	-40	0
股本变动	652	8,242			
其他筹资活动产生的现金流	-40	8	2	6	4
<b>净现金流</b>	<b>74</b>	<b>8,765</b>	<b>740</b>	<b>1,290</b>	<b>1,908</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	59.14%	60.16%	27.99%	43.01%	31.57%
净利润增长率	-	1753.40%	52.01%	73.03%	38.60%
EBITDA 增长率	-	226.62%	43.47%	59.21%	34.32%
EBIT 增长率	-	940.97%	51.64%	72.27%	38.45%
<b>估值指标</b>					
PE	-	66	52	30	22
PB	-	2.60	2.97	2.70	2.40
EV/EBITDA	-	8.08	5.95	4.21	3.50
EV/EBIT	-	10.56	7.36	4.81	3.88
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	41.26%	50.68%	52.17%	53.05%	53.47%
EBITDA 率	10.65%	21.73%	24.36%	27.12%	27.68%
EBIT 率	2.56%	16.63%	19.70%	23.73%	24.97%
税前净利润率	1.50%	15.77%	19.20%	23.23%	24.47%
税后净利润率 (归属母公司)	1.19%	13.74%	16.32%	19.75%	20.80%
ROA	0.51%	3.40%	4.88%	7.49%	9.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.70%	3.97%	5.75%	9.05%	11.14%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.3	5.5	5.3	4.7	4.5
速动比率	0.58	4.84	4.66	4.09	3.83
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS(人民币元)	-	0.74	0.94	1.63	2.26
EPS(港元)	-	0.85	1.08	1.86	2.58

资料来源：公司资料，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
国际业务	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	