国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2018 年 08 月 14 日

阅文集团（0772）\港股行业

——在线阅读收入增速短期放缓，版权运营增速高

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	55.60 港元

事件：

阅文集团发布2018年半年度业绩报告，实现营业收入22.83亿元，同比增长18.6%，实现归母净利润5.06亿元，同比增长138.6%。

投资要点：

➢ **版权运营业务表现靓丽。**

公司版权运营收入同比增长103.6%，主要由于公司内容的商业价值不断提高以及内容改编方对公司优质文学作品的需求上升。今年上半年，公司将60多部网络文学作品的改编权授予合作伙伴，并加大了电视剧和网络剧的改编力度，投资的重点项目包括《庆余年》和《黄金瞳》等，另有8个项目正在筹备，在动画方面，推出了《斗破苍穹第二季》《全职高手特别篇》《CMFU学院第二季》和《国民老公带回家第三季》，产品线中还有10个动画项目正在开发中，预计后期版权运营业务仍将保持较快增长。

➢ **月活跃用户数和ARPPU值稳健增长，但付费率下降，导致在线阅读收入短期增速放缓。**

18年上半年公司在线阅读收入同比增长13.3%。月活跃用户数由去年同期的1.918亿增长至2.135亿，同比增长11.3%，每名付费用户平均每月收入由去年同期的20.5元增长至24.4元，同比增长19.0%，但付费比率由2017年上半年的6.0%下降至2018上半年的5.0%。月活跃用户数增加主要由于公司拓宽了分销渠道，强化与Oppo、华为、Vivo等主流手机制造商的合作，同时自18年3月起公司与腾讯视频建立了合作关系。公司付费率下降主要由于腾讯产品自营渠道付费用户减少，我们预计随着新增用户付费习惯的逐步培养，付费率仍有提升空间。

➢ **由于规模效应和有效的成本费用控制，公司利润率提升。**

公司的毛利率由2017年上半年的50%提升至2018年上半年的52.4%，公司销售费用率和管理费用率分别较2017年同期下降1.2和2.1个百分点，公司的经营利润率由2017年上半年的12.2%提升至2018年上半年的24.9%。

➢ **内容储备增加，保持行业领先地位。**

截至2018年上半年，公司拥有730万作家和1070万部作品，较2017年底分别增加约40万和60万，平台新增字数达到217亿。在内容数量增长的同时，公司内容保持行业较高影响力，2018年6月，在百度搜索前20部的网络文学作品中，有16部出自公司的平台。

➢ **盈利预测。**

暂不考虑公司收购新丽传媒的影响，我们上调公司 2018-2020 年归母净利润至 9.09 亿、13.35 亿和 18.70 亿，对应 PE 分别为 48.65x、33.11x 和

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	906/906
流通港股市值（亿港元）	504
每股净资产（元）	14.64
资产负债率（%）	14.97
一年内最高/最低（元）	110.00/59.45

一年内股价相对走势

徐艺　　分析师
执业证书编号：S0590515090003
电话：0510-85607875
邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

1、《阅文集团（0772）\港股行业行业》《数字阅读龙头，文学创作未来》

请务必阅读报告末页的重要声明

23.64x。考虑到公司在数字阅读行业竞争优势明显，未来在线阅读和版权运营仍有较大提升空间，维持“推荐”评级。

风险提示：

行业政策发生重大变化的风险；付费阅读行业发展不达预期的风险；盗版整治不达预期的风险。

图表 1：利润表预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	2556.87	4095.07	5318.38	6972.41	9018.86
收入成本	(1502.02)	(2019.63)	(2537.06)	(3235.86)	(4116.74)
毛利	1054.85	2075.44	2781.32	3736.56	4902.13
销售及营销开支	(734.18)	(965.12)	(1180.68)	(1450.26)	(1749.66)
一般及行政开支	(421.26)	(710.27)	(840.30)	(1045.86)	(1307.74)
其他收益净额	133.92	110.72	149.47	152.46	155.51
经营盈利	33.32	510.78	909.81	1392.89	2000.24
财务成本	(27.09)	(35.17)	(36.93)	(38.77)	(40.71)
财务收入	3.94	103.79	114.17	125.59	138.14
分占以权益法入账的投资的盈利	28.15	66.34	69.66	73.14	76.80
除所得税前盈利	38.32	645.73	1056.71	1552.84	2174.47
所得税开支	(7.96)	(83.04)	(137.37)	(201.87)	(282.68)
年内盈利	30.36	562.69	919.33	1350.97	1891.79
以下人士应占：					
本公司权益持有人	36.68	556.13	908.62	1335.22	1869.73
非控制性权益	(6.32)	6.56	10.72	15.75	22.06

来源：公司公告 国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810