

买入

渠道调整致增长短期承压，AI 与衍生品双轮驱动机制初显

阅文集团 (772.HK)

2025-08-14 星期四

【投资要点】

➤ 收入结构调整，盈利能力显著提升

2025 年上半年，阅文集团实现总收入 31.9 亿元人民币，相较于 2024 年同期的 41.9 亿元，同比下降 23.9%；经营盈利大幅增长 92.7%至 8.76 亿元；上半年归母净利润达 8.5 亿元，同比增长 68.5%。一方面得益于在线阅读业务的稳定贡献，另一方面也反映了公司在成本控制和运营效率提升的战略推进。公司主动减少对低利润率渠道的依赖，聚焦高价值渠道业务，是公司在上半年实现利润增长的关键。

➤ 在线阅读业务用户结构优化，付费生态稳固

在线阅读在 2025 年上半年表现出强大的韧性和高质量增长的态势，实现收入 19.9 亿元，同比增长 2.3%。报告期内，阅文自有平台产品及腾讯产品自营渠道的合并 MAU 为 1.413 亿，相较于 2024 年同期的 1.76 亿有所下降，而核心自有平台产品 MAU 则基本保持稳定，为 1.03 亿，同比微降 2.5%。

➤ 版权运营业务短期承压，长期看好谷子经济潜力

公司版权运营及其他业务收入在 2025 年上半年为 12.1 亿元，同比下降 46.4%。该减少主要由于受影视剧项目天然的开发周期及排期影响。公司上半年 IP 衍生品业务 GMV 达到 4.8 亿元，目前阅文集团已经覆盖了几乎全部的品类。从渠道来看，已经建成了线上线下一体化的渠道网络。预计未来公司将凭借强大的 IP 储备，衍生品业务增长势能将持续。

➤ 看好公司“内容+平台+AI”新模式，维持买入评级

我们看好公司“内容+平台+AI”的新发展模式，因此给予公司在线阅读业务 2025 年 12 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2025 年收入 9 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 495 亿港元，对应 2025 年 EPS 约 41 倍 PE。给予公司 48.5 港元的目标价，有 29.8%上涨空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	7,012	8,121	7,587	8,453	9,478
同比增长	-8.05%	15.82%	-6.58%	11.41%	12.12%
净利润	804	-209	1,188	1,372	1,591
同比增长	32.2%	-126.1%	-667.8%	15.5%	16.0%
净利润率	11.47%	-2.58%	15.66%	16.23%	16.79%
每股盈利 (元)	0.79	-0.20	1.16	1.34	1.56
PE	42.9	-164.8	29.0	25.1	21.7

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：48.50 港元

现价：37.32 港元

预计升幅：29.8%

重要数据

日期	2025-08-13
收盘价 (港元)	37.32
总股本 (亿股)	10.21
总市值 (亿港元)	381.85
净资产 (亿港元)	211.77
总资产 (亿港元)	255.27
52 周高低 (港元)	22.40/36.00
每股净资产 (港元)	20.64

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

THLA13 Limited	26.45%
Qinghai Lake	22.71%
Tencent Mobility	7.71%

相关报告

阅文集团(772.HK)-首发报告-

20200518

阅文集团(772.HK)-更新报告-

20210106、20210601、20220118、

20220517、20220831、20230427、

20230427、20240905

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 收入结构调整，盈利能力显著提升

2025 年上半年，阅文集团实现总收入 31.9 亿元人民币，相较于 2024 年同期的 41.9 亿元，同比下降 23.9%。上半年归母净利润达 8.5 亿元，同比增长 68.5%。收入下滑的主要原因在于版权运营业务，特别是影视剧项目的开发周期和上线排期存在不确定性，导致该板块收入同比大幅减少 46.4%至 12.1 亿元。与此同时期内公司盈利能力的显著跃升，经营盈利大幅增长 92.7%至 8.76 亿元。这一方面得益于在线阅读业务的稳定贡献，另一方面也反映了公司在成本控制和运营效率提升上的成效。公司过去一直在主动减少对低利润率渠道的依赖，将资源聚焦到高价值渠道业务，是公司在上半年实现利润增长的关键。

➤ 在线阅读业务用户结构优化，付费生态稳固

作为公司基石业务，在线阅读在 2025 年上半年表现出强大的韧性和高质量增长的态势，实现收入 19.9 亿元，同比增长 2.3%。报告期内，公司用户策略实现从“规模”到“质量”的转变，阅文自有平台产品及腾讯产品自营渠道的合并 MAU 为 1.413 亿，相较于 2024 年同期的 1.76 亿有所下降。这一下降主要源于公司主动收缩了腾讯渠道的低效用户流量，该渠道 MAU 从 7070 万降至 3850 万，而其核心的自有平台产品 MAU 则基本保持稳定，为 1.03 亿，同比微降 2.5%。公司的战略重心已从追求泛流量规模转向深耕高价值核心用户，对于利润端的助力已然显现。上半年，公司平均 MPU 达到 920 万，同比增长 4.5%。在 MAU 基数收缩的背景下，MPU 的逆势增长，意味着用户付费转化率得到显著提升，相信未来平台的付费生态更加健康和稳固。平均每月 ARPU 同比微降 1.3%至 31.3 元，我们认为但这可能与公司初期推广激励以及新付费用户消费习惯有关，但总体付费水平依然稳定。

➤ 版权运营业务短期承压，长期看好谷子经济潜力

公司版权运营及其他业务收入在 2025 年上半年为 12.1 亿元，同比下降 46.4%。该减少主要由于受影视剧项目天然的开发周期及排期影响，新丽传媒于今年上半年并无新影视剧上线。因此，我们认为今年上半年新丽传媒的收入贡献不明显属于阶段性现象，并不代表公司 IP 库价值减弱。未来随着后续储备项目的陆续释放，新丽收入有望迎来回升。根据资料显示，阅文旗下新丽传媒项目储备依然丰富，包括电视《哑舍》、《独身女人》、《刑警时刻之风华正茂》、《年少有为》、《除恶》、《庆余年 3》、《千里江山图》、《月都花落》、《此

刻的生活》、《尚公主》等十余部，以及电影《神探》、《暗夜犯》等。

从公司内容生态规模来看，目前平台内容创作者依然保持着较高的生产力。2025年上半年，平台新增约20万名作家和41万本小说，作家人数和作品数量的增长趋势仍在延续，从而储备了大量新潜力IP。上半年《锦绣芳华》《朝雪录》《凡人修仙传》等改编自阅文IP的影视作品接连引爆长剧市场，阅文IP头部精品地位及价值持续得到市场验证，行业影响力不断提升。

值得重点关注的是，公司上半年IP衍生品业务GMV达到4.8亿元，已接近2024年全年水平。这标志着阅文已成功打通了从“IP”到“商品”的商业化路径，证明其IP资产在谷子经济领域有巨大变现潜力。从IP来看，《全职高手》、《诡秘之主》、《道诡异仙》、《一人之下》、《狐妖小红娘》等头部IP的衍生品表现优秀。除自有IP之外，公司也考虑引入优质的第三方IP进行衍生品开发。目前阅文集团已经覆盖了几乎全部的品类，包括谷子、卡牌、盲盒、手办、毛绒、贵金属等，并且继续发掘新品类，如搪胶毛绒等，以及开发新的玩法和形式。从渠道来看，已经建成了线上线下一体化的渠道网络。预计未来公司将凭借强大的IP储备，衍生品业务增长势能将持续。

➤ 看好公司“内容+平台+AI”新模式，维持买入评级

公司通过聚焦核心价值渠道、提升运营效率实现盈利能力提升。上半年公司主动优化业务结构导致收入短期下滑，但与此同时在线阅读业务在调整后盈利能力持续，而短剧、谷子经济等新业务迅猛发展则打开了更广阔的增量空间。展望未来，我们认为公司IP价值仍然有较大挖掘潜力，其核心在于公司的战略执行力，一是持续产出并运营好头部爆款IP；二是将AIGC技术融入生态IP开发的各个环节，实现降本增效和创新体验；三是利用谷子经济、动漫等新消费渠道实现IP商业化提速。综上，看好公司“内容+平台+AI”的新发展模式，因此给予公司在线阅读业务2025年12倍PE估值，给予版权运营业务2025年收入9倍PS收入。综上，我们得到公司合理估值为495亿港元，对应2025年EPS约41倍PE。给予公司48.5港元的目标价，有29.8%上涨空间，维持“买入”评级。

表 1：在线阅读及版权运营行业估值比较（20250813）

代码	证券名称	总市值 亿港元	市盈率PE			市净率PB 市销率PS	
			2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
9992.HK	泡泡玛特	3,583.0	104.7	667.0	580.0	31.1	25.4
0325.HK	布鲁可	353.9	-48.9	49.8	46.0	-20.5	14.6
0811.HK	新华文轩	181.5	8.7	4.1	3.8	0.9	1.1
DIS.N	迪士尼	17,316.6	5.7	128.3	118.2	2.1	2.3
NFLX.O	奈飞	42,972.3	8.2	593.7	495.5	22.8	13.6
300364.SZ	中文在线	223.6	-77.8	1.5	1.2	0.0	17.4

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 平均用户消费水平增长不及预期；
3. 宏观经济波动影响消费需求；
4. 技术投入回报不及预期；

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	7,012	8,121	7,587	8,453	9,478
成本	(3,640)	(4,199)	(3,902)	(4,263)	(4,689)
毛利	3,371	3,922	3,685	4,190	4,789
销售费用	(1,720)	(2,261)	(1,745)	(1,944)	(2,180)
管理费用	(1,161)	(1,144)	(986)	(1,099)	(1,232)
利息收入	166	178	178	178	178
其他收益	52	(1,032)	0	0	0
除税前溢利	709	(336)	1,132	1,325	1,555
其他费用及收益	192	237	262	289	318
所得税	(98)	(111)	(204)	(239)	(279)
净利润	804	(210)	1,190	1,374	1,594
净利润	804	(209)	1,188	1,372	1,591

(不含少数股东权益)

增长

总收入 (%)	-8.0%	15.8%	-6.6%	11.4%	12.1%
净利润 (%)	32.2%	-126.1%	-667.8%	15.5%	16.0%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	128	98	79	68	62
无形资产	7,330	6,159	6,159	6,168	6,184
递延税项资产	394	497	497	497	497
投资	208	150	100	67	67
其他资产	3,905	4,580	4,580	4,580	4,580
固定资产合计	11,966	11,484	11,416	11,380	11,391
存货	744	693	693	757	718
应收账款	1,988	1,703	1,591	1,773	1,988
预付款项	1,213	912	871	1,022	1,292
版权	995	530	530	530	530
存款	3,481	4,359	4,359	4,359	4,359
货币资金	2,802	3,264	4,602	6,183	7,974
流动资产合计	11,223	11,461	12,646	14,624	16,861
应付账款	1,120	1,045	971	1,061	1,166
借款	10	0	0	0	0
金融负债	255	168	168	168	168
其他负债	1,952	2,892	2,699	2,964	3,278
应交所得税	266	218	218	218	218
流动负债合计	3,603	4,322	4,055	4,410	4,830
递延税项负债	135	129	129	129	129
其他长期负债	426	118	118	118	118
长期负债合计	561	247	247	247	247
股东权益合计	19,024	18,376	19,760	21,347	23,175

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	48.1%	48.3%	48.6%	49.6%	50.5%
EBITDA 率 (%)	10.1%	-4.1%	14.9%	15.7%	16.4%
净利率 (%)	11.5%	-2.6%	15.7%	16.3%	16.8%
ROE	4.2%	-1.1%	6.0%	6.4%	6.9%
营运表现					
费用/收入 (%)	38.7%	39.7%	33.6%	33.9%	34.1%
实际税率 (%)	13.8%	-32.9%	18.0%	18.0%	18.0%
存货周转天数	74	59	64	64	55
应收账款天数	102	76	76	76	76
应付账款天数	111	90	90	90	90
财务状况					
负债/权益	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
收入/总资产	0.30	0.35	0.32	0.33	0.34
总资产/权益	1.22	1.25	1.22	1.22	1.22

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	804	(210)	1,190	1,374	1,594
非现金调整	487	1,588	448	503	555
资本变动	(42)	1,371	(114)	(42)	(26)
已付所得税及利息	(117)	(222)	(204)	(239)	(279)
经营活动现金流	1,131	2,527	1,320	1,596	1,843
购买资产使用权	0	0	0	0	0
投资变动	(3,590)	(1,701)	(160)	(193)	(230)
已收利息	205	411	178	178	178
投资活动现金流	(3,385)	(1,290)	18	(15)	(52)
贷款变动	(511)	(346)	(1)	(1)	0
电影投资款项变动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(511)	(346)	(1)	(1)	0
现金变化	(2,764)	891	1,338	1,581	1,791
期初持有现金	5,546	2,802	3,264	4,602	6,183
汇兑变化	20	45	0	0	0
期末持有现金	2,802	3,738	4,602	6,183	7,974

投资评级定义及免责条款

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。

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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>