

买入
AI 技术与业务深度融合，重塑 IP 生产力与价值链
阅文集团 (772.HK)

2026-04-10 星期五

【投资要点】

目标价: **35.5 港元**
 现价: **26.3 港元**
 预计升幅: **35.1%**

重要数据

日期	2026-04-09
收盘价 (港元)	26.30
总股本 (亿股)	10.21
总市值 (亿港元)	268.65
净资产 (亿港元)	199.99
总资产 (亿港元)	246.27
52 周高低 (港元)	24.10/46.88
每股净资产 (港元)	19.58

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

THLA13 Limited	26.31%
Qinghai Lake	22.59%
Tencent Mobility	7.67%

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、20250814

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 收入结构调整，盈利能力显著提升

2025 年公司总收入同比减少 9.3% 至 73.66 亿元。公司 2025 年的整体毛利率从 2024 年 53.1% 降至 46.1%，一方面公司高毛利版权业务收入占比下降，另一方面新业务仍处于发展初期。我们预计随着短剧和 IP 衍生品等新兴业务的快速增长，未来将对毛利率产生积极影响。最终 2025 年公司录得 7.76 亿元净亏损，亏损主要是由于新丽传媒未达到约定的业绩指标而产生 18 亿元的商誉减值。当剔除商誉减值后的 Non-IFRS 归母净利润为 8.58 亿元，同比下降 24.8%。

➤ 在线阅读业务内容生态持续繁荣，AI 技术渗透多个业务环节

2025 年公司在线阅读业务稳固了市场龙头地位，全年收入与去年持平，月均付费用户数稳定在约 920 万，尽管在线阅读市场激烈竞争，但公司在内容生态建设方面仍然取得良好成果，平台新增 40 万名作家和超过 80 万部小说，新增创作字数高达 420 亿。AI 技术已开始渗透到阅读业务多个环节。尽管在线阅读业务增长已趋于平缓，但其作为提供爆款 IP 和稳定现金流战略地位无可替代。

➤ 新业务多点开花，“精品化”与“规模化”并进

2025 年公司 IP 衍生品业务实现快速增长，全年 GMV 突破 11 亿元，同比增长超过 100%。IP 衍生品已成为公司确凿增长新引擎。我们预计衍生品业务未来 5 年年化复合增速有望超过 70%。面对近期快速增长的 AI 漫剧市场，公司凭借其海量的 IP 储备，采取精品化和规模化并行的策略实现规模突破，半年时间收入突破了 1 亿元，平台上共上线了近千部作品。

➤ 看好公司“内容+平台+AI”新模式，维持买入评级

综上，持续看好公司“内容+平台+AI”的新发展模式，给予公司在线阅读业务 2026 年 10 倍 PE 估值，版权运营业务 2025 年收入 6 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 362 亿港元，对应 2026 年 EPS 约 30 倍 PE。给予公司 35.5 港元的目标价，有 35.1% 上涨空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	8,121	7,366	7,957	8,462	9,091
同比增长	15.82%	-9.30%	8.01%	6.35%	7.44%
净利润	-209	-775	1,087	1,325	1,416
同比增长	-126.1%	270.4%	-240.2%	21.9%	6.9%
净利润率	-2.58%	-10.52%	13.66%	15.65%	15.57%
每股盈利 (元)	-0.20	-0.76	1.06	1.30	1.39
PE	-116.0	-31.3	22.3	18.3	17.1

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 在线阅读业务稳定，版权运营短期承压

2025 年公司总收入同比减少 9.3% 至 73.66 亿元。分业务来看，在线业务实现收入 40.47 亿元，同比增长约 0.4%，作为公司基本盘的在线阅读业务在宏观经济不确定性及行业竞争加剧的背景下，依然表现出韧性，其稳健表现为公司探索卡牌、漫剧、衍生品等新业务提供了稳定的现金流和 IP 基础。另外版权运营及其他业务实现收入 33.19 亿元，同比大幅下降 18.9%，下滑主要由于新丽传媒影视项目排播延迟和新上线剧集数量的减少所致。公司 2025 年的整体毛利率从 2024 年 53.1% 降至 46.1%，一方面公司高毛利版权业务收入占比下降，另一方面新业务仍处于发展初期。我们预计随着短剧和 IP 衍生品等新兴业务的快速增长，未来将对毛利率产生积极影响。最终 2025 年公司录得 7.76 亿元净亏损，亏损核心源头是新丽传媒未达到约定的业绩指标而产生 18 亿元的商誉减值，而商誉减值本质上是一种非现金的会计处理，不影响公司当期的现金流和运营，此次大额减值可使资产负债表更加健康，为未来轻装上阵奠定基础。当剔除商誉减值后的 Non-IFRS 归母净利润为 8.58 亿元，同比下降 24.8%，仍然保持稳定的盈利。

➤ 在线阅读业务内容生态持续繁荣，AI 技术渗透多个业务环节

2025 年公司在线阅读业务稳固了市场龙头地位，全年收入与去年持平，月均付费用户数稳定在约 920 万，尽管在线阅读市场激烈竞争，但公司在内容生态建设方面仍然取得良好成果，平台新增 40 万名作家和超过 80 万部小说，新增创作字数高达 420 亿。旗舰平台“起点读书”APP 新增均订过 10 万的作品数量同比增长 40%，并且历史性地诞生了两部均订突破 30 万的现象级作品，公司在内容生产端依然能够保持强大的吸引力和孵化能力，为后续的 IP 全产业链开发提供坚实基础。同时 AI 技术已开始渗透到阅读业务多个环节。包括利用 AI 翻译技术推动内容出海，AI 翻译作品的收入增长显著。此外，AI 也被用于内容推荐算法优化和辅助作家创作，提升用户体验和创作效率。尽管在线阅读业务增长已趋于平缓，但其作为提供爆款 IP 和稳定现金流的战略地位无可替代，使得公司能够从容进行战略转型和新业务探索。

➤ 新业务多点开花，“精品化”与“规模化”并进

2025 年公司 IP 衍生品业务取得瞩目成绩，全年 GMV 突破 11 亿元，相较于 2024 年的 5 亿元实现超过 100% 的同比增长，创下历史新高。IP 衍生品已成为公司确凿的增长新引擎。而在众多衍生品类中，卡牌业务的表现尤为突出，公

司通过投资卡牌文化品牌 Hitcard 快速补齐了在卡牌设计、生产和销售渠道方面的专业能力，加速了 IP 卡牌化的进程，同时《庆余年》、《与凤行》、《全职高手》等头部 IP 的收藏卡牌持续爆款热销，其中《庆余年》卡牌在剧集播出前 GMV 就已达到 2000 万元，创下剧集类收藏卡牌的销售记录。我们预计衍生品业务未来 5 年的年化复合增速有望超过 70%。

面对近期快速增长的 AI 漫剧市场，公司凭借其海量的 IP 储备，采取精品化和规模化并行的策略实现规模突破，AI 漫剧业务自 2025 年下半年正式推出以来，半年时间收入突破了 1 亿元，平台上共上线了近千部作品，其中超过百部播放量破千万，有 12 部作品播放量破亿，AI 漫剧作为新的商业化模式可行性得到印证。为了打好 AI 相关业务未来持续增长基石，公司持续在技术方面进行投入，首先公司内部研发的“阅文妙笔”大模型和“妙笔通鉴”等 AI 工具，专注于对千万字级别网文的深度理解和分析，能够高效地将文字 IP 转化为可视化的剧本和设定。其次推出 AIGC 创作平台“漫剧助手”，集成剧本改编、分镜设计、配音合成等功能，通过剧本 Agent、设定 Agent、分镜 Agent 三大智能体，极大地降低了漫剧的制作门槛，提升生产效率。最后为了进一步提升视频生成质量，阅文与国内领先的 AI 视频大模型公司生数科技达成了深度战略合作，将其旗舰模型 Vidu 深度集成到“漫剧助手”的创作流程中。Vidu 模型以其在长时长、高一致性、高动态性方面的优势，能够为创作者提供从图像到视频的 AI 生成支持，解决角色一致性、风格统一等行业痛点，并计划未来拓展至 AI 真人短剧的制作。公司在 2025 年实现业务 AI 升级，从辅助作家创作，到 AI 翻译助力全球化，再到 AI 驱动的内容推荐，AI 技术正全面渗透到阅文的各个业务链条，实现降本增效和体验优化。

➤ 看好公司“内容+平台+AI”新模式，维持买入评级

展望未来，我们认为公司有以下几个关注点。首先公司创新业务的规模化能力已经得到验证，AI 漫剧和 IP 衍生品业务在 2025 年实现了收入和 GMV 的突破，未来能否转化为实实在在的利润提升是关键，将 AI 能力更深度地整合到 IP 价值链的更多环节（如游戏开发、真人短剧等），提升“IP+AI”战略价值。其次新丽传媒在完成财务减值后，在 2026 年有望通过《庆余年》等重磅 IP 实现业绩复苏，并与短剧、衍生品等新业务形成更有效的 IP 生态联动，对公司整体盈利能力产生积极影响。综上，持续看好公司“内容+平台+AI”的新发展模式，因此给予公司在线阅读业务 2026 年 10 倍 PE 估值，给予版权运营业务 2025 年收入 6 倍 PS 收入。综上，我们得到公司合理估值为 362 亿港

元，对应 2026 年 EPS 约 30 倍 PE。给予公司 35.5 港元的目标价，有 35.1% 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	EPS（港元）				市盈率PE				市净率PB		市销率PS	
			2024	2025	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM		
9992.HK	泡泡玛特	2,046.4	2.5	10.6	13.3	16.1	57.3	14.3	11.5	9.5	8.3	5.0		
0325.HK	布鲁可	165.3	-2.9	2.9	3.8	4.8	-38.4	23.2	17.6	13.7	5.2	5.1		
0811.HK	新华文轩	177.8	1.3	1.4	0.0	0.0	10.3	7.6	N/A	N/A	0.8	1.0		
DIS.N	迪士尼(WALT)	13,767.0	21.2	53.5	47.4	52.3	30.7	13.0	16.0	14.5	1.6	1.8		
NFLX.O	奈飞	32,881.1	157.4	20.1	25.3	30.1	48.6	34.7	30.8	25.9	15.8	9.3		
300364.SZ	中文在线	247.9	-0.4	0.0	0.1	0.5	-94.6	N/A	434.6	65.2	0.0	16.0		

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>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
收入	8,121	7,366	7,957	8,462	9,091
成本	(4,199)	(3,969)	(4,188)	(4,252)	(4,551)
毛利	3,922	3,397	3,769	4,210	4,540
销售费用	(2,261)	(2,011)	(1,830)	(1,946)	(2,091)
管理费用	(1,144)	(1,007)	(1,034)	(1,100)	(1,182)
利息收入	178	167	167	167	167
其他收益	(1,032)	(1,350)	0	0	0
除税前溢利	(336)	(804)	1,071	1,330	1,434
其他费用及收益	237	188	207	229	234
所得税	(111)	(160)	(189)	(233)	(249)
净利润	(210)	(776)	1,089	1,327	1,418
净利润	(209)	(775)	1,087	1,325	1,416
(不含少数股东权益)					
增长					
总收入 (%)	15.8%	-9.3%	8.0%	6.4%	7.4%
净利润 (%)	-126.1%	270.4%	-240.2%	21.9%	6.9%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
物业, 厂房及设备	98	68	68	62	61
无形资产	6,159	4,296	4,198	4,174	4,163
递延税项资产	497	458	458	458	458
投资	150	174	116	77	51
其他资产	4,580	4,447	4,447	4,447	4,447
固定资产合计	11,484	9,442	9,287	9,218	9,180
存货	693	577	630	597	567
应收账款	1,703	1,905	2,058	2,188	2,351
预付款项	912	1,287	1,458	1,693	2,033
版权	530	649	530	530	530
存款	4,359	6,039	6,039	6,039	6,039
货币资金	3,264	1,684	3,089	4,491	5,991
流动资产合计	11,461	12,141	13,803	15,538	17,511
应付账款	1,045	1,210	1,277	1,297	1,388
借款	0	0	0	0	0
金融负债	168	179	179	179	179
其他负债	2,892	2,324	2,464	2,550	2,718
应交所得税	218	65	65	65	65
流动负债合计	4,322	3,778	3,985	4,090	4,349
递延税项负债	129	125	125	125	125
其他长期负债	118	153	153	153	153
长期负债合计	247	277	277	277	277
股东权益合计	18,376	17,527	18,827	20,389	22,065

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	48.3%	46.1%	47.4%	49.8%	49.9%
EBITDA 率 (%)	-4.1%	-10.9%	13.5%	15.7%	15.8%
净利率 (%)	-2.6%	-10.5%	13.7%	15.7%	15.6%
ROE	-1.1%	-4.4%	5.8%	6.5%	6.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	39.7%	38.7%	33.9%	34.0%	34.2%
实际税率 (%)	-32.9%	-19.9%	17.7%	17.5%	17.4%
存货周转天数	59	52	54	51	45
应收账款天数	76	93	93	93	93
应付账款天数	90	110	110	110	110
财务状况					
负债/权益	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
收入/总资产	0.35	0.34	0.34	0.34	0.34
总资产/权益	1.25	1.23	1.23	1.21	1.21

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
净利润	(210)	(776)	1,089	1,327	1,418
非现金调整	1,588	1,567	499	460	502
资本变动	1,371	(907)	(50)	(228)	(214)
已付所得税及利息	(222)	(160)	(189)	(233)	(249)
经营活动现金流	2,527	(277)	1,348	1,326	1,458
购买资产使用权	0	0	0	0	0
投资变动	(1,701)	(1,225)	(66)	(77)	(90)
已收利息	411	167	167	167	167
投资活动现金流	(1,290)	(1,058)	101	90	77
贷款变动	(346)	(256)	(14)	(14)	(34)
电影投资款项变动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(346)	(256)	(14)	(14)	(34)
现金变化	891	(1,591)	1,435	1,402	1,500
期初持有现金	2,802	3,264	1,654	3,089	4,491
汇兑变化	45	(20)	0	0	0
期末持有现金	3,738	1,654	3,089	4,491	5,991

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>