

IP 大年多项目料将陆续定档，AIGC 助力增长

投资要点

- **事件:** 据新浪电视官微信息，庆余年 IP 的衍生短剧《庆余年之少年风流》将于 24 年 5 月 1 日开机，由阅文集团联合熊与兔影业出品，内容为庆余年的前传。此前，电视剧《庆余年第二季》已于 23 年 10 月杀青，截至 24 年 4 月 21 日，其腾讯视频的预约人数 1339 万，预计 24 年年内排播。阅文正围绕核心 IP 开展系列化的开发，后续庆余年电视剧、短剧等的排播，或将提升公司关注度。
- **2024 年为公司 IP 大年，《庆余年第二季》等多个项目料将陆续定档。** ①**电影:** 《热辣滚烫》票房 34.6 亿元，为 24 年春节档冠军。《海关战线》定档 24 年暑期档，《异人之下》预计 24 年上线；②**电视剧:** 《与凤行》已于 24 年 3 月上线，预计《庆余年 2》、《大奉打更人》、《玫瑰的故事》也将陆续定档，截至 24 年 4 月 21 日，腾讯视频想看人数分别为 1339/251/160 万，期待值领先；③**游戏:** 自营游戏《斗破苍穹：三年之约》已于 24 年 4 月初上线；自营游戏《大奉打更人》已于 24 年 2 月取得版号；公司另有《赘婿》、《斗罗大陆：逆转时空》等多个 IP 授权游戏推进中；④**动画:** 24 年动画数量预计较 23 年多。
- **腾讯动漫有望注入，带来新增长动力。** 2023 年 12 月 11 日，阅文与腾讯订立资产转让协议，价格为 6 亿元人民币（根据下调机制或会降低），转让的资产包括：APP 平台资产（在腾讯动漫 APP 平台上发布的作品）、动画项目、影视项目、米橙子 90% 的股权。腾讯动漫拥有众多大热 IP，包括《一人之下》、《狐妖小红娘》等，平台具备 IP 孵化能力。收购完成后，阅文集团有望形成小说、动漫画、游戏、影视、衍生品等 IP 全链条。
- **AIGC 提质增效，有望助力 IP 改编进入快车道。** 公司现有的 AI 产品包括：作家助手妙笔版、AI 翻译、筑梦岛等，目前作家助手妙笔版产品已全面向签约作家开放，AI 功能的每月使用率达 30%。情感陪伴型虚拟聊天平台筑梦岛 APP 已经开始商业化探索。2023 年 WebNovel 畅销榜排名前 100 的作品中 AI 翻译的作品为 21 部，目前翻译的效率提高近 100%，成本降低了 9 成。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年 Non-IFRS 净利润分别为 13.99/14.7/15.5 亿元。考虑到：24 年为公司 IP 大年、腾讯动漫注入预期、AIGC 多项目持续推进、24 年公司 10 亿元股份回购计划等，享受一定估值溢价，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争对手增加投入风险；影视项目进展不及预期风险；网文、影视剧政策趋严风险；海外业务拓展风险；AI 产品研发进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	7011.79	7826.74	8017.59	8130.62
增长率	-8.05%	11.62%	2.44%	1.41%
Non-IFRS 净利润(百万元人民币)	1130.38	1398.90	1473.16	1548.88
增长率	-16.16%	23.76%	5.31%	5.14%
每股收益 EPS	0.79	0.98	1.05	1.12
净资产收益率	4.23%	4.99%	5.09%	5.16%
PE	20.35	16.44	15.61	14.85

数据来源: iFind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 张闻宇
执业证号: S1250520080002
电话: 021-58351917
邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	20.75-38.55
3 个月平均成交量(百万)	4.81
流通股数(亿)	10.23
市值(亿)	249.20

相关研究

1. 阅文集团 (0772.HK): 反盗版巩固付费生态, AIGC 成提质增效新引擎 (2023-08-15)

目 录

1 2024 年影漫游片单均强势，且将陆续定档.....	1
2 腾讯动漫注入在即，IP 运营全链路贯通.....	4
3 持续投入 AIGC，探索更多内容生态的应用场景.....	6
4 盈利预测.....	8

图 目 录

图 1: 阅文短剧布局节奏: 短剧合作逐步推进中	4
图 2: 阅文集团短剧《万道龙皇》	4
图 3: 短剧《惊!天降老公竟是首富》的播放页面	4
图 4: 23 年 7 月手机动漫行业 MAU 约 5400 万	5
图 5: 2022 年 2 月腾讯动漫 MAU 约 820 万, 居行业第三	5
图 6: 腾讯动漫的漫画作品畅销榜	6
图 7: 《一人之下》漫画收藏人数近 660 万	6
图 8: 妙笔大模型辅助创作, 提供灵感	7
图 9: 妙笔大模型文生图功能, AI 生成场景图	7
图 10: 阅文 AI 互动对话产品--筑梦岛 APP	7
图 11: 筑梦岛已开启商业化探索: 付费道具+付费装扮	7

表 目 录

表 1: 2024 年阅文电影待播片单	1
表 2: 2023、2024 年阅文集团电视剧片单 (橙色底色为 2024 年片单)	2
表 3: 阅文待上线的自营+授权游戏 (橙色底色为已上线)	3
表 4: 腾讯动漫头部 IP 及改编情况	5
表 5: 分业务收入及毛利率	8
附表: 财务预测与估值	9

1 2024 年影漫游片单均强势，且将陆续定档

根据公司业绩会、腾讯视频 24 年大剧片单等信息，2024 年阅文集团的电影、电视剧、游戏、动漫画，质与量均领先，为公司 IP 大年，预计随着《庆余年 2》、《大奉打更人》、《玫瑰的故事》、《异人之下》等的陆续定档，公司的关注度及业绩料将有所提升。

电影：2023 年公司未上映电影项目，2024 年预计将上线 3 部电影。

①《热辣滚烫》：票房 34.6 亿元，成为 2024 年春节档票房冠军，豆瓣评分 7.8，猫眼评分 9.2，票房、口碑均领先。

②《海关战线》：2023 年《海关战线》获得 2023 微博电影之夜年度瞩目影片、2023 抖音电影奇遇夜年度期待电影等奖项，具备一定的市场关注度。根据猫眼电影信息，《海关战线》定档 2024 年 7 月 5 日的暑期档。

③《异人之下》：改编自腾讯动漫的热门 IP 漫画《一人之下》，原漫画于 2015 年 2 月开始网络发行，截至 24 年 4 月 21 日，其漫画的人气高达 309 亿，收藏数近 660 万，曾获 2018 年胡润“最佳 IP 动漫改编奖”，是 2021 中国文创地图“文创 IP 榜样”优秀上榜作品之一。同名动画片《一人之下》自 2016 年开始连载，第一季至第五季的豆瓣评分为 7.3-8.9 分，截至 24 年 4 月 21 日，一人之下系列的 B 站追番人数超 700 万；改编电视剧《异人之下》2023 年 8 月开播，豆瓣评分 8.1，优酷站内热度破 10000，改编热度领先。

表 1：2024 年阅文电影待播片单

电影	阅文参与程度	主创	上线时间	项目介绍
《热辣滚烫》	主出品	贾玲、雷佳音等	2024/2/10	2024 年春节档票房冠军
《海关战线》	主出品	张学友、谢霆锋等	2024/7/5	讲述中国香港海关调查员被指派参与国际刑警组织的联合行动，过程中得知海关内部可能有内鬼，并追查真相的故事
《异人之下》	——	乌尔善、胡先煦等	预计 24 年	23 年 3 月杀青，改编自阅文旗下腾讯动漫的经典国漫 IP，讲述了都市背景下，异能超级英雄的奇幻励志故事。腾讯影业&世纪长生天影业为其备案单位。

数据来源：2023 年报公开业绩会、猫眼专业版，西南证券整理

电视剧：24 年公司预计上线 6-7 部电视剧，其中 4 部为大 IP 改编，具备一定的粉丝基础和剧本质量保证。根据 2023 年年报业绩会的信息，预计阅文 2024 年上线的剧集包括：大 IP 剧《与凤行》、《庆余年 2》、《大奉打更人》、《玫瑰的故事》，现实主义题材《扫毒风暴》，以及 IP 改编古装剧《哑舍》。作为对比，2023 年阅文上线的剧集为《纵有疾风起》、《平凡之路》、《潜伏者》、《骄阳伴我》、《斗破苍穹 2》等，体量不及 2024 年的片单。

①《与凤行》：24 年 3 月 18 日在湖南卫视金鹰独播剧场、腾讯视频、芒果 TV 上线播出，播前预约人数破 887 万，开播首周稳居 CSM 全国全部频道实施收视率、欢网全国实时直播收视率以及酷云同时段全国地方卫视收视率 TOP1，腾讯视频开播 25 小时 39 分钟站内热度破 30 万，创腾讯视频最快进爆款俱乐部剧集记录，芒果 TV 持续稳居站内各榜 TOP1。

②《庆余年 2》：为热门大 IP 改编剧的第二部，在热播剧《庆余年 1》的基础上保留原班人马，截至 2024 年 4 月 21 日，腾讯视频预约人数 1339 万。

③ 《大奉打更人》：原著小说 IP 曾获“年度最佳作品”、“年度男频人气十强”、“年度东方幻想题材作品”及“年度影视改编期待作品”等奖项，截至 2024 年 4 月 21 日，腾讯视频预约人数 251 万。

④ 《玫瑰的故事》：改编自亦舒的长篇小说，入选中央广播电视总台 2024 年片单“纸墨年轮·光影华章”版块，截至 2024 年 4 月 21 日，腾讯视频预约人数 160 万。

表 2：2023、2024 年阅文集团电视剧片单（橙色底色为 2024 年片单）

电视剧	上线/其他时间	主创	首播平台	项目介绍
《纵有疾风起》	2023/1/1	靳东、宋佳等	北京卫视、江苏卫视、腾讯视频、爱奇艺	爱奇艺，讲述了创业、爱情选择的故事
《平凡之路》	2023/5/3	郭麒麟、金晨等	CCTV8、腾讯视频	讲述一批出入职场的年轻人，经历成长蜕变的故事
《潜伏者》	2023/7/27	黄晓明、蒋欣等	CCTV8、腾讯视频	近代谍战剧
《骄阳伴我》	2023/9/1	肖战、白百何等	CCTV8、爱奇艺、腾讯视频	新丽出品，讲述了身份&年龄不同的两人，相互奔赴的爱情故事
《斗破苍穹之少年归来》	2023/12/8	何洛洛、丁笑滢等	腾讯视频	新丽传媒承制，改编自同名大 IP 斗破苍穹
《与凤行》	2024/3/18	赵丽颖、林更新等	湖南卫视、腾讯视频、芒果 TV	新丽出品，改编自九鹭非香的小说，讲述了衔珠而生的碧苍王与神君行止的爱情故事
《庆余年 2》	23 年 10 月杀青	张若昀、李沁等	腾讯视频等	阅文影视、新丽电视出品，登录 2024 央视片单、2024 腾讯视频片单
《玫瑰的故事》	23 年 11 月杀青	刘亦菲、佟大为等	腾讯视频等	新丽出品，登录 2024 央视片单、2024 腾讯视频片单
《大奉打更人》	23 年 12 月杀青	王鹤棣、田曦薇等	腾讯视频等	起点小说改编，讲述许七安屡破奇案，卷入朝堂危机的故事
《扫毒风暴》	24 年 2 月开机	段奕宏、秦昊等	——	扫黑风暴导演，讲述警方在境内外调查，破获冰毒案的股市
《哑舍》	24 年 4 月开机	高伟光、梁靖康等	腾讯视频等	新丽出品，改编自玄色的小说，

数据来源：公司公告、公司年报、西南证券整理

游戏：23 年公司多为授权 IP 流水分成游戏，24 年预计 2 部自营游戏+多部 IP 授权游戏。

- ① **自营游戏：**1) 《斗破苍穹：三年之约》：斗破苍穹官方正版挂机放置 RPG 手游，24 年 4 月 2 日上线，当天登上 iOS 榜免费榜第一，其同名动画的豆瓣评分 8.5，游戏与动画深度联动。2) 《大奉打更人》：24 年 2 月取得版号，预计 24 年年内上线。
- ② **IP 授权游戏：**根据公司业绩会信息，公司 IP 授权的多个游戏获得版号，包括《斗罗大陆》、《斗破苍穹》、《赘婿》、《聊天群的日常生活》、《全职法师》、《全职高手》等，其中部分将在 24 年上线，游戏上线后阅文预计获得流水分成。

表 3：阅文待上线的自营+授权游戏（橙色底色为已上线）

游戏	参与程度	项目介绍
《斗破苍穹：三年之约》	自营游戏	23 年 10 月取得版号，24 年 4 月 2 日上线，阅文旗下阅娱文化科技运营
《大奉打更人》	自营游戏	24 年 2 月，取得版号
《斗罗大陆：史莱克学院》	IP 授权，收流水分成	23 年 7 月取得版号，凡影网络运营，24 年 1 月底首发上线
《斗罗大陆：逆转时空》	IP 授权，收流水分成	23 年 10 月取得版号，北京欣荣繁兴科技运营，24 年 4 月 2 日开启逆转测试
《斗破苍穹：巅峰对决》	IP 授权，收流水分成	23 年 6 月取得版号，24 年 4 月 9 日开启终极测试
《斗破苍穹：异火降世》	IP 授权，收流水分成	23 年 6 月取得版号
《全职法师：猎人大师》	IP 授权，收流水分成	23 年 7 月取得版号，互爱互动运营
《赘婿》	IP 授权，收流水分成	23 年 9 月取得版号
《聊天群的日常生活》	IP 授权，收流水分成	23 年 9 月取得版号
《全职高手：重返巅峰》	IP 授权，收流水分成	23 年 12 月取得版号
《诡秘之主》	IP 授权，收流水分成	24 年 3 月取得版号

数据来源：公司公告、公司年报、2023 年年报公开业绩会、国家新闻出版署，西南证券整理

动漫画：整体质量行业领先，24 年数预计量多于 23 年。根据公司业绩会信息，2024 年预计继续推出《斗破苍穹》、《全职法师》、《全职高手》的动画续作，且整体数量多于 23 年。公司 IP 改编的动漫画热度持续领先，根据云合数据，2023 年全国动画播放榜前 10 名的作品中，有 6 部改编自阅文的 IP，2023 年上线的阅文 IP 改编漫画作品中，13 部漫画人气过亿。

短剧：阅文相继推出短剧剧本征集令、短剧星河孵化计划，志在打造精品短剧。2023 年 10 月，阅文发布“短剧剧本征集令”，面向广大创作者征求原创或 IP 改编剧本，如被签约，短剧编剧可获得 1.5-5 万的保底加最高 2% 的流水分账。2023 年 12 月，阅文推出“短剧星河孵化计划”，通过扶持剧本创作改编、提供流量、提供 AI 技术等方式，开发高品质短剧。阅文的短剧星河孵化计划主要包括：1) 筛选适合短剧改编的超百部阅文 IP，同时征集优质原创剧本，通过自制、联合开发等方式加速孵化高品质的短剧；2) 为创作者提供亿元现金和流量扶持，携手上百家渠道伙伴为创作者在改编制作、国内外发行方面提供大力支持；3) 以 AIGC 赋能，加速与行业伙伴联合开发互动短剧。

23 年 12 月阅文旗下“奇迹短剧”小程序通过备案，2024、2025 年阅文的短剧项目预计分别为 100 部、160 部。根据 Tech 星球信息，阅文将推出一款独立的短剧播放应用“奇迹短剧”，后续或将成为阅文短剧的播放渠道，23 年 12 月，该小程序已通过工信部的备案。2023 年 12 月，阅文公告其与腾讯集团付费服务佣金总金额的年度上限大幅提升，2023 年由 2800 万元修订至 4000 万元，2024 年由 3100 万元修订至 1.6 亿元，2025 年由 3300 万元修订至 2 亿元，上限修订的原因主要为短剧项目需求日益增长。根据公司公告，截至 23 年的前 9 个月，阅文与腾讯之间有超过 30 个短剧项目的现有发行合作，23Q4 有约 10 个短剧项目新开展及潜在发行合作，每个项目估计付费服务佣金为 50-300 万元。而 24-25 年预计年增长超 60 个项目，即对应 24、25 年分别为 100、160 个短剧项目，且预计单个项目付费服务佣金将有所提升。

图 1：阅文短剧布局节奏：短剧合作逐步推进中


数据来源：新腕儿官微、阅文集团官微、中国证券网、DataEye，西南证券整理

阅文短剧内容持续释放中。根据公司 23 年年报业绩会信息，截至 24 年 3 月中，公司的多部短剧总收入已突破千万元，根据新腕儿官微信息，24 年初，阅文出品的玄幻短剧《万道龙皇》72 小时流水破千万，是玄幻赛道上的精品爆款。据 DataEye 短剧热力榜，阅文旗下的《惊!天降老公竟是首富》位列 3 月 28 日短剧热力榜第二。

图 2：阅文集团短剧《万道龙皇》


数据来源：新腕儿官微，西南证券整理

图 3：短剧《惊!天降老公竟是首富》的播放页面


数据来源：奇诺微剧，西南证券整理

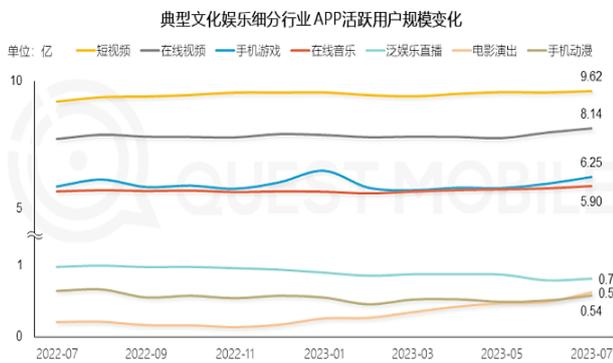
2 腾讯动漫注入在即，IP 运营全链路贯通

阅文集团 6 亿元收购腾讯旗下腾讯动漫等资产。23 年 12 月 11 日，阅文集团发布公告，阅文与腾讯订立资产转让协议，价格为 6 亿元人民币（根据下调机制或会降低），首期支付 4.8 亿元，第二期根据下调机制进行支付。转让资产包括：APP 平台资产（在腾讯动漫 APP 平台上发布的作品）、动画项目、影视项目、米橙子 90% 的股权。其中，米橙子公司由《一人之下》作者、漫画家米二注册于 2022 年 4 月，22 年底腾讯投资持股 90%，米二仍持股

10%。该资产截至 23 年 9 月 30 日过往 12 个月的收益为 4.8 亿元，21-22 年，资产的除税前亏损净额分别为 1.9/1.1 亿元。收购完成后，阅文集团有望形成小说、动漫画、游戏、影视、衍生品等 IP 全链路。

腾讯动漫为国内头部的动漫运营、更新平台，22 年 2 月 MAU 为 820 万，位居行业第三。漫画属于文娱细分行业，22 年 7 月至 23 年 7 月，行业整体 MAU 规模稳定在 5400 万，相较其他文娱行业来说，属于稳定小众的市场。腾讯动漫成立于 2012 年，拥有 PC 网页、移动端 APP、小程序、H5 产品等，拥有较大的用户群体和丰富的动漫资源，是中国最大的动漫平台之一。根据易观千帆的数据，2022 年 2 月，腾讯动漫的月活用户规模达 820 万，位列漫画类 APP 第三，仅次于快看、哔哩哔哩漫画。

图 4：23 年 7 月手机动漫行业 MAU 约 5400 万



Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2023 年 7 月

数据来源: Quest Mobile, 西南证券整理

图 5：2022 年 2 月腾讯动漫 MAU 约 820 万，居行业第三



数据来源: 易观千帆, 西南证券整理

腾讯动漫拥有众多大热 IP，包括《一人之下》、《狐妖小红娘》等，平台具备 IP 孵化能力。

- ① 《一人之下》：截至 24 年 4 月 21 日，《一人之下》在腾讯动漫平台拥有 309 亿浏览人气，14.8 万读者的平均评分高达 9.8，收藏数近 660 万。其改编的电视剧《异人之下》在优酷热度值破万，豆瓣评分 8.1，漫改电视剧取得较好反响。与此同时，一人之下在日本市场也具备一定的人气，2016 年，《一人之下》日语版在日本的电视台播出，成为首部登上日本电视台黄金档的中国动画；2017 年 12 月，一人之下漫画日文版开始在集英社旗下的少年 JUMP+ 连载。
- ② 《狐妖小红娘》：截至 24 年 4 月 21 日，狐妖小红娘动画官微的微博粉丝数量超 120 万，狐妖小红娘动漫在腾讯动漫平台的收藏数近 558 万，10.3 万读者的平均评分高达 9.7。在改编方面，狐妖小红娘漫改的三部系列剧集料将在 24 年陆续开始释放，其中，截至 24 年 4 月 21 日，由杨幂、龚俊主演的电视剧《狐妖小红娘月红篇》，在爱奇艺平台的预约人数已 423 万。

表 4：腾讯动漫头部 IP 及改编情况

腾讯动漫 IP	腾讯动漫角色	改编情况	首播/上线时间	出品方
一人之下	出品方	动画：《一人之下》第一至第四季	2016 年 7 月	腾讯动漫、动漫堂出品
	——	手游：《一人之下》	2020 年 5 月	魔方工作室群开发，腾讯游戏发行
	出品方	电视剧：《异人之下》	2023 年 8 月	腾讯动漫、优酷出品

腾讯动漫 IP	腾讯动漫角色	改编情况	首播/上线时间	出品方
	出品方	网络剧场版动画:《一人之下·锈铁重现》	2024年2月	腾讯视频、腾讯动漫出品
	——	电影:《一人之下》	待播, 预计24年	腾讯影业、世纪长生天出品
狐妖小红娘	出品方	动画:《狐妖小红娘》	2015年6月	企鹅影视、腾讯动漫出品
	——	手游:《狐妖小红娘》	2019年11月	腾讯游戏自研的首款全3D、国风、二次元题材的大型多人在线角色扮演手游
	联合出品	电视剧:《狐妖小红娘月红篇》	待播	22年11月杀青, 爱奇艺出品, 腾讯动漫、恒星引力·漫改、恒星计划联合出品
	出品方	电视剧:《狐妖小红娘竹业篇》	待播	23年12月杀青, 爱奇艺、腾讯动漫、恒星引力·漫改出品
	联合出品	电视剧:《狐妖小红娘王权篇》	待播	24年1月开机, 爱奇艺出品, 腾讯动漫、恒星引力·漫改、恒星计划联合出品

数据来源: 一人之下官微、狐妖小红娘官微、腾讯动漫 APP, 西南证券整理

图 6: 腾讯动漫的漫画作品畅销榜



畅销榜	
1 怪兽8号	9 开局一座山
2 一人之下	10 心动的声音
3 我为邪帝	11 传武
4 斗破苍穹	12 大王饶命
5 我的徒弟都是大	13 狐妖小红娘
6 星甲魂将传	14 地球尽头
7 日月同错	15 明朝败家子
8 大象无形	16 请与我同眠

数据来源: 腾讯动漫平台主页, 西南证券整理 (截至 2024 年 4 月 21 日)

图 7: 《一人之下》漫画收藏人数近 660 万



数据来源: 腾讯动漫 APP, 西南证券整理 (截至 2024 年 4 月 21 日)

3 持续投入 AIGC, 探索更多内容生态的应用场景

2024 年公司料将持续投入 AIGC, 探索更多应用场景。根据 2023 年年报业绩会信息, 公司预计 2024 年在 AIGC 的投入为 1-2 亿元, 持续关注与研究 AI 技术, 对已有产品持续优化并提升用户体验, 并利用独特的网文资源赋能内容生态的长期发展。

公司现有的 AI 产品包括: 作家助手妙笔版、筑梦岛、AI 翻译等:

- 1) 作家助手妙笔版: 辅助作家创作网文。阅文集团在 2023 年 7 月率先推出阅文妙笔大模型, 并基于大模型推出了相应产品——作家助手妙笔版, 阅文妙笔嵌入在作家助手, 可以辅助作家进行文字创作, 并通过生成应景图像等功能提供创作支持, 目前产品已全面向签约作家开放, AI 功能的每月使用率达 30%。作家助手妙笔版的功能包括: 提供创作灵感、提供网文知识库、生成人物形象和场景图等。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：版权运营：包括阅文原本的版权运营+新丽传媒影视项目，2024 年为公司 IP 释放大年，电影《热辣滚烫》为 24 年春节档票房冠军，电视剧《与凤行》在播期间热度领先，自营游戏《斗破苍穹·三年之约》24 年 4 月初上线，上线当天登顶 iOS 免费榜第一。2024 年后续预计仍有 2 部电影、多部电视剧排播，以及多部授权游戏上线，因此假设 2024 年公司授权版权数量及单版权价格大幅提升。2025-2026 年假设公司版权业务中的授权版权数量保持增长，平均单版权价格维持稳定。

假设 2：在线阅读：假设公司 2024-2026 年付费阅读用户数分别为 790/760/730 万，年度 ARPU 值约 400 元。

假设 3：费用：由于公司继续加码投入 AIGC 项目，《热辣滚烫》等的影视项目营销费用较高，假设公司费用在 2024 年有所提升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
版权运营	收入	2,973.8	4,064.3	4,353.0	4,597.2
	增速	-5.90%	36.67%	7.10%	5.61%
	毛利率	46.31%	55.60%	55.20%	55.40%
在线阅读	收入	3,948.14	3,677.11	3,583.56	3,456.37
	增速	-10.5%	-6.9%	-2.5%	-3.5%
	毛利率	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%
其他	收入	89.83	85.34	81.07	77.02
	增速	-11.40%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
合计	收入	7,011.79	7,826.74	8,017.59	8,130.62
	增速	-8.05%	11.62%	2.44%	1.41%
	毛利率	48.08%	52.30%	52.54%	52.79%

数据来源：iFind, 西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2801.80	2542.22	3390.34	4405.92	销售收入	7011.79	7826.74	8017.59	8130.62
应收账款	1988.20	2267.60	2322.89	2355.64	销售成本	3640.32	3709.10	3804.83	3838.45
预付款项	1212.61	1021.08	1045.98	1060.72	销售费用	1719.52	1800.15	1803.96	1805.00
存货	743.66	712.66	731.05	737.51	管理费用	1161.04	1205.32	1210.66	1203.33
其他流动资产	4476.54	5443.55	5516.73	5560.06	财务费用	-153.43	-9.13	-10.38	-13.64
流动资产总计	11222.80	11987.10	13006.99	14119.84	营业利润	849.31	1121.30	1208.53	1297.49
长期股权投资	924.68	924.68	924.68	924.68	其他非经营损益	52.08	52.08	52.08	52.08
固定资产	128.33	192.56	325.45	427.01	税前利润	901.40	1173.39	1260.62	1349.57
无形资产	904.99	837.49	836.66	802.50	所得税	97.85	176.01	189.09	202.44
其他非流动资产	10007.65	10107.65	10107.65	10107.65	税后利润	803.55	997.38	1071.53	1147.13
非流动资产合计	11965.66	12162.39	12294.45	12361.85	归属于母公司股东利润	804.88	998.90	1073.16	1148.88
资产总计	23188.46	24149.49	25301.44	26481.69	Non-IFRS 净利润	1130.38	1398.90	1473.16	1548.88
应付账款	1119.71	1136.83	1166.16	1176.47	EBITDA	747.97	1367.52	1518.17	1668.53
其他流动负债	2473.42	2429.96	2481.04	2503.86	NOPLAT	620.35	945.34	1018.43	1091.27
流动负债合计	3603.13	3566.79	3647.21	3680.33	EPS(元)	0.79	0.98	1.05	1.12
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	560.91	560.91	560.91	560.91					
非流动负债合计	560.91	560.91	560.91	560.91					
负债合计	4164.05	4127.70	4208.12	4241.24	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司权益	19024.95	20023.85	21097.01	22245.89	销售收入增长率	-8.05%	11.62%	2.44%	1.41%
少数股东权益	-0.54	-2.06	-3.69	-5.44	EBIT 增长率	12.15%	55.65%	7.39%	6.85%
股东权益合计	19024.41	20021.79	21093.31	22240.45	EBITDA 增长率	-28.40%	82.83%	11.02%	9.90%
负债和股东权益合计	23188.46	24149.49	25301.44	26481.69	税后利润增长率	32.24%	24.12%	7.43%	7.06%
					毛利率	48.08%	52.61%	52.54%	52.79%
					净利率	11.46%	12.74%	13.36%	14.11%
					ROE	4.23%	4.99%	5.09%	5.16%
					ROA	3.47%	4.14%	4.24%	4.34%
					ROIC	4.61%	6.52%	6.44%	6.79%
					P/E (Non-IFRS)	20.35	16.44	15.61	14.85
					P/S	3.63	3.25	3.17	3.13
					P/B	1.34	1.27	1.21	1.14
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	-6.04	-3.60	-4.01	-4.51
					EV/EBITDA	-6.04	-3.06	-3.31	-3.61
					EV/NOPLAT	-7.28	-4.43	-4.93	-5.52
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
税后经营利润	574.39	953.11	1027.25	1102.86					
折旧与摊销	0.00	203.27	267.94	332.60					
财务费用	-153.43	-9.13	-10.38	-13.64					
其他经营资金	710.52	-1050.22	-91.34	-64.16					
经营性现金净流量	1131.49	97.02	1193.47	1357.66					
投资性现金净流量	-3385.04	-355.73	-355.73	-355.73					
筹资性现金净流量	-510.82	-0.87	10.38	13.64					
现金流量净额	-2764.37	-259.57	848.12	1015.57					

数据来源: iFind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
