

IP 联动日趋成熟，腾讯动漫注入

投资要点

- **事件:** 阅文集团公告 2024 年半年报, 公司 24H1 实现营收 41.9 亿元 (+27.7%), 实现毛利 20.8 亿元 (+29.8%), Non-IFRS 净利润 7.0 亿元 (+16.4%), 公司权益持有人应占盈利 5.0 亿元 (+33.9%)。24H1 新丽传媒实现营收 10.5 亿元 (+93.2%), 实现净利润 3.0 亿元 (+74.6%)。
- **公司营收增速提升主要受爆款剧集集中释放的拉动。** 24H1 新丽传媒营收大幅提升, 从 23H1 的 5.4 亿元提升至 24H1 的 10.5 亿元, 主要受影视剧集中排播的提振, 24H1 公司参与的影视剧集包括: 春节档电影《热辣滚烫》、大 IP 剧《与凤行》、《玫瑰的故事》、《庆余年 2》等。
- **公司利润端受部分影视项目的拖累。** 2024 年上半年公司电视剧及电影版权的减值亏损为 1.9 亿, 主要受部分项目不及预期的影响, 而 2023 年同期未有减值。
- **24H1 阅读业务营收同比降 2.2%, 版权运营营收同比增 73.3%。** 分业务来看: ①阅读业务 24H1 实现营收 19.4 亿元 (-2.2%), 其中阅文自有平台实现营收 16.9 亿元 (-0.9%), 腾讯自营渠道实现营收 1.3 亿元 (-26.2%), 主要受免费阅读广告收入下降所致。第三方平台实现营收 1.2 亿元 (+18.2%), 主要受与第三方分销合作增加的影响。②版权运营方面, 24H1 新丽实现营收 10.5 亿元 (+93.2%), 扣除新丽的 IP 授权等版权运营收入为 12.0 亿元 (+59.0%)。③毛利率方面, 24H1 综合毛利率为 49.7%, 同比提升 0.8pp, 其中在线阅读毛利率同比提升 0.5pp 至 50.2%; 版权运营及其他毛利率同比提升 1.7pp 至 49.3%, 主要受爆款内容占比提升影响。
- **反盗版效果延续, 付费率持续回升、生态活跃度改善。** 公司付费用户数自 2022 年的 790 万增至 24H1 的 880 万, 付费率由 22 年的 3.2% 增至 24H1 的 5.0%, 根据公司官微, 24 上半年均订过 5 万的新签约作品数同比增 75%。反盗版措施的施行、产品运营的提升, 有效巩固了公司付费和创作生态。
- **25-26 年剧集储备丰富。** 根据公司业绩会信息, ①**24 下半年:** 新丽电视剧《大奉打更人》(王鹤棣/田曦薇)、《哑舍》(高伟光/梁靖康) 等预计 24 下半年上线。②**25-26 年电视剧储备 10 余部, 包括:**《扫毒风暴》、《独身女人》、《刑警时刻》、《年少有为》、《除恶》、《赘婿 2》、《千里江山图》、《尘埃落定》、《月都花落》等。③**25-26 年电影储备 2 部:**《中国神探》、《热情似火》。④**24 年下半年预计开机的剧集:**《独身女人》、《刑警时刻》、《年少有为》、《月度花落》, 项目有序推进中。
- **网文出海持续推进, AI 助力翻译提速。** 截至 24 年 6 月底, WebNovel 向海外用户提供了约 5000 部中文翻译作品和约 65 万部当地原创作品, 半年新增超 1200 部中文翻译作品。根据公司业绩会信息, 作为对比, 之前 7 年阅文合计的人工翻译作品数量约 3000 本, AI 的高度自动化翻译, 将翻译的效率提升百倍, 成本降低九成。
- **投资建议:** 预计公司 2024-2026 年 Non-IFRS 净利润分别为 14.0/15.1/16.0 亿元。考虑到: 公司以庆余年为开端, IP 联动日趋成熟, AIGC 应用持续推进, 腾讯动漫 24Q2 末并表提供增量, 多个游戏项目已取得版号静待上线, 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	8205.77	8406.55	8592.77
增长率	-8.05%	17.03%	2.45%	2.22%
Non-IFRS 净利润(百万元人民币)	1130.38	1401.35	1505.75	1600.63
增长率	-16.16%	23.97%	7.45%	6.30%
每股收益 EPS	0.79	0.98	1.08	1.17
净资产收益率	4.23%	5.00%	5.23%	5.38%
PE	20.61	16.63	15.47	14.56

数据来源: wind, 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)	20.75-32.65
3 个月平均成交量(百万)	3.13
流通股数(亿)	10.23
市值(亿)	253.24

相关研究

1. 阅文集团 (0772.HK): IP 大年多项目料将陆续定档, AIGC 助力增长 (2024-04-24)

附表 1：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	2434.26	3294.72	4332.31	销售收入	7011.79	8205.77	8406.55	8592.77
应收账款	1988.20	2377.41	2435.58	2489.53	销售成本	3640.32	4043.14	4094.63	4181.67
预付款项	1075.16	1016.91	1041.79	1064.87	销售费用	1719.52	1893.89	1916.69	1907.60
存货	743.66	776.84	786.73	803.45	管理费用	1161.04	1278.46	1286.20	1288.92
其他流动资产	4613.98	5642.49	5720.78	5793.40	财务费用	-153.43	-8.95	-10.03	-13.35
流动资产总计	11222.80	12247.90	13279.61	14483.57	营业利润	849.31	999.22	1119.05	1227.94
长期股权投资	924.68	924.68	924.68	924.68	其他非经营损益	52.08	150.00	150.00	150.00
固定资产	128.33	192.56	325.45	427.01	税前利润	901.40	1149.22	1269.05	1377.94
无形资产	904.99	837.49	836.66	802.50	所得税	97.85	149.40	164.98	179.13
其他非流动资产	10007.65	10107.65	10107.65	10107.65	税后利润	803.55	999.82	1104.07	1198.81
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	1001.35	1105.75	1200.63
资产总计	23188.46	24410.29	25574.06	26845.41	Non-IFRS 净利润	1130.38	1401.35	1505.75	1600.63
应付账款	1119.71	1239.21	1254.99	1281.67	EBITDA	1046.00	1343.55	1526.96	1697.19
其他流动负债	2473.42	2585.94	2629.86	2675.73	NOPLAT	620.35	861.54	964.85	1056.69
流动负债合计	3603.13	3825.14	3884.85	3957.39	EPS(元)	0.79	0.98	1.08	1.17
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	4386.06	4445.76	4518.31	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司权益	19024.95	20026.29	21132.05	22332.68	销售收入增长率	-8.05%	17.03%	2.45%	2.22%
少数股东权益	-0.54	-2.06	-3.75	-5.57	EBIT 增长率	12.15%	52.45%	10.41%	8.39%
股东权益合计	19024.41	20024.23	21128.30	22327.11	EBITDA 增长率	0.13%	28.45%	13.65%	11.15%
负债和股东权益合计	23188.46	24410.29	25574.06	26845.41	税后利润增长率	32.24%	24.43%	10.43%	8.58%
					毛利率	48.08%	50.73%	51.29%	51.34%
					净利率	11.46%	12.18%	13.13%	13.95%
					ROE	4.23%	5.00%	5.23%	5.38%
					ROA	3.47%	4.10%	4.32%	4.47%
					ROIC	4.61%	5.95%	6.04%	6.51%
					P/E (Non-IFRS)	32.23	25.90	23.46	21.60
					P/S	3.70	3.16	3.09	3.02
					P/B	1.36	1.30	1.23	1.16
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	-6.04	-3.54	-3.88	-4.33
					EV/EBITDA	-4.32	-3.01	-3.20	-3.48
					EV/NOPLAT	-7.28	-4.69	-5.06	-5.59
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
税后经营利润	574.39	869.32	973.57	1068.31					
折旧与摊销	298.02	203.27	267.94	332.60					
财务费用	-153.43	-8.95	-10.03	-13.35					
其他经营资金	412.50	-1160.63	-111.54	-93.82					
经营性现金净流量	1131.49	-96.98	1119.94	1293.74					
投资性现金净流量	-3385.04	-269.50	-269.50	-269.50					
筹资性现金净流量	-510.82	-1.05	10.03	13.35					
现金流量净额	-2764.37	-367.54	860.47	1037.59					

数据来源: wind, 西南证券

附表 2：新丽传媒片单（橙色底色为预计 2024 年下半年上线的剧集）

序号	剧集名称	项目进展	主创	类型	项目介绍
2023 年上线剧集：					
1	《纵有疾风起》	2023/1/1 上线	靳东、宋佳等	都市家庭	播出平台：北京卫视、江苏卫视、腾讯视频、爱奇艺，讲述了创业、爱情选择的故事
2	《平凡之路》	2023/5/3 上线	郭麒麟、金晨等	都市剧情	播出平台：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
3	《潜伏者》	2023/7/27 上线	黄晓明、蒋欣等	近代谍战	播出平台：CCTV8、腾讯视频，近代谍战剧
4	《骄阳伴我》	2023/9/1 上线	肖战、白百何等	都市剧情	播出平台：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
5	《斗破苍穹之少年归来》	2023/12/8 上线	何洛洛、丁笑滢等	玄幻	播出平台：腾讯视频，新丽传媒承制，改编自同名大 IP 斗破苍穹
2024 上半年上线剧集：					
1	《与凤行》	2024/3/18 上线	赵丽颖、林更新等	玄幻爱情	播出平台：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。
2	《庆余年 2》	2024/5/16 上线	张若昀、李沁等	玄幻架空	播出平台：腾讯视频、CCTV8，阅文影视、新丽电视出品，5 月 28 日，据灯塔专业版，《庆余年 2》累计正片播放量已突破 12 亿。
3	《玫瑰的故事》	2024/6/8 上线	刘亦菲、佟大为等	都市情感	播出平台：腾讯视频、CCTV8，新丽出品，截至 2024 年 6 月 18 日，收视率达 2.23%，位居前两位；站内热度值破 31000，破都市剧站内热度值最高纪录。
2024 下半年有望上线的剧集：					
1	《大奉打更人》	23 年 12 月杀青	王鹤棣、田曦薇等	悬疑架空	播出平台：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
2	《哑舍》	24 年 7 月杀青	高伟光、梁靖康等	奇幻	播出平台：腾讯视频等，腾讯视频&新丽电视&宏宇天润出品，改编自玄色的小说，讲述了来自未来的古董店老板毕之和活在现代的宠物医生苏北陆组成合作伙伴，一起踏上寻回古董的时光之旅的故事。
2025-2026 年储备剧集：					
1	《扫毒风暴》	24 年 7 月底杀青	段奕宏、秦昊等	刑侦	扫黑风暴导演，讲述了 1995-1999 年间，缉毒警林强峰（段奕宏 饰）和制毒师刘少华（秦昊 饰）的猫鼠游戏。
2	《独身女人》	预计 24 年内开机	唐嫣、赵又廷等	都市爱情	根据亦舒的同名小说改编，新丽出品，讲述了一位经济独立、思想成熟的都市女性，虽然经历了几段感情，最终却还是回到独身的故事。
3	《刑警时刻》	预计 24 年内开机	——	刑侦	以 1990 年至 2010 年间，公安刑警在艰苦的条件下，破获多起社会影响恶劣的重案等的故事。
4	《年少有为》	预计 24 年内开机	——	——	
5	《月都花落》	预计 24 年内开机	——	玄幻爱情	根据君子以泽小说改编的神话爱情仙侠剧。
6	《除恶》	前期筹备	——	悬疑	预计上线爱奇艺，阅文影视&新丽电视联合出品，滕华涛执导。
7	《赘婿 2》	前期筹备	——	玄幻架空	续作，改编自阅文旗下起点中文网作家愤怒的香蕉同名小说

序号	剧集名称	项目进展	主创	类型	项目介绍
8	《千里江山图》	前期筹备	---	谍战	腾讯视频、新丽电视、SMG 尚世影业出品，根据孙甘露同名长篇小说改编，王倦（庆余年编剧）&金海曙编剧，打造新型谍战力作。
9	《尘埃落定》	前期筹备	---	剧情	根据阿来的茅盾文学奖获奖小说改编，导演王伟（曾执导白夜追凶、问苍茫、人生若如初见等剧）。
25-26 年电影储备：					
1	《中国神探》	前期筹备	---	---	---
2	《热情似火》	前期筹备	---	---	---

数据来源：新京报、公司公告、公司官微、24 年中报业绩会，西南证券整理（截至 24 年 8 月 13 日）

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
上海	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
