

互联网	收盘价 港元 27.30	目标价 港元 28.00	潜在涨幅 +2.6%
-----	-----------------	-----------------	---------------

2025年3月19日

阅文集团 (772 HK)

2024 下半年在线业务增长超预期；关注衍生品、短剧业务增长

我们基本维持 2025 年调整后净利润预期 14 亿元。参考可比优质内容及版权公司，基于 18 倍 2025 年市盈率，维持目标价 28 港元，现价对应 2025 年 PEG 1.1 倍（基于 2024-26 年利润复合增速 16%），高于重点内容公司平均 1 倍，维持中性。预计 AI 技术迭代将持续助力公司降本提效、加速可视化改编，关注短剧、衍生品等业务增量贡献释放。

- ⊕ **在线业务收入超预期：**2024 下半年收入 39 亿元（人民币，下同），同比 +5%，超市场预期 8%，主要因付费阅读用户增长（同比+9%）带动在线业务收入超预期，阅文核心 IP 运营收入同比+20%，其中 IP 衍生品已搭建线上线下渠道能力，2024 年 GMV 超 5 亿元，短剧布局推进，2024 年上线超 100 部作品。经调整净利润 4.4 亿元（同比-17%），与此前发布的盈警预告一致。
- ⊕ **展望：**预计 2025 年：1) 在线业务同比相对持稳，主要考虑核心付费阅读收入稳定。2) 考虑衍生品、短剧等业务拓展，预计全年阅文核心 IP 运营收入增 14%至 26.9 亿元。新丽 2025 年待上线内容包括 6-7 部剧集（包括《哑舍》、《扫毒风暴》、《除恶》、《独身女人》、《年少有为》等）+1 部电影（《神探》）。基于各项目拍摄制作周期，我们预计 2025 年剧集排播将向下半年倾斜，全年有望实现 3-4 亿元净利润预期。

盈利预测变动

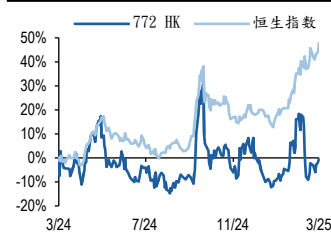
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	8,100	7,882	3%	8,655	8,220	5%	8,912	NA	NA
在线业务	4,092	3,910	5%	4,153	3,977	4%	4,195	NA	NA
版权运营及其他	4,008	3,972	1%	4,502	4,243	6%	4,717		
阅文核心	2,691	2,660	1%	2,986	2,909	3%	3,254		
新丽传媒	1,216	1,215	0%	1,412	1,236	14%	1,357	NA	NA
								NA	NA
毛利润	3,976	4,217	-6%	4,301	4,403	-2%	4,464	NA	NA
毛利率	49.1%	53.5%	-4.4ppts	49.7%	53.6%	-3.9ppts	50.1%	NA	NA
								NA	NA
经调整经营利润	1,336	1,434	-7%	1,519	1,585	-4%	1,727	NA	NA
经调整经营利润率	16.5%	18.2%	-1.7ppts	17.6%	19.3%	-1.7ppts	19.4%	NA	NA
								NA	NA
经调整归母净利润	1,422	1,445	-2%	1,537	1,568	-2%	1,721	NA	NA
经调整归母净利润率	17.5%	18.3%	-0.8ppts	17.8%	19.1%	-1.3ppts	19.3%	NA	NA

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(港元)	36.00
52周低位(港元)	23.30
市值(百万港元)	27,642.89
日均成交量(百万)	7.07
年初至今变化(%)	8.33
200天平均价(港元)	27.30

资料来源：FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

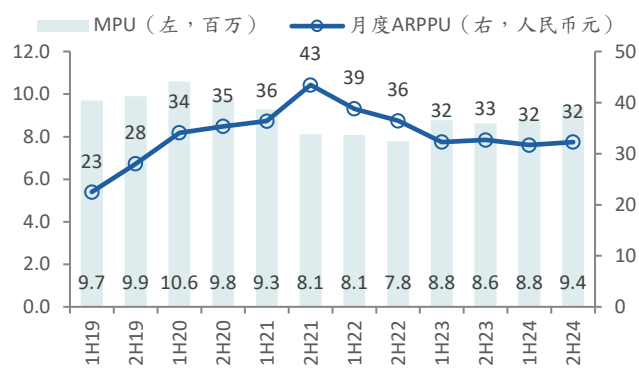
蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

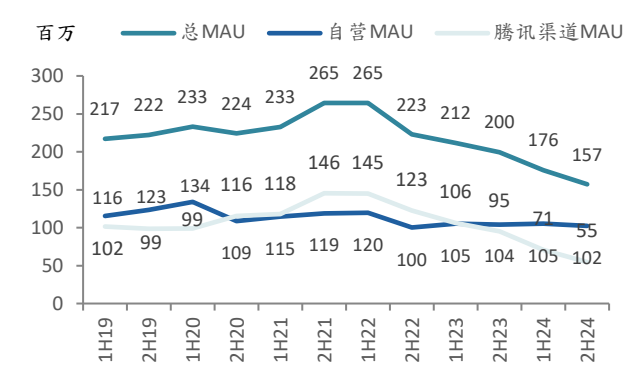
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 付费阅读用户数同环比增长



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 在线阅读月活用户数延续下降趋势



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 2024 下半年业绩回顾

(百万人民币)	2H23	1H24	2H24	环比 (%)	同比 (%)	点评
收入	3,729	4,191	3,930	-6	5	
在线业务	1,964	1,940	2,090	8	6	
自营渠道	1,704	1,694	1,837	8	8	MPU 同/环比增 9%/7%
腾讯渠道	165	131	115	-12	-30	减少免费阅读内容供给，MAU 同比降 42%
第三方渠道	95	116	139	20	46	
版权运营及其他	1,765	2,251	1,840	-18	4	
阅文核心 IP 运营	1,003	1,153	1,200	4	20	
新丽传媒	717	1,050	589	-44	-18	新丽项目递延
其他	45	48	52	8	14	
收入成本	-1,962	-2,108	-2,091	-1	7	
毛利	1,767	2,083	1,839	-12	4	
毛利率 (%)	47	50	47			
销售及营销开支	-897	-1,159	-1,102	-5	23	
一般及行政开支	-627	-545	-599	10	-4	
运营利润	398	454	-791	-274	-298	
运营利润率 (%)	11	11	-20			
经调整运营利润	504	624	361	-42	-28	
经调整运营利润率 (%)	14	15	9			
净利润	428	504	-714	-242	-267	
净利润率 (%)	11	12	-18			
经调整净利润	527	702	440	-37	-17	
股东应占经调整净利润	527	702	440	-37	-17	
经调整净利润率 (%)	14	17	11			
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	0.52	0.69	0.44	-36	-15	

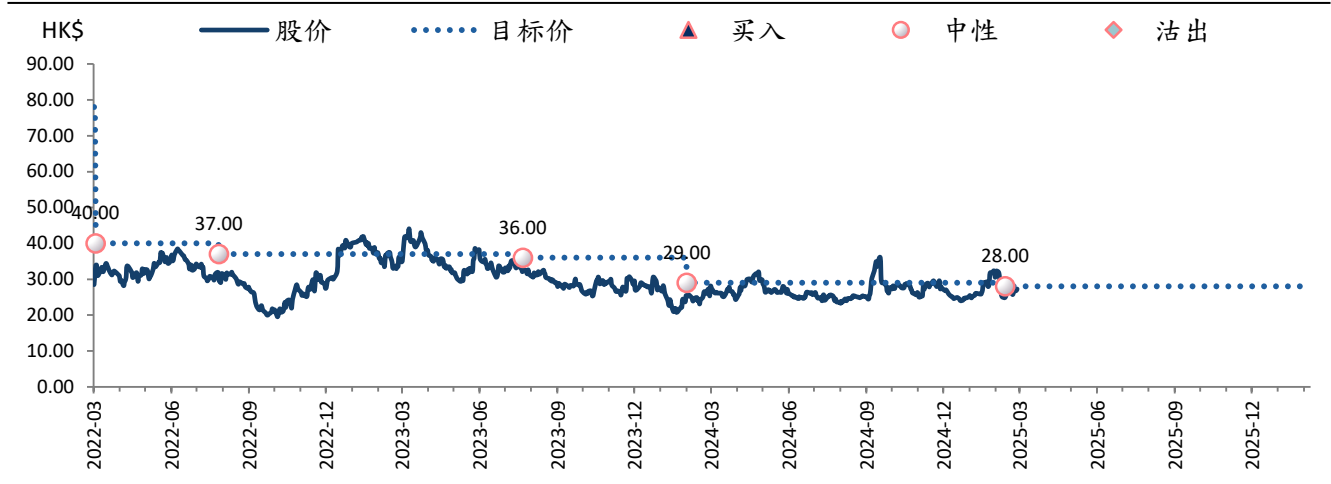
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 财务预测

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,012	8,121	8,100	8,655	8,912
<i>彭博一致预期</i>			<u>8,098</u>	<u>8,547</u>	<u>8,770</u>
在线业务	3,948	4,031	4,092	4,153	4,195
版权运营及其他	3,064	4,090	4,008	4,502	4,717
阅文核心 IP 运营	1,714	2,352	2,691	2,986	3,254
新丽传媒	1,260	1,639	1,216	1,412	1,357
收入成本	-3,640	-4,199	-4,124	-4,354	-4,448
毛利	3,371	3,922	3,976	4,301	4,464
毛利率 (%)	48	48	49	50	50
销售及营销开支	-1,720	-2,261	-2,141	-2,132	-2,108
一般及行政开支	-1,161	-1,144	-1,208	-1,253	-1,286
运营利润	709	-336	767	1,057	1,210
运营利润率 (%)	10	-4	9	12	14
经调整运营利润	1,050	985	1,336	1,519	1,727
经调整运营利润率 (%)	15	12	16	18	19
净利润	804	-210	857	1,085	1,215
净利润率 (%)	11	-3	11	13	14
经调整净利润	1,130	1,142	1,422	1,537	1,721
经调整净利润率 (%)	16	14	18	18	19
<i>彭博一致预期</i>			<u>1,495</u>	<u>1,631</u>	<u>1,869</u>
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	1.1	1.1	1.4	1.6	1.7

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 5: 阅文集团 (772 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	102.51	111.00	8.3%	2025年02月19日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	15.09	17.00	12.7%	2025年03月19日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	47.69	63.00	32.1%	2025年02月26日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	159.30	184.00	15.5%	2025年02月25日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.60	26.00	20.4%	2025年02月21日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.49	2.70	8.4%	2025年02月19日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	66.30	54.00	-18.6%	2024年08月21日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.06	7.20	2.0%	2025年03月14日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.30	28.00	2.6%	2025年03月04日	文娱内容
JD US	京东	买入	44.92	62.00	38.0%	2025年03月07日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	142.74	165.00	15.6%	2025年02月21日	电商
PDD US	拼多多	买入	126.79	144.00	13.6%	2024年11月22日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.78	15.60	13.2%	2025年01月22日	电商
DAO US	有道	买入	8.43	12.00	42.3%	2025年02月21日	教育
TAL US	好未来教育	买入	14.23	13.30	-6.5%	2025年01月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	41.35	60.00	45.1%	2025年01月22日	教育
GOTU US	高途	买入	3.92	4.60	17.3%	2024年11月20日	教育
NTES US	网易	买入	100.47	124.00	23.4%	2025年01月20日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	42.25	33.00	-21.9%	2024年11月20日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	541.00	513.00	-5.2%	2024年10月14日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.50	14.00	12.0%	2024年08月30日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.36	18.00	-2.0%	2025年01月22日	本地生活
3690 HK	美团	买入	177.30	226.00	27.5%	2024年12月02日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.82	18.50	33.9%	2025年03月07日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.26	13.50	45.8%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.88	1.40	-25.5%	2024年11月14日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	16.70	21.00	25.7%	2024年08月30日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.73	13.00	48.9%	2024年08月30日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.48	24.00	23.2%	2024年11月20日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	518.00	605.00	16.8%	2024年11月19日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	48.55	64.00	31.8%	2025年03月10日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 18 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,012	8,121	8,100	8,655	8,912
主营业务成本	(3,640)	(4,199)	(4,124)	(4,354)	(4,448)
毛利	3,371	3,922	3,976	4,301	4,464
销售及管理费用	(2,881)	(3,405)	(3,349)	(3,385)	(3,394)
其他经营净收入/费用	218	(854)	140	140	140
经营利润	709	(336)	767	1,057	1,210
Non-GAAP标准下的经营利润	1,050	985	1,336	1,519	1,727
财务成本净额	(25)	(13)	(20)	(20)	(20)
应占联营公司利润及亏损	205	239	240	240	240
其他非经营净收入/费用	12	11	0	0	0
税前利润	901	(99)	987	1,277	1,430
税费	(98)	(111)	(130)	(192)	(214)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	804	(210)	857	1,085	1,215
作每股收益计算的净利润	804	(210)	857	1,085	1,215
Non-GAAP标准的净利润	1,130	1,142	1,422	1,537	1,721

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,802	3,264	4,627	4,385	5,571
有价证券	1,039	1,106	1,106	1,106	1,106
应收账款及票据	1,988	1,703	2,860	3,068	3,036
存货	744	693	685	686	687
其他流动资产	4,650	4,695	1,762	2,372	1,907
总流动资产	11,223	11,461	11,039	11,617	12,307
投资物业	925	928	3,516	3,989	4,478
物业、厂房及设备	128	98	76	67	63
无形资产	7,330	6,159	7,278	7,269	7,269
其他长期资产	3,583	4,299	2,036	2,087	2,181
总长期资产	11,966	11,484	12,906	13,412	13,991
总资产	23,188	22,945	23,946	25,029	26,298
短期贷款	10	0	0	0	0
应付账款	1,120	1,045	1,242	1,025	1,291
其他短期负债	2,473	3,277	2,156	2,432	2,276
总流动负债	3,603	4,322	3,398	3,456	3,566
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	561	247	203	208	210
总长期负债	561	247	203	208	210
总负债	4,164	4,569	3,601	3,664	3,776
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	19,024	18,374	20,342	21,363	22,520
股东权益	19,025	18,374	20,343	21,364	22,521
非控股权益	(1)	2	2	2	2
总权益	19,025	18,376	20,344	21,365	22,522

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	901	(99)	987	1,277	1,430
合资企业/联营公司收入调整	(205)	(239)	(240)	(240)	(240)
折旧及摊销	216	287	270	260	255
营运资本变动	160	2,423	(2,416)	(777)	548
利息调整	25	13	20	20	20
税费	(98)	(111)	(130)	(192)	(214)
其他经营活动现金流	268	302	306	378	405
经营活动现金流	1,268	2,577	(1,203)	726	2,204
资本开支	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
投资活动	(2,317)	(994)	3,201	(55)	(57)
其他投资活动现金流	(1,037)	(740)	(521)	(736)	(761)
投资活动现金流	(3,385)	(1,764)	2,650	(821)	(849)
负债净变动	(399)	(4)	0	0	0
权益净变动	89	(195)	0	0	0
其他融资活动现金流	(202)	(148)	0	0	0
融资活动现金流	(511)	(346)	0	0	0
汇率收益/损失	20	45	45	45	45
年初现金	5,546	2,802	3,264	4,627	4,385
年末现金	2,802	3,264	4,627	4,385	5,571

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.796	(0.207)	0.859	1.079	1.185
全面摊薄每股收益	0.789	(0.207)	0.859	1.096	1.227
Non-GAAP标准下的每股收益	1.110	1.127	1.426	1.552	1.738
每股账面值	18.685	18.144	20.400	21.575	22.744
利润率分析(%)					
毛利率	48.1	48.3	49.1	49.7	50.1
EBITDA利润率	11.8	9.0	9.4	12.2	13.5
EBIT利润率	10.1	(4.1)	9.5	12.2	13.6
净利率	11.5	(2.6)	10.6	12.5	13.6
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	48.1	48.3	49.1	49.7	50.1
EBITDA利润率	14.5	11.4	11.2	14.0	15.3
经营利润率	15.0	12.1	16.5	17.6	19.4
净利率	16.1	14.1	17.5	17.8	19.3
盈利能力(%)					
ROA	3.5	(0.9)	3.7	4.4	4.7
ROE	4.3	(1.1)	4.4	5.2	5.5
ROIC	2.3	5.9	2.8	3.7	4.1
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.1	2.7	3.2	3.4	3.5
存货周转天数	75.4	62.4	61.0	57.5	56.3
应收账款周转天数	105.1	83.0	102.8	125.0	125.0
应付账款周转天数	116.5	94.1	101.2	95.0	95.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。