

# 阅文集团 (00772.HK)

买入 (维持评级)

## 港股公司点评

证券研究报告

## 头部 IP 价值凸显，IP 商品化启航

### 业绩简评

2025年3月18日，公司发布2024年全年业绩公告，2024公司实现营收81.2亿元，同比+15.8%，归母净亏损2.1亿元，同比-126%，NON-IFRS净利润11.4亿元，同比+1%。

### 经营分析

新丽商誉计提对24年利润产生影响，现金流健康快速增长。2024年公司归母净亏损2.1亿元，同比-126%，主要由于此前收购新丽传媒的计提商誉减值11亿元，但此为非现金影响因素，2024年公司经营性现金流达到25.3亿，同比+123%。经营效率来看整体保持稳定，2024年公司毛利率稳中有升达到48.29%(同比+0.21pct)，销售费用率由于新项目较多有所提升达到27.84%(同比+3.32pct)，一般及行政费用率控制良好达到14.08%(同比-2.48pct)。分业务收入：版权运营表现亮眼，在线业务保持稳定。

1) 版权运营及其他：2024全年收入40.9亿元，同比+33.5%。版权运营收入39.9亿元，同比+34.2%，其他收入1亿元，+10.5%。  
2) 在线业务：2024全年收入40.3亿元，同比+2.1%。自有平台产品收入35.3亿元，同比+3.4%，腾讯产品渠道收入2.5亿元，同比-28.2%，第三方平台收入2.5亿元，同比+32%。

IP三步走战略在可视化及商品化维度均有所突破，有望进一步发展。1) IP创作：2024年新增作家33万名，新增小说65万本，新增字数超过420亿，5W均订新书数量同比+50%，年收入超过50W的新人作家同比+70%以上。2) IP可视化：《热辣滚烫》《与凤行》《庆余年2》《玫瑰的故事》和《大奉打更人》等精品内容上线，25年pipeline丰富，《哑舍》、《独身女人》《扫毒风暴》等精品内容有望上线。动漫：收购腾讯动漫，《一人之下》《狐妖小红娘》《全球高武》《亏成首富从游戏开始》等表现优秀。短剧：上线100多部作品，单部作品最高流水接近4000W人民币。3) IP商品化：衍生品全年GMV突破5亿元人民币，其中卡牌GMV突破2亿元。

AI对出海及IP创作的赋能持续深化。接入DeepSeek后作家助手DAU增长30%+，AI功能周使用率超过50%。加速网文出海，2024年新增AI翻译作品3200部，占中文作品翻译总量47%。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司2025/2026/2027年营收分别为81.6/86.3/89.7亿元，NON-IFRS归母净利润分别为12.6/14.3/15.4亿元，当前股价对应2025/2026/2027年PE为20.3/17.8/16.6X，维持“买入”评级。

### 风险提示

影视项目进展不及预期风险；AIGC对业务赋能不及预期风险；在线阅读用户数量及付费下滑风险；IP运营业务进展不及预期风险

### 商贸零售组

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币): 27.300 元

### 相关报告：

1. 《阅文集团港股公司点评：AI将全面赋能IP商业化效率提升》，2024.3.19



### 主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,012	8,121	8,157	8,628	8,971
营业收入增长率	-8.05%	15.82%	0.44%	5.78%	3.97%
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	1,129	1,141	1,260	1,434	1,541
Non-IFRS 归母净利润增长率	-16.22%	1.08%	10.38%	13.83%	7.45%
摊薄每股收益(元)	1.114	1.126	1.243	1.415	1.521
每股经营性现金流净额	1.11	2.49	-0.16	1.32	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.23%	-1.14%	5.75%	6.25%	6.51%
P/E	22.62	22.37	20.27	17.81	16.57
P/B	1.47	1.51	1.42	1.33	1.24

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币 百万)**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,626</b>	<b>7,012</b>	<b>8,121</b>	<b>8,157</b>	<b>8,628</b>	<b>8,971</b>
增长率	-12.0%	-8.0%	15.8%	0.4%	5.8%	4.0%
主营业务成本	3,596	3,640	4,199	4,124	4,271	4,372
%销售收入	47.2%	51.9%	51.7%	50.6%	49.5%	48.7%
<b>毛利</b>	<b>4,030</b>	<b>3,371</b>	<b>3,922</b>	<b>4,033</b>	<b>4,357</b>	<b>4,599</b>
%销售收入	52.8%	48.1%	48.3%	49.4%	50.5%	51.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,003	1,720	2,261	1,978	2,071	2,153
%销售收入	26.3%	24.5%	27.8%	24.2%	24.0%	24.0%
管理费用	1,238	1,161	1,144	1,244	1,294	1,346
%销售收入	16.2%	16.6%	14.1%	15.3%	15.0%	15.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>801</b>	<b>502</b>	<b>517</b>	<b>811</b>	<b>992</b>	<b>1,101</b>
%销售收入	10.5%	7.2%	6.4%	9.9%	11.5%	12.3%
财务费用	-113	-147	-170	-98	-81	-114
%销售收入	-1.5%	-2.1%	-2.1%	-1.2%	-0.9%	-1.3%
<b>投资收益</b>	<b>162</b>	<b>98</b>	<b>239</b>	<b>147</b>	<b>154</b>	<b>162</b>
%税前利润	20.9%	10.9%	-241.6%	11.1%	10.1%	9.5%
<b>营业利润</b>	<b>913</b>	<b>648</b>	<b>687</b>	<b>909</b>	<b>1,073</b>	<b>1,214</b>
营业利润率	12.0%	9.2%	8.5%	11.1%	12.4%	13.5%
营业外收支						
税前利润	774	901	-99	1,321	1,530	1,707
利润率	10.1%	12.9%	n.a	16.2%	17.7%	19.0%
所得税	166	98	111	198	230	256
所得税率	21.5%	10.9%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	608	804	-210	1,123	1,301	1,451
少数股东损益	-1	-1	0	1	2	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>608</b>	<b>805</b>	<b>-209</b>	<b>1,122</b>	<b>1,299</b>	<b>1,448</b>
净利率	8.0%	11.5%	n.a	13.8%	15.1%	16.1%

**现金流量表(人民币 百万)**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	608	805	-209	1,122	1,299	1,448
少数股东损益	-1	-1	0	1	2	4
非现金支出	518	71	2,736	-411	-456	-490
非经营收益						
营运资金变动	73	-42	0	-1,212	144	-200
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,577</b>	<b>1,131</b>	<b>2,527</b>	<b>-163</b>	<b>1,335</b>	<b>1,115</b>
资本开支	-324	-177	0	-520	-520	-520
投资	689	-3,290	0	-290	-190	-190
其他	163	82	-1,764	412	457	493
<b>投资活动现金净流</b>	<b>528</b>	<b>-3,385</b>	<b>-1,764</b>	<b>-398</b>	<b>-253</b>	<b>-217</b>
股权募资	-212	0	0	0	0	0
债权募资	-878	-494	0	0	0	0
其他	-56	-16	-346	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,145</b>	<b>-511</b>	<b>-346</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,017</b>	<b>-2,744</b>	<b>462</b>	<b>-561</b>	<b>1,083</b>	<b>899</b>

**资产负债表(人民币 百万)**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,546	2,802	3,264	2,703	3,786	4,685
应收款项	3,261	3,201	2,611	2,983	2,953	3,236
存货	760	744	693	806	902	847
其他流动资产	2,908	4,477	4,893	5,475	5,722	5,956
<b>流动资产</b>	<b>12,476</b>	<b>11,223</b>	<b>11,461</b>	<b>11,967</b>	<b>13,364</b>	<b>14,724</b>
%总资产	54.9%	48.4%	50.0%	50.5%	52.8%	54.8%
长期投资	1,009	925	928	978	1,028	1,078
固定资产	133	128	98	107	115	123
%总资产	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
无形资产	7,605	7,538	6,309	6,481	6,644	6,799
非流动资产	10,259	11,966	11,484	11,715	11,937	12,150
%总资产	45.1%	51.6%	50.0%	49.5%	47.2%	45.2%
<b>资产总计</b>	<b>22,734</b>	<b>23,188</b>	<b>22,945</b>	<b>23,683</b>	<b>25,301</b>	<b>26,874</b>
短期借款	418	10	0	0	0	0
应付款项	1,204	1,120	1,045	1,017	1,118	1,067
其他流动负债	2,362	2,473	3,277	2,919	3,135	3,308
流动负债	3,984	3,603	4,322	3,936	4,253	4,375
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	796	561	247	247	247	247
负债	4,780	4,164	4,569	4,184	4,501	4,623
<b>普通股股东权益</b>	<b>17,957</b>	<b>19,025</b>	<b>18,374</b>	<b>19,496</b>	<b>20,795</b>	<b>22,243</b>
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	17,570	18,594	18,374	19,496	20,795	22,242
少数股东权益	-3	-1	2	3	5	8
<b>负债股东权益合计</b>	<b>22,734</b>	<b>23,188</b>	<b>22,945</b>	<b>23,683</b>	<b>25,301</b>	<b>26,874</b>

**比率分析**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.60	0.79	-0.21	1.11	1.28	1.43
每股净资产	17.69	18.59	18.09	19.24	20.52	21.95
投入资本收益率	1.55	1.11	2.49	-0.16	1.32	1.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.39%	4.23%	-1.14%	5.75%	6.25%	6.51%
总资产收益率	2.68%	3.47%	-0.91%	4.74%	5.13%	5.39%
投入资本收益率	3.42%	2.35%	5.97%	3.54%	4.05%	4.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-12.03%	-8.05%	15.82%	0.44%	5.78%	3.97%
EBIT 增长率	39.28%	-37.33%	3.14%	56.75%	22.29%	10.95%
净利润增长率	-67.06%	32.34%	-125.99%	636.17%	15.80%	11.43%
总资产增长率	-2.42%	2.00%	-1.05%	3.21%	6.83%	6.22%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	113.2	103.6	81.8	81.8	81.8	81.8
存货周转天数	70.8	74.4	61.6	65.5	72.0	72.0
应付账款周转天数	116.7	114.9	92.8	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	4.2	6.7	5.0	4.5	4.6	4.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-24.79%	-24.57%	-34.12%	-29.28%	-32.65%	-34.56%
EBIT 利息保障倍数	-7.1	-3.4	-3.0	-8.3	-12.2	-9.7
资产负债率	21.02%	17.96%	19.91%	17.67%	17.79%	17.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806