

传媒

2025 年 03 月 20 日

阅文集团 (00772)

—— 2024：新丽释放商誉风险，在线阅读企稳，衍生品进展积极

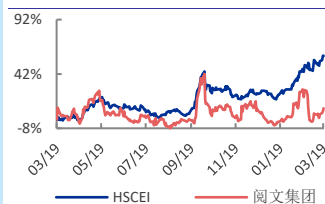
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 03 月 19 日

收盘价 (港币)	27.95
恒生中国企业指数	9163.67
52 周最高/最低 (港币)	36.00/22.85
H 股市值 (亿港元)	286.50
流通 H 股 (百万股)	1,025.03
汇率 (人民币/港币)	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818x
xiajl@swsresearch.com

事件：

- 公司 24 年实现营业收入 81.2 亿元，同比增长 16%；归母净亏损 2.1 亿元，主要由于新丽产生商誉减值 11 亿元；调整后净利润 11.4 亿元；调整后归母净利润 11.4 亿元（剔除商誉减值影响），同比增长 1%。商誉减值金额与调整后净利润均在此前预告区间内，符合预期。

投资要点：

- 新丽传媒释放商誉风险。**根据公司财报，新丽 24 年净利润 3.4 亿元，为 19 年来新低，公司剧集仍保持高质量输出，但受部分电影票房不佳拖累业绩。新丽计划进一步聚焦头部内容，将导致新内容项目开发周期延长以及总生产成本增加，未来几年利润预期下滑，计提商誉减值 11 亿元。商誉减值不影响调整后净利润口径及现金流。
- 24 年剔除新丽的归母净利润为 8.0 亿元，同比增长 25%；在线阅读业务企稳，自有版权运营业务增长较好。**
- 在线阅读企稳。**根据公司财报，24 年在线业务收入为 40.3 亿元，同比增长 2%（22/23 年均均为下滑）；其中 24H1/24H2 收入分别为 19.4/20.4 亿元，企稳基本确立。分产品看，1) 付费阅读贡献增长，同比增长 3%（21-23 年均均为下滑），MPU 同比增长 5%至 910 万，月 ARPPU 同比下滑 0.5 元至 32.0 元。2) 第三方平台收入增速转正，同比增长 32%。3) 免费阅读仍在收缩，免费阅读渠道月活用户减少，收入仍在下滑。在线业务毛利率 51%，同比微增。
- 影游动漫衍生品等其他版权运营继续推进。**根据公司财报，剔除新丽的自有版权运营及其他收入 24 年收入 24.5 亿元，同比增长 36%。24 年完成腾讯动漫资产收购，动漫画持续推出。短剧亦贡献收入增长。**衍生品业务进展积极。**24 年衍生品 GMV 超 5 亿元，其中卡牌 GMV 超 2 亿元。24 年完成渠道搭建，已有 10 家线上自营直播间以及淘宝等官方线上商城，并在北京、上海、杭州等开设 8 家线下门店；分销模式覆盖 6000 多家线下销售网点和 3000 多家线上销售网点。**25 年重点关注衍生品业务催化。**
- AI 提效已经体现。**作家助手已接入 DeepSeek，DAU 增长超 30%。翻译作品 AI 翻译占 47%，畅销榜 TOP100 中 40%为 AI 翻译。AI 还应用于图书推荐，加速 IP 视觉改编等。
- 维持买入评级。**考虑到新丽业务调整，我们下调 25-26 年调整后归母净利润为 12.80/14.16 亿元（原预测为 15.77/17.46 亿元），新增 27 年预测为 15.56 亿元。给予 25 年目标 PE25x，对应目标市值 347 亿港元，有 21%上升空间，维持买入评级。
- 风险提示：**在线阅读业务下滑；IP 授权及运营业务进展不及预期；内容行业监管变化。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,012	8,121	8,164	8,591	9,056
同比增长率 (%)	-8%	16%	1%	5%	5%
调整后归母净利润 (百万元)	1,130	1,142	1,280	1,416	1,556
同比增长率 (%)	-16%	1%	12%	11%	10%
每股收益 (元/股)	1.12	1.12	1.25	1.38	1.52
净资产收益率 (%)	6%	6%	6%	7%	7%
市盈率	23	23	21	19	17
市净率	1	1	1	1	1

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

合并利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,012	8,121	8,164	8,591	9,056
营业成本	-3,640	-4,199	-3,960	-4,120	-4,364
毛利	3,371	3,922	4,204	4,471	4,692
销售及营销开支	-1,720	-2,261	-2,041	-2,131	-2,173
一般及行政开支	-1,161	-1,144	-1,184	-1,203	-1,223
金融资产减值损失转回-净额	41	-58	-9	-9	-9
利息收入	166	178	178	178	178
其他收益-净额	11	-974	-98	-98	-98
营业利润	709	-336	1,051	1,210	1,368
财务成本	-13	-2	-2	-2	-2
分占联营公司及合营企业盈利净额	205	239	239	239	239
税前利润	901	-99	1,289	1,447	1,605
所得税	-98	-111	-258	-289	-321
净利润	804	-210	1,031	1,157	1,284
调整项合计	326	1,351	251	261	274
调整后净利润	1,129	1,141	1,282	1,418	1,558
非控股权益	-1	-0	2	2	2
调整后归属于公司股东净利润	1,130	1,142	1,280	1,416	1,556

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。