

公司研究

收入受新丽、短剧确收方式影响，自有侧利润有所提升

——阅文集团（0772.HK）2025H1 业绩前瞻

要点

25H1 业绩前瞻：我们预计收入为 31.2 亿元人民币，同比下降 25.5%，其中：1) 在线阅读业务收入预计为 19.5 亿元，同比基本持平；2) 版权运营及其他业务收入预计为 11.7 亿元，同比下降 48%，一方面系新丽上半年无重点电影及剧集播出，我们预计 1H25 新丽收入为千万量级（vs24H1 新丽收入 10.5 亿元），另一方面系短剧业务收入确认方式发生变化，自 25 年起阅文与番茄等平台合作的短剧业务由总额法记账改为净额法记账，因分账比例仅为个位数导致收入端未体现业务规模。**利润方面：**我们预计 1H25 实现经调整归母净利润 4.8 亿元，其中阅文自有侧利润约 5.0 亿元，同比实现 25% 的增长，主要得益于 IP 授权业务、IP 衍生品、短剧业务利润提升，预计新丽上半年实现 2000 万左右的亏损。

在线阅读业务经营稳定，持续孵化精品 IP 种子。25 年 2 月阅文率先在“作家助手”中集成 DeepSeek-R1 大模型，向全网文作家开放 AI 工具，强化创作效率。AI 助力其全球化进程有效提速，24 年阅文旗下海外门户起点国际（WebNovel）已上线中文译文作品 6800 部，新增 AI 翻译作品 3200 多部，占中文翻译作品总量的 47%，在畅销榜 Top100 中的占比也达到四成。在线阅读业务作为 IP 蓄水池，通过优化作家生态持续产出优质内容，为 IP 全产业链开发奠定基础。

短剧、衍生品业务表现良好，关注新丽储备剧集上线进展。1) **影视方面：**新丽上半年无重点剧集播出，7 月 12 日新丽出品、秦昊主演的《扫毒风暴》正式播出，于 7 月 14 日腾讯视频站内热度值突破 26,000。新丽储备《独身女人》《除恶》《年少有为》《哑舍》等剧集，有望于 25H2 上线，储备项目还包括《庆余年 3》《赘婿 2》等重磅作品。2) **动漫领域：**《星辰变》《凡人修仙传》稳定更新，6 月 28 日《诡秘之主》全球同步上线标志国际化突破，结合腾讯动漫资源强化 IP 可视化能力。3) **有声剧领域：**25 年 5 月，《庆余年》沉浸式话剧开启 IP 线下体验新场景。4) **游戏领域：**三七互娱斗罗 IP（阅文授权）新游《斗罗大陆：猎魂世界》于 7 月 11 日上线，点点数据显示截至 7 月 18 日该游戏单 iOS 平台预估收入约为 1,197 万元。5) **衍生品领域：**2024 年公司衍生品 GMV 突破 5 亿元，其中卡牌 GMV 突破 2 亿元。25 年 7 月，公司战略投资国内毛绒潮玩品牌“超级元气工厂”10% 股权并合作推出“阅文全明星海岛派对”毛绒产品，此外，《诡秘之主》、《全职高手》、《一人之下》等多系列 IP 也在合作开发中。6) **短剧领域：**25H1 阅文短剧推出数十部作品，爆款率达到 60%，远超行业平均水平，如开年力作《好孕甜妻被钻石老公宠上天》7 天流水突破 5,000 万元。

盈利预测、估值与评级：阅文在线阅读业务维持稳定，考虑新丽剧集确收方式不确定，以及短剧确收方式调整为净额法，下修 25-27 年收入预测至 73.9/79.5/81.4 亿元（较上次预测-10%/-7%/-8%）；受益于短剧、IP 衍生品等新业务表现亮眼，阅文自有侧利润持续改善，叠加新丽下半年储备剧集有望陆续上线，公司全年业绩增长确定性较高，维持 25-27 年经调整归母净利润预测 13.5/15.3/16.6 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：内容监管政策趋严；IP 授权不及预期；卡牌等新业务进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,012	8,121	7,386	7,945	8,139
营业收入增长率	-8.0%	15.8%	-9.1%	7.6%	2.4%
经调整归母净利润（百万元）	1,130	1,142	1,345	1,527	1,663
经调整归母净利润增长率	-16.2%	1.0%	17.8%	13.6%	8.9%
经调整 EPS（元）	1.11	1.12	1.32	1.50	1.63
经调整 P/E	25	25	21	19	17

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-07-23；汇率：按 1HKD=0.9094CNY 换算

增持（维持）

当前价：30.85 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

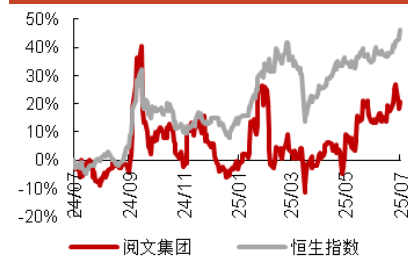
总股本(亿股)	10.21
总市值(亿港元):	315.01
一年最低/最高(港元):	22.4-36
近三月换手率(%) :	62.8

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.4	1.2	-25.7
绝对	6.4	17.7	20.5

资料来源：Wind

股价相对走势



资料来源：wind

相关研报

商誉减值带来亏损，关注 IP 衍生品业务进展——阅文集团（0772.HK）2024 年业绩点评（2025-03-20）

自有 IP 运营业务超预期，关注后续储备释放——阅文集团（0772.HK）2024H1 业绩点评（2024-08-13）

影视剧延期+AI 投入加大，23 年业绩预期承压——阅文集团（0772.HK）2023 年业绩前瞻（2024-02-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	7,012	8,121	7,386	7,945	8,139
营业成本	-3,640	-4,199	-3,601	-3,797	-3,819
毛利	3,371	3,922	3,785	4,148	4,320
其它收入	11	-974	-215	-157	-164
营业开支	-2,840	-3,462	-2,862	-3,100	-3,169
营业利润	543	-514	708	891	988
财务成本净额	153	176	188	200	213
应占利润及亏损	205	239	200	200	200
税前利润	901	-99	1,096	1,291	1,401
所得税开支	-98	-111	-103	-111	-114
税后经营利润	804	-210	993	1,180	1,287
少数股东权益	1	0	1	1	1
归母净利润	805	-209	994	1,181	1,288
经调整归母净利润	1,130	1,142	1,345	1,527	1,663

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,131	2,527	1,603	1,208	1,433
投资活动现金流	-3,385	-1,764	-209	-274	-237
融资活动现金流	-511	-346	-149	-72	-77
净现金流	-2,764	417	1,245	862	1,118

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	23,188	22,945	23,670	24,896	26,187
流动资产	11,223	11,461	12,294	13,518	14,863
现金及短期投资	3,841	4,375	5,920	7,081	8,499
有价证券及短期投资	2,443	3,253	3,253	3,253	3,253
应收账款	1,988	1,703	1,341	1,332	1,251
存货	744	693	531	562	566
其它流动资产	2,208	1,437	1,250	1,289	1,294
非流动资产	11,966	11,484	11,376	11,378	11,325
长期投资	925	928	1,028	1,128	1,228
固定资产净额	128	98	163	209	237
其他非流动资产	10,913	10,458	10,184	10,040	9,860
总负债	4,164	4,569	4,301	4,347	4,352
流动负债	3,603	4,322	4,088	4,106	4,102
应付账款	1,120	1,045	792	835	840
短期借贷	10	0	0	0	0
其它流动负债	2,473	3,277	3,296	3,271	3,262
长期负债	561	247	213	241	250
长期债务	0	0	0	0	0
其它	561	247	213	241	250
股东权益合计	19,024	18,376	19,369	20,549	21,836
股东权益	19,025	18,374	19,368	20,549	21,837
少数股东权益	-1	2	1	-0	-2
负债及股东权益总额	23,188	22,945	23,670	24,896	26,187

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP