

互联网	收盘价 港元 31.20	目标价 港元 39.00个	潜在涨幅 +25.0%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025年8月13日

阅文集团 (772 HK)

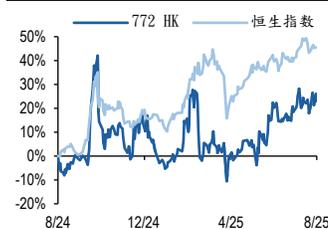
IP 衍生品业务加速释放，上调评级至买入

- ⊕ **上半年业绩基本符合预期：**2025 上半年收入 32 亿元（人民币，下同），基本符合彭博一致预期，同比-24%，主要因新丽项目上线延期及短剧净额法收入确认。扣除新丽后，经调整净利润 5.5 亿元，同比+36%，对应经调整净利率 17%，符合预期。
- ⊕ **上半年分部业务概览：**在线业务收入同比微增 2%，其中自有渠道 MAU 同比基本持稳在 1.03 亿，付费用户则同比增 5% 至 920 万，月人均付费 31 元，基本持稳，腾讯渠道收入同比降 26%，主要因免费内容分发减少。供给侧进一步丰富，收入超过百万的新签约作品数量同比+63%，均订过万的新签约作家数量同比+45%，为后续 IP 可视化开发奠定基础。**版权运营**收入同比降 46%，主要因新丽剧集上线延期及红果合作短剧净额法确认收入。但 IP 衍生品延续高增长趋势，上半年 GMV4.8 亿元，接近 2024 年全年水平，短剧加速中腰部 IP 改编，爆款率达 60%。
- ⊕ **展望：**1) 我们维持在线业务 2025 年全年收入保持稳定的预期，主要考虑核心付费平台坚挺，第三方平台合作增加抵消腾讯渠道收缩影响。2) 我们预计**版权运营业务**收入同比降 15%，其中阅文核心 IP 运营收入同比增 4%，受益于 IP 衍生品业务品类扩张。下半年新丽内容丰富，其中《扫毒风暴》已于腾讯视频上线，后续储备包括《哑舍》、《除恶》、《独身女人》、《年少有为》等剧集及电影《情圣 3》。
- ⊕ **估值：**我们基本维持 2025/26 年非 IFRS 净利润预期，并将估值调整至 2026 年，考虑行业估值中枢上移，参考可比公司平均 25 倍市盈率，上调目标价至 39 港元（原为 28 港元）。公司维持行业领先的优质 IP 储备，AIGC 赋能降本提效、加速中腰部 IP 短/漫剧可视化改编，潮玩产业链战略投资有望锁定部分产能，看好后续自有 IP 多元化产品开发及原创 IP 探索，促进商业化变现加速释放，看好阅文核心利润增长趋势，上调至**买入**评级。

个股评级

买入↑

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)	22.70
市值(百万港元)	31,809.34
日均成交量(百万)	2.94
年初至今变化(%)	23.81
200天平均价(港元)	28.17

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

财务数据一览

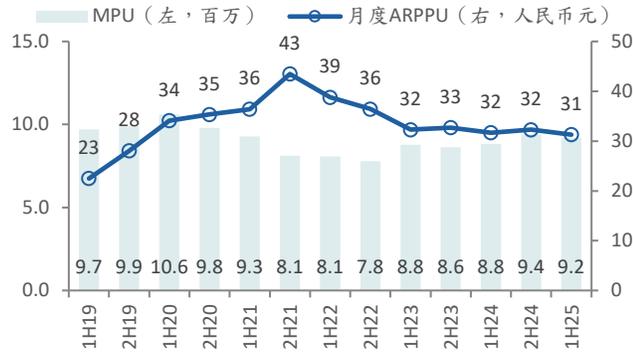
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	7,012	8,121	7,439	8,067	8,403
同比增长(%)	-8.0	15.8	-8.4	8.4	4.2
净利润(百万人民币)	1,130	1,142	1,348	1,486	1,659
每股盈利(人民币)	1.11	1.13	1.41	1.47	1.64
同比增长(%)	-16.0	1.5	24.8	4.6	11.7
前EPS预测值(人民币)			1.43	1.55	1.74
调整幅度(%)			-1.3	-5.2	-5.4
市盈率(倍)	25.7	25.4	20.3	19.4	17.4
每股账面净值(人民币)	18.68	18.14	20.67	20.60	21.71
市账率(倍)	1.53	1.58	1.38	1.39	1.32

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

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。

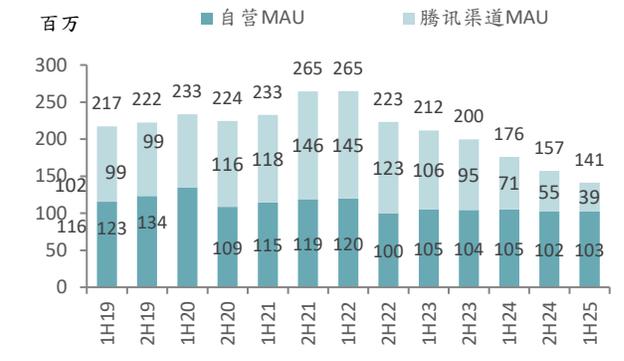
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 付费阅读用户数及 ARPPU



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 在线阅读月活用户和免费阅读月活用户数



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 下半年剧集储备

剧集	集数	播放平台	开机时间	杀青时间	导演	编剧	演员
簪中录		腾讯视频	2019/11/30	2024年1月补拍结束	林玉芬等	金海曙	杨紫、彭冠英
哑舍	30	腾讯视频	2024/4/5	2024/7/15	孙皓	赵启辰	高伟光、梁靖康、张淼怡、毛晓慧
除恶	12	爱奇艺	2024/8/25	2024/11/10	汪俊	滕华涛	任素汐、王骁、蔡文静
独身女人	40	腾讯视频	2024/8/31	2025/2/15	邓科	张晓波	唐嫣、赵又廷
年少有为	24	腾讯视频	2024/12/6	2025/3/21	赵启辰、刘闻洋	纪桑柔、丁璐、郑卓群	彭昱畅、林允

资料来源: 百度百科等公开资料, 交银国际

图表 4: 2025 年上半年业绩回顾

(百万人民币)	1H24	2H24	1H25	环比 (%)	同比 (%)	点评
收入	4,191	3,930	3,191	-19	-24	
在线业务	1,940	2,090	1,985	-5	2	
自营渠道	1,694	1,837	1,746	-5	3	MPU 同比增 4.5%
腾讯渠道	131	115	97	-15	-26	减少免费阅读内容供给，MAU 同比降 46%
第三方渠道	116	139	142	3	23	
版权运营及其他	2,251	1,840	1,205	-34	-46	
阅文核心 IP 运营	1,153	1,200	1,138	-5	-1	红果合作短剧净额法记账
新丽传媒	1,050	589	0	-100	-100	项目递延
其他	48	52	68	31	42	
收入成本	-2,108	-2,091	-1,578	-25	-25	
毛利	2,083	1,839	1,612	-12	-23	
毛利率 (%)	50	47	51			
销售及营销开支	-1,159	-1,102	-922	-16	-20	主要因影视项目递延
一般及行政开支	-545	-599	-485	-19	-11	
运营利润	454	-791	876	-211	93	
运营利润率 (%)	11	-20	27			
经调整运营利润	624	361	449	24	-28	
经调整运营利润率 (%)	15	9	14			
净利润	504	-714	850	-219	69	
净利润率 (%)	12	-18	27			
经调整净利润	702	440	508	15	-28	
股东应占经调整净利润	702	440	508	16	-28	
经调整净利润率 (%)	17	11	16			
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	0.69	0.44	0.50	13	-28	

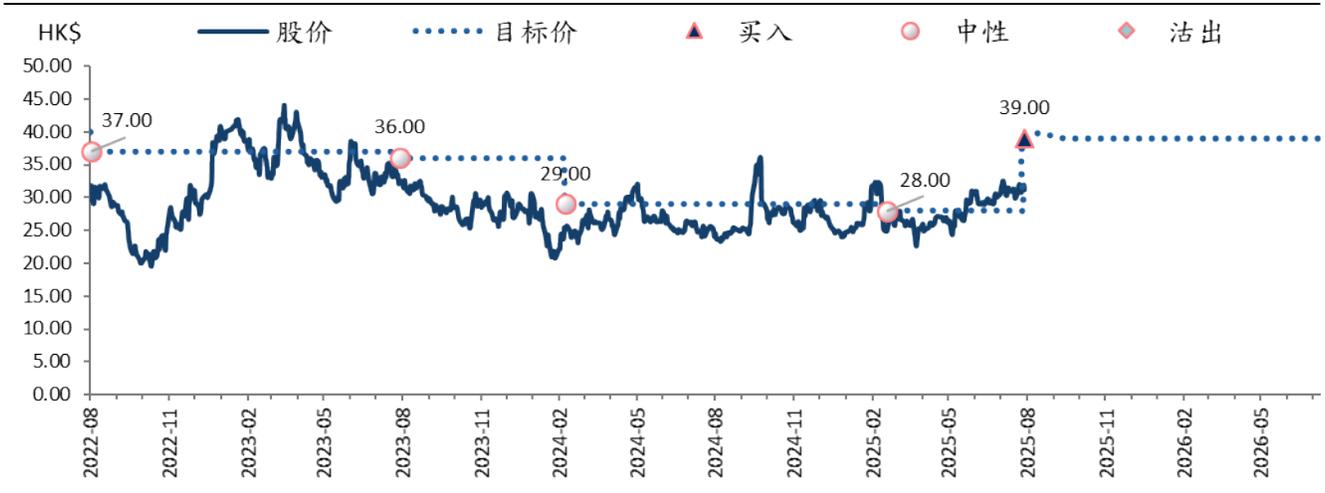
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 历史财务数据及财务预测

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,012	8,121	7,439	8,067	8,403
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,964</u>	<u>8,461</u>	<u>8,928</u>
在线业务	3,948	4,031	3,981	4,025	4,050
版权运营及其他	3,064	4,090	3,458	4,043	4,353
阅文核心 IP 运营	1,714	2,352	2,440	2,768	3,042
新丽传媒	1,260	1,639	896	1,150	1,184
收入成本	-3,640	-4,199	-3,707	-4,021	-4,155
毛利	3,371	3,922	3,732	4,046	4,248
毛利率 (%)	48	48	50	50	51
销售及营销开支	-1,720	-2,261	-2,079	-2,225	-2,260
一般及行政开支	-1,161	-1,144	-964	-985	-1,013
运营利润	709	-336	1,449	996	1,134
运营利润率 (%)	10	-4	19	12	13
经调整运营利润	1,050	985	1,339	1,449	1,644
经调整运营利润率 (%)	15	12	18	18	20
净利润	804	-210	1,456	1,044	1,161
净利润率 (%)	11	-3	20	13	14
经调整净利润	1,130	1,142	1,348	1,486	1,659
经调整净利润率 (%)	16	14	18	18	20
<i>彭博一致预期</i>			<u>1,324</u>	<u>1,480</u>	<u>1,650</u>
经调整每股摊薄盈利 (人民币)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6

资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 交银国际预测

图表 6: 阅文 (772 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表7: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	87.83	99.00	12.7%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.05	8.30	3.1%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	260.00	240.00	-7.7%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.39	19.00	-25.2%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.85	2.10	13.5%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	71.60	64.00	-10.6%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	50.44	60.00	19.0%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.86	26.00	13.7%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	31.20	39.00	25.0%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
JD US	京东	买入	32.12	40.00	24.5%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	116.43	135.00	15.9%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	122.42	165.00	34.8%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	30.86	15.60	-49.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.79	4.80	26.6%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.86	46.00	28.3%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.88	12.00	35.1%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.38	13.30	16.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.12	46.00	38.9%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	130.97	143.00	9.2%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	559.50	604.00	8.0%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.22	10.20	-9.1%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	119.40	165.00	38.2%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.73	21.00	12.1%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.48	18.50	37.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.82	13.50	-19.7%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.56	21.00	26.8%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.30	9.60	-27.8%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	472.40	591.00	25.1%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.74	25.50	29.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	54.80	64.00	16.8%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 13 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	7,439	8,067	8,403
主营业务成本	(3,640)	(4,199)	(3,707)	(4,021)	(4,155)
毛利	3,371	3,922	3,732	4,046	4,248
销售及管理费用	(2,881)	(3,405)	(3,044)	(3,211)	(3,274)
其他经营净收入/费用	218	(854)	761	160	160
经营利润	709	(336)	1,449	996	1,134
Non-GAAP标准下的经营利润	1,050	985	1,339	1,449	1,644
财务成本净额	(25)	(13)	(8)	(8)	(8)
应占联营公司利润及亏损	205	239	247	240	240
其他非经营净收入/费用	12	11	0	0	0
税前利润	901	(99)	1,688	1,228	1,366
税费	(98)	(111)	(232)	(184)	(205)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	804	(210)	1,456	1,044	1,161
作每股收益计算的净利润	804	(210)	1,456	1,044	1,161
Non-GAAP标准的净利润	1,130	1,142	1,348	1,486	1,659

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	4,283	7,428	5,205
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	3,392	2,134	3,622
存货	744	693	664	665	666
其他流动资产	4,650	4,695	1,591	1,656	1,735
总流动资产	11,223	11,461	11,036	12,989	12,334
投资物业	925	928	3,483	3,926	4,390
物业、厂房及设备	128	98	59	40	30
无形资产	7,330	6,159	6,148	6,156	6,175
其他长期资产	3,583	4,299	1,988	2,152	2,141
总长期资产	11,966	11,484	11,678	12,274	12,735
总资产	23,188	22,945	22,715	25,263	25,070
短期贷款	10	0	0	0	0
应付账款	1,120	1,045	885	1,208	955
其他短期负债	2,473	3,277	1,822	3,053	1,994
总流动负债	3,603	4,322	2,708	4,261	2,949
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	198	203	206
总长期负债	561	247	198	203	206
总负债	4,164	4,569	2,906	4,464	3,154
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	19,024	18,374	19,806	20,797	21,913
股东权益	19,025	18,374	19,807	20,797	21,914
非控股权益	(1)	2	2	2	2
总权益	19,025	18,376	19,809	20,799	21,915

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)	1,688	1,228	1,366
合资企业/联营公司收入调整	(205)	(239)	(247)	(240)	(240)
折旧及摊销	216	198	236	217	207
营运资本变动	(42)	1,371	(3,398)	2,617	(2,833)
利息调整	25	13	8	8	8
税费	(98)	(111)	(232)	(184)	(205)
其他经营活动现金流	451	1,616	428	393	421
经营活动现金流	1,248	2,749	(1,518)	4,038	(1,276)
资本开支	(38)	(15)	(10)	(10)	(10)
投资活动	(2,242)	(926)	3,201	(55)	(57)
其他投资活动现金流	(1,106)	(822)	(467)	(689)	(720)
投资活动现金流	(3,385)	(1,764)	2,723	(754)	(788)
负债净变动	(413)	(10)	0	0	0
权益净变动	3	4	0	0	0
其他融资活动现金流	(101)	(340)	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	4,283	7,428
年末现金	2,802	3,264	4,283	7,428	5,205

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)	1.535	1.028	1.122
全面摊薄每股收益	0.789	(0.207)	1.519	1.034	1.150
Non-GAAP标准下的每股收益	1.110	1.127	1.407	1.472	1.644
每股账面值	18.685	18.144	20.670	20.601	21.706
利润率分析(%)					
毛利率	48.1	48.3	50.2	50.2	50.6
EBITDA利润率	11.8	9.0	11.9	12.3	13.4
EBIT利润率	10.1	(4.1)	19.5	12.3	13.5
净利率	11.5	(2.6)	19.6	12.9	13.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	48.1	48.3	50.2	50.2	50.6
EBITDA利润率	14.5	11.4	14.0	14.4	15.5
经营利润率	15.0	12.1	18.0	18.0	19.6
净利率	16.1	14.1	18.1	18.4	19.7
盈利能力(%)					
ROA	3.5	(0.9)	6.4	4.4	4.6
ROE	4.3	(1.1)	7.6	5.1	5.4
ROIC	2.3	5.9	3.1	3.5	3.9
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	4.1	3.0	4.2
存货周转天数	75.4	62.4	66.8	60.3	58.5
应收账款周转天数	105.1	83.0	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	116.5	94.1	95.0	95.0	95.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。