

阅文集团 (00772)

利润超预期，关注剧目上线节奏

2025 年上半年财务概览：上半年公司总收入为 31.9 亿，超越彭博一致预期（31.4 亿）；毛利率为 50.5%，超越彭博一致预期（48.3%）；经营利润为 8.8 亿元，超越彭博一致预期（3.0 亿元）；Non-IFRS 归母净利润为 5.1 亿元，超越彭博一致预期（4.8 亿元），主要受新丽传媒的影视剧项目在今年的排期不均影响。

分收入情况看，在线业务收入为 19.9 亿元，yoy+2.3%。1) 公司自有平台收入为 17.5 亿元，yoy+3.1%，主要由于公司专注于核心产品运营和优质内容产出；2) 腾讯产品渠道收入为 9,710 万元，yoy+25.6%，主要由于公司持续优化腾讯产品渠道的内容分发机制，将更多内容优先通过核心付费阅读产品分发，从而导致广告收入减少；3) 第三方平台收入为 1.4 亿元，yoy+23.1%，反映公司优质内容对合作伙伴的价值不断增加。**IP 运营及其他收入为 12.1 亿元，yoy+46.4%。**1) 来自 IP 运营的收入为 11.4 亿元，yoy+48.4%，主要原因是受影视剧项目天然的开发周期及排期影响，今年上半年无新影视剧剧集上线。公司多项新业务发展迅速，IP 综合业务在今年上半年增长强劲；2) 其他收入为 6,770 万元，yoy+41.9%，主要来源于纸质图书销售。

IP 创作：在线阅读内容生态持续繁荣。1) 持续孵化优质作家作品。2025 H1 在线阅读平台新增约 20 万名作家及 41 万本小說，新增字数约 200 亿。优质作家作品持续涌现，上半年新签约的作品中收入超过 100 万的数量同比+63%，新签约的作家中达成均订过万的作家数量同比+45%。充满活力的内容生态推动了用户社区活跃度攀升，上半年收获月票过万的作品数同比+20%，月票过百万的作品数同比+200%。2) 持续致力于网文出海。旗下 WebNovel 平台累积提供超 10000 部中文译文学作品，约 77 万部当地原创作品，同时 AI 翻译作品收入同比增长 38%，出海网文占平台小说总收入比重超 35%。3) 受益于上述进展，2025 H1 在线业务收入同比增长 2.3%至 19.9 亿元。

IP 可视化：1) 影视领域，阅文精品频出，口碑热度双丰收。2025 H1 阅文多部 IP 改编头部剧集上线，包括《国色芳华》《似锦》《雁回时》《异人之下之决战：碧游村》，播出期间热度均居平台首位。根据云合数据，全网长剧累计有效播放霸屏榜 Top10 中，阅文改编作品占据 6 席。7 月暑期档，自制精品剧《扫毒风暴》登陆腾讯视频，热度值突破 28,000，并获多家主流媒体点赞。2) 动画与漫画领域，热门款新番接连不断。动画番剧《斗破苍穹》《星辰变》《武动乾坤》表现亮眼，其中《斗破苍穹》年番登顶腾讯视频付费榜第一。2025 H1 全网动画霸屏榜 Top10 中，阅文改编作品占据 8 席。漫画方面，头部 IP《一人之下》《狐妖小红娘》保持行业领先，新作《道诡异仙》上线次月跻身平台付费畅销榜 Top20。3) 短剧领域，高流水精品持续涌现。2025 H1 阅文短剧爆款率显著提升，单个项目最高流水突破 8,000 万元，位列云合数据霸屏榜第二，全网播放量超 30 亿；另一部作品上线首月播放量突破 10 亿并登顶周榜。今年 3 月，阅文升级短剧业务，开放 2,000 余部 IP 打造优质短剧，并首批发布 300 部 IP 名单，携手行业编剧与制作方共创精品，进一步夯实在短剧赛道的竞争优势。

IP 商品化和变现：1) 衍生品领域。2025 H1 阅文 IP 衍生品业务 GMV 达到 4.8 亿元人民币。潮玩、卡牌、“谷子”等实体化、场景化产品在消费端快速增长。阅文在产品开发、渠道建设、用户运营和授权拓展等方面突破：新品推出速度为去年的 3-4 倍，品质不断升级；线上直播间和线下门店扩张，天猫旗舰店在 618 期间登顶“淘宝神店-新奇谷子店铺黑马榜”，并携手近万家渠道商合作；围绕《全职高手》《诡秘之主》等头部 IP 举办主题活动；授权拓展上已与 230 家品牌合作，进一步扩大 IP 影响力。2) 游戏领域。头部项目《斗罗大陆猎魂世界》于 7 月上线后反响热烈，多款重点授权改编游戏（包括《异人之下》《诡秘之主》）已取得版号，预计未来上线。

新技术的探索：1) AI 技术深度赋能文字创作。2025 H1 阅文在原有“作家助手”AI 工具的基础上，创新推出业内首个 AI 网文知识库功能“妙笔通鉴”，能够实现对于万字级别文学作品的全文理解与问答，为长篇创作提供写作建议、剧情推演和灵感启发等辅助。自上线以来，作者与 AI 的互动频率提升 40%，带动“作家助手”日活用户同比增长超 40%，AI 功能周使用率接近 70%。2) AI 翻译推动作品出海。2025 H1 WebNovel 平台上，AI 翻译作品收入同比增长 38%，占总收入超 35%。截至 6 月底，平台已提供超 10,000 部中文翻译作品与约 77 万部当地原创作品，其中 AI 翻译作品达 7,200 部，占比七成，持续夯实全球化布局。3) AI 技术应用拓展。阅文积极探索 AI 在动漫、视频、有声书、广播剧、智能体等多元内容形态中的应用，推动中腰部文字 IP 加速向多媒体转化，释放更大潜能。

投资建议：我们认为，阅文有稳定打造商业爆款的能力及实现 IP 产业链联动的商业模式可行性，长期有望凭借良好内容生态、丰富 IP 储备及多元商业链拓展能力构筑壁垒，并稳步提升盈利能力。考虑到公司本季度业绩超预期，在线业务保持稳健，IP 综合业务发展强劲，我们预测 2025E/2027E Non-IFRS 净利润分别为 13.2/14.7/17.3 亿元（前值 12.3/14.5/17.3 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济压力；战略业务发展增速不及预期；新 IP 推出速度不及预期

证券研究报告
2025 年 08 月 28 日

投资评级

行业	非必需性消费/媒体及娱乐
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.26 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,021.39
港股总市值(百万港元)	42,142.69
每股净资产(港元)	20.57
资产负债率(%)	17.43
一年内最高/最低(港元)	46.88/22.40

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
杨辰辰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521110001	
yuchenyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《阅文集团-公司点评:IP 创作与可视化持续推进，加码布局 AI 技术》 2025-04-02
- 2 《阅文集团-公司点评:爆款 IP 助力收入、利润超预期，关注剧目上线节奏》 2024-08-19
- 3 《阅文集团-公司动态研究:短期业绩承压，关注《热辣滚烫》表现及重点剧目上线节奏》 2024-02-14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com