

## 公司研究

## 加码漫剧创作，关注新丽储备剧集上线进展

——阅文集团（0772.HK）更新点评

## 要点

**事件：**10 月 22 日，中国新闻出版广电报公众号推文“错过了 2023 年的短剧，绝不能错过 2025 年 200 亿的漫剧”，引发市场关注漫剧行业。此前 10 月 16 日阅文集团宣布投入亿元基金加码漫剧创作。

**漫剧行业：**巨量引擎数据显示，25H1 漫剧供给量以 83% 的复合增长率持续扩容，对外输出超 3000 部作品，流水规模翻了 12 倍；全年市场规模预计将突破 200 亿元量级，相关企业数量正呈指数级扩张，预计将突破数十万家。此外，**AI 能有效提升漫剧产能：**传统制作方式需要 90 天方可完成的动态漫，通过引入 AI 进入制作流程可以将制作周期压缩至 10—13 天，压缩比例近 90%；在资金投入方面，AI 漫剧单部成本已经可以控制在 10 万—30 万元。

**2025 阅文创作大会宣布升级“创作合伙人计划”，在深耕短剧之外再入局漫剧新赛道。推出 4 大举措布局漫剧生态：**1) 在 IP 资源上，阅文漫剧将开放十万部精品 IP，包括《国民法医》等头部作品及多元题材；2) 在创作扶持上，阅文漫剧将设立亿元专项创作基金，支持作家跨界及优质团队开发；3) 在技术赋能上，阅文推出“漫剧助手”等 AIGC 工具，加大提升漫剧改编效率；4) 在产业链协同上，构建从制作、发行到 IP 产业链联动等全链路扶持。**目前成果：**截至 25 年 10 月，阅文已有 30 部漫剧作品播放量突破千万，《大明贤婿》《刷爆无敌模拟系统》等作品播放量破亿。此外，酱油动漫已成为漫剧领域首个获得阅文投资扶持的团队，未来双方将继续加强在漫剧领域的合作，此后三年内每年合作上线的漫剧数量不少于 400 部，其中不少于 200 部作品会改编自阅文 IP。

**公司衍生品业务表现良好，关注新丽储备剧集上线进展。**1) **衍生品：**25H1 阅文衍生品 GMV 增至 4.8 亿元，接近 24 年全年总额 5.0 亿元。阅文 IP 资源丰富，全职高手、诡秘之主、道诡异仙、一人之下、狐妖小红娘等头部 IP 表现优秀。从产品来看，阅文持续挖掘搪胶毛绒、玩偶等新品类，25 年 10 月推出搪胶毛绒产品《全职高手》绒绒账号卡系列，以及与超级元气工厂联合推出的酱酱好运“酱”临系列。我们认为，公司衍生品业务战略目标聚焦 GMV，核心驱动在于持续推新，25H1 公司衍生品出品量是 24H1 的 3~4 倍。2) **新丽业务：**《扫毒风暴》7 月已播出，2H25 仍有望上线的电视剧包括《年少有为》《哑舍》《除恶》《独身女人》等以及电影《情圣 3》。

**盈利预测、估值与评级：**阅文是稀缺的 IP 全产业链头部公司，在线阅读业务维持稳定，持续孵化新 IP；受益于短剧、IP 衍生品等新业务表现亮眼，以及未来加码 AI 漫剧业务，阅文自有侧利润有望持续改善；新丽方面，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；衍生品、漫剧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  | 1.49  | 1.63  |
| 经调整 P/E       | 33     | 33    | 28    | 25    | 23    |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-28；汇率：按 1HKD=0.912CNY 换算

## 增持（维持）

当前价：40.58 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

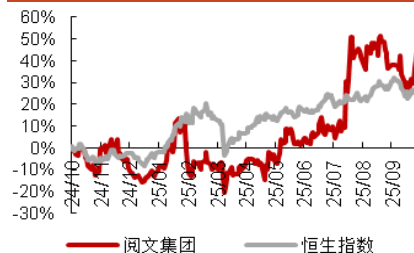
|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 10.21      |
| 总市值(亿港元):    | 414.51     |
| 一年最低/最高(港元): | 22.4-46.88 |
| 近三月换手率(%) :  | 68.8       |

## 收益表现

| %  | 1M  | 3M   | 1Y   |
|----|-----|------|------|
| 相对 | 3.1 | 24.8 | 14.2 |
| 绝对 | 3.9 | 29.4 | 42.1 |

资料来源：Wind

## 股价相对走势



资料来源：wind

## 相关研报

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（2025-07-24）

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。 |
| <b>基准指数说明：</b> 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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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