

## 传媒

2026年02月13日

## 阅文集团

(00772)

## ——新丽传媒拖累 25 年利润，版权运营延续向上趋势

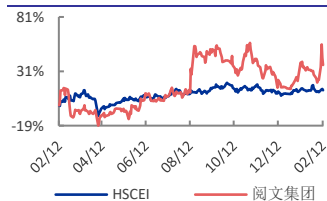
报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

市场数据：2026年02月12日

收盘价 (港币)	38.32
恒生中国企业指数	9175.18
52 周最高/最低 (港币)	46.88/22.40
H 股市值 (亿港元)	391.43
流通 H 股 (百万股)	1,021.48
汇率 (港币/人民币)	0.8888

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 相关研究

## 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 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com

## 事件：

- **公司发布盈利预警：1)** 预计 25 年调整后归母净利润为 8-9 亿元，低于预期，较 24 年调整后归母净利润 11.4 亿元（新丽传媒 3.4 亿元，在线业务+阅文自有版权运营业务 8 亿元）对应同比下滑 21-30%。**2)** 预计 25 年调整前归母净亏损为 7.5-8.5 亿元，同比 24 年亏损扩大；主要由于新丽传媒计提商誉减值约 18 亿元。

## 投资要点：

- **新丽传媒项目波动导致公司 25 年利润下滑。**一方面，部分剧集延期，25 年全年仅上线 2 部剧（《扫毒风暴》《哑舍》）；另一方面，电影《情圣 3》亏损，根据猫眼专业版，总票房仅 4262 万。新丽传媒仍然为国内头部剧集制作公司，26 年已上线剧集《年少有为》，关注后续项目排播。新丽传媒 25 年已计提剩余全部商誉减值，减值支出不影响调整后利润口径，不影响现金流。
- **在线业务及阅文自有版权运营业务 25 年基本符合预期。**阅文作为付费网文领军，在线业务预计平稳。公司当前核心看点版权运营业务 25 年增速较好，经营向上。衍生品、短剧、漫剧等更“短平快”的 IP 变现方式，可平滑长剧电影产品周期波动。
- **漫剧等有助于阅文从“爆款驱动”转向“IP 池变现”。**AI 漫剧显著降低动画与漫改的制作门槛和周期，使海量中腰部网文 IP 具备可规模化可视化的可能。阅文 25 年即已对 AI 漫剧进行积极布局。开放十多万部精品 IP，设立亿元专项创作基金，推出 AI 工具漫剧助手；战略投资头部制作公司酱油文化。CEO 在 26 年春节内部信表示阅文将全力布局 AI 漫剧等新场景。阅文漫剧助手宣布即将接入 Seedance 2.0 模型。
- **衍生品业务“内容 IP+潮玩 IP”共同推进。**阅文 25 年 10 月发布“全球潮玩共创计划”，包括 1) 携手全球百大艺术家，推动原创潮玩 IP 孵化与阅文 IP 的形象化创作；2) 向合作方开放阅文全链条的产业化能力。阅文与投资公司超级元气工厂联合出品“Mooroo 酱酱”搪胶毛绒产品；已签约多位艺术家，多系列潮玩产品即将陆续面市。
- **维持买入评级。**考虑到新丽传媒面临一定经营压力（新丽传媒 25 年利润由 3.3 亿元下修至亏损 1.4 亿元），我们下调公司 2025-2027 年调整后归母净利润预测为 8.43/14.52/16.48 亿元（原预测为 13.76/14.95/17.02 亿元）。我们仍看好公司版权运营价值释放，参考可比公司给予 26 年目标 PE30x，目标市值 490 亿港元，对应上升空间 25%，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	7,012	8,121	7,265	8,002	8,661
同比增长率 (%)	-8%	16%	-11%	10%	8%
调整后归母净利润	1,130	1,142	843	1,452	1,648
同比增长率 (%)	-16%	1%	-26%	72%	14%
每股收益 (元/股)	1.12	1.12	0.83	1.42	1.61
ROE (%)	6%	6%	4%	7%	8%
市盈率	31	30	41	24	21
市净率	2	2	2	2	2

注：“每股收益”为调整后归属普通股股东净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

## 合并利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,012	8,121	7,265	8,002	8,661
营业成本	-3,640	-4,199	-4,053	-3,804	-4,061
毛利	3,371	3,922	3,213	4,198	4,600
销售及营销开支	-1,720	-2,261	-1,816	-1,984	-2,079
一般及行政开支	-1,161	-1,144	-981	-1,080	-1,169
金融资产减值损失转回-净额	41	-58	-	-	-
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	496	1,214	1,432
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	733	1,451	1,670
所得税	-98	-111	-126	-249	-286
净利润	804	-210	607	1,202	1,383
调整项合计	326	1,351	237	252	268
调整后净利润	1,129	1,141	845	1,454	1,651
非控股权益	-1	-0	1	2	3
调整后归属于公司股东净利润	1,130	1,142	843	1,452	1,648

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swsresearch.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 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。