

买入

短剧与 AI 漫剧规模化变现，IP 运营商业化进程加速

阅文集团 (772.HK)

2026-08-19 星期三

【投资要点】

目标价：25.20 港元

现价：20.96 港元

预计升幅：20.1%

重要数据

日期	2026-08-18
收盘价 (港元)	20.96
总股本 (亿股)	10.17
总市值 (亿港元)	213.24
净资产 (亿港元)	194.3
总资产 (亿港元)	243.0
52 周高低 (港元)	18.00/45.50
每股净资产 (港元)	18.85

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

THLA13 Limited	26.31%
Qinghai Lake	22.59%
Tencent Mobility	7.67%

相关报告

阅文集团(772.HK)-首发报告-

20200518

阅文集团(772.HK)-更新报告-

20240905、20250814、20260819

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 2026 年上半年业绩：营收重回增长，利润受一次性因素扰动

2026 年上半年公司实现收入 35.31 亿元，同比增长 10.7%；归母净利润 1.35 亿元，同比下降 84.1%，主要受附属公司补缴 2020-2022 年企业所得税及滞纳金约 3 亿元，以及上年同期约 5.12 亿元一次性处置联营公司收益形成高基数的影响；Non-IFRS 归母净利润 2.59 亿元，剔除一次性因素后经营性盈利保持韧性。上半年毛利率提升至 50.7%，收入结构切换带动盈利质量改善。

➤ 版权运营高增长，短剧与 AI 漫剧成为核心引擎

2026 年上半年版权运营及其他业务收入 16.91 亿元，同比增长 40.3%，收入占比升至 47.9%；短剧及 AI 漫剧收入突破 4.3 亿元，同比增长约 230%；IP 衍生品 GMV 达 7.8 亿元，同比增长超 60%。AI 漫剧依托自研 Drama Buddy 实现低成本规模化生产，超 1000 部网文实现漫剧化改编，46 部播放量破亿，百万播放率达行业均值 5 倍。

➤ 在线业务短期承压，推进 IP 视觉化战略转型

2026 年上半年在线业务收入 18.4 亿元，同比下降 7.3%，占比降至 52.1%，主因微信生态内变现效率较低的免费阅读内容占比提升、内容消费从纯文字向短剧、漫剧等视觉形态迁移，月付费用户降至 820 万。预计下半年在线阅读收入环比仍会下降 10%，但公司战略重心坚定转向 IP 视觉化推进。

➤ 新业务多点开花，游戏授权蓄势待发

IP 衍生品业务 2026 年上半年实现 GMV 7.8 亿元，同比增长超 60%，以卡牌为代表的实体衍生品维持高毛利贡献；短剧及 AI 漫剧收入 4.3 亿元，同比增长约 230%，占 IP 运营收入比重升至 27%，成为增长最快的业务板块。影视端，新丽传媒上半年上线 3 部剧集，重点储备项目排播充足。游戏端公司预计下半年将上线《斗破苍穹：斗帝之路》、《赘婿》模拟经营及《诡秘之主》等多款授权游戏，有望为版权运营业务贡献可观增量。

➤ 看好公司“内容+平台+AI”新模式，维持买入评级

综上，持续看好公司“内容+平台+AI”模式下 IP 运营商业化的加速兑现，短剧、AI 漫剧与 IP 衍生品构成的“三驾马车”已进入规模化变现阶段。给予公司目标价 25.2 港元，对应预计升幅 20.1%，维持买入评级。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	8,121	7,366	7,585	7,911	8,512
同比增长	15.82%	-9.30%	2.97%	4.29%	7.61%
净利润	-209	-775	614	1,034	1,252
同比增长	-126.1%	270.4%	-179.2%	68.5%	21.1%
净利润率	-2.58%	-10.52%	8.09%	13.07%	14.70%
每股盈利 (元)	-0.21	-0.76	0.60	1.02	1.23
PE	-92.0	-24.8	31.4	18.6	15.4

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 版权运营表现亮眼，收入结构加速切换

2026 年上半年公司实现总收入 35.31 亿元，同比增长 10.7%。分业务来看，在线业务收入 18.4 亿元，同比下降 7.3%；版权运营及其他业务收入 16.91 亿元，同比大增 40.3%，短剧及 AI 漫剧、IP 衍生品等新业务成为核心增长引擎。毛利率 50.7%，同比提升。归母净利润 1.35 亿元，同比下降 84.1%，Non-IFRS 归母净利润 2.59 亿元，利润下滑主因一次性补税约 3 亿元及上年同期约 5.12 亿元一次性处置收益的高基数，属于阶段性扰动而非增长趋势反转。

➤ AI 漫剧规模化验证，“自控两头、外包中间”轻资产模式跑通

2026 年上半年公司上线短剧超 90 部，爆款率远超市场均值。公司依托 AI 技术将超 1000 部网文改编为 AI 漫剧，其中 46 部播放量破亿、367 部破千万，百万播放率达行业均值 5 倍；自研 DramaBuddy 已服务超 200 个工作室。公司推出国内“起点剧场”与海外“ToonScroll”精品漫剧平台，计划年内上线超千部作品，采用“自控两头、外包中间”的轻资产模式。我们认为，当前公司 IP 库开发不足千分之一，未来随着 AI 大幅降低制作门槛后，海量存量 IP 有望被系统性激活。

➤ 新业务多点开花，游戏授权蓄势待发

IP 衍生品业务 2026 年上半年实现 GMV 7.8 亿元，同比增长超 60%，以卡牌为代表的实体衍生品维持高毛利贡献；短剧及 AI 漫剧收入 4.3 亿元，同比增长约 230%，占 IP 运营收入比重升至 27%，成为增长最快的业务板块。影视端，新丽传媒上半年上线 3 部剧集，重点储备项目排播充足。游戏端公司预计下半年将上线《斗破苍穹：斗帝之路》、《赘婿》模拟经营及《诡秘之主》等多款授权游戏，有望为版权运营业务贡献可观增量。

➤ 看好公司“内容+平台+AI”新模式，维持买入评级

展望未来，我们认为公司有以下关注点：其一，新业务规模化能力已获验证，短剧、AI 漫剧与 IP 衍生品构成的三驾马车将驱动收入结构持续优化；其二，在线阅读基本盘短期承压，但 IP 视觉化变现打开长期空间，AI 技术正在重构 IP 开发的成本曲线与商业逻辑；其三，海外短剧、漫剧市场处于早期红利期，公司有望利用自身 IP 储备和技术发展成新的平台。根据公司基本面变化情况，我们调整了全年预期，预计公司 2026-2028 年收入分别为 75.9/79.1/85.2 亿元，归母净利润分别为 6.1/10.3/12.5 亿元，仍然看好公司利用 AI 技术赋能 IP 商业化

效率，综上按照公司在线阅读业务对应 2026 年预期利润 8 倍 PE，版权运营业务 5 倍 PS，给予目标价 25.2 港元，维持买入评级。

表 1：在线阅读及版权运营行业估值比较（20260818）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）			市盈率PE			市净率PB	市销率PS
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM
9992. HK	泡泡玛特	1,999.0	10.6	12.7	15.2	14.1	11.7	9.8	7.8	4.9
0325. HK	布鲁可	189.4	2.9	3.8	4.9	26.6	19.8	15.5	5.2	4.9
0811. HK	新华文轩	151.0	1.4	N/A	N/A	6.6	N/A	N/A	0.6	0.9
DIS. N	迪士尼(WALT)	14,080.8	53.5	48.3	55.8	13.6	16.9	14.6	1.6	1.8
NFLX. O	奈飞	25,404.2	20.1	28.4	30.3	27.1	21.3	20.1	10.7	6.7
300364. SZ	中文在线	203.8	-1.0	0.0	0.2	N/A	716.4	136.3	69.9	10.2

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 平均用户消费水平增长不及预期；
3. 宏观经济波动影响消费需求；
4. 技术投入回报不及预期；

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
收入	8,121	7,366	7,585	7,911	8,512
成本	(4,199)	(3,969)	(4,051)	(4,242)	(4,374)
毛利	3,922	3,397	3,534	3,669	4,138
销售费用	(2,261)	(2,011)	(1,896)	(1,819)	(1,958)
管理费用	(1,144)	(1,007)	(1,138)	(1,028)	(1,107)
利息收入	178	167	167	167	167
其他收益	(1,032)	(1,350)	0	0	0
除税前溢利	(336)	(804)	667	988	1,241
其他费用及收益	237	188	207	229	234
所得税	(111)	(160)	(259)	(181)	(220)
净利润	(210)	(776)	615	1,036	1,254
净利润	(209)	(775)	614	1,034	1,252

(不含少数股东权益)

增长

总收入 (%)	15.8%	-9.3%	3.0%	4.3%	7.6%
净利润 (%)	-126.1%	270.4%	-179.2%	68.5%	21.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
物业, 厂房及设备	98	68	68	62	61
无形资产	6,159	4,296	4,198	4,174	4,163
递延税项资产	497	458	458	458	458
投资	150	174	116	77	51
其他资产	4,580	4,447	4,447	4,447	4,447
固定资产合计	11,484	9,442	9,287	9,218	9,180
存货	693	577	630	597	567
应收账款	1,703	1,905	1,962	2,046	2,201
预付款项	912	1,287	1,430	1,849	2,025
版权	530	649	530	530	530
存款	4,359	6,039	6,039	6,039	6,039
货币资金	3,264	1,684	2,610	3,632	5,037
流动资产合计	11,461	12,141	13,200	14,692	16,400
应付账款	1,045	1,210	1,235	1,294	1,334
借款	0	0	0	0	0
金融负债	168	179	179	179	179
其他负债	2,892	2,324	2,376	2,473	2,591
应交所得税	218	65	65	65	65
流动负债合计	4,322	3,778	3,855	4,010	4,168
递延税项负债	129	125	125	125	125
其他长期负债	118	153	153	153	153
长期负债合计	247	277	277	277	277
股东权益合计	18,376	17,527	18,354	19,624	21,136

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	48.3%	46.1%	46.6%	46.4%	48.6%
EBITDA 率 (%)	-4.1%	-10.9%	8.8%	12.5%	14.6%
净利率 (%)	-2.6%	-10.5%	8.1%	13.1%	14.7%
ROE	-1.1%	-4.4%	3.3%	5.3%	5.9%
营运表现					
费用/收入 (%)	39.7%	38.7%	37.8%	33.9%	34.0%
实际税率 (%)	-32.9%	-19.9%	38.8%	18.4%	17.8%
存货周转天数	59	52	56	51	47
应收账款天数	76	93	93	93	93
应付账款天数	90	110	110	110	110
财务状况					
负债/权益	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
收入/总资产	0.35	0.34	0.34	0.33	0.33
总资产/权益	1.25	1.23	1.23	1.22	1.21

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
净利润	(210)	(776)	615	1,036	1,254
非现金调整	1,588	1,567	569	408	473
资本变动	1,371	(907)	(55)	(316)	(144)
已付所得税及利息	(222)	(160)	(259)	(181)	(220)
经营活动现金流	2,527	(277)	869	946	1,362
购买资产使用权	0	0	0	0	0
投资变动	(1,701)	(1,225)	(66)	(77)	(90)
已收利息	411	167	167	167	167
投资活动现金流	(1,290)	(1,058)	101	90	77
贷款变动	(346)	(256)	(14)	(14)	(34)
电影投资款项变动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(346)	(256)	(14)	(14)	(34)
现金变化	891	(1,591)	956	1,022	1,405
期初持有现金	2,802	3,264	1,654	2,610	3,632
汇兑变化	45	(20)	0	0	0
期末持有现金	3,738	1,654	2,610	3,632	5,037

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>