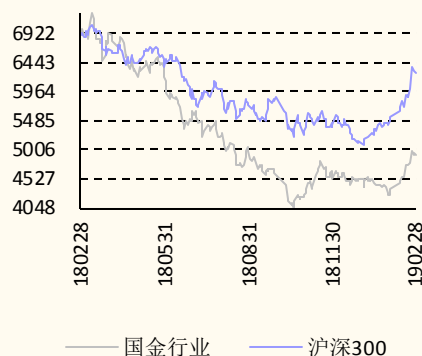


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金其他互联网指数	4932.47
沪深 300 指数	3669.37
上证指数	2940.95
深证成指	9031.93
中小板综指	8932.99



相关报告

1. 《2019 年春节红包大战分析：一场结局尴尬的互联网营销战》，2019.2.18
2. 《电商行业出了什么问题？从阿里巴巴调低全年收入增速预期说起》，2018.11.5
3. 《800 万“死肥宅”的信仰，网游历史的奇迹：DNF 能带给我们什...》，2018.10.12
4. 《互联网行业全面下跌，折射深层结构性问题-港股及中概互联网行业》，2018.10.11
5. 《中国互联网行业将进入“监管趋严”时代，在监管新常态下寻找新...》，2018.9.6

裴培

分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

网络文学二十年：

让我们从头认识这个熟悉又陌生的巨大市场

行业观点

- **网络文学 23 年的历史，可以划分为三个阶段。**第一阶段是 1995-2002 年，在 PC 互联网早期，网络文学的连载模式依托 BBS 兴起，榕树下、龙的天空等第一批专业文学网站诞生。第二阶段是 2003-2012 年，起点中文网横空出世并发扬了付费阅读模式，盛大收购起点标志着资本大规模入局，掌阅、17K 等巨头诞生，移动阅读成为兵家必争之地。第三阶段是 2013 年至今，经历复杂整合，盛大文学和腾讯文学合并，成就了今天的阅文集团；移动流量红利耗尽之后，竞争进入了“IP 全产业链对决”的时代。
- **流量为王还是内容为王？取决于你的商业模式。**对于以读者付费为主要收入来源的平台来说，内容的质量、独家性和持续性是最重要的，一定要建立足够高的“内容壁垒”；对于以广告为主要收入来源的平台来说，内容主要走免费路线，渠道下沉、吸引不同层级的流量是最重要的。从今往后，这两种商业模式将不断融合：阅文可能推出专门的免费 APP，它的竞争对手也在大力争夺优质头部内容。网络文学市场将始终存在分层现象。
- **在网络文学的“长跑”过程中，腰部作者培养体系是重中之重。**对平台而言，头部作者固然能带动流量，但是他们的议价能力太强、稳定性不足；要实现可持续发展，必须依靠大量腰部作者发挥“承上启下”的作用。培养并留住腰部作者的关键，第一是平台规模和稳定性，第二是作者保障机制，第三是运营经验和培训机制。高薪争夺头部作者，历史证明不是明智的选择；单纯依靠极少数细分内容品类，也无法建立足够的竞争壁垒。
- **以阅文为霸主的“一超多强”格局，还有哪些变数？**在付费用户、内容和收入方面，阅文的优势不可撼动。掌阅、咪咕都有较大的用户基础，但是在内容端尚待提高。阿里文学承担了阿里文娱体系“内容来源”的角色，与优酷、阿里影业等合作不断。爱奇艺文学也是主打 IP 全产业链变现，签下大批一线作者，为爱奇艺影视内容提供支持。百度牵手完美世界的纵横文学，在文学网站运营方面具备丰富经验，是一个重要的垂直平台。

投资建议

- 我们预计，到 2022 年，中国网络文学付费阅读收入（不含广告、IP 衍生、线下出版收入）将达到 283 亿元，比 2017 年增长约 5 倍；其中尚未考虑国家严厉打击网络盗版带来的正面影响。投资者没有必要担忧视频、游戏等新兴娱乐形式会抢走网络文学的用户和收入，因为这个市场的产品、运营和商业开发仍然在从初级阶段到成熟阶段的过渡之中。
- **阅文集团从内容资源体量、作者培养机制完善性、内容分发渠道以及管理层经验能力上皆具优势。**从 2003 年起点中文网 VIP 收费模式的成功落地，竞争者竞相模仿，到用户基数累积和作者生态系统的构建，阅文旗下的垂直网站在用户和内容两个环节的壁垒都是不可打破的。除了自有渠道和腾讯渠道，阅文对第三方渠道的开发也在不断深入。2018 年收购新丽传媒，标志着阅文在 IP 全产业链开发上走出了正确而坚实的一步。

风险提示：用户增长乏力；盗版打击力度较难预估；作者留存具有不确定性。

内容目录

中文网络文学走过 23 年了，你真的熟悉它吗？	4
1995-2002：艰难的探索，草船借箭欠东风	5
网络文学从个人主页和 BBS 发轫，逐渐走向专业文学网站	5
互联网普及率低，费用昂贵、网速慢，文字阅读需求高	6
“定纷止争”的版权制度，奠定文学作品商业价值	7
变现模式不清，“幻剑书盟”取代“龙的天空”成为市场霸主	8
2003-2012：付费时代开始，盛大资本入局	10
网络文学商业逻辑落地，起点中文网依托强运营能力脱颖而出	10
手机上网比重攀升，移动阅读市场潜力初步释放	14
“净网行动”展开，盗版诉讼流程步入正轨	15
2013-2018：“传说结束了，历史刚刚开始”	17
起点创始团队出走，腾讯文学异军突起	17
移动阅读市场群雄逐鹿，付费用户的拓展是下一城	18
比赛进行到 IP 全产业链对决，阅文内容资源优势突出	21
盗版集中打击加强商业壁垒，“净网行动”有助于头部集中	23
内容资源壁垒难以模仿，2022 年行业规模预计达 283 亿	24
网络文学作品兼具类型化和交互性，正版市场尚有很大空间	24
网络文学行业腰部作者是内容持续性的核心驱动力	25
投资建议	27
风险提示	27

图表目录

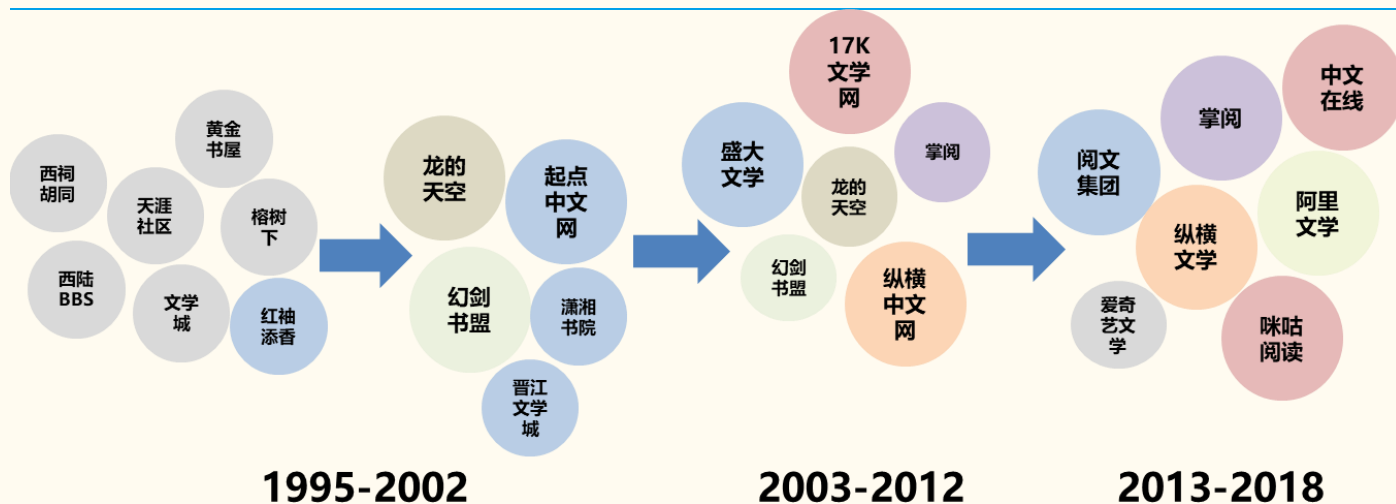
图表 1：网络文学行业发展变迁史图示	4
图表 2：金庸作品展示图	5
图表 3：龙的天空首页展示	6
图表 4：1997 年至 2002 年网民规模及互联网普及率	7
图表 5：1997 年至 2002 年中国大陆网站数	7
图表 6：1997 年至 2002 年计算机互联网接入情况	7
图表 7：1997 年至 2002 年用户认为网络令人失望的地方	7
图表 8：2018 年中国网络版权保护大会现场	8
图表 9：直到今天，幻剑书盟在网络文学界仍有一定的影响力	9
图表 10：起点中文网创始人履历及背景	10
图表 11：盛大文学收购及扩张进程	11
图表 12：盛大文学 2008 年至 2012Q1 归母净利润情况	12
图表 13：盛大文学 2008 年至 2012Q1 归母净利率	12
图表 14：盛大文学 2008 年至 2012Q1 营收情况	12
图表 15：盛大文学线上业务构成	12

图表 16: 盛大文学 2008 年至 2012Q1 付费率.....	12
图表 17: 盛大文学 2008 年至 2012Q1 ARPU.....	12
图表 18: 盛大文学 2008 年至 2012Q1 毛利率.....	13
图表 19: 盛大文学 2009 年至 2012Q1 版权成本情况.....	13
图表 20: 盛大文学 2008 年至 2012Q1 销售费用率及管理费用率.....	13
图表 21: 2003 年至 2012 年网民规模及互联网普及率.....	14
图表 22: 2006 年至 2012 年手机网民规模.....	14
图表 23: 盛大文学云中书城 2011 界面.....	15
图表 24: 持续至今的“净网行动”.....	16
图表 25: 腾讯文学旗下网站图示.....	17
图表 26: 盛大文学管理层结构.....	17
图表 27: 网络文学公司价值链.....	18
图表 28: 阅文集团的诞生.....	18
图表 29: 2013-2018H1 网民规模及互联网普及率.....	19
图表 30: 2013-2018H1 手机网民规模.....	19
图表 31: 2018 年 12 月移动阅读 APP MAU 前 15 名.....	19
图表 32: 2018 年 12 月移动阅读 APP DAU 前 15 名.....	19
图表 33: 掌阅、QQ 阅读和咪咕阅读 MAU 趋势.....	19
图表 34: 微信读书和米读小说 MAU 趋势.....	19
图表 35: 阅文集团 2015 年至 2018H1 付费率.....	20
图表 36: 阅文集团 2015 年至 2018H1 ARPU.....	20
图表 37: 掌阅科技、阅文集团和中文在线毛利率对比.....	20
图表 38: 掌阅科技 2014 年至 2017 年渠道成本情况.....	20
图表 39: 咪咕阅读图示.....	21
图表 40: 新丽传媒单集电视剧售价统计.....	21
图表 41: 新丽传媒制作近年影视剧展示.....	22
图表 42: 央视对“剑网 2016”专项行动的报道.....	23
图表 43: 网络文学作品的主要类型.....	24
图表 44: 网络文学行业市场规模测算.....	25
图表 45: 网络文学行业 2017 年至 2022 年市场规模.....	25
图表 46: 各网络文学平台作者吸引机制.....	26

中文网络文学走过 23 年了，你真的熟悉它吗？

- 5-10 年前，人们还在争论“电子阅读能否取代纸质阅读”；现在，这个争论已经基本结束，因为前者取得了压倒性胜利。尤其是在移动互联网时代，各种新闻类和资讯聚合类 App 挤压了传统报刊的空间，自媒体挤占了传统休闲阅读和兴趣阅读的空间。在文学领域，以“阅文系”为代表的网络文学 App 也进入了上亿用户的手机；尤其是在年轻人的流行文学阅读方面，网络文学取得了全面、彻底的胜利。
- 从 MAU、DAU 和用户时长看，网络文学已经成为一个举足轻重的互联网细分市场。那么，网络文学类 App 的用户、付费率以及 ARPU 的变化趋势有哪些驱动因素？这个行业的逻辑与短视频、新闻资讯、移动社交等行业的逻辑有哪些异同？决定网络文学内容供给端和用户需求端的核心因素有哪些？阅文集团和掌阅科技的商业逻辑和竞争优势到底是什么？
- 网络文学并不是近几年产生的新鲜事物，它已经有 23 年的历史。为了回答以上问题，本文将详述网络文学行业从 1995 年至 2018 年的风云变迁，从中国互联网的大局角度进行分析。从 20 世纪末期，互联网初始之时，网络文学行业起始于个人站点以及论坛的兴起；到 2000 年代，起点中文网确立行业付费标准、盛大以资本力量强势入局；再到 2010 年代，盛大文学与腾讯文学、阅文集团出世，诸多竞争对手也在资本扶持下启航。

图表 1：网络文学行业发展变迁史图示



来源：国金证券研究所绘制

- 说到底，对于普通用户和投资人来说，网络文学行业是一个“熟悉的陌生人”：它的诞生时间很早，但是大部分时间处于媒体和资本圈的聚光灯之外，一直被视为“非主流市场”。所以，在阅文、掌阅等巨头纷纷上市之后，对于“网络文学市场有多大”“竞争格局会如何演变”“网络文学 IP 的价值何在”等问题，一直没有出现令人满意的答案。我们认为，这些问题是无法用财务模型或理论假设去回答的；只有深入回顾过去二十多年的行业历史，我们才能接触到“活生生的网络文学行业”，学到真实的东西。

1995-2002：艰难的探索，草船借箭欠东风

网络文学从个人主页和 BBS 发轫，逐渐走向专业文学网站

- 网络文学启蒙于网络 BBS，互联网产品的用户交互性也是在 BBS 上初放光芒。中国大陆第一个可考的 BBS 是在 1995 年 8 月成立的“水木清华”（注：不是现在的“新水木社区”）。当时，几乎所有热门 BBS 都是大学成立的，大学官方为它们提供经费和初始推广，大学生是它们的用户主体。BBS 为学生在网络上发布原创文学作品提供了良好的平台。虽然这些作品大部分是在教育网上流传，缺乏二次传播和话题性，但是它们是网络文学行业的“奠基者”，初步建立了网络读者与作者的交互模式。
- 1980-90 年代是以金庸为代表的武侠小说在大陆广为流传的时代，通俗文学的用户市场潜力初显。网络文学从诞生之日开始，就几乎全部归属于通俗文学范畴，其发展轨迹受到了武侠小说的深刻影响。1996 年“金庸客栈”BBS（后被纳入新浪网）成为武侠读者的集散地，不仅交流金庸小说，也为其他通俗文学作品吸引了早期作者。例如，今何在的《悟空传》就是从 2000 年开始在“金庸客栈”连载。当时黄易的《大唐双龙传》在内地的传播轨迹，则可以看作网文盗版市场的雏形：港台学生将《大唐双龙传》以繁体字手打发布至 BBS，再由大陆学生手敲简体字发布在本地 BBS，线下盗版商又将其打印装订，线上线下的灰色传播链条为武侠小说的快速流行提供渠道。学生群体对于新兴事物的传播起着不可小觑的作用。

图表 2：金庸作品展示图



来源：豆瓣读书，国金证券研究所

- 第一批文学站点涌现，写手崭露头角，网络文学内容供给百花齐放。网易提供的免费个人主页空间，降低了文学站点的成立门槛，网络文学供给端开始释放潜能。1998 年，西祠胡同创立，大幅度提升了 BBS 在主流网民中的地位。“文学城”个人书站成立、“天涯社区”以及“西陆”BBS 相继上线。同期的“黄金书屋”个人书站成立，这是网络小说初期最有影响力的网站，其有较为详细的文学作品分类，为网络文学类型化传播奠定基础。1998 年还出现了第一部标杆性的中文网络小说：这蔡智恒（痞子蔡）的《第一次的亲密接触》，在当时引起了一定轰动。《第一次的亲密接触》是脱稿式连载的作品，也让“催更”成为网络小说中读者与用户交互的第一步。1999 年，“榕树下”、“红袖添香”以及“多来米中文网”作为个人书站出现在公众视野。“多来米中文网”后来收购了“黄金书屋”。

- **2000 年互联网泡沫破裂，加速个人书站优胜劣汰，大量尾部参赛者出局，“龙的天空”一时风光无两。**2000 年 3 月，纳斯达克指数达到峰值，随后第一次互联网泡沫破裂，国内大量处于初期阶段的个人书站关停。存留的“西陆”BBS 成为网络文学内容的主要阵地。而后，随缘、红尘、水之灵、五月天空、weid 等五位知名站长将各自名下的四个文学 BBS 退出“西陆”BBS，合并为“龙的天空”原创联盟网站。飞凌、rly、杨雨、mayasoo、今何在、狼小京成为首批入站作者。与此同时，“书情小筑”、“石头书城”、“小书亭”、“凝风天下”等 4 个文学书站联合成立了“幻剑书盟”。正因优质作者资源的集聚，“龙的天空”无论从作品规模还是访问量角度而言都占有优势地位。2001 年年中，随着访问流量激增，“龙的天空”的服务器能力略显疲软，访问速度变慢极大地影响了用户的留存率。2001 年 7 月“龙的天空”成立关联出版机构，为网络文学作品提供线下出版变现的途径。然而，在这个关键时刻，将资源集中于线下出版，被时代证明是错误的选择。由于线上投入太少，“龙的天空”网站逐渐衰落下去。

图表 3：龙的天空首页展示



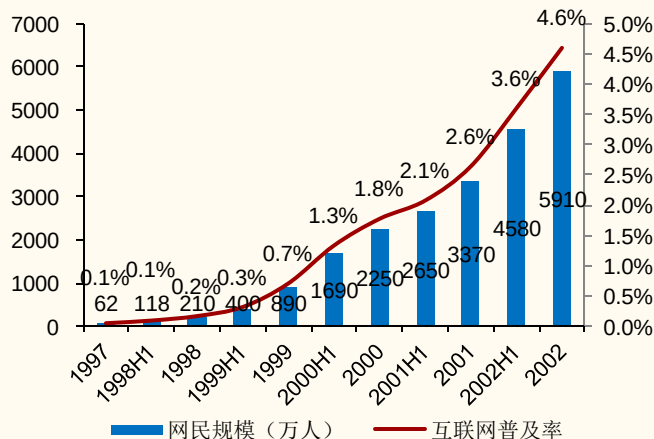
来源：龙的天空网站，国金证券研究所

- **个人书站以及以 BBS 为依托的小众精英化平台逐渐退出舞台，专业文学网站拉开网络文学大众化的序幕。**2001 年 11 月，宝剑锋等人在“西陆”BBS 创建了“玄幻文学协会”（起点中文网的前身）。同年，“潇湘书院”成立。新浪网率先在门户网站中开设读书频道，其中涉及作品为连载已出版作品为主。随后，“搜狐读书频道”、“腾讯读书频道”相继上线。人民网、千龙网、新华网等其他综合网站也开通了读书频道。2002 年 6 月，“起点中文网”开始试运行。同年，福建晋江电信局的网络信息港面临关停，一批爱好小说的网友们接管了信息港的“晋江文学城”版块。该网站以扫校、转载台湾言情小说为初始内容来源，后来逐渐发布了一些原创作品。2002 年“晋江文学城”建立“原创试剑阁”栏目。至此，今天“阅文系”旗下的起点、晋江、潇湘、红袖等平台均已诞生。

互联网普及率低，费用昂贵、网速慢，文字阅读需求高

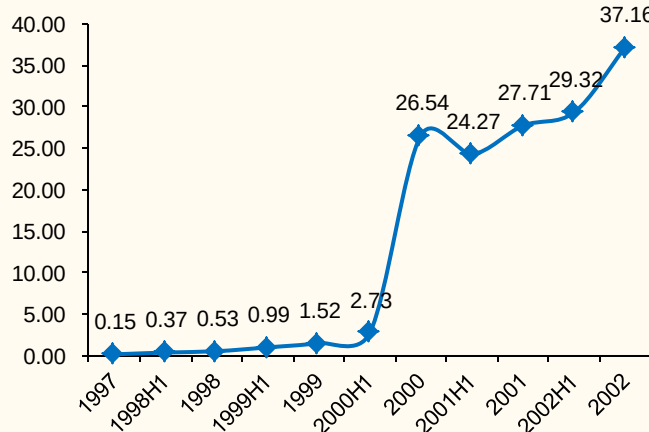
- **PC 时代早期，互联网普及率较低，可供浏览的内容也不够。**1997-1999 年，我国互联网普及率不到 1%，上网是可望不可即的奢侈品。1999 年，全国网民数量仅为 890 万人。2000-2002 年，网民规模进入扩张期，互联网普及率于 2002 年达到 4.6%，但是仍然谈不上主流。从内容供给端来看，网站数从 2000 年开始有显跃升，直至 2002 年有 37.16 万个。然而，37 万个网站，仍然不足以满足几千万网民的内容需求；何况，在这些网站当中，一大部分还是缺乏持续内容更新的个人网站。

图表 4：1997 年至 2002 年网民规模及互联网普及率



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

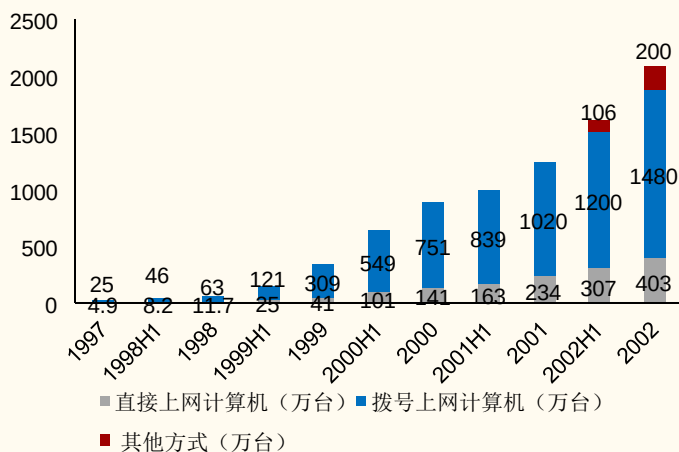
图表 5：1997 年至 2002 年中国大陆网站数



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

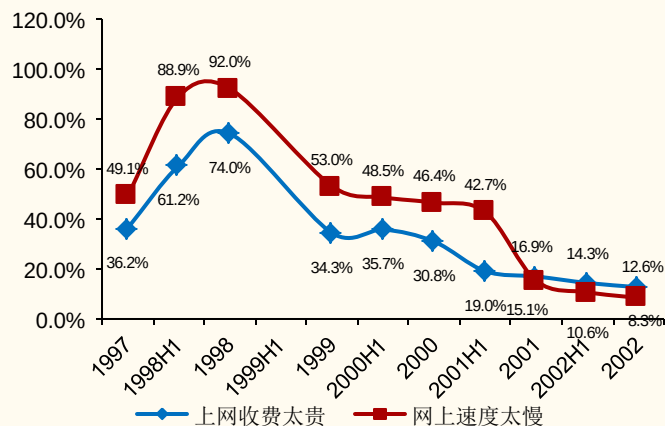
- 在拨号上网为主的时代，上网速度慢并且费用昂贵是制约用户体验的最重要因素。直到 2000 年代初期，用户上网还是以电话拨号为主，完全依赖电话网，网速较慢且费用较高，这与 CNNIC 在《中国互联网络发展状况统计报告》对于网民调研问题中“对 Internet 最令人失望的地方”的描述一致，1998 年被调查者中分别有 74%和 92%的人抱怨上网收费太贵以及网上速度太慢。在互联网基础设施发展不尽人意的情况下，文字阅读自然而然地成为上网的主要娱乐方式之一。要知道，当时的调制解调器(Modem)最多只能提供 56Kbps (7KB/S) 的上网速度，要加载一张 JPEG 图片都需要半分钟以上。对于用户来说，阅读文字，甚至是最朴实无华、以 TXT 格式呈现的文字，成为了性价比最高的上网选择。

图表 6：1997 年至 2002 年计算机互联网接入情况



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

图表 7：1997 年至 2002 年用户认为网络令人失望的地方



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

“定纷止争”的版权制度，奠定文学作品商业价值

- 以知识产权为核心的行业，依赖产权的清晰界定和完善保护，以实现商业价值的可持续发展。产权的界定依赖于法律的陈述，那么先有法律条文，还是先有需要法律保护的事实呢？这个问题好比“是先有鸡还是先有蛋”的问题。网络文学作品区别于印刷文学作品，其诞生于同样在蓬勃发展的互联网环境，如雨后春笋般冒出的权利载体一方面迫切需要法律的保护，另一方面也主动推进了法律的建立和完善。
- 版权保护宽松的环境为大量盗版国内外作品提供温床，无序发展至一定量级后倒逼我国版权制度的建立完善。我国著作权制度并非直接源自古代相关制度，而是在外界压力之下产生的，且成文内容基本参考《伯尔尼公约》。

1980 年代，美国等西方国家的文化作品在中国被大量盗印，既有通俗文学也有严肃文学作品。美国政府草拟了关于知识产权保护的备忘录，提出希望中方于 1989 年底前完成参考国际惯例的著作权法草案。来自外部的压力，加速推动了我国版权制度的建立。

- **我国著作权法的成文具有晚熟的特点**，相较美国 1790 年的《联邦版权法》、法国 1793 年的《作者权法》、德国 1837 年的《保护科学和艺术作品的所有人反对复制或仿制法》以及日本 1899 年的《著作权法》，我国直至 1990 年才出台《中华人民共和国著作权法》并于 1992 年加入伯尔尼公约。我国著作权法后又历经 2001 年和 2010 年两次修改，其中 2001 年的修改是基于加入 WTO 有关知识产权要求而做出修订，2010 年则是因为 2009 年中美知识产权争端 WTO 专家组的裁决。2012 年 10 月公布了《中华人民共和国著作权法（修改草案第三稿）》。而《互联网著作权行政保护办法》直到 2005 年 4 月 29 日才出台。
- 不要忘记，中文网络文学市场的崛起，恰恰发生在 2001 年《著作权法》根据 WTO 要求进行修改前后；以起点中文网为代表的“VIP 付费阅读”模式的兴起，则发生在 2005 年《互联网著作权行政保护办法》通过前后。虽然网络文学盗版问题迄今尚未得到彻底解决，但是对版权的法律保护一直有增无减。毫不夸张地说，如果没有立法、执法工作的不断加强，就不会有后来的“网络文学盛世”，更不会有今天的阅文、掌阅等巨头。

图表 8：2018 年中国网络版权保护大会现场



来源：国家版权局网，国金证券研究所

变现模式不清，“幻剑书盟”取代“龙的天空”成为市场霸主

- **网络文学尚未探索出成功的变现模式**，作者的批量逃离一度成为行业发展的瓶颈。当时，颇有人气的网络作家还在犹豫要不要转型为传统作家。2000 年 7 月，“TOM 中国文学网”和“榕树下”在北京市举办网络文学讨论会，主题就是“网络写手要不要成为传统作家”。线上码字不能带来直接收入的痛点，严重打击着内容生产者的积极性；盗版传播难以遏制，使得作者在网上首发作品面临很大风险。例如李寻欢、宁财神、邢育森、俞白眉、安妮宝贝等网络作者，纷纷回归线下印刷作品；“红一批，逃一批”很大程度上限制了网络文学行业发展。就连江南、今何在等“七天神”组建的“九州”奇幻世界，虽然以网络论坛为发源地和大本营，在发展过程中也选择了线下杂志和图书出版作为主要的内容出口。
- **网络文学难以直接变现的主要原因有**：①网站承担成本的能力较弱，而支付成本较低会极大影响作者创作积极性。2002 年 9 月，“读写网”宣布“计划向作者支付网络刊载的稿酬”，但支付给作者的稿费过低，作者生产积极性很低：当时一个会员看 A 级授权作品一个月，网站支付作者 5 分钱；看 B 级授权作品一个月，网站支付作者 8 分钱。②网络支付环境恶劣，读

者付费无门。网上银行刚刚起步、支付宝尚未诞生，网上支付环境仍非常恶劣，使得读者为作品直接付费缺乏渠道，这也是网站开始变相转向线下业务的“曲线救国”之策。例如，2002年10月，“龙的天空”开通在线邮购业务，以及后续进军线下出版市场。

- **“龙的天空”饮鸩止渴，盟主地位被“幻剑书盟”取代。**“龙的天空”在当时盛极一时，但因访问流量激增，服务器能力略显疲软。当时，网站管理方的选择是：要把有限的资金用于购买新服务器、扩大网络空间，还是投向实体出版？最后，“龙的天空”放慢了线上发展，全力进军线下出版。2002年1月，短篇小说合集“龙的天空幻想文丛”出版，“龙的天空”的出版策划工作正式开始。8月与天津人民出版社合作，出版长篇奇幻小说书系“奇幻之旅”，首批推出《迷失大陆》《秘魔森林》《艾尔帕西亚佣兵》三部作品。在成立了北京幻想文化公司后，“龙的天空”买断当时网络上优质原创作品，放弃网上更新，此举直接引起网络上小说创作的萧条期。就在同一时期，“幻剑书盟”崛起，取代了“龙的天空”龙头位置，跃升网络文学网站前列，而此时国内互联网技术环境更发展蓄势待发。

图表 9：直到今天，幻剑书盟在网络文学界仍有一定的影响力



来源：网易新闻，国金证券研究所

- **收费条件欠缺，博库网在中国试水失败。**博库网是由4位中国留学生在1998年于美国硅谷创办的公司，与数百位中文作家签约，拥有庞大的网络书库及作家阵容，2000年进入中国大陆市场。但是，2001年底eBook收费尝试宣告失败，网站关闭。失败的主要原因在于收费平台以及便利支付方式的匮乏。当时，博库网通过邮局汇款的形式收费。线上阅读与线下汇款的消费场景转换成本过高。付费阅读模式对中文网络文学来说仍是可望不可即的，这种情况持续到了2003年。

2003-2012：付费时代开始，盛大资本入局

网络文学商业逻辑落地，起点中文网依托强运营能力脱颖而出

- **起点中文网首创 VIP 付费标杆，网络文学可持续变现模式拉开帷幕。**2003 年是网络文学商业模式里程碑的一年。2003 年 6 月“大然传奇中国首届奇幻文学笔会”上，起点的宝剑锋等人提出了 VIP 方案。2003 年 10 月，“天下书盟”推出 VIP 计划，按 10 分/5 千字进行收费，相比现今 5 分/千字的行业标准（除晋江 3 分/千字外），定价较低。2003 年 11 月，“天下书盟”开设 VIP 阅读分站。但是 VIP 付费制度取得初步成果还是由起点中文网落地。2003 年 11 月 10 日，起点中文网正式推出第一批 8 部 VIP 电子出版作品，VIP 会员计划正式启动。起点中文网在第一个月对会员免费，并且确立了 2 分/千字的稿费标准；免费试读+分章节订阅成为后续网络文学在线阅读的基本模式。起点为了吸引作者，采取所有订阅收入均归作者平台暂不分成的模式，“流浪的蛤蟆”成为第一个月稿酬过千元的网络文学作者。
- **VIP 付费制度成为网络文学付费制度标杆。**在起点中文网试水 VIP 付费制度后，“天鹰”、“翠微居”相继开始实施 VIP 收费制度。同期，幻剑书盟开始为 VIP 收费做准备，但由于技术实力限制，错失先发良机，直到 2004 年 2 月才开始实行收费。2003 年 12 月，起点中文网宣布“VIP 计划中订阅率最高的作品的稿费已经达到 20 元/千字”。2008 年 1 月 8 日，晋江原创网（女频）VIP 阅读收费系统也正式上线。
- **起点中文网 VIP 付费制度得以实现的重要条件是：**
 - ①**起点中文网创始团队对商业模式战略选择的前瞻性。**吴文辉（现阅文集团 CEO）等人对网站商业本质的认识较为透彻。向读者收费是内容创作良性循环的基石，当时直接向用户收费的除了网络游戏、电商，就是起点开创的网络文学。负责网站设计的商学松（现阅文集团总裁）利用在开发信息系统的背景以及对图书分类法的熟知，参考宝剑锋（现阅文集团副总裁兼总编辑）等人制定关于书籍推荐标准，以及开发了一套分类、排序、阅读的流程。后来，起点中文网能够超过幻剑书盟和龙的天空也是胜在强运营能力，对于作者关系的紧密维护和尊重以及网站设计为读者找书提供便利性和多样性。2005 年 4 月，起点中文网页面日均访问量超过 4000 万次，相当于幻剑书盟的 3 倍。

图表 10：起点中文网创始人履历及背景

姓名	网名	个人背景	历任职位	现任职位
吴文辉	黑暗之心	2000 年北京大学计算机系毕业。2000 年 7 月至 2001 年 10 月任方正科技程序员。2001 年参与创立中国玄幻文学协会（起点中文网前身），2002 年参与发起成立起点中文网，策划并主导网络文学第一套完整的电子出版微支付系统、内容管理系统的建设。	曾任起点中文网 CEO、盛大文学总裁、腾讯文学 CEO	阅文集团执行董事兼联席首席执行官
林庭锋	宝剑锋	2001 年开始创作并连载《魔法骑士英雄传说》，成为最早的本土网络奇幻小说作家之一。同年，发起成立了中国玄幻文学协会。2002 年，作为联合创始人之一，发起创立了起点中文网，担任站长兼总编辑。	曾任起点中文网常务副总经理兼总编辑、腾讯文学高级副总裁兼总编辑	阅文集团高级副总裁，负责监督原创内容兼监督管理
商学松	藏剑江南	1999 年 7 月华东政法大学经济法专业毕业。2002 年参与发起成立起点中文网，作为起点中文网主要负责人，策划并开发了起点网站。	曾任起点中文网总经理、腾讯文学总裁	阅文集团总裁，负责集团运营
侯庆辰	意者	2001 年创作并连载《不会魔法的魔法师》。同年，参与创立中国玄幻文学协会，2002 年参与发起起点中文网。与林庭锋（宝剑锋）并称“创意双侠”。	曾任起点中文网副总经理兼副总编、腾讯文学副总裁兼副总编辑	阅文副总裁兼副总编辑
罗立	黑暗左手	大学期间以“黑暗左手”ID 在西陆 BBS 写了一年网络小说，2001 年参与创立中国玄幻文学协会，2002 年参与发起起点中文网。	曾任起点中文网副总裁兼出版中心主要负责人、腾讯文学副总裁	阅文集团副总裁
郑洪波	5 号蚂蚁	2001 年参与创立中国玄幻文学协会，2002 年参与发起起点中文网，2006 年离职	起点中文网创始人之一	-

来源：阅文集团公告，公开资料整理，国金证券研究所

- ②从核心读者群出发的自发防盗版意识巩固，不断创新的运营模式推进。起点中文网并不是“第一个吃螃蟹的人”。2003年6、7月，明扬中文网开始试行收费制度，网站用 flash 进行防盗版，但是当时 flash 非常不稳定，用户可读性大大降低，并且盗版也无法真正被遏制。起点中文网首发会员费用制度，利用会员费用支付进行核心读者群筛选，后续章节订阅的费用相对较低（2分/千字，明扬是4分/千字）。2003年起点中文网第二次改版完成，阅读进行浏览器化，依托 IE 4.0 的稳定运营得以实现，这也是后来多数文学网站运营的基础。起点中文网还开创了首发制度，尤其是《小兵传奇》的首发，流量激增。
- ③让利作者，保证内容创作的可持续性和资源优势。文学网站持续运营的核心因素是源源不断的作品，而每部作品都来自作者的创作。作者获得稳定收入是持续创作的原动力。收费模式保证了作者能够直接从读者处获益，可以双向提高作者和读者对网站平台的依赖程度。“龙的天空”没落的原因在于转向线下出版后，出版社约定作者不能在网上传文，作者从平台大量流失。起点中文网的创始团队中不少高管自身也是作者，深谙网络文学持续创作逻辑下，在首推 VIP 制度前三个月所有收益全部分给作者，大大提高了对作者的激励。2005年3月，起点推出“起点职业作家体系”，开始招聘“职业作家”，实行保底年薪制。该计划要求作者每月更新字数达到8-10万字、平均订阅数3000-5000，超出的部分享受分成和奖励。2007年，起点启动“千万亿计划”，建立专项基金培训作者，并打造各项作者保障制度。
- 盛大网络收购起点中文网，开启集团化、资本化进程。2004年10月，盛大网络全资收购起点中文网。依靠盛大的资源优势，起点从服务器资源到线上支付渠道都有了明显改善提升。盛大游戏卡充值加入起点充值体系，再加上网络银行的支付渠道，很大程度上提高了支付的便利性。2008年，盛大文学正式成立，通过收购，完成了由多家原创网络文学网站、线下出版社等10家主要公司组成的资产结构。其旗下主要有起点中文网、晋江原创网和红袖添香文学网三个代表性文学网站。2011年5月25日，盛大文学申请在纽交所 IPO，最高融资2亿美元，但上市未果。

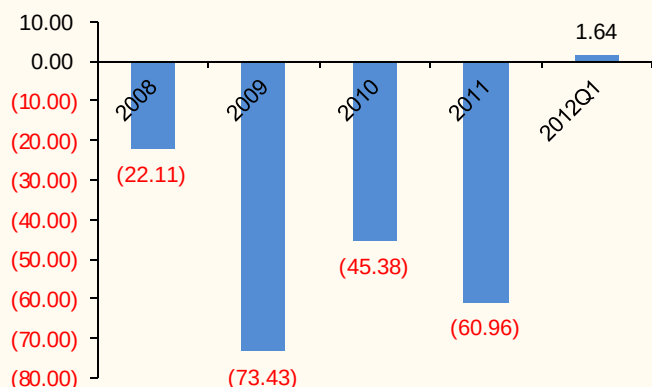
图表 11：盛大文学收购及扩张进程

时间	事件
2004年10月	收购起点中文网（100%）
2007年11月	投资晋江原创网（50%）
2009年6月	创立聚石文华，负责运营线下出版和发行等业务
2009年6月	增持红袖添香（60%增持至71%）
2009年6月	收购华文天下（51%），主营下图书出版业务
2009年11月	收购榕树下（51%）
2010年3月	收购中智博文（51%），主营图书发行
2010年3月	收购潇湘书院（70%）
2010年5月	收购小说阅读网（55%）
2010年6月	收购天方听书网（60%）
2010年7月	收购悦读网（53.5%）

来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

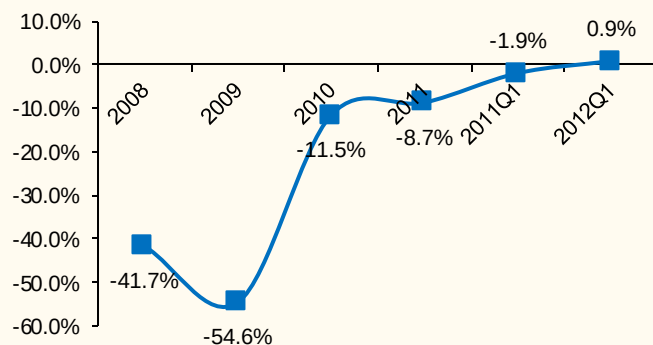
- 盛大文学 2011 年的上市之路虽然以失败告终，但是从其 2008-2012Q1 的财务数据给我们提供了大量有用的信息。招股说明书显示，盛大文学通过“买买买”，在 2011 年占据了网络文学市场份额的 72.1%。在这段时间里，盛大文学的经营绩效到底如何？大规模收购有没有起到应有的效果？2012 年初，盛大文学又是如何实现盈利的？让我们从财报看起。
- 盛大文学在 2012Q1 扭亏为盈全解析：

图表 12：盛大文学 2008 年至 2012Q1 归母净利润情况



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

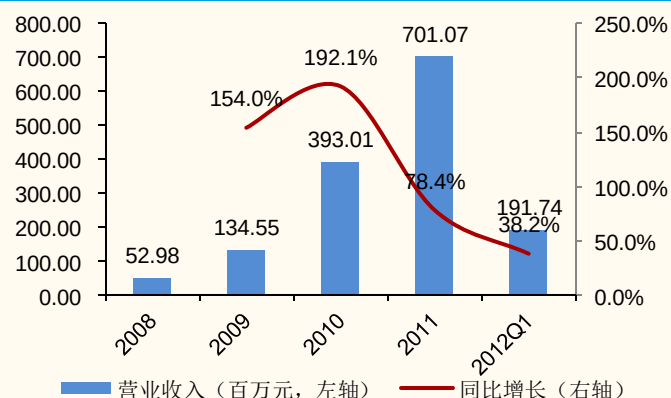
图表 13：盛大文学 2008 年至 2012Q1 归母净利率



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

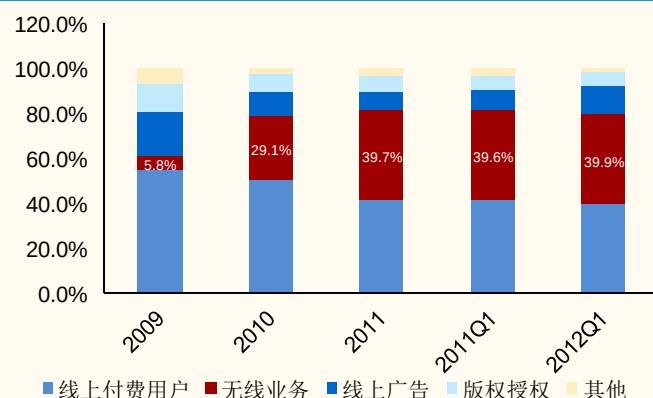
- ①线上业务表现不俗，引入与第三方渠道合作的无线业务，乘移动流量红利，收入大幅提升。盛大文学 2010 年实现营收 3.93 亿元，同比增长 192.1%。增长最快的是无线业务，当年带来 0.6 亿元收入，同比增长 948.3%，无线业务占线上业务收入比重提升 23.3 个百分点。无线业务主要是与中国移动等第三方渠道商的合作，采取收入分成模式。公司自有平台的线上付费用户收入也高速提升，2010 年贡献收入 1.04 亿元，同比增长 91.3%，主要是并购带来的并表收入。2011-2012Q1 收入增速逐渐放缓。在这个时期，盛大文学的付费率和 ARPU 仍处于较低水平，付费率仅 1% 左右，2012Q1 的 ARPU 为 39.6 元/人。

图表 14：盛大文学 2008 年至 2012Q1 营收情况



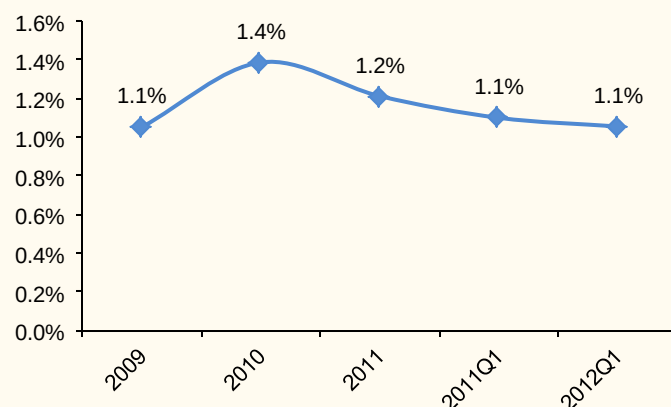
来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

图表 15：盛大文学线上业务构成



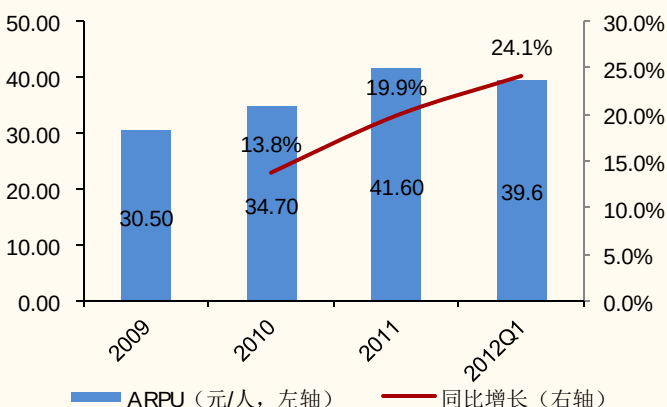
来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

图表 16：盛大文学 2008 年至 2012Q1 付费率



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

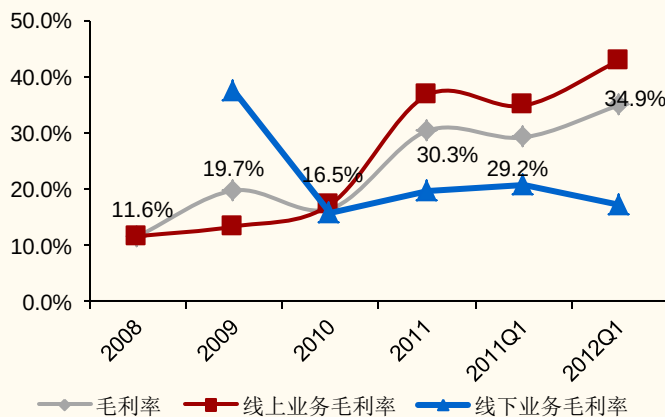
图表 17：盛大文学 2008 年至 2012Q1 ARPU



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

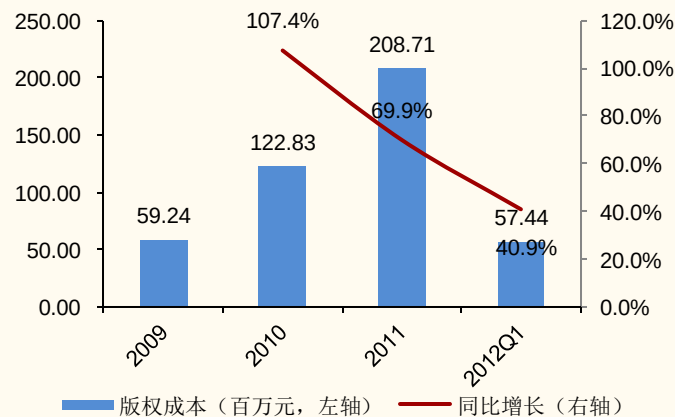
- ②线上业务毛利率驱动整体毛利提升，2012Q1 整体毛利率为 34.9%，同比提升 5.7 个百分点。网络文学公司主营的线上业务是轻资产模式，成本的主要成分是付给作者的版权成本。随着作者基数扩大，新生作者对于平台依赖性提升，故而平台议价能力有所提升，分账比例往往会提高；并且无线业务是与第三方渠道的分成模式运营，也推动毛利率提升。但是如果长期依赖第三方渠道，毛利率提升也存在天花板，因为第三方的分账比例一般是固定的，长期下降空间有限。

图表 18：盛大文学 2008 年至 2012Q1 毛利率



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

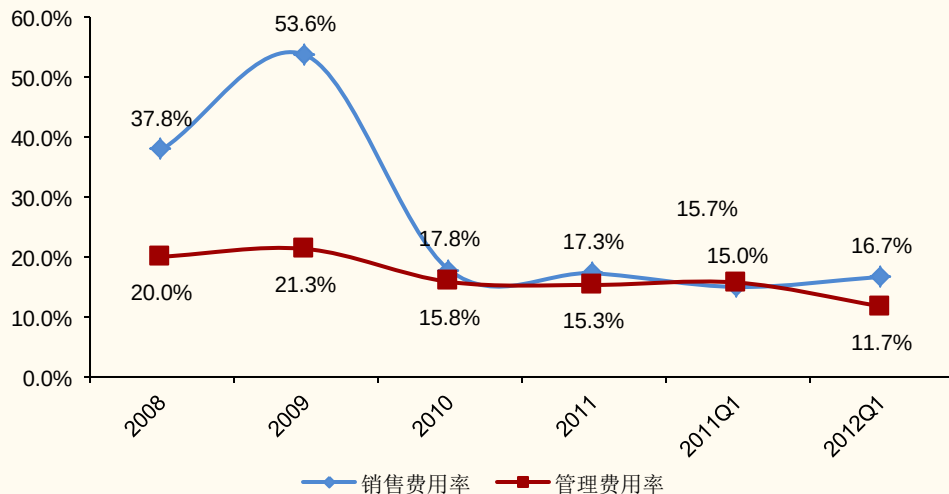
图表 19：盛大文学 2009 年至 2012Q1 版权成本情况



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

- ③线上业务与第三方渠道商合作，销售费用率大幅降低。公司 2010 年线上业务的大幅增长有赖于无线业务的接入，而这块业务是与第三方分发渠道关联，直接产生的销售费用由第三方渠道商承担，收入采取分成模式，故而公司的销售费用大幅削减，2010 年销售费用率为 17.8%，同比下降 35.8%。公司管理费用率相对比较稳定，而且随着收入规模的扩大，有逐渐下降的趋势。

图表 20：盛大文学 2008 年至 2012Q1 销售费用率及管理费用率



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

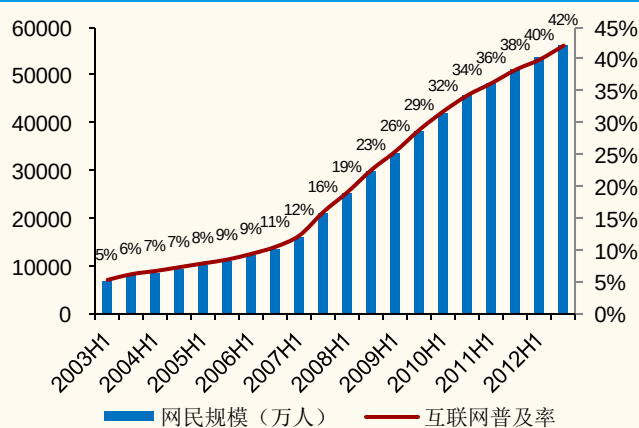
- 17K 文学网、纵横中文网开启作者抢夺战，暗潮涌动竞争格局仍未有定数。2005 年 5 月，“天逸”（即天鹰）、“幻剑书盟”、“龙的天空”、“爬爬书库”、“翠微居”、“逐浪”等 6 大文学站点组建中国原创文学联盟（CCBA），与盛大系的起点中文网相抗衡，但是起点凭借庞大的资源，仍然处于优势地位。2006 年 5 月，由中文在线注资成立的“一起看（17K）文学网”推出测试版（现隶属中文在线），该网站挖来血酬等近半数原起点编辑，并以高价买断策略挖来血红、云天空、酒徒、烟雨江南等原起点知名作者。起点针锋相对地开启了“白金作家签约计划”，以期填补知名作者出走留下的

缺口，这一制度延续至今。“白金作家签约制”取代原有的“职业作家制”，意在永久性地削弱平台对于头部作者的依赖性，重视对腰部作者的持续培养。2010年5月，方想、无罪、更俗、烽火戏诸侯四位原起点大神同时转战2008年由完美时空成立的纵横中文网，为其带来不少流量。在资本的暗流涌动之下，网络文学市场仍处在白热化竞争状态。

手机上网比重攀升，移动阅读市场潜力初步释放

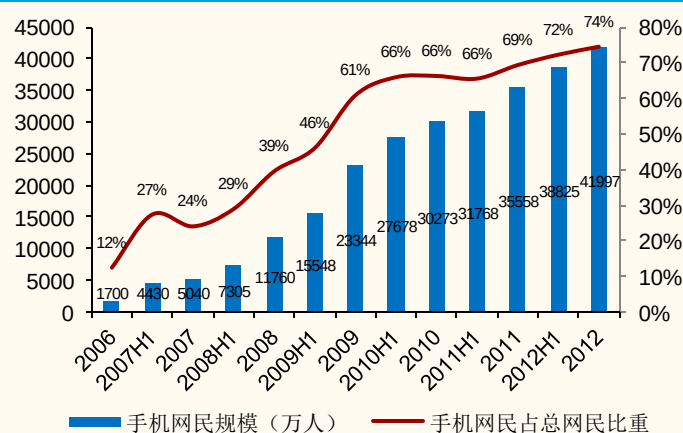
- 伴随3G时代到来，手机上网比重攀升，促进互联网普及率大幅提升。2009年1月7日，工业和信息化部给中国移动、中国电信和中国联通三家运营商发放了3G牌照，2009年手机网民占总网民比重跃升达61%。乘移动红利的东风，通讯运营商纷纷布局移动阅读市场。2010年1月1日，中国移动手机阅读开始收费，分成模式如下：内容提供商（网站）、作者各占2成；中国移动阅读基地占2成；各省移动占4成。此时运营商的话语权较大，内容平台议价能力较低。传统媒体向互联网的迈进已吹响号角。

图表 21：2003 年至 2012 年网民规模及互联网普及率



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

图表 22：2006 年至 2012 年手机网民规模



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

- 掌阅、云中书城等移动内容平台萌芽，踩点移动阅读市场爆发前夕布局。掌阅科技于2008年成立，2011年上线以第一款APP（安卓端）。此时掌阅以版权图书电子化为主，与出版社合作还是主流发展模式；变现模式中广告收入一直占不小比重。及早进行移动布局，为掌阅后续积累用户资源打下了坚实基础。盛大文学也在积极布局，2010年9月，云中书城测试版上线；2011年2月，云中书城正式版上线，启用独立域名，并于同年8月推出安卓客户端，11月安装激活量突破80万。云中书城内的作品包括盛大文学拥有的版权作品以及传统出版商等提供的版权作品。云中书城与联想、掌阅、3G门户、斯凯网络等签订了合作协议，并向百阅、开心网、新浪微博、汉王电纸书、豆丁网、91熊猫看书等多个合作方开放接入。

图表 23：盛大文学云中书城2011 界面



来源：CTI 论坛，国金证券研究所

“净网行动”展开，盗版诉讼流程步入正轨

- “净网行动”扼住黄色文学尾部网站冒出，政策线的严厉划定从外部进行内容整顿。2004 年 7 月，全国“扫黄打非”工作小组发起“打击淫秽色情网站专项行动”。2004 年 8 月，“天鹰文学”关站整改，直到 11 月重新上线，但业已贻误发展时机。2007 年 8 月，新闻出版总署、全国“扫黄打非”工作小组办公室联合发出了《关于严厉查处网络淫秽色情小说的紧急通知》，348 家刊载淫秽色情小说的网站关闭或删除作品、交纳罚款。2009 年 10 月，新闻出版总署、全国“扫黄打非”工作小组办公室宣布进行第一次大规模整改行动，对互联网出版的低俗内容进行全面清理。包括网络小说、手机小说在内的 1414 种淫秽色情和低俗网络文学作品被查处，20 家网站被关闭。“扫黄打非”消灭了许多“打擦边球”的长尾网站，而且提高了行业的内容审核成本，无法承担这种成本的中小网站纷纷关闭或被收购。
- 盗版诉讼流程步入正轨，付费逻辑得到外部保护。2008 年 12 月，全国首例网络文学作品侵权案（起点中文网起诉“云霄阁”盗版侵权案）终审判决，被告人以侵犯著作权罪分别被判处有期徒刑 1 年 6 个月，并处罚金 10 万元。日后，网络文学公司打击盗版网站的方式也主要采取盗版侵权诉讼的方式。不过，网络文学盗版存在成本低、分散化、取证难的问题，法律诉讼只能打击那些最猖狂的盗版商，无法根除。

图表 24：持续至今的“净网行动”



来源：搜狐新闻，国金证券研究所

2013-2018：“传说结束了，历史刚刚开始”

起点创始团队出走，腾讯文学异军突起

- 起点创始团队从盛大文学集体出走，腾讯文学上线，为日后阅文集团成立埋下伏笔。盛大文学成立之初，盛大董事长兼 CEO 陈天桥任命曾任新浪副总编辑的侯小强担任盛大文学 CEO，吴文辉任盛大文学总裁和起点中文网董事长。2013 年 1 月，起点副总经理罗立（黑暗左手）宣布离职；当年 3 月，起点核心团队包括创始人吴文辉和 20 多名核心中层集体辞职。以上人员大部分加入了刚刚成立的腾讯文学，建立“创世中文网”。2013 年 9 月，整合之后的腾讯文学进入公众视野，旗下包括男频网站“创世中文网”、女频网站“云起书院”以及数字出版平台“畅销图书”，渠道包括 PC 门户、无线门户、QQ 阅读以及手机 QQ 阅读中心等。2013 年 12 月，盛大文学 CEO 侯小强辞职。同月，17K 小说网与创世中文网签订战略合作协议，分别在版权、作者、培养和衍生等方面形成合作体系。盛大文学对网络文学市场近十年的统治地位，已经摇摇欲坠。

图表 25：腾讯文学旗下网站图示



来源：腾讯游戏，国金证券研究所

■ 盛大文学分裂之因经分析有以下几点：

- ①管理理念之争。盛大收购起点之后，创始团队还是负责起点的日常运营，公司层面的管理由盛大任命的管理层负责。随着网络文学行业的不断发展，双方的发展理念不可避免的产生了矛盾。

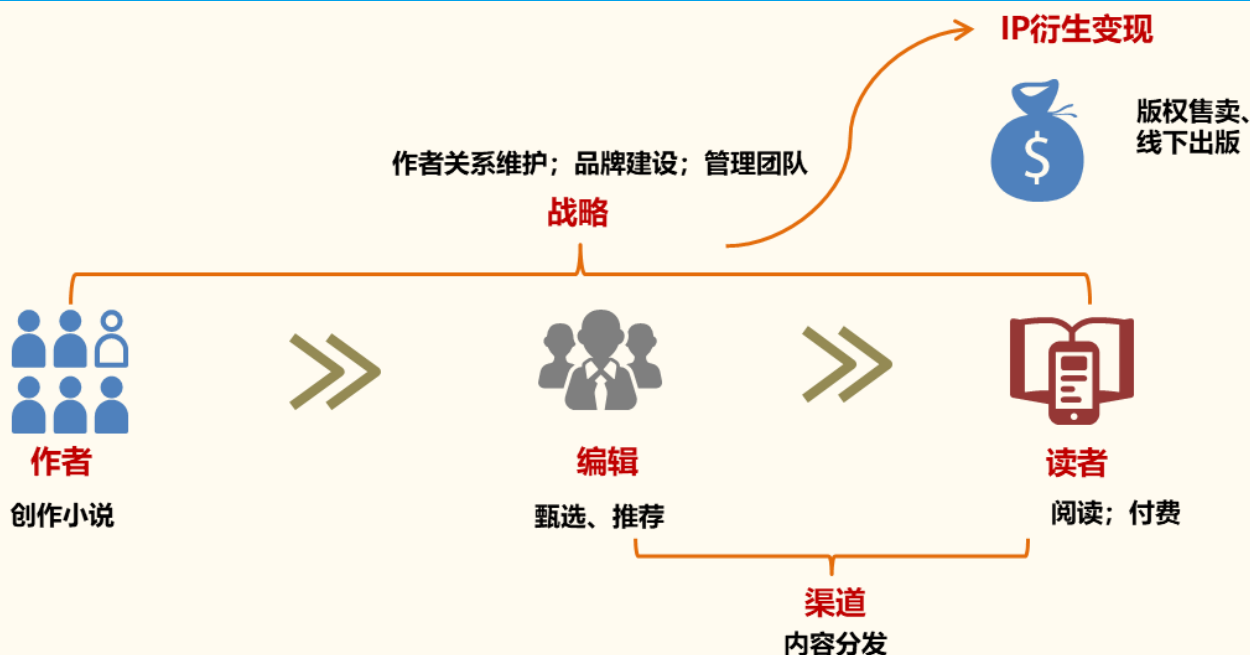
图表 26：盛大文学管理层结构



来源：盛大文学招股书，国金证券研究所

- ②**价值链割裂**。网络文学行业从上游作者创作小说，到编辑甄选联系，再到渠道内容分发，最后是贯彻始终的平台品牌建设，以及 IP 版权的衍生变现；以上皆为价值链的组成部分。盛大收购起点之后，起点创始团队负责社区和上游内容，渠道及衍生变现业务则由盛大网络负责。内容生产与渠道、衍生的割裂，很容易造成整体运营的脱节。在盛大文学的黄金时代，“起点系”IP 的衍生变现并不十分发达，虽然也是因为时机未到，但是管理的割裂要负一定责任。

图表 27：网络文学公司价值链



来源：国金证券研究所绘制

- 至此，网络文学市场出现了盛大文学和腾讯文学“双雄并立”的格局，腾讯文学凭借起点创始团队的经验和腾讯的资源优势，迅速崛起。2014 年盛大文学与腾讯文学合并，此后阅文集团终于成立，由原起点创始团队吴文辉等人重新执掌起点中文网，管理权得到了统一。盛大文学的收购价为 43 亿元，2014 年收入 11.35 亿元，静态 P/S 为 3.79 倍；而 2014 年 EBITDA 为 0.29 亿元，P/E 超过 150 倍。经过三年多的整合，2017 年 11 月 8 日，囊括原腾讯文学和盛大文学绝大部分资产的阅文集团在香港联交所上市，至今仍然是网络文学行业最大的上市公司。

图表 28：阅文集团的诞生

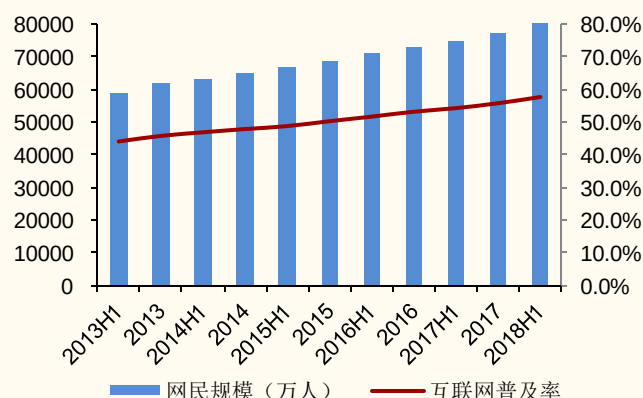


来源：国金证券研究所绘制

移动阅读市场群雄逐鹿，付费用户的拓展是下一城

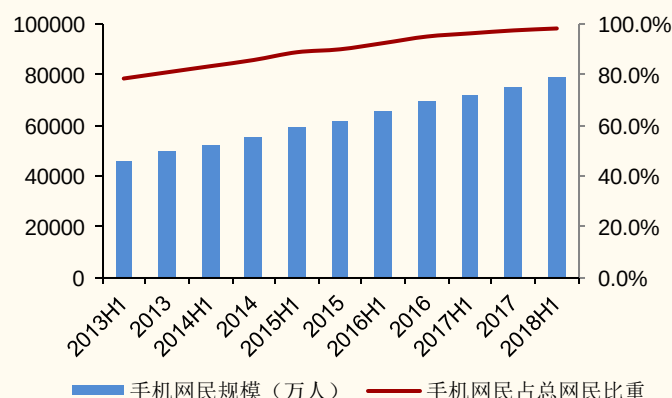
- **移动流量红利耗尽，2018H1 手机网民规模比重已达 98.3%，比拼在于存量市场的博弈。**流量红利耗尽已成事实，不论从手机出货量还是手机网民规模比重角度来看，中国大陆的移动互联网用户基础在短期内不会再有爆发式增长。网络文学市场的发展重点，从争夺“流量红利”变成了存量用户博弈，以及提高付费用户渗透率及 ARPU。

图表 29：2013-2018H1 网民规模及互联网普及率



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

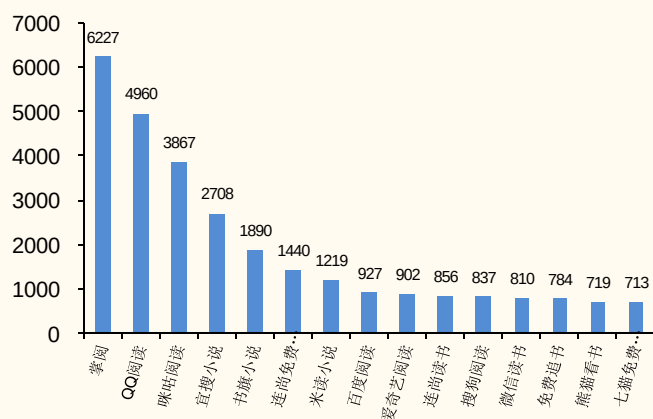
图表 30：2013-2018H1 手机网民规模



来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

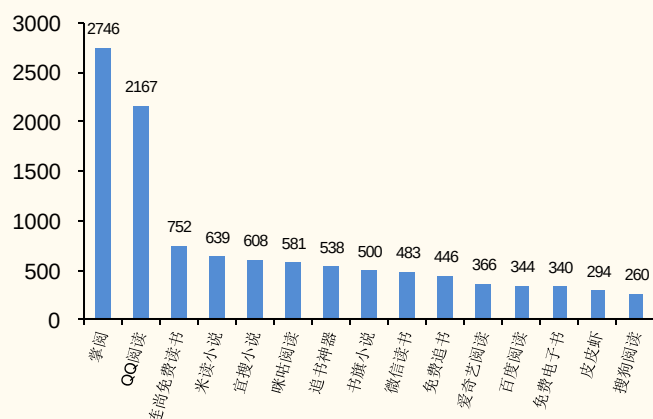
- 在移动阅读市场，掌阅和 QQ 阅读的 MAU 和 DAU 处于领先地位，单纯依靠免费内容吸引流量的 APP 竞争更为激烈，增量优势不容易保持。主打付费内容的 App，以用户付费订阅为主要收入来源；主打免费内容的 App，以广告为主要收入来源。前者的重心在作者资源以及内容创作的持续性，后者的重心在渠道下沉和延展。事实上，主打免费内容的 APP 门槛较低，很容易受到新进入者的冲击影响，而且如果渠道优势不能保持，流量优势终将变成昙花一现。说到底，内容的壁垒才是最难攻克的。

图表 31：2018 年 12 月移动阅读 APP MAU 前 15 名



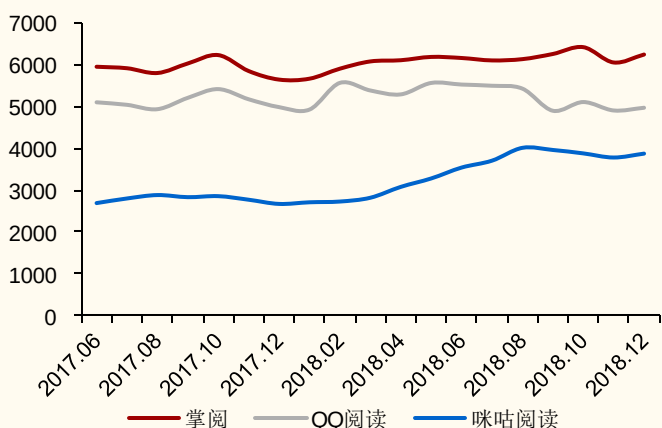
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 32：2018 年 12 月移动阅读 APP DAU 前 15 名



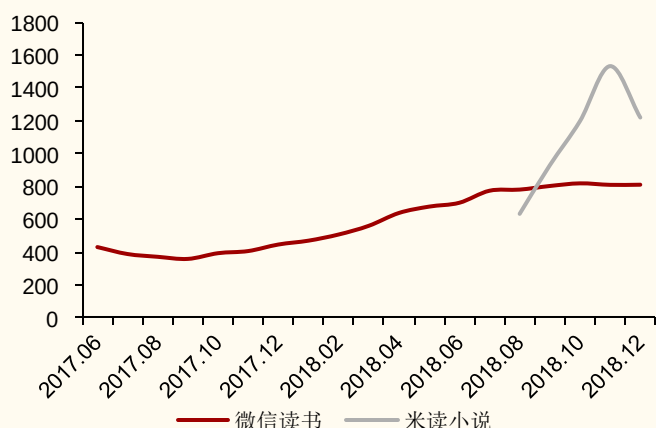
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 33：掌阅、QQ 阅读和咪咕阅读 MAU 趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

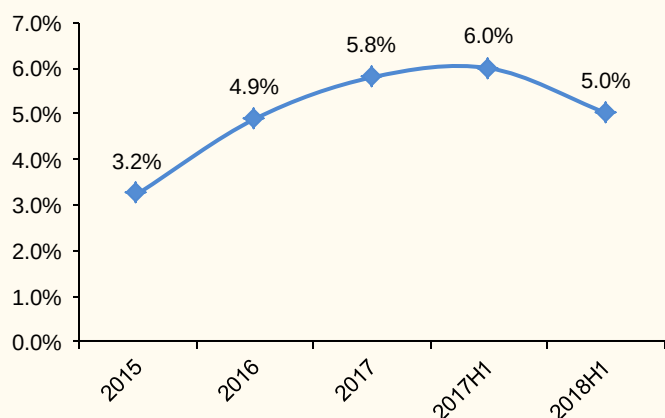
图表 34：微信读书和米读小说 MAU 趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

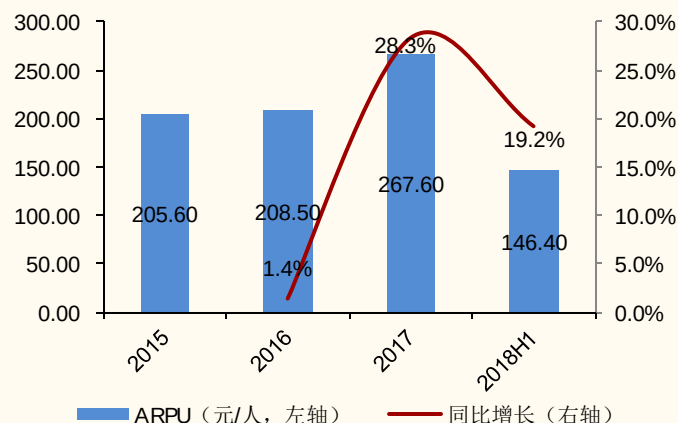
- **QQ 阅读隶属于阅文集团，不论内容库还是引流能力皆具备优势。**QQ 阅读的网络文学内容依托于阅文旗下起点中文网、创世中文网、红袖添香等平台的内容创作。昔日盛大文学的内容加上腾讯的渠道，使得阅文出生就含着“金汤匙”。阅文集团渠道主要为：①自有渠道：起点中文网、创世中文网等垂直平台、QQ 阅读；②腾讯渠道：手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、腾讯视频、微信读书等，微信读书 MAU 内生自然增长上升趋势明显；③第三方渠道：百度、搜狗、京东商城、小米多看、快猫等。阅文集团与手机品牌合作预装也贡献用户增量，其中合作品牌包括 Vivo、Oppo 和华为等。2017 年底到 2018 年上半年，由于腾讯渠道流量分配的调整，阅文集团整体付费率向下波动。但随着微信读书等渠道度过用户培养期，付费率预计或将呈上升趋势。

图表 35：阅文集团 2015 年至 2018H1 付费率



来源：阅文集团招股书，阅文集团年报，阅文集团中报，国金证券研究所

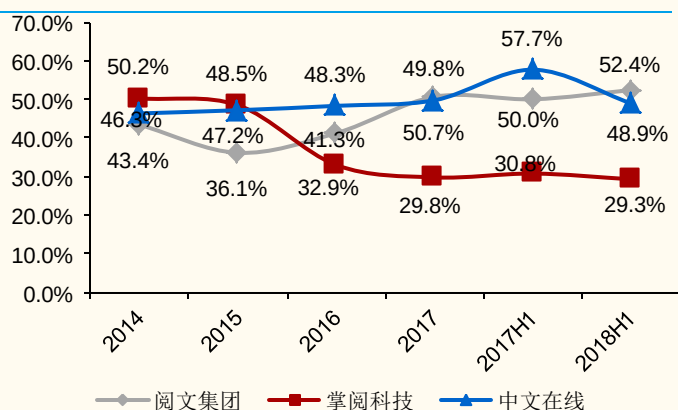
图表 36：阅文集团 2015 年至 2018H1 ARPU



来源：阅文集团招股书，阅文集团年报，阅文集团中报，国金证券研究所

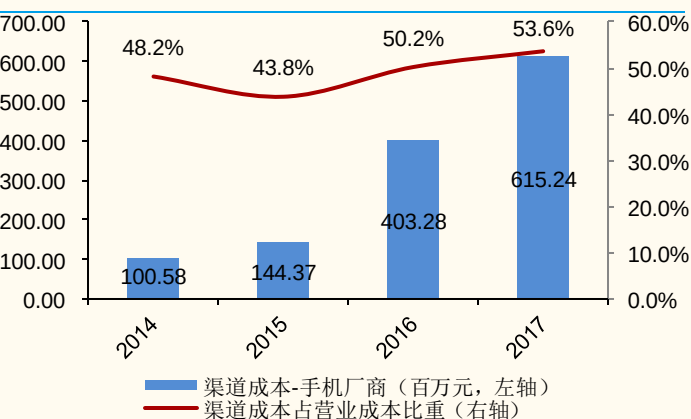
- **掌阅在渠道延展上倚重手机预装等推广方式流量优势较为稳固，**但因让利手机厂商等渠道方，毛利率短期内预计不会大幅提升。掌阅科技在渠道方面与硬件终端厂商、手机应用商店、手机软件推广服务商合作，通过预装、展示广告位等方式推广掌阅 APP，公司与渠道推广服务供应商进行分成，此类采购支出计入营业成本。掌阅科技的渠道成本占营业成本比重在 2017 年达 53.6%，2015 年至 2017 年渠道成本一直上升，毛利率低于同行公司阅文、中文在线。

图表 37：掌阅科技、阅文集团和中文在线毛利率对比



来源：掌阅科技公司公告，阅文集团公司公告，中文在线公司公告，国金证券研究所

图表 38：掌阅科技 2014 年至 2017 年渠道成本情况



来源：掌阅科技公司公告，国金证券研究所

- **咪咕阅读依靠中国移动的流量优势，从 MAU 层面来看位居移动阅读市场第三，**但内容供给依赖网络文学平台，差异化优势不明显。咪咕阅读成立于 2015 年 4 月，其前身中国移动手机阅读基地于 2009 年由中国移动浙江公司启动建设，2010 年 5 月正式推出手机阅读业务。咪

咕阅读作为中国移动直推产品，虽然面向用户广泛，但是内容供给仍依赖于网络文学内容平台，其中包括在 A 股上市的中文在线（17K 小说网）。如今，网络文学内容平台自有垂直平台同样参赛移动阅读市场瓜分，单纯的分发渠道优势被大大削减。

图表 39：咪咕阅读图示



来源：公司官网，国金证券研究所

比赛进行到 IP 全产业链对决，阅文内容资源优势突出

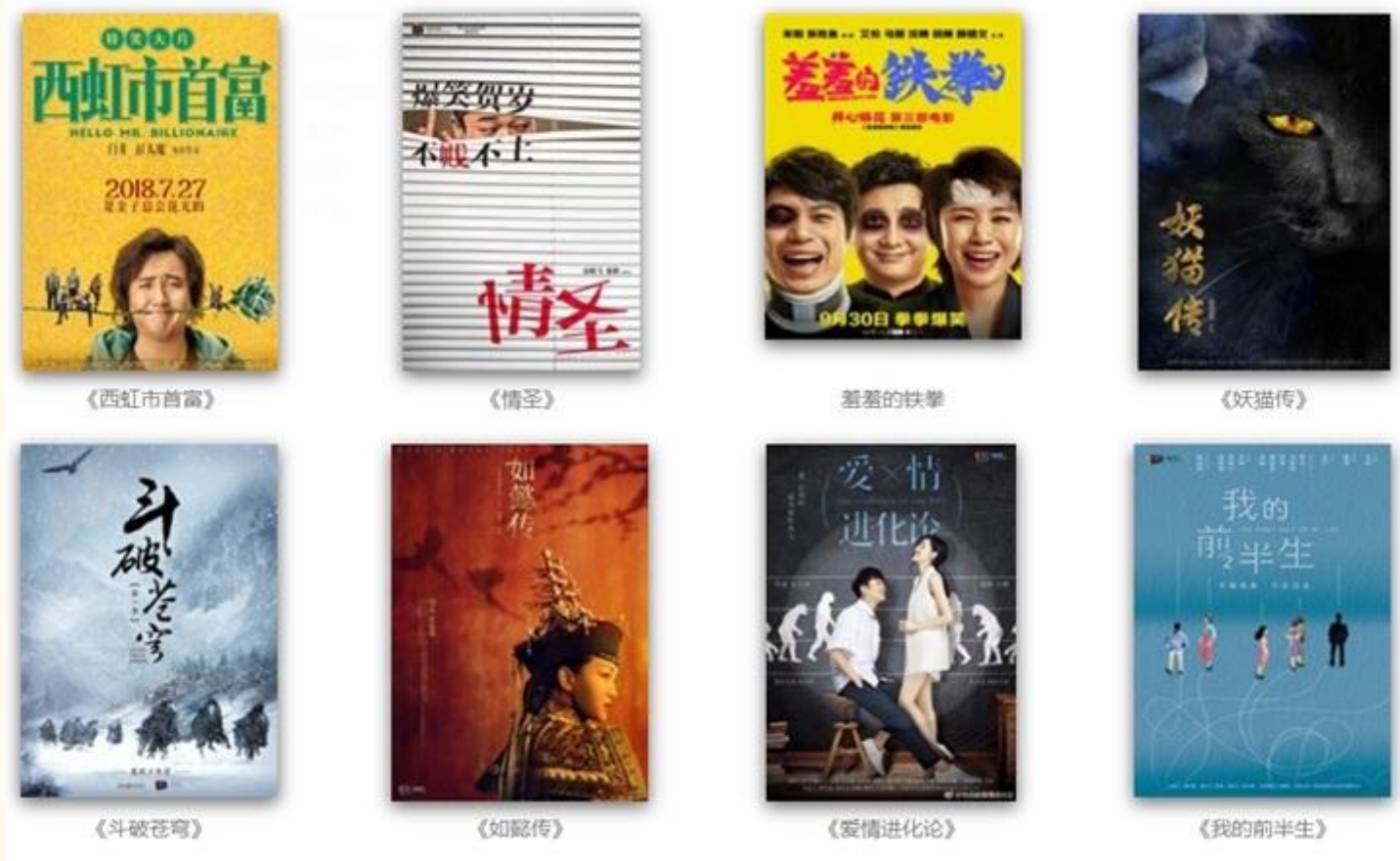
- **阅文集团收购新丽传媒，IP 产业链完善加码。**阅文集团 2018 年完成新丽传媒 100% 股权的收购，收购价约 155 亿元，参考 2018 年纯利基准 5 亿元，对应 P/E 为 31 倍。电视剧和头部网剧的内容来源很大部分为网络文学 IP；IP 改编结果一方面在于内容本身的质量，另一方面在于编剧团队的能力。一个 IP 改编出来无法将原有文字作品粉丝群迁移至影视剧消费群体的原因往往在于“不尊重原著”。新丽传媒以精品剧的制作能力见长，与王力扶、申捷、黄珂、李小明、马伯庸、高雅楠、彭扬、李潇、于淼、陈彤、秦雯、流潋紫等知名编剧签订长期合约。阅文集团的 IP 与新丽传媒的制作能力结合能够更好延展 IP 价值，从较少的固定的版权售卖金到影视剧成品收入的跨越也是 IP 产业链一体化后所带来的收入增长点。不仅如此，新丽传媒的加入，也可以消除阅文对外出售 IP 改编权的信息不对称。
- 电视剧方面，新丽传媒 2013 年以来实现销售的电视剧累计单集价格均超百万。其中《虎妈猫爸》和《小丈夫》的预售合同确认收入金额分别为 1.14 亿元和 1.81 亿元。
- 电影方面，参与投资的《失恋 33 天》位列 2011 年国产片票房前五名，作为独立投资方及执行制片方的《搜索》位列 2012 年国产票房前十名，2015 年投资制作的《夏洛特烦恼》、《煎饼侠》两部作品票房超十亿票房，分列国产电影年度票房第 4 名和第 5 名。

图表 40：新丽传媒单集电视剧售价统计

类别	电视剧
单集电视剧超过 200 万元	《一仆二主》、《女医明妃传》、《大猫儿追爱记》等
单集电视剧超过 400 万元	《大丈夫》、《辣妈正传》、《二炮手》、《虎妈猫爸》、《小丈夫》等

来源：新丽传媒招股书，国金证券研究所

图表 41：新丽传媒制作近年影视剧展示



来源：新丽传媒官网，国金证券研究所

- **阿里文学作为阿里文娱重要组成部分，深植阿里生态系统。**阿里系与腾讯系在内容端的斗争仍在继续。随着 2015 年 4 月阿里巴巴文学成立，阿里正式进军网络文学行业。阿里文学旗下包括书旗小说、淘宝阅读、UC 小说、优酷书城、PP 书城等平台。由于背靠阿里文娱资源，阿里文学在 IP 衍生业务上也有成绩显现，其中 IP 改编包括漫画、网络电影、剧集、院线电影、游戏、衍生品等种类。2017 年阿里文学正式进入网络电影领域，与阿里旗下优酷、阿里影业联合启动 HAO 计划，共同投入 10 亿资源加深内容生产。对于阿里而言，阿里文学可以为文娱生态系统提供内容源动力。
- **百度牵手完美世界入局网络文学，IP 影视改编优势尚待体现。**2013 年 6 月，百度多酷文学网上线，CEO 由 7k7k 游戏网站原副总裁孙祖德出任。2014 年 1 月，百度以 1.91 亿元收购完美世界旗下纵横中文网。百度通过纵横中文网、91 熊猫读书和多酷文学网等产品进行网络文学市场覆盖。2014 年 4 月，纵横中文网和起点达成合作，纵横中文网的书将逐步接入起点；此合作于腾讯收购盛大文学后逐渐终止。2016 年，百度出售纵横中文网给完美世界，由完美世界董事张云帆出任 CEO。2016 年 7 月，完美世界宣布对百度文学注资并实现控股。2017 年 5 月，纵横文学宣布完成新一轮融资，红杉资本和完美世界领投。虽然纵横文学在网络文学市场经验丰富、历史悠久，但是在 IP 衍生改编的产业链上尚未体现太大优势。
- **爱奇艺文学瞄准 IP 改编上游市场，全版权运营是核心。**2016 年 5 月，爱奇艺启动爱奇艺文学，旨在打通 IP 从文学创作到后续改编的全产业链。在作者方面，爱奇艺文学独家签约了唐家三少、南派三叔、Fresh 果果、水千丞等，打造明星作家团。2017 年 8 月，爱奇艺文学宣布启动“云腾计划”，以网路文学驱动影视，在一年内，分别向爱奇艺网络剧、网络大电影免费开放 100 部、500 部文学版权，开放作品由爱奇艺文学原创签约作品及各家文学网站提报的优质作品组成，并采用后期收入分成的盈利模式。

盗版集中打击加强商业壁垒，“净网行动”有助于头部集中

- **2016 年网络文学盗版集中打击，网络文学商业化加强壁垒。**2016 年 4 月由国家版权局主办的“中国网络版权保护大会”探讨网络转载版权保护、网络文学版权保护等议题，会上说明北京法院在 2015 年共审理了 1.5 万起以上的网络著作权案件。2016 年 5 月，百度宣布陆续关停“百度贴吧”文学目录下的全部贴吧，全面清查其中的盗版内容。2016 年 7 月，国家版权局、国家网信办、工信部和公安部联合开展“剑网 2016”专项行动，重点打击网络侵权盗版。在“剑网 2016”专项行动中，各地共查处行政案件 514 件，行政罚款 467 万元，移送司法机关 33 件，涉案金额 2 亿元，关闭网站 290 家。然而，文字盗版远较视频和音频容易，国家的专项打击具有周期性，网络文学公司目前主要通过民事诉讼进行点对点打击。

图表 42：央视对“剑网 2016”专项行动的报道



来源：CNTV，国金证券研究所

- **“扫黄打非”一直不停，法律线愈发清晰。**2014 年 4 月至 11 月，在全国范围内统一打击网上淫秽色情信息的“扫黄打非·净网 2014”专项行动启动。在“2018 年网络文学专项整治行动”中，由国家新闻出版署和全国“扫黄打非”办公室联合部署各地从 5 月至 8 月组织重点整治网络文学作品导向不正确及内容低俗、传播淫秽色情信息、侵权盗版三大问题。行动期间，各地共查办网络出版行政和刑事案件 120 多起，责令整改网络文学经营单位 230 余家，封堵关闭网站及账号 4000 余个，查删屏蔽各类有害信息 14.7 万余条。“扫黄打非”对网络文学行业中头部网站影响较小，头部网站编辑自查力度较强，而小网站打“擦边球”的比例更高。扫黄打非的持续深入，有利于行业向头部集中。

内容资源壁垒难以模仿，2022 年行业规模预计达 283 亿

网络文学作品兼具类型化和交互性，正版市场尚有很大空间

- **网络文学兼具交互性和类型化的特点，是“去精英化”的产物。**网络文学这个概念，不是指所有在网络平台上发表或传播的文字，更不是单纯在网络平台发布或传播的文字。网络文学作品成为商业产品的可能性，根植于其从“出生”开始就是由读者来进行“产品质量”的判断，而非文学权威机构进行的“必读篇目”论断。作品的热度和付费持续性是好作品的评判逻辑，这也更好地激励作者，完成不断可复制的作品生产闭环。网络文学行业中比拼的最为核心要素还是内容资源的竞争优势。
- 网络文学的特性在于依托网络为生产的空间，不仅是传播的手段。这也就引出网络文学的第一个特点——交互性。以网络作为生产空间，作者的生产过程呈“阶段式直播”，作者通过定期更新，在一定时间维度下，与读者保持跟进的交互频率。而传统的印刷文学作品将作者置于相对“孤独”的位置，几乎完全隐藏生产过程，作品自身是一个封闭完整的内容，读者是探索者而非参与者。而网络文学的交互性为用户粘强化、激发用户付费行为奠定基础。
- 网络文学还具有明显类型化的特点，强化不同类别的界线，而非精英文学和大众文学、主流文学和非主流文学之争，满足用户的多样消费需求，娱乐实用性较强。一篇网络文学作品的入口首先是一个明确的门类，如玄幻、仙侠、武侠、悬疑灵异等等。明确的分类一方面是网站榜单排名的基础，另一方面也为读者社群化、圈子化提供向心逻辑，进一步加强“粉丝经济”下的消费需求。类型化为网络文学衍生出的影视剧改编、游戏改编提供有一定参考意义的成功推演方向。

图表 43：网络文学作品的主要类型

男频				女频				
起点中文网	创世中文网	纵横中文网	17k 小说网·男生	晋江文学站	云起书院	潇湘书院	红袖添香	17k 小说网·女生
玄幻 奇幻	玄幻·奇幻	奇幻玄幻	玄幻奇幻	奇幻言情	玄幻·仙侠	玄幻言情 仙侠奇缘	玄幻仙侠	古装言情
武侠 仙侠	武侠·仙侠	武侠仙侠	仙侠武侠	古代言情 古代穿越	古代言情	古代言情	古言	都市言情
都市 现实	都市·现实	都市娱乐	都市小说	都市青春	现代言情 浪漫·青春	现代言情 浪漫青春	现言 青春游戏	浪漫青春
军事 历史	历史·军事	历史军事	历史军事					
游戏 体育	游戏·体育	竞技同人	游戏竞技	未来游戏悬疑		游戏竞技		
科幻 悬疑灵异	科幻·灵异	科幻游戏 悬疑灵异	科幻末世	幻想现言	科幻灵异	科幻空间 悬疑灵异	灵异科幻	幻想言情
二次元 女生网	二次元·短篇 女生·言情	二次元 花语女生		二次元言情 衍生言情		短篇 N 次元 纯爱	N 次元	

来源：各网站官网，国金证券研究所

- **网络文学原生收入的市场规模到底有多大？**以网络文学付费内容所带来收入角度，不考虑流量带来的广告收入和 IP 版权以及影视剧改变收入，我们可以通过用户群付费阅读数来计算出网络文学行业的原生收入的市场规模，预计 2022 年达 283 亿元。关于市场规模的测算有以下假设：
 - ①网络文学用户数以及付费率：根据 CNNIC 统计，2017 年网络文学用户规模为 3.78 亿人，2016 年和 2017 年用户规模增速分别为 12.3% 和 13.4%，我们估计 2018 年至 2019 年网络文学用户规模增速为 13%，2020 年至 2022 年网络文学用户规模增速为 10%，得出 2022 年网络文学用户规模或将达 6.42 亿人。我们估计行业 2017 年付费率为 5.5%，以 0.5% 增幅递增。行业整体付费率与国家打击盗版力度相关，但打击具有周期性，此处增幅仅预估付费用户习惯培养下的付费率提升。

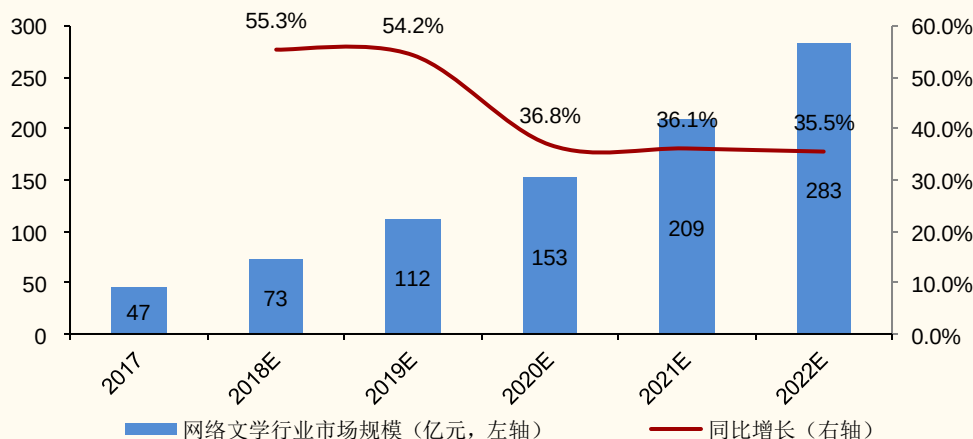
- ②每人每年阅读付费书目数量：我们估计付费用户每年每人 2017 年读 3 本付费作品，2018 年至 2019 年平均增速为 20%，2020 年至 2022 年平均增速为 10%。
- ③付费书目平均字数：我们估计 2017 年每本付费书目字数为 150 万字，未来长篇付费小说比重提升，2018 年至 2022 年平均增幅为 0.5%。
- ④付费章节单价：5 分/千字，基本不变。

图表 44：网络文学行业市场规模测算

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
网络文学用户数（亿）	3.78	4.27	4.82	5.31	5.84	6.42
付费率	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
付费用户数（亿）	0.21	0.26	0.31	0.37	0.44	0.51
每人每年阅读付费阅读书目	3.00	3.60	4.32	4.75	5.23	5.75
每本书平均字数（万字）	150	158	165	174	182	191
付费章节单价（元/万字）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每本书付费价格（元）	75	79	83	87	91	96
单用户付费金额（元）	225	284	357	413	477	550
网络文学行业市场规模（亿元）	47	73	112	153	209	283

来源：CNNIC，国金证券研究所测算

图表 45：网络文学行业 2017 年至 2022 年市场规模



来源：CNNIC，国金证券研究所测算

网络文学行业腰部作者是内容持续性的核心驱动力

- 网络文学行业付费逻辑倚重内容供给的持续性，内容创作方作者至关重要。目前，网络文学作者的职业化程度仍处于较低水平，大多数作者是兼职从事创作，其中的原因在于收入较低且不确定性较强。虽然近年网络文学作者的收入和保障体系日趋完善，但仍然不够。故而，平台吸引新生作者的能力对于平台持续供应内容的重要性就不言而喻了。吸引力主要落地在：①平台用户基数，给予作品更高的曝光度；②平台的收入、保障、培养体系；③平台与 IP 产业链合作的资源优势，为作品二次变现提供可能性。
- 那为什么挖走头部作者行为不具有可持续性和经济性？这个问题的回答也是网络文学行业进入壁垒之一的分析。
 - 头部作者数量资源稀缺。虽然头部作者每年收入亮眼，被大家熟知，但是毕竟数量有限，抢夺赛有终点。虽然头部作者有品牌效应，可以迅速为新平台起到广告促销的作用，但是毕竟由于网络文学客群众口难调，单一作者的付费用户群还是占比较小。
 - 头部作者优质作品产能有限。头部作者的首要条件是产出优秀的作品且尽可能多地被展示给读者，从而累积读者群体，打造口碑。但是单

一作者优秀作品的偶发性很大，即使是能力出众的头部作者的产能还是非常有限，头部作者更新连载作品的频率远不及读者的消费需求缺口。而且小说产品还具有“一次性”消费属性（可能读者会阅读 2-3 遍，但是付费过程一般是一次性的），如果想要依靠头部作家来撬动可持续发展能力并不现实，而且头部作家的写作周期也具有时限。

- ③头部作者成本较高。挖来头部作者一般需要支付一定的“转换成本”，通过不断挖作者进来的方式会加剧平台的成本负担，毛利率承压。而依赖腰部作者培养体系的平台议价能力较强，成本控制能力较强。
- 作家培养机制的标准化流程需要被制定，持续的“造血能力”是关键。从基层作者到中层作者再到头部作者需要有较为清晰的路径，且理想状态是腰部作者群体力量强劲，承上启下，从而保证持续的“造血能力”。阅文集团打造网络文学最明星榜单，起点的白金作家、大神作家体系就为持续选拔优质作者贡献一份力。阅文还开设“阅文星学院”对作者进行专业培训。而咪咕阅读和掌阅均开办网络征文大赛，发掘新势力。

图表 46：各网络文学平台作者吸引机制



来源：各网站官网，国金证券研究所

投资建议

- **网络文学行业在移动流量红利消散背景下，倚重内容资源优势的付费用户拓展是发展关键。**2018H1 手机网民规模比重已达 98.3%，流量红利消散已成事实，诸家比拼在于存量市场的博弈，已有的移动互联网用户基础在短期内预计不会爆发式增长。网络文学作为重要的内容生产端，根据我们的测算，以网络文学付费内容所带来收入角度，不考虑流量带来的广告收入和 IP 版权以及影视剧改编收入，通过用户群付费阅读数来计算网络文学行业的原生收入的市场规模，预计 2022 年网络文学付费用户数达 0.51 亿人，市场规模达 283 亿元。
- **网络文学行业付费逻辑倚重内容供给的持续性，腰部作者扮演关键角色。**虽然近年网络文学作者的收入和保障体系日趋完善，但是任重而道远。网络文学作者的职业化和专业化程度仍处于较低水平，大多数作者是兼职从事网络文学创作，平台吸引新生作者的能力对于平台持续供应付费内容的重要性就不言而喻了。并且，作者资源的占据也是网络文学行业的进入壁垒之一。其中，平台脱颖而出在于腰部作者的培养留存，因头部作者资源缺乏持续性和经济性，平台长期发展非仅仅依靠头部作者的抢夺。
- **阅文集团，从内容资源体量、作者培养机制完善性、内容分发渠道以及管理层经验能力上皆具优势。**从 2003 年起点中文网 VIP 收费模式的成功落地，竞争者竞相模仿，到伴随行业发展的用户基数累积和作者圈知名度，阅文集团旗下垂直网站在新生用户和新生作者吸引层面优势不言而喻。我们预计，阅文集团凭借较强的运营能力和中腰部作者资源的壁垒优势，在网络文学行业中龙头位置较为稳固。

风险提示

- **因互联网娱乐方式多样性增多，网络文学阅读用户增长或许乏力。**互联网娱乐方式层出不穷，目前各品类产品如长视频、短视频等对于文字阅读的替代效应和正向溢出效应尚未被完全证实。如未来出现对于文字阅读较好替代的产品，对于网络文学行业的发展可能造成一定的冲击。
- **盗版打击具有周期性，打击力度较难准确预估。**网络文学行业付费率的提升，在很大程度上受到国家对于盗版文学作品打击力度的影响。但是政策发布具有一定不确定性，故而付费率可能受到影响。
- **作者留存跟进具有不确定性，可能对内容产出有影响。**网络文学行业依赖内容的持续创作和新生作者的跟进，如果作者大量流失可能对行业发展产生负面影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH