



Research and
Development Center

《庆余年》，只是开始

—— 阅文集团（0772.HK）深度报告

2020年02月14日

王建会 传媒行业分析师

证券研究报告

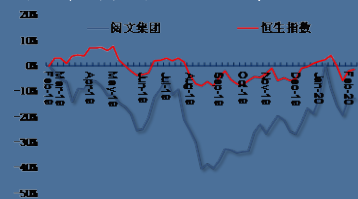
港股研究——深度研究

阅文集团 (0772.HK)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

阅文集团相对恒生指数表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.2.13)

收盘价 (港元)	35.8
总股本 (亿股)	10.12

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

王建会 传媒行业分析师
 执业编号：S1500519120001
 联系电话：(010) 83326755
 邮箱：wangjianhui@cindasc.com

《庆余年》，只是开始

阅文集团 (0772.HK) 深度报告

2020年02月14日

本期内容提要：

- ◆ **在线阅读业务平台效应稳固，拥有众多头部作家以及 50% 的用户市占率。**公司拥有网络文学市场 70% 的内容、50% 的创作者、主要顶尖网络作家和 50% 左右的用户，双边平台效应已经形成，并且作家保障制度完善，背靠高流量自有平台和腾讯渠道，公司下属在线阅读平台包括 QQ 阅读、起点中文网、红袖添香、小说阅读网、潇湘书院等，拥有晋江文学城 50% 的股份（相关收益计入投资收益），另外平台持续造血能力强大，除头部作品外，也聚集了众多腰部作家，作家与读者生态完善，在运营方面，公司通过社区粉丝运营、算法与编辑推荐结合等方式，有望增加读者黏性，提高读者付费率。
- ◆ **行业层面：在线阅读虽已过爆发期，但用户基数大且粘性强，同时版权运营提供充分的变现空间。**在线阅读最早出现的在线娱乐方式之一，经过数轮互联网用户红利之后，在线阅读用户规模占互联网用户半数以上，作为一种基础娱乐方式，在线阅读的刚性需求持续存在。同时近年来 IP 价值被重新认识，作为影视剧等产品的重要生产资料，IP 的成交量逐渐提高，版权运营收入占比持续提高，有望成为行业主要收入增长点，另外对比国外我国电子书占比较小，电子书销售有望持续提升，最后在线阅读行业商业模式逐渐增多，免费模式通过扩展更多用户群，提高行业广告收入，电子书、听书耳机等硬件的发展将提高阅读体验，增加行业付费率。
- ◆ **收购新丽传媒，保证 IP 开发质量，最大化 IP 价值。**公司版权运营收入包括 IP 改编权转让收入和投资影视剧收入，收购新丽之前公司基本不参与具体的影视剧内容制作，但剧集等出品方无法保证改编的质量，导致改编作品的低收视率，无法培养 IP 口碑，收购新丽之后，公司直接参与 IP 改编全过程，保证剧集等与作品本身的贴合程度，一方面书粉、观众反响良好，比如《庆余年》，公司获得除 IP 之外超额收入，另一方面公司可通过自主 IP 运营，扩展 IP 影响力，同时公司庞大的内容库可持续提供高影响力 IP 改编作品，打造“阅文出品”的品牌效应，培养新的业务增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 67.32、82.75、93.32 亿元，同比增长 33.6%、22.9%、12.8%，归属母公司股东的净利润分别为 9.15、12.62、14.11 亿元，同比增长 0.4%、38.0%、11.8%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 0.90 元、1.25 元和 1.39 元，对应 2020 年 2 月 13 收盘价（32.2 元/股、35.8 港元/股）的动态 PE 分别为 36 倍、26 倍和 23 倍，看好公司版权运营业务的未来收入空间，同时下游渠道扩展持续利好内容端，结合可比公司 2020 年平均 PE 情况，给予公司 2020 年 35 倍 PE 的估值，按照 2020 年利润 12.62 亿元，给予公司 490.8 亿港元（441.7 亿元）目标市值，对应每股价值 48.48 港元（43.63 元），首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂:** 优秀影视改编作品, 下游 IP 需求持续增加, 影视去库存

◆ **风险因素:** 政策因素, 盗版无法控制, 其他平台崛起竞争加剧, 腾讯持续降低对公司的导流

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	4095.07	5038.25	6732.21	8275.14	9331.63
增长率 YoY %	60.1%	23.0%	33.6%	22.9%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	556.13	910.64	914.63	1262.31	1411.29
增长率 YoY%	1416.2%	63.7%	0.4%	38.0%	11.8%
毛利率%	50.7%	50.8%	54.2%	55.3%	56.1%
净资产收益率 ROE%	4.4%	4.9%	4.7%	6.1%	6.4%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.89	0.90	1.25	1.39
市盈率 P/E(倍)	59.24	36.18	35.66	25.84	23.11
市净率 P/B(倍)	2.58	1.77	1.69	1.58	1.48

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 02 月 13 日收盘价, 港元兑人民币汇率按 0.9 计算

目 录

一、公司概况：在线阅读市占率高基本盘稳固，版权运营有望实现爆发性增长.....	1
二、付费阅读业务：高市占率及内容持续生成能力，构成公司业务的稳定基本盘.....	8
1、行业商业模式：以平台为中心，文字订阅为主要收入来源.....	8
2 行业规模：增长已过爆发期，长期增长依赖付费提升和版权保护增强.....	10
(1) 付费率展望 1：盗版问题持续困扰行业，是付费率低的主要原因之一.....	12
(2) 付费率展望 2：人口消费习惯迭代有望推动长期付费率提高.....	13
(3) 付费率展望 3：越来越多元的内容供给能够刺激用户消费.....	14
(4) 付费率展望 4：电子书是长期趋势.....	15
3、公司核心优势 (1)：完善的作家生态，持续充实的内容库.....	16
4、公司核心优势 (2)：背靠腾讯并购整合，渠道资源丰富.....	20
5、公司核心优势 (3)：网文出海，是文化也是市场.....	21
三、免费阅读：流量思维下对传统付费模式的突破，阅读市场的新蓝海.....	21
1、免费阅读发展迅猛，MAU 快速拉升.....	21
2、免费阅读市场规模：流量价值长期存在，广告收入贡献行业收入增量.....	24
3、公司推出免费产品“飞读 APP”，进军蓝海市场.....	24
四、版权运营：重新定义网文价值.....	26
1、内容库是产品也是生产资料，版权需求显著增加.....	26
2、自营下场保质，收购新丽传媒.....	31
(1) 新丽传媒：业内知名影视出品公司，影视资源丰富.....	31
(2) 收购意义：保证开发质量，放大 IP 价值.....	34
(3) 自营下场的优质改编作品：《庆余年》.....	36
五、盈利预测与估值.....	37
1、收入预测.....	37
2、其他主要预测指标.....	39
3、估值.....	39
六、风险因素.....	40

表 目 录

表 1 不同娱乐方式价格对比.....	12
表 2 2017 年网络作家富豪榜.....	14
表 3 2018 年中国网络小说排行榜.....	17
表 4 QQ 阅读推荐图书前十名榜单.....	18
表 5 起点中文网平台作家福利.....	18
表 6 起点中文网作家等级制度介绍.....	19
表 7 付费阅读和免费阅读 APP 的用户重合度.....	23
表 8 免费阅读收入空间测算.....	24
表 9 新丽传媒主要影视剧作品.....	33

图 目 录

图 1 阅文集团历史沿革.....	1
图 2 阅文集团股权结构（截止到 2019H1）.....	2
图 3 2014-2019H1 公司收入（亿元）及增长率.....	2
图 4 2014-2019H1 公司收入构成（亿元）.....	2
图 5 2014-2019H1 公司在线阅读业务收入（亿元）与增长率.....	3
图 6 不同渠道的在线阅读收入增速.....	3
图 7 公司自有及自营平台 MAU（百万）.....	4
图 8 公司自有及自营平台付费人数（百万）.....	4
图 9 公司自有及自营平台付费率.....	5
图 10 公司自有及自营平台付费 ARPU（元/月）.....	5
图 11 2014-2019H1 公司版权运营业务及其他收入（亿元）与增长率.....	5
图 12 版权授权数量（万部）.....	5
图 13 2014-2019H1 公司毛利率.....	6
图 14 2019H1 营业成本构成情况.....	6
图 15 2016-2019H1 公司经营利润率和净利率.....	7
图 16 2015-2019H1 期间费用率.....	7
图 17 2016-2019H1 公司归母净利润（百万）及增速.....	7
图 18 中国数字阅读行业产业链.....	8
图 19 2012-2020 年中国数字阅读行业各业务收入占比.....	9
图 20 2012-2020 年中国数字阅读行业各业务收入占比.....	10
图 21 网络文学市场规模（百万元）.....	11
图 22 在线阅读用户规模（万）.....	11
图 23 中国网络文学累计作品数（万部）.....	11
图 24 中国网络文学作者数量（万人）.....	11
图 25 网络文学用户分类.....	13
图 26 Z 世代、全体网民对不同消费级别的付费意愿对比.....	13
图 27 付费用户、全部用户的年龄分布.....	13
图 28 数字出版行业规模（亿元）.....	15
图 29 电子书数量（万本）.....	15
图 30 中美电子书市场渗透率对比.....	15
图 31 免费阅读、付费阅读 MAU 对比.....	15
图 32 2014-2019H1 公司平台作品和作家数量（万）.....	16
图 33 2019H1 公司内容库作品来源（万部）.....	16
图 34 公司在线内容分发渠道.....	20
图 35 主要阅读 APP 月均活跃用户数.....	22
图 36 头部付费/免费阅读器月人均使用次数（次）.....	22
图 37 头部付费/免费阅读器月人均使用天数（天）.....	22
图 38 免费阅读用户地域画像.....	23
图 39 免费阅读用户人群画像.....	23
图 40 免费阅读业务模式.....	25
图 41 泛娱乐产业链开发情况.....	26

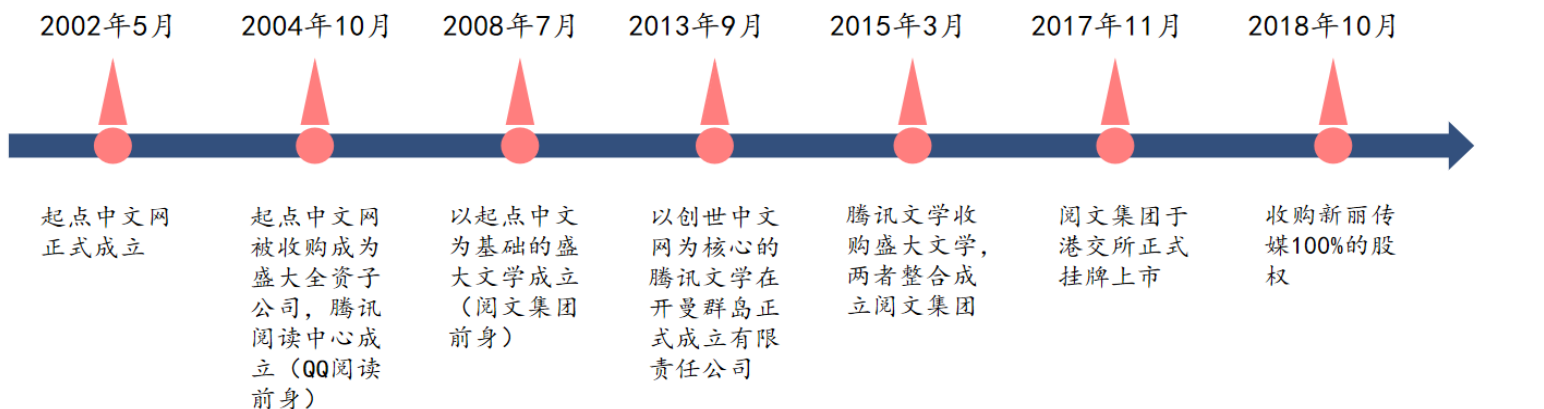
表 10 与新丽签订长期合作的编剧情况	33	图 42 2017 及 2018 年网络文学作品改编数量 (部)	26
表 11 新丽自有与合作的部分制片人、导演、演员情况	34	图 43 主要在线阅读平台内容占比	27
表 12 在线阅读业务收入预测 (单位: 百万)	37	图 44 改编为娱乐作品的文学作品中阅文份额	27
表 13 版权运营业务收入预测 (单位: 百万)	38	图 45 2014-2019H1 公司版权运营收入 (亿元) 及增速	27
表 14 主要预测指标 (单位: 百万)	39	图 46 阅文集团生态系统	27
表 15 相对估值表	40	图 47 公司合作过的第三方公司和已开发的作品情况	28
		图 48 公司 IP 电影改编情况	28
		图 49 公司 IP 电视剧/网剧改编情况	29
		图 50 斗罗大陆全产业链开发	30
		图 51 《新斗罗大陆》手游与《斗罗大陆》动画片第三季联动	30
		图 52 全职高手改编情况	31
		图 53 新丽传媒承诺业绩 (亿元)	31
		图 54 新丽传媒净利润 (亿元)	31
		图 55 漫威宇宙形成过程	35
		图 56 起点中文网榜单 (2020 年 1 月 31 日)	36

一、公司概况：在线阅读市占率高基本盘稳固，版权运营有望实现爆发性增长

阅文集团是腾讯旗下附属公司，主要运营在线阅读平台，公司旗下阅读平台包括 QQ 阅读 APP、起点中文网、红袖添香、小说阅读网、潇湘书院等网站，公司拥有网络文学市场 70% 的内容、50% 的创作者、主要顶尖网络作家和 50% 左右的用户，形成了重要的平台网络和品牌资源。2018 年 10 月公司收购老牌影视公司新丽传媒，正式进入影视开发领域，参与开发了《庆余年》等经典剧集，IP 变现收入持续提高，已成为公司新的业绩增长点。

历史沿革：2002 年 5 月起点中文网成立，2003 年 10 月，网站首推付费阅读模式，2004 年 10 月，起点中文网被盛大收购，之后盛大文学又将红袖添香、小说阅读网、潇湘书院等网站纳入版图，网络文学进入集团化发展阶段。2013 年移动互联网出现后，因经营原起点中文网管理团队离开盛大文学，进入腾讯文学，2015 年腾讯文学收购盛大文学组建阅文集团，统一管理运营旗下的起点中文网、创世中文网、QQ 阅读等品牌，起点创始人吴文辉任阅文集团执行董事，2017 年 11 月 8 日，阅文集团于香港联交所挂牌上市，2018 年公司收购新丽传媒 100% 股权。

图 1 阅文集团历史沿革



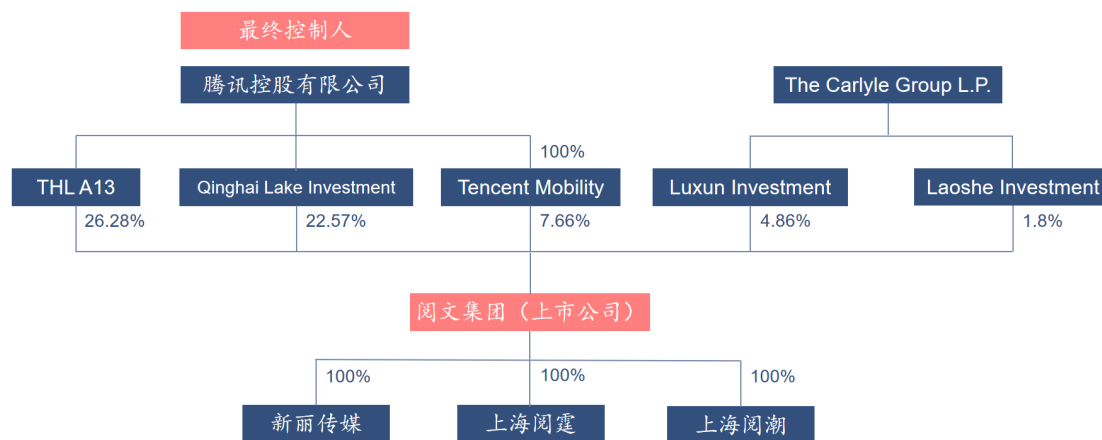
资料来源：阅文集团官网，信达证券研发中心

公司是腾讯旗下控股公司。2019H1 阅文集团前三大股东 THL A13 Limited（持股比率 26.28%），Qinghai Lake Investment Limited（持股比率 22.57%），Tencent Mobility Limited（持股比率 7.66%）的实际控制人是腾讯控股有限公司，因此腾讯控股间接持有阅文集团 56.51% 的股权，是公司的最终控制人。第四、五大股东 Luxun Investment Limited（持股比率 4.86%）Laoshe Investment Limited（持股比率 1.80%）的实际控制人是 The Carlyle Group L.P.（凯雷集团），间接持有阅文集团 6.67%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

的股权，阅文集团 CEO 吴文辉、梁晓东及新丽传媒董事长曹华益分别持有公司 2.65%、0.39%、4.84%的股权。新丽、上海阅霆、上海阅潮均为阅文集团的直接全资附属公司。

图 2 阅文集团股权结构（截止到 2019H1）

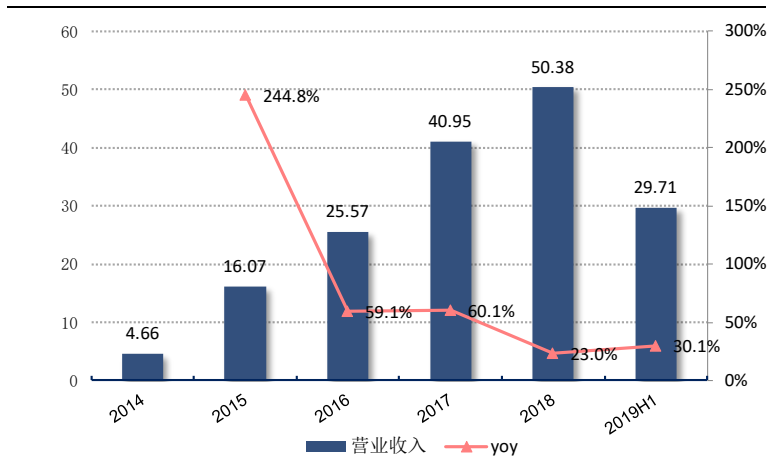


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

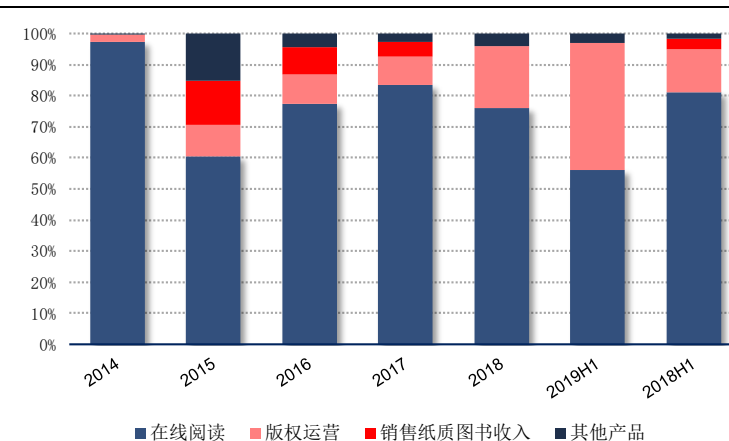
公司营业收入保持稳步增长趋势。2018 年实现营业收入 50.38 亿元，2014-2018 年复合增长率达 81.3%，2019H1 实现营业收入 29.71 亿元，同比增长 30.1%。营收增长驱动力共分为两个阶段，2018 年之前主要依靠在线阅读收入增长，主要因公司并入腾讯后渠道能力大幅提高，用户规模和付费用户提高，2018 年之后版权收入大幅增长，在总收入的比重大幅提高，主要因影视行业对 IP 内容的需求增加所致。

图 3 2014-2019H1 公司收入（亿元）及增长率

图 4 2014-2019H1 公司收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

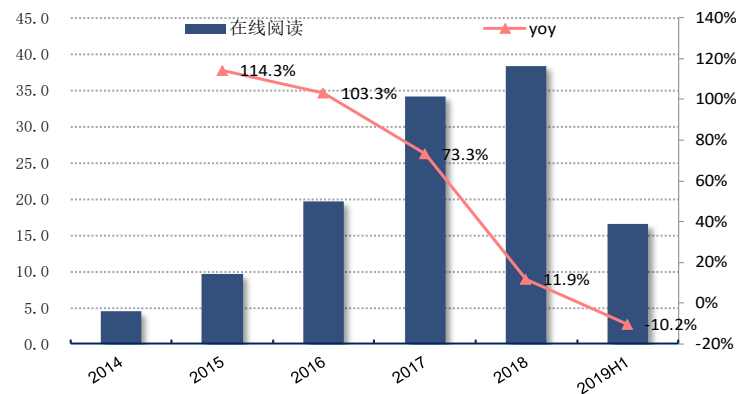


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

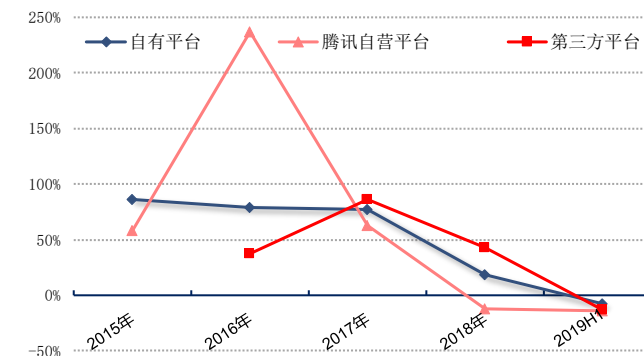
在线阅读业务贡献主要收入，构成收入基本盘。2019H1 公司在线阅读业务实现收入 16.62 亿元，同比下降 10.2%，占总收入比重 56%，2019H1 三个板块的营业收入均有一定程度的下滑：自营频道收入下跌 7.5%，主要由于 2019H1 公司配合监管下架了一些书籍，同时付费内容审核趋严上架图书时长增加，导致付费用户数减少；腾讯自营渠道收入自 2018 年收入持续下降，主要由于腾讯方降低了对阅文的导流比重，2018 年增速-13.8%，2019H1 增速-13.1%；第三方平台收入同比下降 13.2%，主要由于 2019H1 公司中止与多家第三方平台的合作。在线阅读行业经过多年的发展后增速有所放缓甚至呈下降的趋势，阅文和掌阅两家头部企业占据了市场近八成份额，行业规模已近天花板，短期内在线阅读平台不会出现爆发性增长，同时免费阅读市场兴起对传统的付费阅读模式带来了一定的冲击，多重因素叠加拉低了在线业务的增速。

图 5 2014-2019H1 公司在线阅读业务收入（亿元）与增长率

图 6 不同渠道的在线阅读收入增速



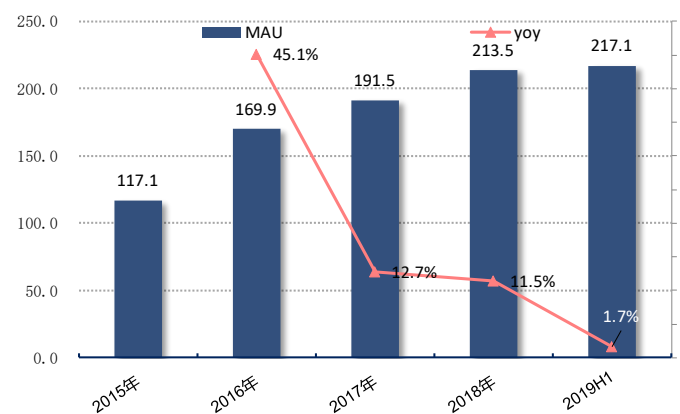
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

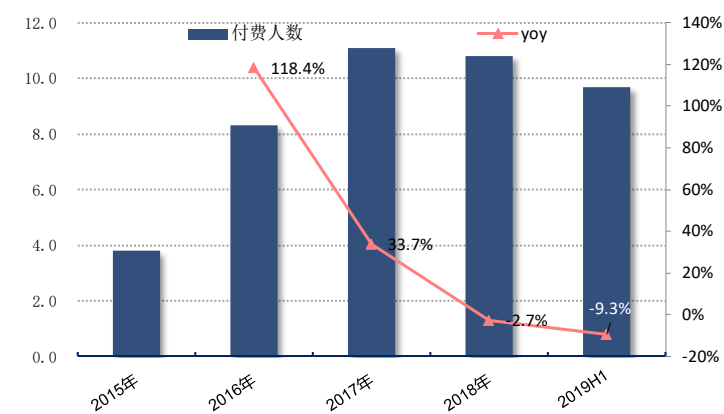
经营数据上，公司平台 MAU 总体趋向平稳，但付费人数和 ARPPU 有小幅下滑趋势。2019H1 自有及自营平台 MAU 同比增长 1.7%至 2.17 亿人，付费率降至 2019H1 的 4.5%，ARPPU 降至 22.5 元，2019H1 经营数据下滑有审核因素影响，并不全部代表行业情况，我们预计 2019 全年平台仍可维持小幅自然增长，2019 下半年被下架修改图书已陆续上架，加之有《庆余年》等多部知名 IP 剧集播出，以及出版电子书内容的不断完善，平台 MAU 相比上半年有望提升，付费率有望改善。

图 7 公司自有及自营平台 MAU (百万)

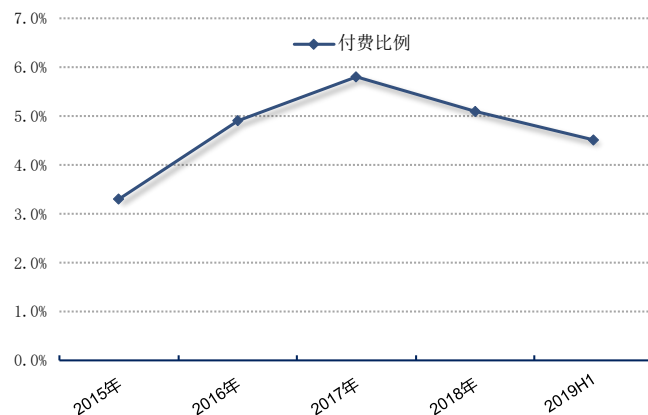


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

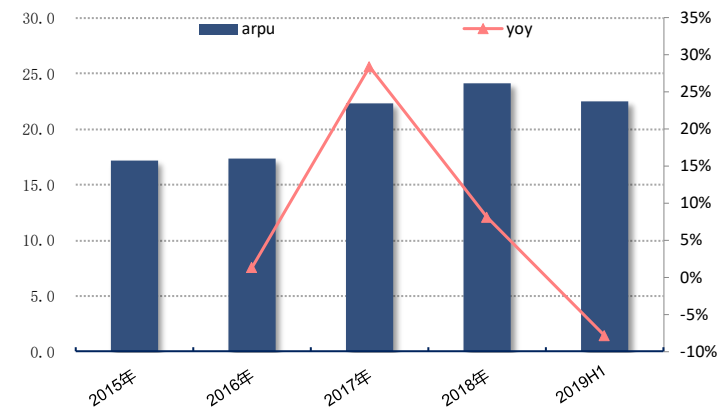
图 8 公司自有及自营平台付费人数 (百万)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9 公司自有及自营平台付费率


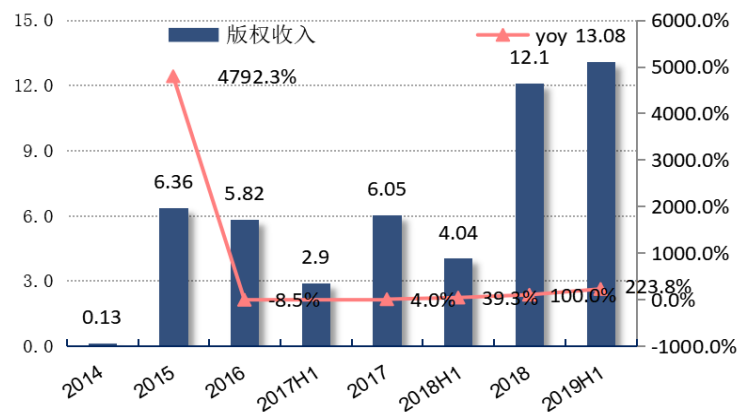
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10 公司自有及自营平台付费 ARPU (元/月)


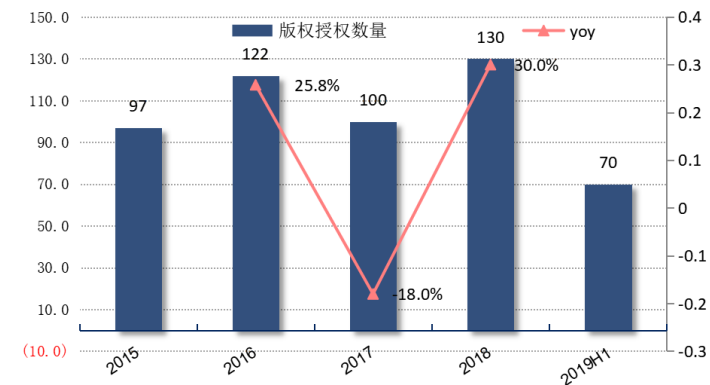
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

版权运营收入成为公司业务增长主要驱动力，部分抵消了在线阅读业务增速下降。2019H1 实现版权运营及其他收入共 13.08 亿元，同比增长 224.1%，占总收入比重跃居 44%，主要由于授权小说改编权增加，公司于 2015/2016/2017/2018/2019H1 分别授权 97/122/100/130/70 部网络文学作品的改编权，涉及电影、电视剧、游戏、动漫等板块，并且 2018 年 10 月公司收购新丽传媒 100% 股权，进入自制 IP 改编领域，2019H1 新丽传媒实现收入 6.60 亿元，并入公司版权运营收入，占该部分收入的 50.4%，同时新丽传媒拥有丰富的储备，《青簪行》、《他其实没有那么爱你》、《斗罗大陆》、《新天龙八部》、《狼殿下》等一系列作品有望于 2020 年上映，增厚公司业绩。2019H1 公司推出免费阅读软件飞读，软件内书籍可免费阅读，通过广告获利，因此 2019H1 广告收入有所增长。

图 11 2014-2019H1 公司版权运营业务及其他收入 (亿元) 与增长率
图 12 版权授权数量 (万部)



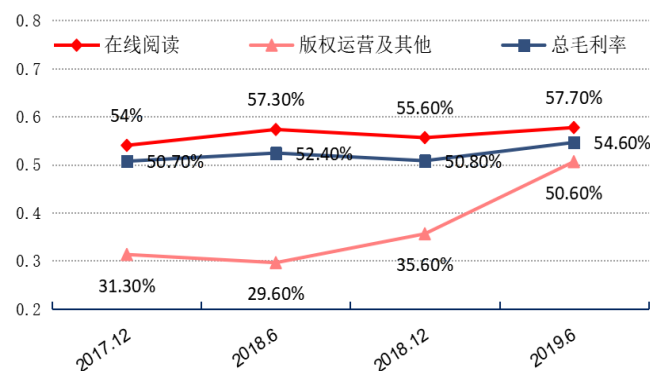
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

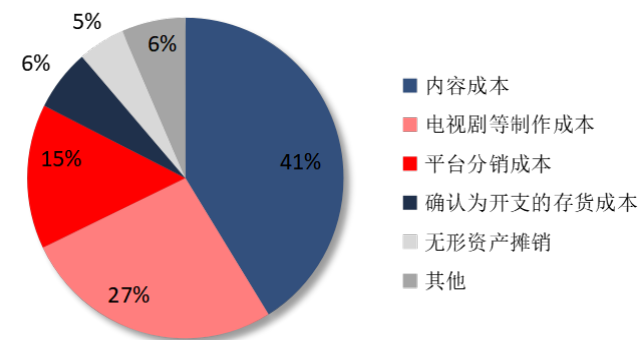
公司毛利率呈上升态势, 主要由于在线阅读的规模效应和产业链扩展的协同效应。在线阅读主要成本包括内容成本 (主要是作者分成)、渠道成本等, 2019H1 该毛利率 57.7% (2018 年 55.6%), 并购新丽后, 公司版权运营及其他业务毛利率从 35.6% 上涨到 50.6%, 主要由于公司版权运营效率提高。

图 13 2014-2019H1 公司毛利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

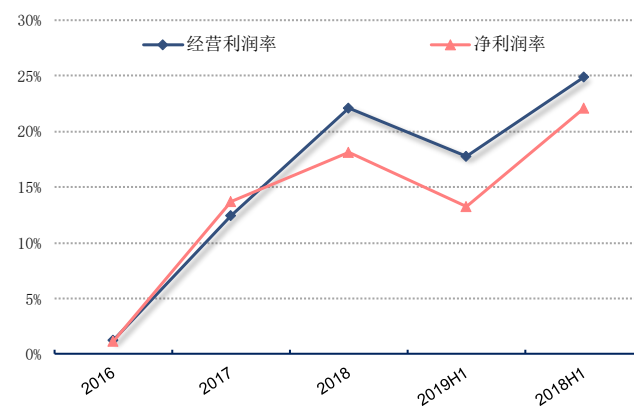
图 14 2019H1 营业成本构成情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

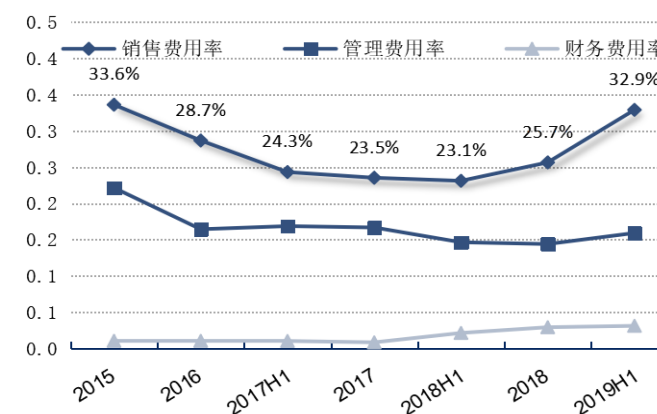
由于飞读的推广以及并购新丽的影响，销售费用率大幅增加，经营利润率和净利率有所下降。2018 年实现归母净利润 9.11 亿元，同比增长 63.7%，净利率为 18.1%，2019H1 实现利润 3.93 亿元，净利率为 13.2%。期间费用率出现不同程度的上升：1.销售费用率上升幅度最大，同比提高 7.2 个百分点，主要原因是免费阅读产品的推广和自营网游营销开支增加以及合并新丽传媒的营销销售支出；2.管理费用率受合并新丽传媒业务、员工福利、网游外包开发支出增加的影响上升至 15.9%，同比提高 1.5 个百分点；3.财务费用率同比上升 0.2 个百分点，系利息开支的增加所致。

图 15 2016-2019H1 公司经营利润率和净利率



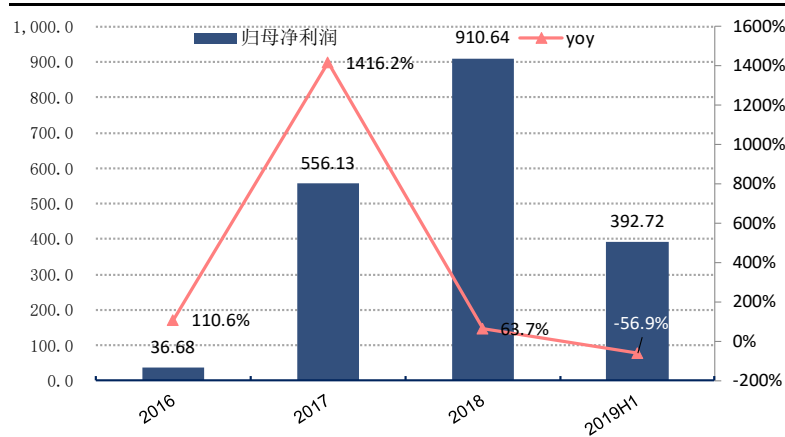
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16 2015-2019H1 期间费用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17 2016-2019H1 公司归母净利润（百万）及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

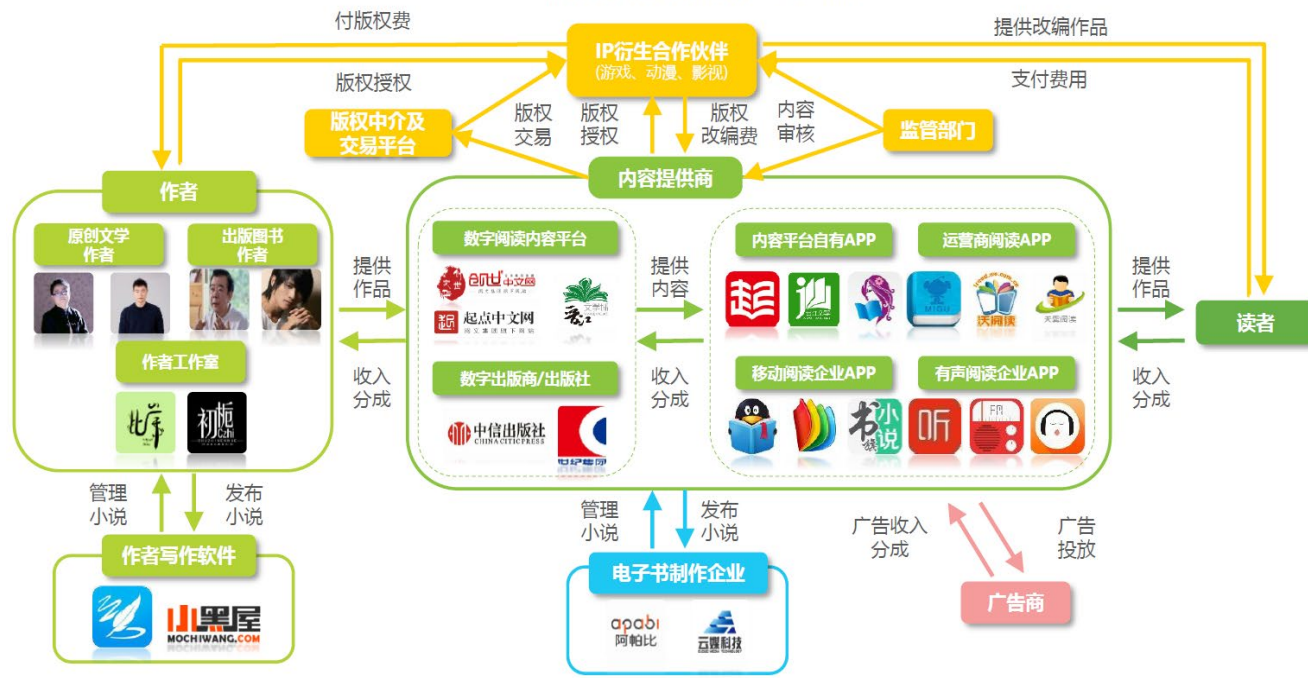
二、付费阅读业务：高市占率及内容持续生成能力，构成公司业务的稳定基本盘

1、行业商业模式：以平台为中心，文字订阅为主要收入来源

我国数字阅读产业以平台为中心，上游包括作者等内容创作者，下游为读者，中间是众多小说平台及版权商等构成，提供产品包括网络文学和出版电子书等（不讨论新闻等内容），平台在其中起重要作用，行业集中度较高，按提供内容的数量前五大参与者包括阅文平台、中文在线、掌阅、百度文学、阿里文学，作品数量份额分别为 72.0%、27.5%、5.2%、3.4%及 1.7%。作者是平台生态的重要组成部分，根据公司招股书，2016 年末我国网络文学作家达 600 万，预计 2020 年达 850 万，其中前五大平台作者占比分别为 88.3%、41.6%、33.3%、8.3%及 5.0%。

图 18 中国数字阅读行业产业链

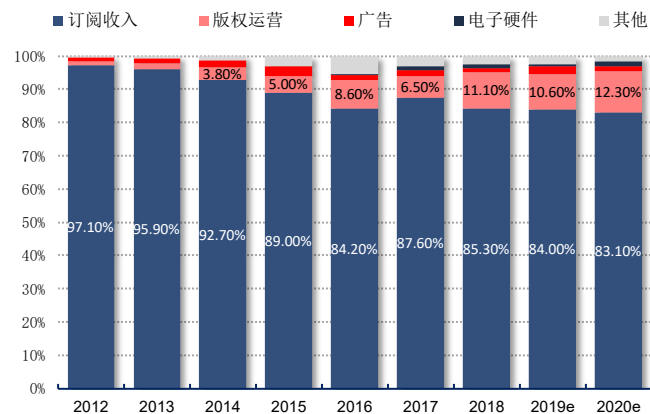
2018年中国数字阅读行业产业链



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

变现方式愈加丰富，但行业主要收入来源仍是文字订阅。根据艾瑞咨询的数据预计 2020 年行业文字订阅收入仍占到 80% 以上，但版权运营收入占比快速提升，小说库从商品变成泛娱乐的重要生产资料，2015 年是网文 IP 爆发的元年，2019 年的头部 IP 价格能达千万，市场快速增长，2016 年网剧市场规模已达 106 亿，之前多部网剧改编成功，比如《花千骨》《琅琊榜》等，为市场注入强心剂，一度被低估的网络文学收到市场追捧，大批网文被改编成电视剧，另外改编产品还有游戏动漫，《花千骨》游戏，《全职高手》动漫等。除了 IP 运营变现外，其他变现方式还包括广告、硬件收入等，比如掌阅推出了 Ireader 阅读器，阅文推出了口袋阅等，目前收入份额占比还较低，商业价值有待后续观察。

图 19 2012-2020 年中国数字阅读行业各业务收入占比



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 20 2012-2020 年中国数字阅读行业各业务收入占比

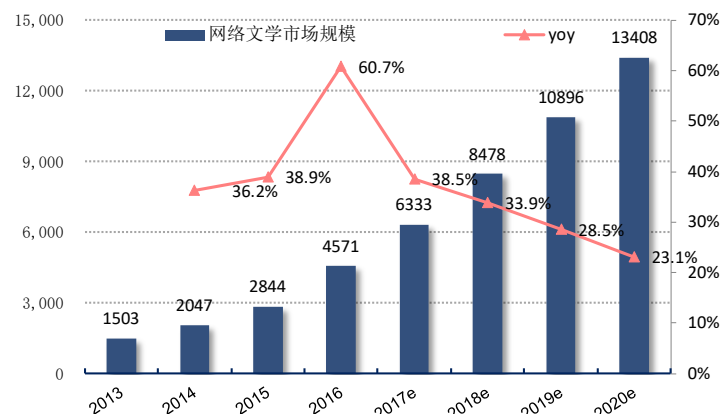
<p>付费阅读</p> <p>最重要收入来源，付费方式有按篇、按本、包月、包年等。各大平台通过为用户提供精品化、多样化、个性化的内容和服务，提升用户付费意愿。</p>	 	<p>图书出版发行</p> <p>传统的出版社出版作者的作品，作者和出版社合作，或者网络文学网站于出版社合作，网站、作者、出版社三位一体的营销模式，阅读平台拥有大量版权资源，通过整合出版读物及网络小说进行纸质出版发售，获得一定收入</p>
<p>广告收入</p> <p>广告主在阅读平台投放广告所支付的广告费用，一般来说流量大的平台广告收入会更多。</p>	 	<p>用户打赏</p> <p>用户通过对具体作品或者作者等进行打赏，来表现自己喜好的一种方式。使用打赏方式的作者通常粘性较高。</p>
<p>硬件销售</p> <p>一些数字阅读企业开始出售专业的阅读硬件，不断为用户提供更好的阅读体验，从而提升用户对于阅读平台的忠诚度。</p>	 	<p>版权增值</p> <p>第二大收入来源。除了出售电子版权外，各平台致力打造文学IP为核心，游戏、影视、文学、动漫相互联动的IP运营方式，深入挖掘IP价值。</p>

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2 行业规模：增长已过爆发期，长期增长依赖付费提升和版权保护增强

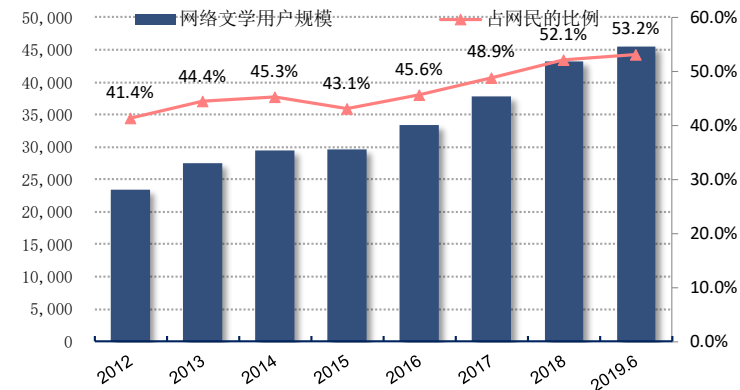
网络文学用户增长已过爆发期。该行业从互联网初期即出现，也经历过移动互联网爆发带来的用户增长的红利，目前处于缓慢增长期，但网络文学的用户数量庞大，占互联网网民数量的 50% 以上，根据 Frost&Sullivan 的预测，按文字付费统计的收入计算，整个市场规模预期 2020 年能达 134 亿。根据阅文招股书，2016 年我国网络文学用户 3.32 亿人，作品总数 1160 万部，预计 2020 年达 4.21 亿人，作品总数 2240 万部。

图 21 网络文学市场规模 (百万元)



资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

图 22 在线阅读用户规模 (万)



资料来源: CNNIC, 信达证券研发中心

图 23 中国网络文学累计作品数 (万部)

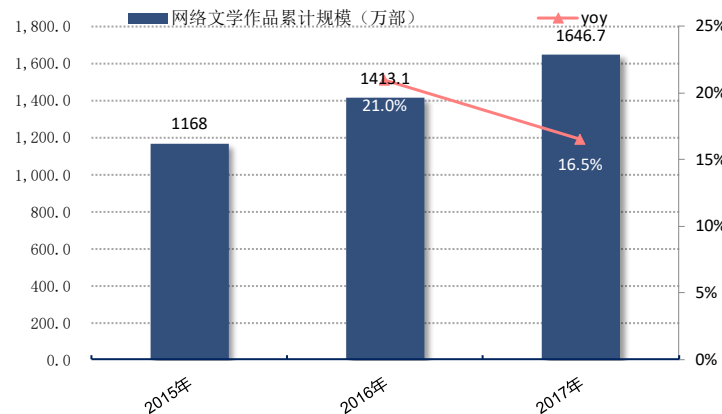
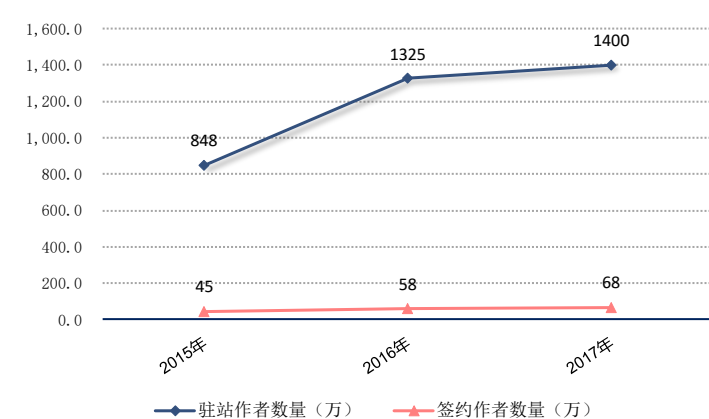


图 24 中国网络文学作者数量 (万人)



资料来源：《中国网络文学发展报告 2017》，信达证券研发中心

资料来源：《中国网络文学发展报告 2017》，信达证券研发中心

行业月活增速放缓引发对在线阅读天花板的讨论，我们认为狭义的网络文学不会出现爆发性的增长，但长期付费习惯养成、内容持续多样化及影响力逐步提高将使网络文学市场不断缓慢增长，网络文学有不同于其他娱乐活动的特性，存在固定受众群，并不会被替代。而出版物电子化是个长期趋势，也是国家政策推动的方向，受众人群较广，相比美国我国电子书占比较低，电子书将是发展趋势。（采用 Frost&Sullivan 对狭义的网络文学定义，通过按章付费、包月套餐和其他捆绑套餐形式付费的文学，也是阅文集团主要收入来源形式。）

（1）付费率展望 1：盗版问题持续困扰行业，是付费率低的主要原因之一

尽管有大量的用户，市场空间难以提升主要由于用户付费率较低，盗版严重是付费率低的主要原因，一方面盗版成本低，尽管国家加大了盗版的打击力度，网站也上线了防盗系统，但盗版成本一旦低到一定程度，网站难以全面排查，此外文本格式体量较小，易于传播，并且阅读地点对体验影响不大，另一方面，和其他线上娱乐方式相比，目前网络文学的收费价格（按千字 5 分计）按娱乐时间计算略高于其他在线娱乐方式，因此部分读者为控制费用也会盗版和正版同时看。

表 1 不同娱乐方式价格对比

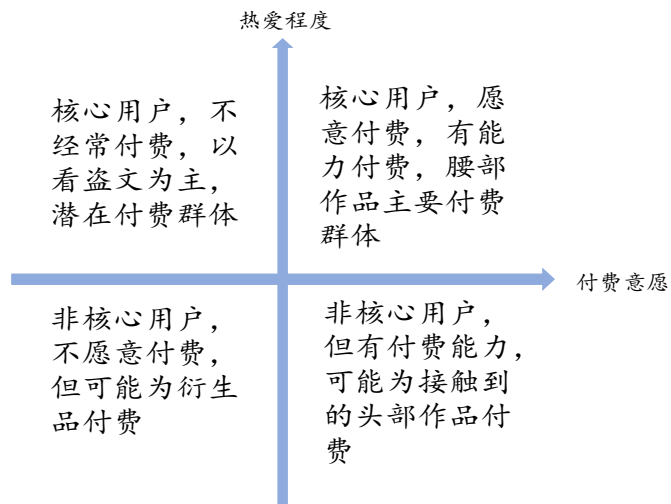
视频网站	年会员价格	游戏名	每小时价格	200 元可体验时长	网文平台	每分钟阅读字数（不同阅读习惯）	200 元可体验时长
腾讯视频	208/年	魔兽世界	0.67 元/小时，75 元/月	300	QQ 阅读	400	166.7
爱奇艺	218/年	剑侠情缘 3	0.45 元/小时，60 元/月	444		700	95.2
优酷	228/年	完美世界	0.4 元/小时，58/月	500		1000	66.7
		大话西游 3	0.4 元/小时	500			
		梦幻西游	0.6 元/小时	333			
		华夏 2	0.4/小时	500			
		ff14	0.6 元/小时，88 元/月	333			
		逆水寒	0.6 元/小时	333			

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

打击盗版、提高用户粘性等措施有望提高付费率。我们将网文潜在受众按热爱程度和付费意愿分成四部分付费用户群体，其中一象限属于核心付费群体，有时间看网文并愿意付费，第二象限也是核心网文群体，但经常看盗文，遇到非常喜欢的文章愿意偶尔付费，或者从未付费，但属于付费的潜在用户群体，第三象限用户很难为娱乐网文付费，但可能为衍生品付费，比

如购买视频网站会员等，第四类用户可能为头部出圈作品付费，比如《庆余年》或者《全职高手》等改编作品，或者为某些渠道偶尔接触到的网文付费。第二象限用户群体是在线平台主要潜在付费用户，平台也在通过更强有力的运营来构建粉丝社群，增加互动等方式提高用户黏性，让用户获得除内容之外的附加体验。

图 25 网络文学用户分类



资料来源：信达证券研发中心

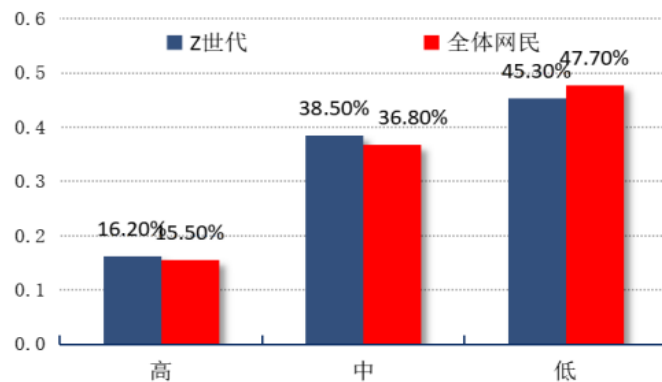
在打击盗文方面，除了法律层面的注重知识产权保护外，目前起点主要依靠禁止复制和停止盗文账号等方式限制盗文，阅文系晋江文学城则上线了分级自动化内容防盗系统，比如在付费章节作者可以设定在 24-72 小时内只有购买一定比例的 VIP 读者才能看到最新内容，否则只能看到之前的旧内容，盗文网站爬取的内容只能是之前章节的重复，起到防盗作用。

(2) 付费率展望 2: 人口消费习惯迭代有望推动长期付费率提高

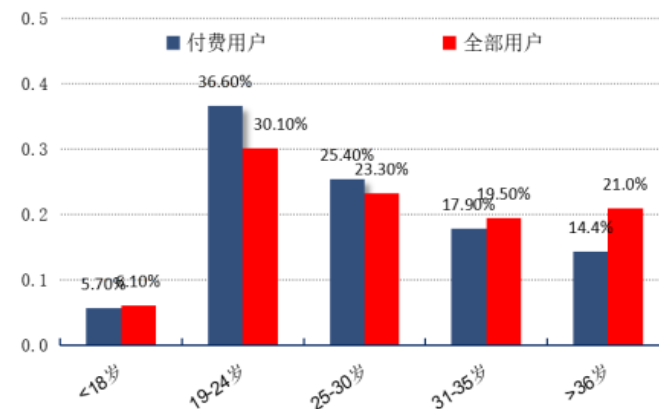
“Z 世代”正在加速占领网络文学领域，有望提高长期付费率。2017 年 19-24 岁网民占比 45.1% 高于 25-29 岁网民的 40.9%， “Z 世代”正式取代 80 后、90 后成为了中国网民的主力军。“Z 世代”用户群有着付费意愿强、粘性大的特质，根据 Questmobile 的数据，“Z 世代”对于中、高级别的消费意愿分别比全体网民的平均意愿高 1.7%、0.7%。其中 19-24 岁年龄段的网民愿意为内容付费的比例也显著高于全体网民 6.5 个百分点，在阅读行业 2018 年阅文集团“Z 世代”用户规模同比提升近 20%，付费用户规模同比提升近 15%。“Z 世代”民注重个性化的表达、拥有强大的互动能力，阅文集团搭建了一系列的功能，例如段落评论、作家问答、线下互动等提升作家和读者的参与感，形成了强大的粉丝效应，其中 TOP100 作品月票总量同比增长超 35%，单数年度月票超 100 万张，2019 年 12 月月票榜 TOP2 作品单月月票超 50 万张。

图 26 Z 世代、全体网民对不同消费级别的付费意愿对比

图 27 付费用户、全部用户的年龄分布



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

(3) 付费率展望 3: 越来越多元的内容供给能够刺激用户消费

网文品类愈加丰富，覆盖的垂直细分类型逐渐增多。网络文学经过多年发展，从世纪初的以玄幻武侠题材为主向更丰富题材扩展，作者文笔逐渐老练，可读性更高。目前阅文内容库包括 200 多种不同的文学体裁，一方面诸如玄幻、奇幻、武侠、都市、军事、体育等传统主题稳步发展，另一方面不断拓展新的文学体裁，在作品中注入现实能量，诸如《大医凌然》、《投行之路》等作品数量增长、质量提升，现实主义体裁成为新的增长点，更能引起读者的共鸣。同时网络作家逐渐成熟，作品认可度提高，不再是边缘文学，《写给鼯鼠先生的情书》位列 2018 中国好书”榜单，逐渐受到主流文学认可，影响力逐渐扩大。

表 2 2017 年网络作家富豪榜

排名	作家	版税(万元)	作家年龄	经典代表作
1	唐家三少	11300	37	《斗罗大陆》
2	天蚕土豆	10500	29	《元尊》
3	无罪	6000	39	《流氓高手》
4	月关	5000	46	《大运河》
5	天使奥斯卡	4930	42	《盛唐风华》
6	骷髅精灵	3900	37	《斗战狂潮》
7	跳舞	3400	37	《恶魔法则》
8	柳下挥	2600	30	《天才医生》
9	藤萍	2500	37	《中华异想集》

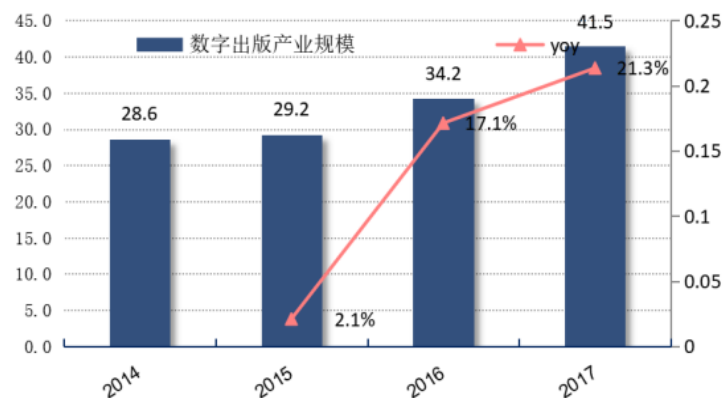
10	何常在	2500	42	《问鼎记》
----	-----	------	----	-------

资料来源：中国网络作家富豪榜，信达证券研发中心

(4) 付费率展望 4: 电子书是长期趋势

电子书市场具有较大的发展潜力。从中长期来看，中国的电子书市场正处于蓬勃发展的阶段，2017年市场规模达到41.5亿元，同比提升21.3%，与网络文学趋于平缓的发展增速相比电子书市场增速不断上升，另一方面，中国电子书渗透率（电子书市场规模/实体书市场规模）近年一直在5%上下波动，而美国的渗透率高于30%，国内电子书渗透率尚处于低位，与国际市场相比较仍有较大的发展空间。公司近年来重视对电子书版权的购买，公司电子书数量以每年3万本的速度稳健增长，未来随着国内消费者版权意识的提高和市场集中度上升，电子书业务有望给公司吸引来一大批读者。

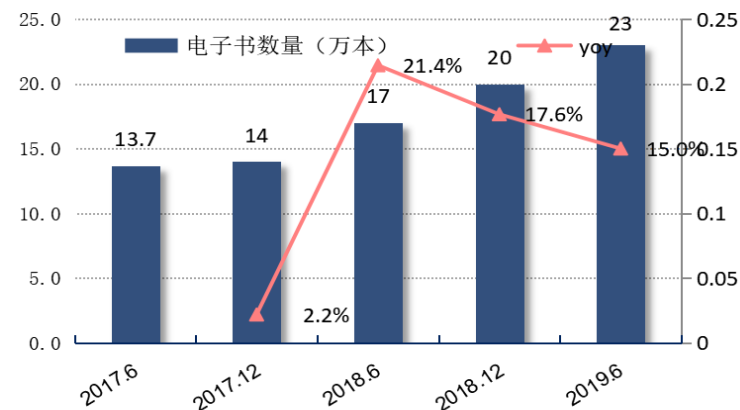
图 28 数字出版行业规模 (亿元)



资料来源：中国报告网，信达证券研发中心

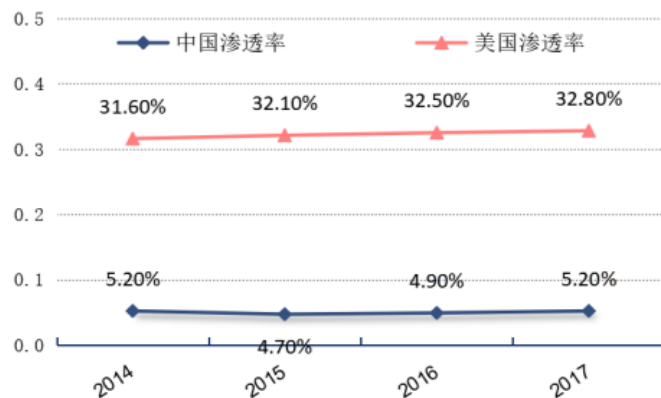
图 30 中美电子书市场渗透率对比

图 29 电子书数量 (万本)

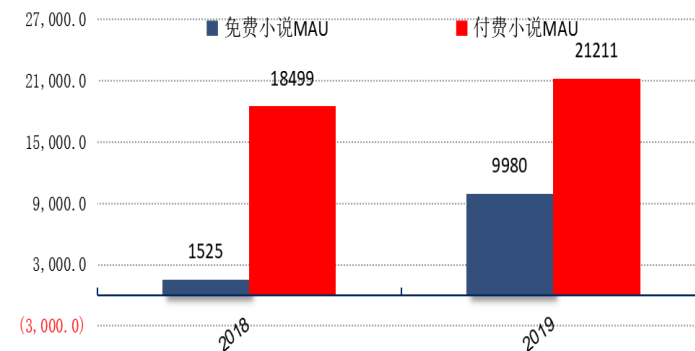


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31 免费阅读、付费阅读 MAU 对比



资料来源：中国报告网，信达证券研发中心



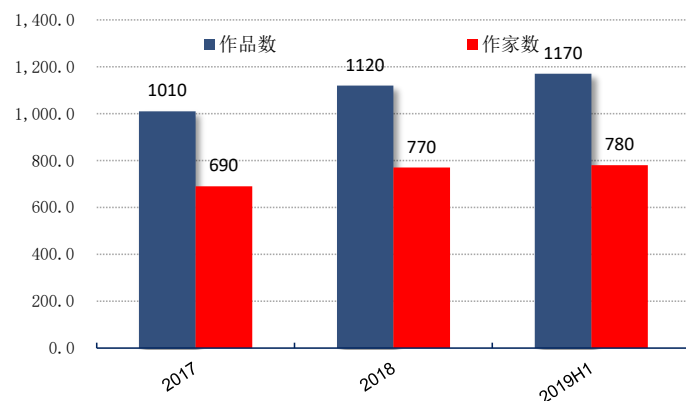
资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

3、公司核心优势（1）：完善的作家生态，持续充实的内容库

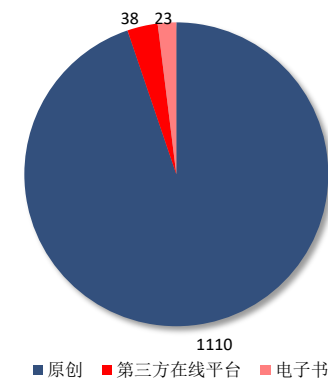
经过多年积累公司拥有网络文学行业内最大的内容库。截至 2019H1，平台上共有 780 万位作家，原创文学作品累计 1110 万部，以及来自第三方平台的 38 万部作品和 23 万电子书，作品总数达 1170 万部，新增字数约 200 亿字，其中原创作品占比高达 94.9%，由中国作协网络文学中心、中国作协网络文学委员会共同主办的“2018 年中国网络小说排行榜年榜”榜单中，阅文集团旗下平台发布作品占据了完结作品榜 10 席中的 5 席、未完结作品榜中 2 席，《写给鼯鼠先生的情书》、《挚野》等四部作品入选国家新闻出版署和中国作家协会联合发布的“2018 年优秀网络文学原创作品”。

图 32 2014-2019H1 公司平台作品和作家数量（万）

图 33 2019H1 公司内容库作品来源（万部）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3 2018 年中国网络小说排行榜

2018 年中国网络小说排行榜年榜-完结作品				2018 年中国网络小说排行榜年榜-未完结作品			
序号	作品名称	作者	推荐网站	序号	作品名称	作者	推荐网站
1	《修真四万年》	卧牛真人	起点中文网	1	《诡秘之主》	爱潜水的乌贼	起点中文网
2	《参天》	风御九秋	17k 小说网	2	《大医凌然》	志鸟村	起点中文网
3	《燕云台》	蒋胜男	阅文、掌阅、咪咕	3	《书灵记》	善水	不可能的世界
4	《大汉光武》	酒徒	网易文学	4	《浩荡》	何常在	阿里文学
5	《翅膀之末》	沐清雨	晋江文学城	5	《大清首富》	阿菩	阿里文学
6	《零点》	骠骑	阿里文学	6	《商藏》	度政	咪咕数媒
7	《网络英雄传 2：引力场》	郭羽、刘波	咪咕阅读	7	《血水流殇》	流浪的军刀	咪咕数媒
8	《无缝地带》	李泉	网易文学	8	《我的塑料花男友们》	月斜影清	火星小说
9	《挚野》	丁墨	云起书院	9	《沉鱼策》	解语	中文在线-四月天
10	《明月度关山》	舞清影	小说阅读网	10	《长宁帝军》	知白	幻想纵横

资料来源：中国作协网，信达证券研发中心

公司旗下拥有九个自有平台，精准定位各个细分市场。起点中文网、创世中文网侧重于满足男性的综合性数字阅读平台，云起书院、

红袖添香、潇湘书院、起点女生网、言情小说吧、小说阅读网面向不同年龄段、不同职业的女性市场。公司通过丰富的文学体裁吸引各圈层的读者，垂直化的内容精准满足各特定圈层读者的需要。我们搜集了 QQ 阅读平台男、女生频道推荐榜总榜前十名的作品，从主题来看性别特征明显，男生推荐榜的主题多是都市、玄幻类小说，女生偏好现代及古代言情类小说；作家头部效应显著，前二十位作品的作家均为专属名家，其中 5 位大神作家，11 位白金作家，且唐家三少、叶非夜、苏小暖、战七少均有两部小说在榜。

表 4 QQ 阅读推荐图书前十名榜单

QQ 阅读男生频道推荐总榜					QQ 阅读女生频道推荐总榜						
排名	书名	作者	类型	推荐票总榜	作者等级	排名	书名	作者	类型	推荐票总榜	作者等级
1	校花的贴身高手	鱼人二代	都市	3077	白金	1	邪王追妻	苏小暖	古代言情	3415	白金
2	天下第九	鹤是老五	仙侠	1787	白金	2	恰似寒光遇骄阳	囡囡有妖	现代言情	2843	白金
3	伏天氏	净无痕	玄幻	1528	白金	3	好想住你隔壁	叶非夜	现代言情	2467	白金
4	极品全能高手	花都大少	都市	1199	大神	4	电竞大神暗恋我	战七少	现代言情	2254	大神
5	斗罗大陆IV终极斗罗	唐家三少	玄幻	981	白金	5	时光和你都很美	叶非夜	现代言情	1832	白金
6	圣墟	辰东	玄幻	967	白金	6	神医凰后	苏小暖	古代言情	1366	白金
7	全职法师	乱	玄幻	826	白金	7	南城待月归	公子衍	现代言情	1281	白金
8	万古神帝	飞天鱼	玄幻	739	大神	8	国民校草是女生	战七少	现代言情	1191	大神
9	斗罗大陆III龙王传说	唐家三少	玄幻	688	白金	9	遇见，傅先生	无尽相思	现代言情	1173	大神
10	英雄联盟：我的时代	骷髅精灵	游戏	632	白金	10	别闹，薄先生	楠楠李	现代言情	1079	大神

资料来源：QQ 阅读 APP，信达证券研发中心

公司建立了系统的作家签约、保障、激励机制，吸引各个级别作家。处于成长期的作家通过买断计划保障基本的创作环境，同时平台为其提供大量的学习资源和专业的建议，头部作家拥有杰出的创作能力和庞大的粉丝基础，可以选择长约或标准分成模式，公司为其宣传、包装、并通过多渠道将优秀 IP 改编成电影、电视剧、游戏等，使其获取更多的分成收益和扩大影响力。

表 5 起点中文网平台作家福利

作家福利	具体描述
标准分成签约	在起点中文网发布满一定字数，业界资深编辑、主编会对作品进行交叉审核，审核通过后就会联系签约。凡作品网站订阅、渠道直接销售
签约方式	所得、各类版权拓展收益作家均享受分成。优势：1. 更好的合约保障。2. 通过阅文大平台，所有作品都将面对更多用户群体，带来更大的收入。3. 渠道费用减免。4. 稿酬不再设门槛，每月可得。

买断计划：将作品按照商定的版权范围和协议价格转让给平台，可以让作者获得稳定的创作环境。

长约模式：通过多种灵活模式提供长期发展合约。集团巨量资源助推品牌，泛娱乐、全产业合作系统扶持，超越简单的网站推荐叠加，完全不同的资源投入。

作家扶持计划

1. 凡与起点中文网签署分成协议的作品，自上架销售次月起，如作品自然月内每日（0：00~23：59）VIP 有效更新字数不低于 4000 字（注 1），当月有效更新总字数不少于 18 万，且作家当月总稿酬不满 1500 元，均可申请创作保障。申请经审核通过后，起点中文网在作家当月实际稿酬的基础上，补齐至 1500 元发放。

2. 符合条件的作品，可通过作家专区文以载道专属申请通道申请，凡申请通过的作品，起点中文网将给予买断保障合约。长篇作品 5 万元/部起。中短篇作品视作品篇幅而定。

作家激励

1. 全勤奖，统计周期内，签约作品每日（0：00~23：59）有效 VIP 更新字数均达到 4000 字以上，同时作者名下无其他未完结签约作品，即自动可获得全勤奖励。（600 元/月）

计划 2. 勤奋写作奖统计周期内，作家在每月更新的 VIP 收费章节字数在 10 万字以上（作品上架当月及完本当月不限制更新字数），即可获得勤奋写作奖。勤奋写作奖发放标准为该周期内，作品在起点中文网自有平台所产生的新增单章订阅稿酬的 20%。

人文关怀

1. 作品签约完成后 90 个工作日之内，即可获得人身意外险一份，有效期一年。

2. 白金作家、专属名家以及在自身领域内有突出贡献的作家，中秋、春节发放作家礼包。

资料来源：起点中文网官网，信达证券研发中心

公司不仅为作家提供读者资源，还提供广告、IP 推广等帮助。平台将作家分为非签约作家、签约作家、品牌作家 3 等级，其中签约作家根据作品质量、粉丝影响力等又被分成 5 个层级，公司定期挑选作品质量高、粉丝影响力广的签约作家授予品牌作家的称号，公司为品牌作家提供 IP 推广、专属人力资源、公众号运营等服务，对大神作家还提供了明星包装、优先 IP 推荐等服务，建立作家自身品牌。根据“2019 原创文学白金作家及大神作家”最新名单，公司平台内白金作家及“大神作家”人数增至 403 位。

表 6 起点中文网作家等级制度介绍

作家等级	等级待遇
未签约作家	-
一级	作品签约
二级	-
签约作家	三级 外部推广资源
四级	-
五级	外部广告、媒体资源、IP 重点推介、人力资源、运营资源

全方位推广：全渠道推广资源保障

顶级制作：作品封面、作品专题、宣传海报、专业精校等

品牌作家专属名家、白金作家高端 IP 运作：外部广告投放、线上线下活动、定制作者官方公众号

专属人力资源：运营专员及个人助理

特权荣誉：自动获得大神俱乐部候选资格

最高等级的推广运营待遇：所有渠道推广优先、会员作品改编优先投资、有机会成为投资项目合伙人

网络文学大神俱乐部 明星化包装宣传：高额现金宣传运营预算、知名媒体及市场资源运营

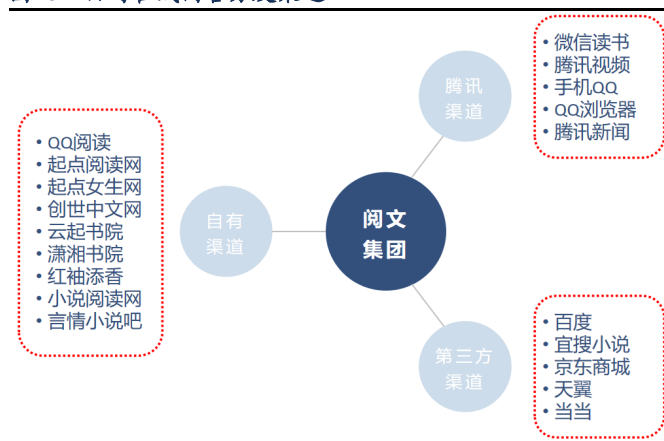
会员高端服务：高端人脉拓宽、全方位生活品质服务、线上线下身份特权服务、专线电话、专员服务

资料来源：起点中文网官网，信达证券研发中心

4、公司核心优势（2）：背靠腾讯并购整合，渠道资源丰富

公司渠道包括自有渠道、腾讯阅读渠道与第三方合作平台。自有渠道和腾讯阅读渠道是主要用户来源，其中起点中文网推出的产品主要针对具有粘性较强、相对较高付费意愿的用户群体，QQ 读书、微信读书更多地针对留存率不高的普通用户，第三方渠道则主要负责吸引平时没有阅读习惯的边缘用户群体。

图 34 公司在线内容分发渠道



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **自有渠道**：涵盖 QQ 阅读、起点文学网、潇湘书院、红袖添香等在内的九大平台，三种不同的形式（网站、WAP、手机 APP）满足用户不同的阅读模式需求，九大平台专注于各自的领域，满足全社会各个年龄段、各种背景的群体。

- **腾讯阅读渠道：**包括微信读书、腾讯视频、手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻，阅文集团向这些渠道提供内容吸引腾讯旗下庞大的用户群体。
- **第三方渠道：**包括百度、宜搜小说、天翼、联通、京东、当当、知乎等。公司向渠道提供内容并收取分成收入，公司获得的分成收入比例约为 20%-60%。

5、公司核心优势（3）：网文出海，是文化也是市场

起点国际自上线起发展迅速、商业模式逐步优化。2017 年起点国际上线，采用订阅付费模式，初期内容主要是翻译国内优秀作品，目前已累计翻译了 400 多部作品，自 2018 年 4 月推出海外原创功能，截至 2019 年 6 月共上架 50000 多本海外原创作品、400 本中译本、以及 1800 万累计访问用户数。并上线粉丝互动功能，提升用户阅读体验。

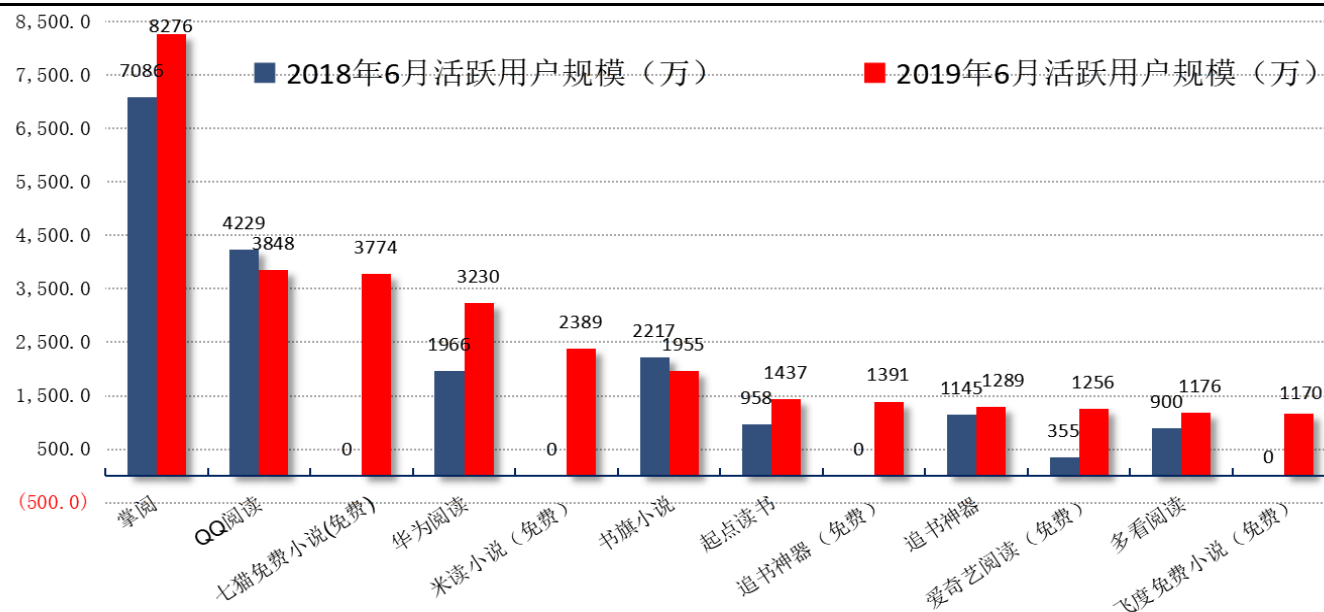
根据 Questmobile 数据，海外在线阅读用户规模年均增长率（28.4%）远高于国内（8.5%），且高达 84.2% 比例的海外用户几乎每天都看网文，有望成为在线阅读业务新的增长点。早在 2004 年起点中文网开始布局海外市场，开创网文出海的先河，最初商业模式是向海外公司直接出售作品的版权，2005 年进军泰国市场，2006 年将国内大火的《鬼吹灯》、《诛仙》输出越南，2011 年亚马逊上架英文版《盗墓笔记》，在网文出海的过程中，一批翻译软件诸如 WuxiaWorld、Gravitu tales 等也逐步打开了市场，通过插入广告或者读者打赏的方式取得收入。

三、免费阅读：流量思维下对传统付费模式的突破，阅读市场的新蓝海

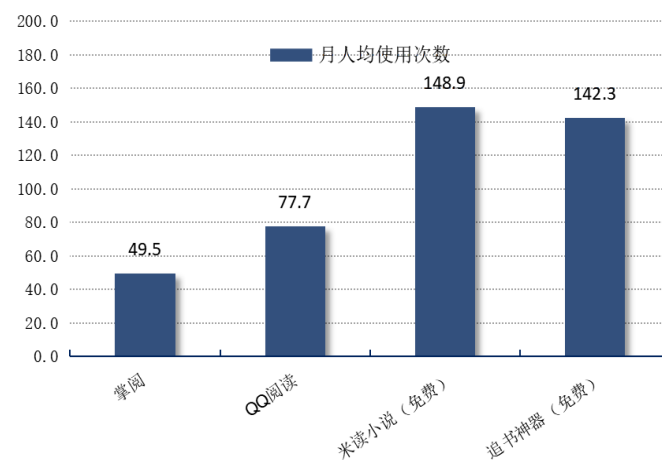
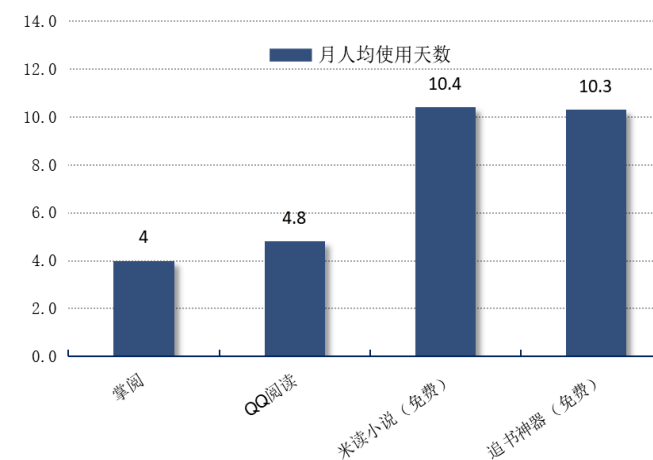
1、免费阅读发展迅猛，MAU 快速拉升

免费阅读以长尾内容为主，流量运营为导向，通过广告盈利，面向非核心用户群体。从 2018 年开始市场陆续出现了免费阅读 APP，以广告为主要收入模式，用降低阅读体验方式换取免费内容，目前的头部 APP 包括米读、连尚读书、番茄小说、七猫小说等，目前该类 APP 运营呈现以下特点：

免费阅读 APP 的 MAU 增长迅速。免费阅读市场自 2018 年开始兴起，同年 12 月免费阅读软件米读小说的 MAU 进入行业前三名，2019 年上半年七猫小说成功超越米读小说仅列掌阅和 QQ 阅读之后。根据 Questmobile 的数据，免费模式 APP 数量（MAU>300 万）自 2018 年 4 月的 4 款增长至次年 4 月的 12 款，免费模式 APP（MAU>300 万）数量市场占比高于付费模式。米读小说/追书神器月人均使用 148.9/142.3 次及月人均使用 10.4/10.3 天双双超越付费模式龙头平台掌阅和 QQ 阅读。

图 35 主要阅读 APP 月均活跃用户数


资料来源: Questmobile 官网, 信达证券研发中心

图 36 头部付费/免费阅读器月人均使用次数 (次)

图 37 头部付费/免费阅读器月人均使用天数 (天)


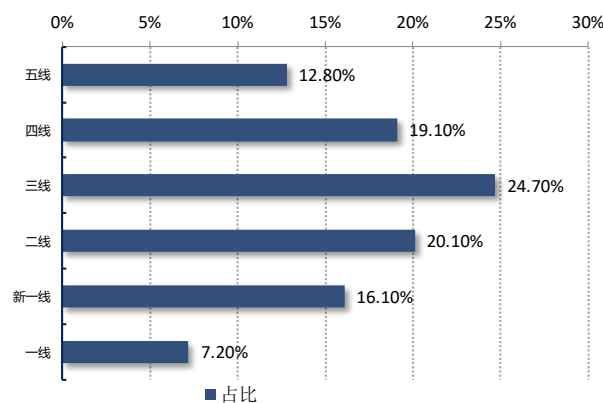
资料来源: Questmobile 官网, 信达证券研发中心

数资料来源: Questmobile 官网, 信达证券研发中心

以买量、社交红包裂变拉新为主, 推广需要高额支出。趣头条旗下米读通过纯买量模式拉新, 七猫、红果通过买量和红包拉新推广, 红果背靠字节跳动, 七猫背靠百度, 都可获得平台导流, 买量驱动模式下意味着 APP 拉新成本高, 依靠资本和渠道推动, 后续需关注广告变现效果, 另一方面流量驱动下不合规内容容易出现, 监管风险同样值得注意, 2019 年 7 月米读、番茄被“扫黄打非”办公室约谈停止更新 3 个月。

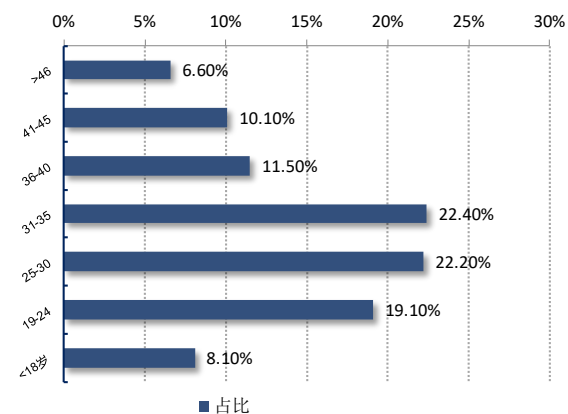
免费模式主要覆盖低线城市和非核心群体, 与付费模式竞争较小。根据 Questmobile 和艾瑞数据, 免费阅读 APP 用户三四五线占比较多, 与整个用户群体与付费用户重合度较小, 短期来看难以对付费模式产生冲击, 原因主要是付费用户更具主动性, 对质量要求高, 免费 APP 内容目前来看无法满足用户需求。

图 38 免费阅读用户地域画像



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 39 免费阅读用户人群画像



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

表 7 付费阅读和免费阅读 APP 的用户重合度

	连尚免费阅读	米读
QQ 阅读	2.00%	1.40%
掌阅	2.00%	1.30%
咪咕阅读	2.34%	1.69%
书旗小说	2.03%	2.50%

资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

2、免费阅读市场规模：流量价值长期存在，广告收入贡献行业收入增量

我们看好免费阅读的市场增量空间，首先免费市场同样拥有广泛需求，网文市场一直拥有高流量，免费阅读 APP 兴起之前盗版网站一直有很高的流量，其次整体流量红利趋尽，免费阅读 APP 取得了仅次于短视频的流量增速，说明市场需求的存在，最后线上广告报价的提高也使广告商业模式变的可行。根据我们的测算，在每用户平均每天花费 0.5 小时、2022 年免费阅读 APP 用户规模达到 1.23 亿、刊例价格为 CPM10 元时，2022 年行业广告总收入能达到 67.28 亿元，单用户贡献 4.5 元/月，随着广告刊例价格增加、用户规模和粘性增加，收入有望继续提高。

表 8 免费阅读收入空间测算

	2018 年	2019H1	2019E	2020E	2021E	2022E
在线阅读用户量 (亿)	4.32	4.55	4.84	5.08	5.23	5.29
YOY	14%	0.12	12%	5%	3%	1%
免费用户比例	95%	95%	94%	94%	94%	93%
愿意下载 APP 的用户比例			10%	15%	20%	25%
总目标用户 (亿)	注：目前头部免费阅读 APP 的月活在千万以上级别		0.45	0.72	0.98	1.23
用户阅读时长 (小时/天)			0.50	0.50	0.50	0.50
展示量 (次) /小时			30.00	30.00	30.00	30.00
刊例费 (元/次) (CPM/1000)			0.01	0.01	0.01	0.01
总收入/天 (亿)			0.07	0.11	0.15	0.18
总收入/月 (亿)			2.05	3.22	4.43	5.53
总收入/年 (亿)			24.90	39.22	53.86	67.28
单用户收入贡献 (元/年)			54.75	54.75	54.75	54.75
单用户收入贡献 (元/月)			4.50	4.50	4.50	4.50

资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

3、公司推出免费产品“飞读 APP”，进军蓝海市场

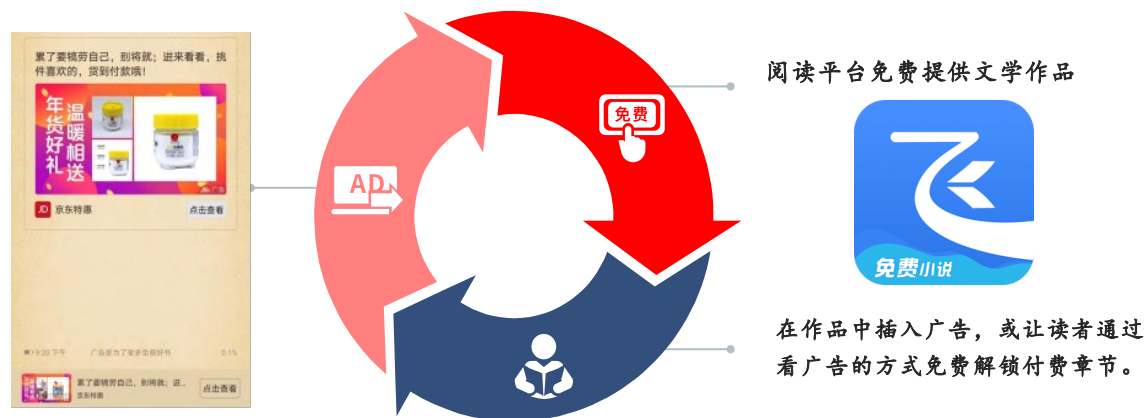
公司在 2019H1 推出免费阅读 APP “飞读”，主要覆盖公司腰尾部内容。免费阅读 APP 的商业模式是在章节之间插入第三方广告，或在目录列表中增加信息流广告，通常付费模式下小说每章节长度在 2-3000 字左右，免费阅读下每章节字数则在 1000 字左右，通过增加章节数量提升广告收入，降低读者的阅读体验换取阅读免费内容。免费阅读模式的特点是内容以中腰部作品为主、广告以效果类为主、借助 AI 智能分发实现精准推荐。目前飞读每 3-4 页方一页广告，并在页面下方有广告 banner。

我们认为免费产品不会动摇公司付费业务的收入。从作家的角度看，若作品质量足够好，仅靠广告难以赚到与订阅相同的收

入，付费方式更能激励作家，所以公司付费业务的基石并不会被动摇，从用户方面看，愿意牺牲体验去看免费内容的核心用户可能更会花时间去盗文平台，内容更多，免费平台内容有限，吸引的更多是非核心用户群，对内容要求不高，因此对原有付费用户的冲击非常小。

免费阅读 APP 不仅有防御功能，还可提高平台 MAU，增加内容变现收入。 订阅方式时大量的腰尾部内容在平台可能仅收到很少的订阅量，免费模式为作者提供了一种新的收入模式，同时一些经典的完结作品也会放在飞读上吸引流量，同时根据艾瑞咨询的数据，免费用户和付费用户重合度较低，有利于扩大平台 MAU，免费模式更有利于将网文下沉至较大年龄段和三四线城市中推广，培养更多不愿意付费或并没有养成阅读习惯的新用户。

图 40 免费阅读业务模式



资料来源: CNNIC, 信达证券研发中心

公司和其他免费阅读 APP 的竞争优势在于:

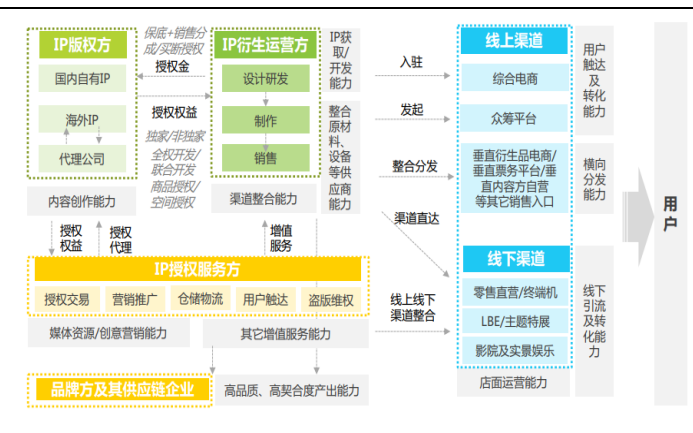
- 1、拥有作家库。公司拥有内容的持续造血能力，内容成本更低，而且质量更高。
- 2、拥有渠道优势。腾讯渠道比如 QQ 浏览器可帮助公司低成本推广，获客成本更低。
- 3、拥有用户群。核心读者用户群本身可为品牌背书，提高 APP 下载量。
- 4、更合规的内容。飞读内容与起点一脉相承，更正规的内容可帮助飞读规避监管风险。

四、版权运营：重新定义网文价值

1、内容库是产品也是生产资料，版权需求显著增加

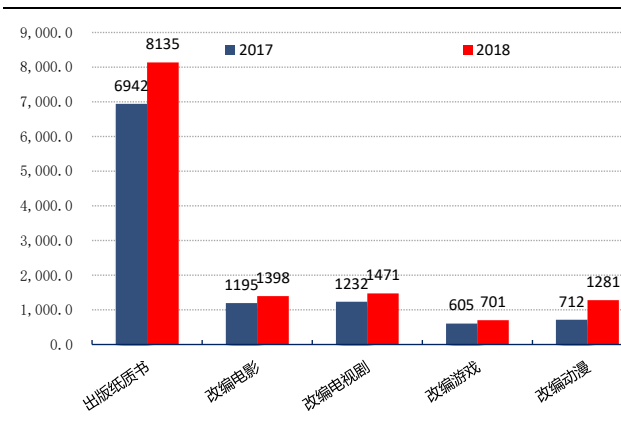
泛娱乐概念兴起，网络文学成为创意源头。文字因创作门槛低最适宜成为原始创意的起点，形成原始 IP，再被改编为影视、动漫、游戏、周边衍生品等多种形式获得增值，IP 的全链开发也刺激内容方版权运营业务的发展，形成 IP 产业链的良性循环。2018 年网络文学作品累计出版 8135 部纸质图书，1398 部电影，1471 部电视剧，1281 部动漫以及 701 部游戏，同比增长 17.19%，16.99%，19.4%，15.87%，79.92%。

图 41 泛娱乐产业链开发情况



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心。

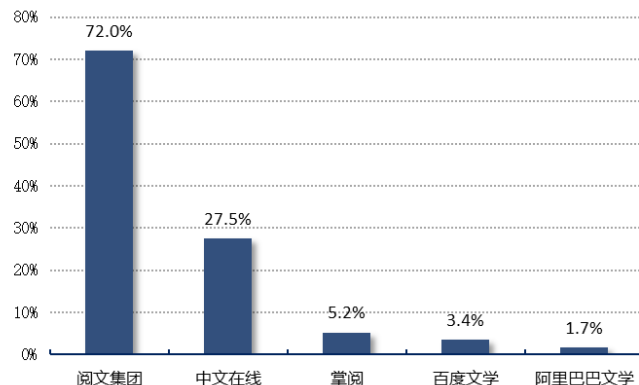
图 42 2017 及 2018 年网络文学作品改编数量（部）



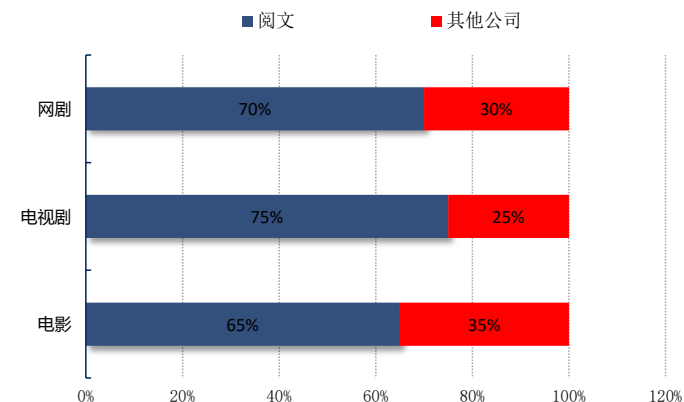
资料来源：中国音像与数字出版协会，信达证券研发中心

公司掌握上游 70% 多的 IP 内容。据阅文集团 2019 年半年报，截至 2019H1，平台上共有 780 万位作家，作品总数达 1170 万部，其中 1110 万部原创文学作品来自自有平台。2019 年上半年，平台新增约 200 亿字数，百度小说风云榜排名前 20 的网络文学作品，阅文占 85%。丰富的内容库资源，为阅文集团 IP 运营业务打下良好基础。

公司 IP 改编数量排名居行业首位。据 Frost&Sullivan 报告，2016 年票房最高的 20 部国产改编电影，阅文占 65%；收视率最高的 20 部国产改编电视剧中，阅文占 75%；观看量最高的 20 部国产改编网剧中，阅文占 70%；累计下载量最高的 20 款国产改编网络剧，阅文占 75%；百度搜索排名前 20 的国产改变动漫作品，阅文占 80%。

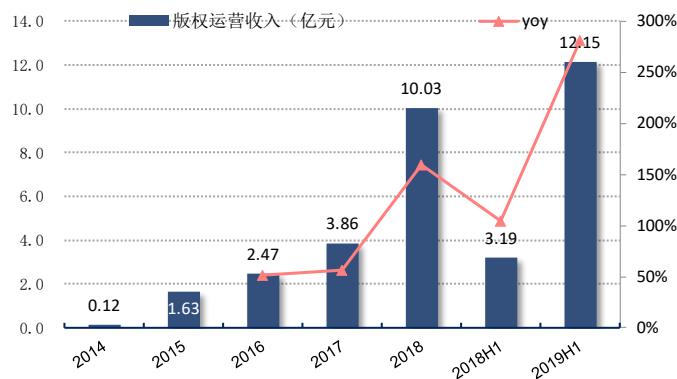
图 43 主要在线阅读平台内容占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

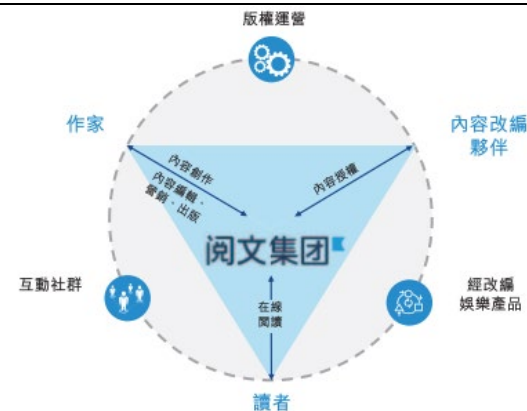
图 44 改编为娱乐作品的文学作品中阅文份额


资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

公司版权运营收入显著增长。公司通过将文学作品版权授权给网络游戏公司、影视剧制作公司及线下图书出版商等合作方获得版权收入，还通过参投、主投影视剧项目获得收入（如票房分账收入）。2018 和 2019H1 公司版权运营收入分别为 10.03 亿元、12.15 亿元，同比增长 160.01%、280.3%，其中新丽并表收入 2.75 亿元（2018 年后两个月）、6.6 亿元，剔除新丽并表影响，版权运营收入同比增长 88.9%、73.86%。

图 45 2014-2019H1 公司版权运营收入（亿元）及增速


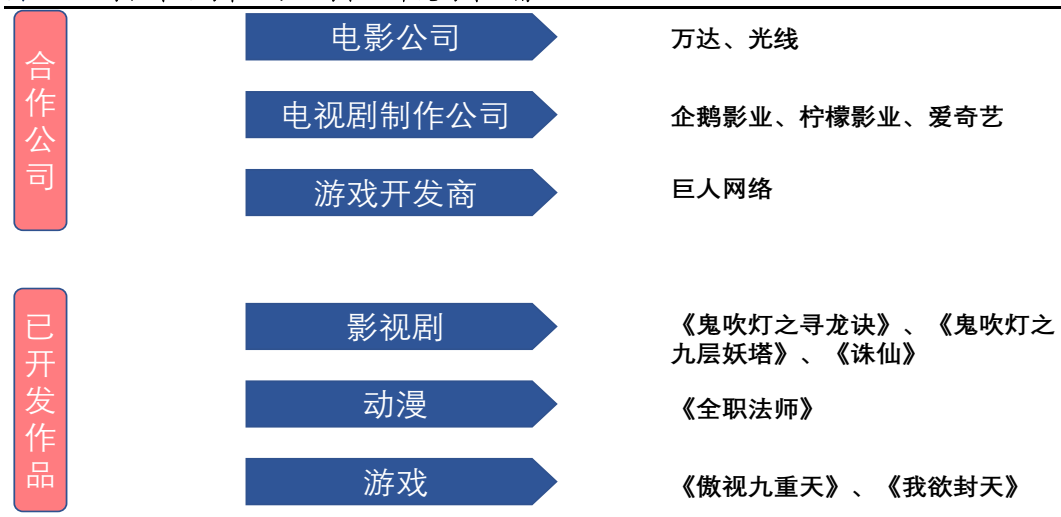
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 46 阅文集团生态系统


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

IP 开发作品市场反响良好，种类多样。2015-2018 年及 2019H1，公司分别再授权 97、122、100、130 及 70 部网络文学作品的改编权。IP 改编主要涉及电影、电视剧/网剧、游戏、动画、纸质图书、音频听书等板块。目前，公司已与万达、光线传媒等电影公司，腾讯企鹅影业、柠檬影业、爱奇艺等电视制作公司以及巨人网络集团等游戏开发商合作，成功开发影视剧《鬼吹灯之寻龙诀》、《鬼吹灯之九层妖塔》、《诛仙》，动漫《全职法师》，游戏《傲视九重天》、《我欲封天》等获得良好市场反馈的改编作品。同时公司也参投 IP 项目，2018 年公司参投的多部电视剧相继上线，包括《国民老公》、《你和我的倾城时光》、《武动乾坤》、《斗破苍穹》等；推出动画新作《萌妻食神》、《星辰变》，以及多部之前受观众好评的作品新番，如《全职高手》、《全职法师》、《斗破苍穹》、《择天记》等。

图 47 公司合作过的第三方公司和已开发的作品情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ **电影方面**，2015 年由经典悬疑盗墓小说《鬼吹灯》改编而成的电影《九层妖塔》、《寻龙诀》分别取得 6.82、16.78 亿元的票房。《寻龙诀》猫眼评分达 9.1 分，获得第 53 届台湾金马奖最佳视觉效果等多项奖项。2019 年起点中文网头部 IP《诛仙》也改编成同名电影，豆瓣影评差评率达 46%，豆瓣、猫眼评分分别为 4.8 分和 7.6 分，累计票房 4.05 亿。

图 48 公司 IP 电影改编情况

上线年份	名称	IP 原作者	主演	票房 (亿)	评分 (豆瓣)
2015	九层妖塔 (原名鬼吹灯)	天下霸唱	赵又廷、姚晨	6.82	4.3
2015	寻龙诀 (原名鬼吹灯)	天下霸唱	陈坤、黄渤	16.78	7.4

2016	盗墓笔记	南派三叔	井柏然、鹿晗	10.02	4.5
2019	全职高手之重返巅峰	蝴蝶蓝	阿杰、边江	0.86	5.7
2019	诛仙	萧鼎	肖战、李沁	4.04	4.8

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

► **电视剧/网剧方面**，网文 IP 是电视剧重要的内容来源之一，产量众多。2015 年上线的《琅琊榜》、《花千骨》，2016 年上线的《欢乐颂》，2017 年上线的《琅琊榜 2》，2019 年上线的《庆余年》，都是由平台优质 IP 改编而成的爆款电视剧，上线之后迎来了收视率和口碑的双丰收。

图 49 公司 IP 电视剧/网剧改编情况

上线时间	名称	题材	类型	豆瓣评分	主演
2015	盗墓笔记	冒险	网络剧	4.1	李易峰、杨洋
	花千骨	言情	电视剧	6	赵丽颖、霍建华
	琅琊榜	言情	电视剧	9.2	胡歌、刘涛
	何以笙箫默	言情	电视剧	6.6	钟汉良、唐嫣
	半月传	言情	电视剧	5.4	孙俪、刘涛
2016	欢乐颂	都市	电视剧	7.3	刘涛、蒋欣
	锦绣未央	言情	电视剧	4.7	唐嫣、罗晋
	微微一笑很倾城	言情	电视剧	6.4	杨洋、郑爽
	老九门	冒险	电视剧	5.8	陈伟霆、张艺兴
	诛仙：青云志	言情	电视剧	5.3	李易峰、赵丽颖
2017	鬼吹灯之精绝古城	冒险	电视剧	8.1	靳东、陈乔恩
	三生三世十里桃花	言情	电视剧	6.4	杨幂、赵又廷
	楚乔传	言情	电视剧	5	赵丽颖、林更新
	择天记	玄幻	电视剧	4.2	鹿晗、古力娜扎
	孤芳不自赏	言情	电视剧	3.1	钟汉良、杨颖
2018	大唐荣耀	言情	电视剧	6.3	景甜、任嘉伦
	琅琊榜之风起长林	剧情	电视剧	8.5	黄晓明、刘昊然、佟丽娅
	双世宠妃	言情	电视剧	6.2	梁洁、邢昭林
	扶摇皇后	言情	电视剧	4.7	杨幂、阮经天
	武动乾坤	玄幻	电视剧	4.7	杨洋、张天爱
2019	创业时代	都市	电视剧	3.5	黄轩、杨颖

	天盛长歌	言情	电视剧	8.3	陈坤、倪妮
	双世宠妃 II	言情	电视剧	7.6	邢昭林、梁洁
	将夜	言情	电视剧	7.2	陈飞宇、宋伊人
	你和我的倾城时光	言情	电视剧	6.3	赵丽颖、俞灏明、金瀚
	夜天子	剧情	电视剧	7.6	徐海乔、宋祖儿
2019	庆余年	剧情	网剧	7.9	张若昀、陈道明
	从前有座灵剑山	言情	电视剧	7.1	许凯、张榕容

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

- **游戏方面**，作为“IP 全版权运营“的重要板块，阅文推出了多款游戏改编 IP，包括手游《新斗罗大陆》、页游《武炼巅峰》、《绝世唐门》、《凡人修仙传》等，人气网文 IP《斗罗大陆》动画自上线以来，迅速吸引大批用户，还与同名动漫展开联动。

图 50 斗罗大陆全产业链开发



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 51 《新斗罗大陆》手游与《斗罗大陆》动画片第三季联动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **动漫改编方面**，2015 年推出 2D 动画《择天记》，2017 年主导制作了《全职高手》、《斗破苍穹》等精品动画，推出的《全职高手》新番取得巨大成功，斩获多项行业大奖，此后，公司还围绕此 IP 进一步开发，开设了主题餐厅。2018 年又推出了新作品《星辰变》、《萌妻食神》和《全职高手》等以往受欢迎作品的新番，2018 年底公司动画作品累计播放量超过 80 亿，2019 年《全职高手之巅峰荣耀》改编成动画大电影，收获票房 8560.2 万，在腾讯上线的《武动乾坤》专辑播放达 8.1 亿次。

图 52 全职高手改编情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

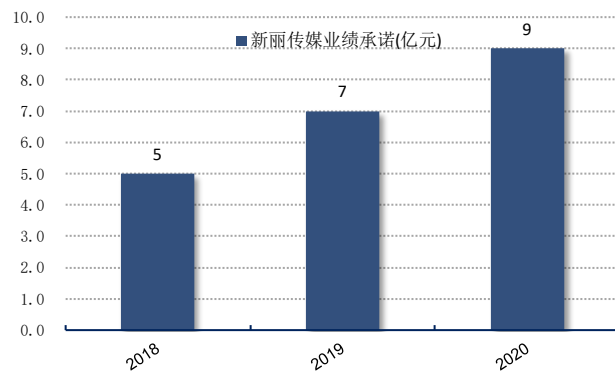
2、自营下场保质，收购新丽传媒

(1) 新丽传媒：业内知名影视出品公司，影视资源丰富

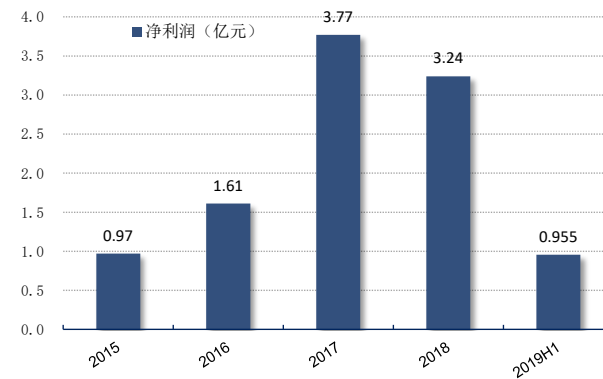
阅文集团于 2018 年 10 月 31 日以 155 亿元收购新丽传媒 100% 股权，以现金和发行的股票的方式进行结算，其中腾讯持有的 2307 万优先股，以阅文股份支付 52.89 亿元收购，新丽原管理层持有的 100% 普通股，以 50% 现金及 50% 股份形式支付 102.1 亿元。同时新丽传媒原股东承诺 2018-2020 年净利润不低于 5 亿、7 亿和 9 亿元。由于部分剧目延播，新丽传媒在 2018 年未完成承诺业绩，2019H1 仅实现净利润 0.955 亿元，下半年虽有《庆余年》播出，但 2019 年业绩承诺预计难以完成。

图 53 新丽传媒承诺业绩（亿元）

图 54 新丽传媒净利润（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新丽传媒是国内头部影视剧制片公司，成立于2007年，出品了众多优秀的头部剧集。公司代表作品有《山楂树之恋》、《羞羞的铁拳》、《西虹市首富》等电影，《如懿传》、《白鹿原》等电视剧以及《余罪》、《庆余年》等网络剧，2020年新丽传媒剧集储备包括《青簪行》、《他其实没有那么爱你》、《斗罗大陆》、《新天龙八部》、《狼殿下》等作品。在人才团队方面，新丽与多名深耕影视行业的编剧、导演、制片人及演员形成良好合作关系，公司与王力扶、申捷、黄珂、李小明、马伯庸（马力）、高雅楠、彭扬、李潇、于淼、陈彤、秦雯、吴雪岚（流潋紫）等13名知名编剧签订长期合约，与陈凯歌、于正（余征）、陶昆、刘惠宁、沈严等知名制片人和导演以及胡军、海清的知名演员形成了良好的合作关系，其管理层由资深制片人曹华益领导，曾获电视剧产业20年优秀制片人奖、十届全国电视制片业十佳电视剧出品人，优秀的人才团队是新丽内容质量的保证，

表 9 新丽传媒主要影视剧作品

作品名称	上映/上线年份	票房/播放量	评分	成就
电影				
山楂树之恋	2010	1.44 亿	豆瓣 6.8 猫眼 7.6	第 14 届中国电影华表奖优秀故事影片等两个奖项， 第 30 届香港金像奖最佳亚洲电影等 4 项提名
羞羞的铁拳	2017	22.13 亿	豆瓣 6.9 猫眼 9.1	
火锅英雄	2016	3.69 亿	豆瓣 7.2 猫眼 8.3	第 31 届中国电影金鸡奖最佳录音， 第 36 届香港金像奖等 3 项提名
夏洛特烦恼	2015	14.41 亿	豆瓣 7.6 猫眼 9.3	第 20 届华鼎奖中国醉驾点映制片人奖， 第 33 届大众电影百花奖最佳故事片等 9 项提名
我和我的祖国	2019	31.71 亿	豆瓣 7.8 猫眼 9.7	国庆档票房冠军、年票房第四
诛仙	2019	4.05 亿	豆瓣 4.8 猫眼 7.6	古装片、爱情片、奇幻片年度冠军，中秋档票房冠军
妖猫传	2017	5.30 亿	豆瓣 6.9 猫眼 7.5	第 32 届中国电影金鸡奖最佳摄影等 9 个奖项， 第 32 届中国电影金鸡奖最佳剪辑等 12 项提名
西虹市首富	2018	25.47 亿	豆瓣 6.5 猫眼 9.2	第 6 届横店影视文娱奖最佳导演， 2018 年票房第 4 名
失恋 33 天	2011	3.20 亿	豆瓣 7.2 猫眼 8.2	第 15 届中国电影华表奖优秀故事影片等 7 个奖项， 第 32 届香港金像奖最佳两岸华语电影 17 项提名
网络剧				
余罪 1	2016		豆瓣 8.3 猫眼 8.3	
余罪 2	2016		豆瓣 7.4 猫眼 8.1	
庆余年	2019	腾讯视频 68.09 亿	豆瓣 7.9 猫眼 8.5	上线 51 天收获 42 次猫眼热度值日冠、30 次播放量日冠
电视剧				
我的前半生	2017	腾讯视频 79.55 亿	豆瓣 6.3 猫眼 7.3	第 24 届上海电视节白玉兰奖电视连续剧金奖等 5 个奖项
惊蛰	2019	腾讯视频 14.16 亿	豆瓣 6.3 猫眼 7.8	收获 15 次猫眼热度值日冠军
如懿传	2018	腾讯视频 174.60 亿	豆瓣 7.4 猫眼 7.7	
白鹿原	2017	乐视视频 85.18 亿	豆瓣 8.8 猫眼 9.0	第 31 届中国电视剧飞天奖历史题材优秀电视剧等 6 个奖项 第 29 届中国电视金鹰奖优秀电视剧奖

资料来源：新丽传媒招股说明书，信达证券研发中心

表 10 与新丽签订长期合作的编剧情况

签约方	服务内容	代表作	签约情况
王力扶	编剧	《家常菜》《团圆饭》	7 年 7 部剧本， 工作室 14 部剧本
申捷	编剧	《重案六组》《虎妈猫爸》	7 年共计 7 部剧本
黄珂	编剧	《黎明之前》《苍穹之卯》	7 年共计 7 部剧本
李小明	编剧	《金婚》《青春期撞上更年期》	每年 5 部剧本策划，7 年共计 35 部； 7 年 7 部剧本
马伯庸	编剧	《风起陇西》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
高雅楠	编剧	《如果不能好好爱》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
彭扬	编剧	《北京甜心》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
李潇	编剧	《麻辣婆媳》《大女当嫁》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
于淼	编剧	《大丈夫》《余罪》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
陈彤	编剧	《离婚律师》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
秦雯	编剧	《辣妈正传》	5 年排他合作， 每年不少于 1 部剧本
流潋紫	编剧	《甄嬛传》	5 年排他合作， 5 年不少于 3 部剧本
张挺	编剧	《射雕英雄传》2001 版	5 年排他合作， 5 年 10 部影视剧剧本

资料来源：新丽传媒招股说明书，信达证券研发中心

表 11 新丽自有与合作的部分制片人、导演、演员情况

姓名	合作方式	签约内容	已完成作品情况	代表作品
曹华益(资深制片人)	自有	--	--	《辣妈正传》、《虎妈猫爸》
于正 (制片人)	合作	7 年共 7 部影视剧	已完成 1 部作品	《美人心计》、《宫锁心玉》
陶昆 (制片人)	合作	7 年共 7 部影视剧	已完成 1 部作品	《风声》、《寻龙诀》、《火锅英雄》
陈凯歌 (导演)	自有 (排他)	独家合作，7 年 7 部电影	已完成 2 部电影	《霸王别姬》、《梅兰芳》
刘惠宁 (导演)	合作	5 年共 5 部影视剧	已完成 2 部作品	《半路夫妻》、《我的父亲母亲》
沈严 (导演)	合作	5 年共 3 部影视剧	已完成 1 部作品	《手机》、《辣妈正传》
胡军 (演员)	合作	7 年共 5 部影视剧	已完成 1 部作品	《赤壁》、《建军大业》
海清 (演员)	合作	3 年共 3 部影视剧	已完成 4 部作品	《双面胶》、《媳妇的美好时代》
李光洁 (演员)	合作	5 年共 7 部影视剧	已完成 1 部作品	《杜拉拉升职记》、《山楂树之恋》

资料来源：新丽传媒招股说明书，信达证券研发中心

(2) 收购意义：保证开发质量，放大 IP 价值

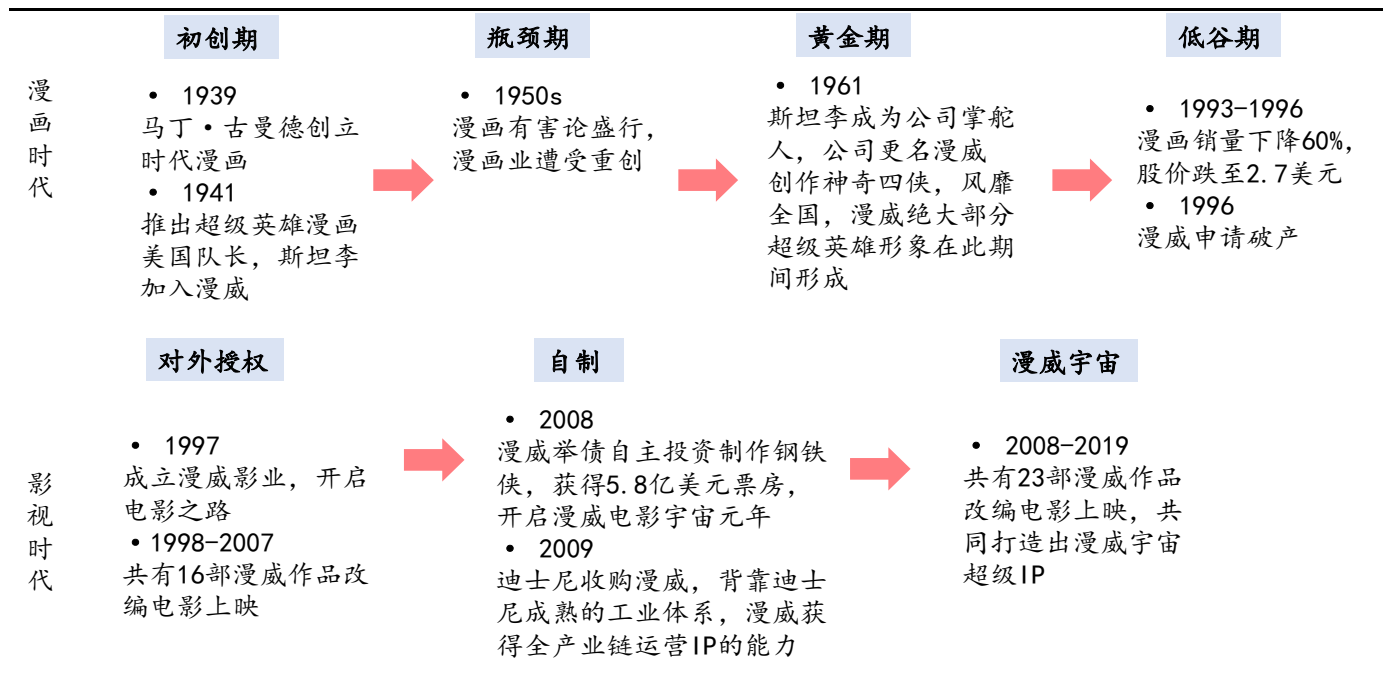
公司收购新丽传媒有利于把握 IP 开发自主权。尽管 IP 的价值在 2015 年被业内肯定，但后续出现了多部大 IP 影视剧的滑铁卢，《诛仙》改编的《青云志》只有 0.579% 的平均收视率，《悟空传》投资 7 亿元，票房 6.9 亿元，《武动乾坤》豆瓣评分为 4.4 分，收视率仅为 0.285%，《斗破苍穹》豆瓣评分仅 4.6 分，收视率仅 0.67%，主要原因在于下游 IP 开发方并不理解内容的创作内核，改编严重脱离了原著，不仅让原著粉丝不满而不去观看，而且让故事并不好看，难以依靠故事吸引其他观众，失去了 IP 本身的意义。

掌握 IP 开发的自主权，能尽可能的把握 IP 的开发质量。阅文的 IP 改编权是永久的，影视公司租用期一般在 10 年以内，之前公司仅从事线上文学业务，对产业链下游心有余而力不足，收购新丽之后能将 IP 运营权掌握在自己手中，有望提高 IP 附加价值。高质量改编 IP 本身的影响力会扩大，影视化同样促进了小说的销量，在《如懿传》播映期间，小说在阅读平台上日均销售额增加了近五倍，《庆余年》热播期间，原著小说在起点中文网“24 小时热销榜”与“阅读指数榜”排名第一，截至 2020 年 1 月 21 日，《庆余年》仍然排名前列，而榜单前 40 名中的其他作品均正在更新。

其次 IP 需要培养，现在阅文每年都会投资几部动漫作品，动漫本身对凝聚粉丝力、宣传 IP、放大 IP 影响力起重要作用，对比金庸古龙武侠小说、琼瑶小说等著名 IP，这些 IP 在不断的改编中历久铭新，代代相传，影视化、游戏化本身既是二次创作也是放大影响，阅文现在的 IP 普遍时间较短，难以和金庸小说、漫威等著名 IP 比较，但是长期的运营可以增加粉丝黏性和影响力，有望出现全民性 IP。

回顾美国漫威的改编历史，二战时期出现的漫画人物在 90 年代之前虽经数次改编，由于无法统一质量，难以形成规模，甚至在公司破产之际卖出数个英雄版权，后公司借贷投资 7 亿美元出品《钢铁侠》电影，大获成功，并持续同标准出品系列电影，最终形成了“漫威”宇宙，自营是最能保证出品质量的方式，阅文此举虽不能保证出现某一系列的宇宙观，却有望形成“阅文出品”的品牌效应，取得书粉信赖。

图 55 漫威宇宙形成过程



资料来源：信达证券研发中心

(3) 自营下场的优质改编作品：《庆余年》

《庆余年》的成功很大程度上源于剧集的质地良好，保留原著核心的权谋内核。该剧由新丽传媒制作，阅文平台参与从IP内容源头到下游影视制作的全过程，把握了原著剧本走向。《庆余年》于2019年11月26日在爱奇艺和腾讯视频开播。开播当天灯塔网剧热度排名第一，截至2020年1月21日累计播放量达71.83亿，豆瓣评分7.9分，网络热度之高让爱奇艺和腾讯视频平台开通单片付费模式，实现平台方和出品方的双赢，也再次验证了IP的价值，也说明了失败的魔改剧除了让粉丝失望之外，也导致了对IP的浪费，同时由于原著较长，一部电视剧难以叙述清楚，剧集也推动了原著小说的销量，《庆余年》原著持续排名起点热销榜前十。

图 56 起点中文网榜单（2020年1月31日）

起点月票榜	24小时热销榜	阅读指数榜	推荐票榜
NO.1 前任无双 157048 月票 仙侠·跃千愁	NO.1 诡秘之主 销量冠军 玄幻·爱潜水的乌贼	NO.1 诡秘之主 本周最强 玄幻·爱潜水的乌贼	NO.1 太初 44899462 推荐票 玄幻·高楼大厦
2 诡秘之主 138343	2 我师兄实在太稳健了 -	2 我师兄实在太稳健了 -	2 无疆 32585001
3 暗月纪元 54408	3 九星毒奶 ↑	3 第一序列 -	3 王者时刻 31878553
4 我师兄实在太稳... 52309	4 亏成首富从游戏开始 ↓	4 九星毒奶 -	4 斗战狂潮 30329008
5 九星毒奶 49523	5 第一序列 ↓	5 亏成首富从游戏开始 -	5 圣墟 29425663
6 第一序列 47641	6 庆余年 ↓	6 庆余年 -	6 凡人修仙之仙界篇 28072957
7 天降我才必有用 37994	7 烂柯棋缘 ↑	7 轮回乐园 -	7 三寸人间 25515676
8 手术直播间 35325	8 手术直播间 ↑	8 当医生开了外挂 -	8 诡秘之主 24892622
9 明天下 34895	9 超神机械师 ↑	9 洪荒历 -	9 英雄联盟：我的... 22718562
10 造化图 32799	10 学霸的黑科技系统 ↓	10 烂柯棋缘 -	10 开天录 21930830

资料来源：新丽传媒招股说明书，信达证券研发中心

五、盈利预测与估值

1、收入预测

在线业务收入：自有和自营渠道可以拆分成 MAU*付费比例*ARPU，假设 2019-2021 年平台 MAU 维持自然增长（与网民同步增长），同比增加 5%、3%、3%，平台内容丰富度提升叠加人口迭代推动用户付费意愿上升，付费比例缓慢增加分别为 5%、5.3%、5.5%，得到付费人数分别为 11.2 百万、12.2 百万、13.1 百万，同时更丰富的内容和运营效率的提高带动 ARPU 值增加 0%、10%、8%，得到自有和自营渠道的收入分别为 24.34 亿元、29.21 亿元、33.59 亿元。由于 2019H1 公司减少第三方渠道商，我们假设第三方平台渠道收入同比增加-15%、0%、5.0%。

表 12 在线阅读业务收入预测（单位：百万）

收入数据	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1	2019E	2020E	2021E
在线阅读	453	971	1,974	3,421	3,828	1,662	3,805	4,457	5,086
YOY		114.3%	103.3%	73.3%	11.9%	-10.2%	-0.6%	17.1%	14.1%
自有+自营渠道	442	789	1,724	2,956	3,165	1,416	3,242	3,893	4,494

自有平台产品	317	591	1,058	1,874	2,213	985	2434.30	2921.16	3359.33
YOY		86.4%	79.0%	77.1%	18.1%	-7.8%	10.0%	20.0%	15.0%
腾讯产品自营渠道	125	198	666	1,082	952	431	807	972	1,135
YOY		58.4%	236.4%	62.5%	-12.0%	-13.8%	-15.2%	20.4%	16.8%
第三方平台	11	182	250	465	663	246	564	564	592
YOY		1554.5%	37.4%	86.0%	42.6%	-13.1%	-15.0%	0.0%	5.0%
经营数据	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1	2019E	2020E	2021E
MAU		117.1	169.9	191.5	213.5	217.1	224.2	230.9	237.8
YOY			45.1%	12.7%	11.5%	1.7%	5.0%	3.0%	3.0%
自有平台			80.8	90.90	109.20	115.6			
自营渠道			89.1	100.60	104.30	101.5			
付费人数		3.8	8.3	11.1	10.8	9.7	11.2	12.2	13.1
YOY			118.4%	33.7%	-2.7%	-9.3%			
付费比例		3.30%	4.90%	5.80%	5.10%	4.50%	5.00%	5.30%	5.50%
ADD			1.60%	0.90%	-0.70%	-0.50%	-0.10%	0.30%	0.20%
arpu (元/年)		205.6	208.5	267.6	289.2	270	289.2	318.12	343.57
arpu (元/月)		17.13	17.38	22.3	24.1	22.5	24.1	26.5	28.6
YOY			1.4%	28.3%	8.1%	-7.8%	0.0%	10.0%	8.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

由于并购新丽的因素, 2019 全年版权收入相对于 2018 年将显著提高 (2018 年新丽仅并入 2 个月收入)。假设 2019-2021 年公司卖出版权数量在 140-160 余部, 平均版权收入同比提高为 30%、20%、10%, 授权和投资收入分别为 10.2 亿元、13.11 亿元、15.38 亿元, 假设新丽贡献收入分别为 17 亿、22 亿、25 亿, 其他收入保持不变, 公司 2019-2021 年版权运营及其他收入分别为 29.27、38.18、42.45 亿元。

表 13 版权运营业务收入预测 (单位: 百万)

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1	2019E	2020E	2021E
版权及其他收入	13	636	582	674	1210	1308	2,927	3,818	4,245
版权运营	12	163	247	366	1003	1215	2,720	3,611	4,038
YOY		1258.3%	51.5%	48.2%	174.0%	283.3%	171.2%	32.8%	11.8%
授权和投资收入		163	247	366	728.4	551	1019.76	1311.12	1538.38
YOY			51.5%	48.2%	99.0%	73.8%	40.0%	28.6%	17.3%

卖出版权数量(个)	97	122	100	130	70	140	150.00	160.00
YOY		25.8%	-18.0%	30.0%	16.7%	7.7%	7.1%	6.7%
单版权收入	1.68	2.02	3.66	5.60	7.87	7.28	8.74	9.61
YOY		20.5%	80.8%	53.1%		30.0%	20.0%	10.0%
新丽收入				274.6	664	1700.00	2300.00	2500.00
对赌利润				500		700.00	900.00	
其他	1	473	335	308	207	93	207	207
YOY		47200.0%	-29.2%	-8.1%	-32.8%	-19.1%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2、其他主要预测指标

由于并购新丽带来版权运营业务毛利率提升, 我们预测 2019-2020 年毛利率分别为 54.2%、55.0%、56.1%, 由于 2019H1 推广免费阅读 APP 飞读使买量成本提高, 我们预测销售费用率分别为 29.7%、26.7%、26.7%, 管理费用率与 2019H1 保持一致, 分别为 15.9%、15.9%、15.9%, 财务费用率与 2019H1 相同, 所得税率为 16%。

我们预测得到公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.15、12.62、14.11 亿元, 同比增长 0.4%、38.0%、11.8%。

表 14 主要预测指标 (单位: 百万)

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	23.0%	30.1%	33.6%	25.9%	10.1%
营业成本增长率	22.8%	24.2%	24.2%	23.7%	7.4%
毛利率	50.8%	54.6%	54.2%	55.0%	56.1%
销售费用	25.7%	32.9%	-29.7%	-26.7%	-26.7%
管理费用	14.4%	15.9%	-15.9%	-15.9%	-15.9%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3、估值

根据以上假设条件, 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 67.32、82.75、93.32 亿元, 同比增长 33.6%、22.9%、12.8%, 归属母公司股东的净利润分别为 9.15、12.62、14.11 亿元, 同比增长 0.4%、38.0%、11.8%, 2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 0.90 元、1.25 元和 1.39 元, 对应 2020 年 2 月 13 收盘价 (32.2 元/股、35.8 港元/股) 的动态 PE 分别为 36 倍、26 倍和 23 倍, 看好公司版权运营业务的未来收入空间, 同时下游渠道扩展持续利好内容端, 结合可比公司 2020 年平均 PE

情况，给予公司 2020 年 35 倍 PE 的估值，按照 2020 年利润 12.62 亿元，给予公司 490.8 亿港元（441.7 亿元）目标市值，对应每股价值 48.48 港元（43.63 元），首次覆盖给予“买入”评级。

表 15 相对估值表

证券代码	证券简称	PE			营业总收入（亿）			归母净利润（亿）		
		TTM	FY1	FY2	TTM	FY1	FY2	TTM	FY1	FY2
0772.HK	阅文集团	39	36	26	57.29	67.32	84.75	7.98	9.15	12.62
300133.SZ	华策影视	-	443	32	35.26	37.42	50.12	-1.20	0.36	4.98
002624.SZ	完美世界	35	34	26	83.33	84.20	99.20	18.64	19.21	24.50
603533.SH	掌阅科技	49	49	46	18.71	19.81	21.08	1.33	1.32	1.41
	平均			34.7						

资料来源：万得，信达证券研发中心 附注：PE 使用 2020 年 2 月 13 收盘价，阅文集团 FY1、FY2 收入利润预测来自本报告预测值，其他公司的预测来自万得一致预期

六、风险因素

- 1、政策风险。政策风险可能使公司平台上部分内容下架，影响平台 MAU。
- 2、盗版无法控制。长期无法控制的盗版可能使公司付费率难以大幅提高。
- 3、其他平台崛起竞争加剧。其他平台崛起将影响公司作者生态，同时使竞争加剧。
- 4、腾讯持续降低对公司的导流。腾讯是公司的重要分发渠道之一，腾讯对公司导流降低可能导致公司总 MAU 下降。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	5,703.24	13,556.97	13,952.69	13,769.47	13,818.29
固定资产	36.05	47.70	34.68	46.12	37.17
无形资产	4,501.10	12,141.16	12,152.99	12,167.75	12,194.58
于联营公司及合营公司	-	680.92	869.20	869.20	869.20
预付款项	22.87	147.50	197.09	242.26	273.19
其他	1,143.22	539.69	698.73	444.14	444.14
流动资产	9,434.13	14,277.64	14,397.99	16,639.61	18,569.77
货币资金	7,502.43	8,342.23	7,596.38	8,423.68	9,503.58
应收账款及应收票据	759.98	1,830.40	2,445.82	3,006.37	3,390.19
预付款项	295.81	609.90	814.96	1,001.74	1,129.63
电影及电视版权	-	2,857.06	2,501.94	3,285.71	3,571.43
其他	875.91	638.05	1,038.89	922.12	974.94
资产总计	15,137.37	27,834.61	28,350.68	30,409.09	32,388.06
非流动负债	710.49	2,823.25	2,808.94	2,908.75	2,977.09
长期借款	475.00	380.00	380.00	380.00	380.00
其他	235.49	2,443.25	2,428.94	2,528.75	2,597.09
流动负债	1,764.17	6,596.31	6,210.29	6,904.14	7,400.75
短期借款	-	1,385.44	919.10	919.10	919.10
应付账款	656.95	1,131.07	1,160.98	1,427.06	1,609.25
应付负债及其他应付款	719.65	1,818.15	1,868.90	2,297.23	2,590.51
其他	387.57	2,261.65	2,261.31	2,260.75	2,281.88
负债合计	2,474.66	9,419.56	9,019.23	9,812.89	10,377.84
少数股东权益	41.51	11.57	13.34	15.78	18.50
归属母公司股东权益	12,621.20	18,403.48	19,318.11	20,580.42	21,991.71
负债和股东权益	15,137.37	27,834.61	28,350.68	30,409.08	32,388.06

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4095.07	5038.25	6732.21	8275.14	9331.63
同比(%)	60.1%	23.0%	33.6%	22.9%	12.8%
归属母公司净利润	556.13	910.64	914.63	1262.31	1411.29
同比(%)	1416.2%	63.7%	0.4%	38.0%	11.8%
毛利率(%)	50.7%	50.8%	54.2%	55.3%	56.1%
ROE%	4.4%	4.9%	4.7%	6.1%	6.4%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.89	0.90	1.25	1.39
P/E	59.24	36.18	35.66	25.84	23.11
P/B	2.58	1.77	1.69	1.58	1.48
EV/EBITDA	47.47	25.50	25.01	18.70	16.72

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4095.07	5038.25	6732.21	8275.14	9331.63
营业成本	-2019.63	-2480.27	-3080.51	-3700.34	-4093.96
毛利	2075.44	2557.98	3651.70	4574.81	5237.67
利息收入	103.79	200.82	193.95	238.40	268.83
销售费用	-965.12	-1293.11	-1997.17	-2206.64	-2488.36
管理费用	-710.27	-726.47	-1072.73	-1318.59	-1486.93
其他收益净额	110.72	338.91	336.61	248.25	186.63
金融资产减值准备	-26.02	36.82	3.47	0.00	0.00
营业利润	510.78	1114.95	1115.83	1536.24	1717.85
财务费用	-35.17	-148.49	-211.78	-260.32	-293.55
分占合营企业和联营企业	66.34	111.34	186.90	229.74	259.07
除税前溢利	645.73	1077.80	1090.95	1505.65	1683.36
所得税	-83.04	-165.40	-174.55	-240.90	-269.34
年内盈利	562.69	912.40	916.40	1264.75	1414.02
归母净利润	556.13	910.64	914.63	1262.31	1411.29
少数股东损益	6.56	1.76	1.77	2.44	2.73
营业收入	4095.07	5038.25	6732.21	8275.14	9331.63
EBITDA	-2019.63	-2480.27	-3080.51	-3700.34	-4093.96
EPS(当年)(元)	0.54	0.89	0.90	1.25	1.39

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	885.71	917.68	432.88	1196.52	1624.38
净利润	562.69	912.40	916.40	1264.75	1414.02
折旧摊销	176.28	164.05	188.54	207.68	233.04
财务费用	29.84	48.51	211.78	260.32	293.55
投资损失	-	-	-	-	-
营运资金变动	1025.70	1014.79	-382.48	660.29	1308.15
其它	-908.80	-1222.07	-501.35	-1196.52	-1624.38
投资活动现金流	-432.83	-176.63	-500.61	-108.90	-250.93
资本支出	-133.32	-183.13	-187.35	-233.88	-250.93
长期投资	-	-	-	-	-
其他	-299.51	6.50	-313.26	124.98	0.00
筹资活动现金流	6725.49	-179.52	-678.12	-260.32	-293.55
吸收投资	7094.37	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	475.00	22.37	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-59.47	-46.25	-211.78	-260.32	-293.55
现金流净增加额	7178.36	561.53	-745.85	827.30	1079.90

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券，覆盖网络游戏和整合营销。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。