

# 阅文集团 (0772.HK): 网文市场龙头, IP影视化进入快速发展期

2022年7月25日

强烈推荐/首次

阅文集团

公司报告

阅文集团是国内网络文学市场龙头,并基于网文IP积极开拓动漫、影视、游戏等业务。阅文集团由腾讯文学与原盛大文学整合而成,成立于2015年3月。2020年,阅文集团在线阅读及版权运营收入约64亿元(不包含新丽传媒影视收入),市占率约22%,处于行业领先地位。据公司年报披露,2021年公司旗下平台作家数970万,网文作品数量1510万部;2021年公司自有平台及腾讯渠道平均月活2.49亿人;自有平台及腾讯渠道平均月付费用户870万人。

**网文IP运营具有长期发展空间。**网文是国内IP产业链的源头,基于网文IP改编为电影、影视剧、游戏、动漫等其他作品形式是一种国内外均已被验证的成熟商业模式,主要源于原著IP具有独特的粉丝效应(粉丝具有较高的忠诚度),既拓展IP变现空间,也有助于降低新产品在宣传推广时的用户获取成本。当前,国内IP运营产业正逐步走向成熟,且国内电影、影视剧、游戏合计市场规模接近4000亿元。

**阅文在网文IP储备领域优势显著。**公司旗下拥有起点中文网、起点女生网、创世中文网、云起书院、潇湘书院、红袖添香、小说阅读网、言情小说吧等网文平台,并持股晋江文学城50%股份。在已经成功改编为影视剧的网文IP以及具有改编影视剧潜力网文IP中,阅文集团均占据绝大多数份额。根据《2019-2020年度网络文学IP影视剧改编潜力评估报告》,成功改编为影视作品的TOP12原著作品中有10部网文作品来自阅文旗下,占比超过80%;具有改编潜力的46部网学作品中,阅文集团旗下共有30部作品入选,占比超过65%。

**搭建影视全产业链生产体系,IP影视化进入快速发展期。**在IP全产业链布局方面,公司收购头部影视公司新丽传媒,IP影视化成为公司重要收入增长点。一方面,近两年新丽传媒加深与阅文协同,围绕阅文头部网文IP进行了多部影视作品开发,包括《庆余年》《斗罗大陆》《赘婿》等爆款剧集;另一方面,公司联动腾讯影业与旗下新丽传媒、阅文影视,搭建影视全产业链生产体系,形成深度布局影视业务的“三驾马车”,即:腾讯影业、阅文影视、新丽传媒三家公司通过产业分工,发挥各自优势,提高了IP影视化效率,并取得良好效果。我们认为,随着IP影视化效率的提升,IP影视化业务将进入快速发展期,公司旗下庞大的IP储备有望加速变现。

**投资建议:**阅文集团是国内网文市场龙头,拥有强大的创作者阵营、丰富的网文IP储备。公司通过组织架构调整以及整合IP开发链条,有望提升IP影视化效率,驱动公司版权运营业务进入快速发展期。我们预计2022-2024年公司Non-GAAP净利润分别为15.42亿元,20.44亿元和26.31亿元,对应现有股价PE分别为19X,15X和11X,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:**(1)免费阅读模式持续冲击导致付费用户数减少;(2)疫情反复影响公司影视项目制作进度;(3)影视行业强监管政策超预期;(4)公司IP产业链整合进展低于预期。

## 公司简介:

阅文集团成立于2015年3月,旗下囊括QQ阅读、起点中文网、新丽传媒等业界知名品牌,汇聚了强大的创作者阵营、丰富的作品储备,覆盖200多种内容品类,触达数亿用户;在下游打造精品化的多业态衍生,向用户提供丰富的精神文化产品,阅文已搭建起以在线业务+版权运营双轮驱动的文创生态。

资料来源:公司官网

## 未来3-6个月重大事项提示:

无

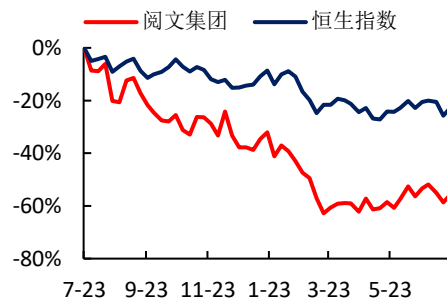
## 发债及交叉持股介绍:

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	19.81-69.08
总市值(亿元)	300
流通市值(亿元)	300
总股本/流通A股(亿股)	10.07/0
流通B股/H股(亿股)	0/10.07
52周日均换手率	1.42%

## 52周股价走势图



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 分析师: 石伟晶

010-66554067

shi\_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518080001

## 分析师: 辛迪

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521070008

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	85.26	86.68	101.81	118.07	136.05
增长率(%)	2.1%	1.7%	17.4%	16.0%	15.2%
归母净利润(亿元)	9.17	12.30	15.42	20.44	26.31
增长率(%)	-23.2%	34.1%	25.4%	32.5%	28.7%
每股收益(元)	0.92	1.22	1.53	2.03	2.61
PE	32	24	19	15	11

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 网文市场龙头，具有庞大作家生态和网文作品储备.....	3
2. 网文 IP 运营具有长期发展空间，阅文在网文 IP 储备领域优势显著.....	4
3. 搭建影视全产业链生产体系，IP 影视化效率显著提升.....	6
3.1 新丽传媒加强网文 IP 影视化.....	7
3.2 联动腾讯影业，提升 IP 影视化效率.....	8
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	10
相关报告汇总.....	11

## 插图目录

图 1：2016-2021 年国内网文市场规模.....	3
图 2：2016-2021 年阅文集团网文在线阅读及版权运营收入.....	3
图 3：2016-2021 年阅文集团旗下平台网文作家数量.....	3
图 4：2016-2021 年阅文集团旗下平台网文作品数量.....	3
图 5：2016-2021 年阅文集团在线阅读业务月活用户.....	4
图 6：2016-2021 年阅文集团在线阅读业务平均月付费用户.....	4
图 7：2020-2021 年阅文集团收入构成.....	6
图 8：2020-2021 年阅文集团收入占比.....	6
图 9：新丽传媒部分制作的豆瓣高分影视作品以及投资制作的高票房电影作品.....	7
图 10：新丽传媒上映影视作品部数及网文 IP 改编作品.....	8

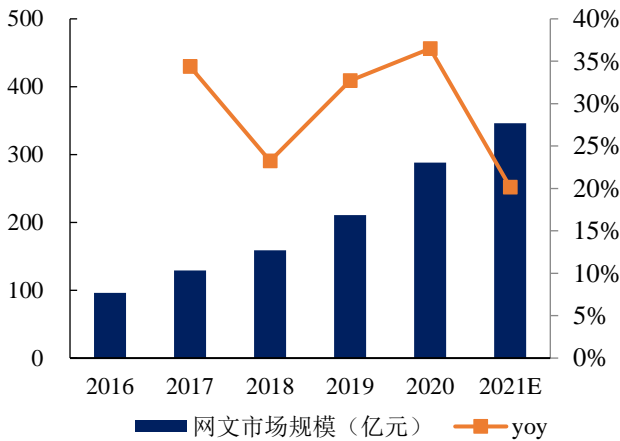
## 表格目录

表 1：中美图书 IP 改编案例对比.....	4
表 2：2018-2019 年度网络文学 IP 改编影视剧用户评论满意度排名榜单.....	5
表 3：2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力作品.....	5
表 4：2019-2022 年腾讯影业部分参与的影视电影作品片单.....	8
表 5：阅文集团腾讯影业，提升 IP 影视化效率.....	9

## 1. 网文市场龙头, 具有庞大作家生态和网文作品储备

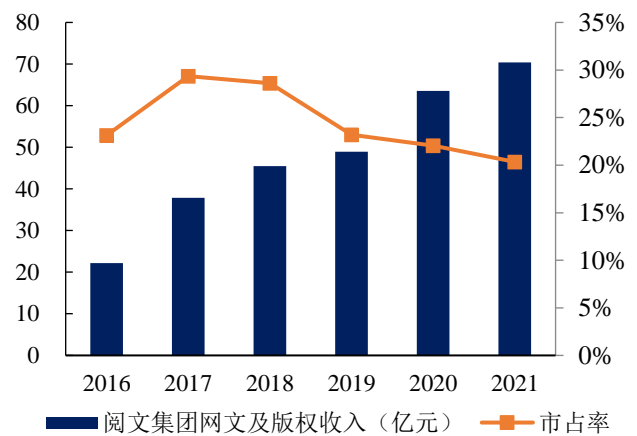
阅文集团是国内网文市场龙头, 并基于网文 IP 积极开拓动漫、影视、游戏等业务。阅文集团由腾讯文学与原盛大文学整合而成, 成立于 2015 年 3 月。2017 年 11 月, 阅文集团在香港联交所主板上市, 股份代号: 0772。根据弗若斯特沙利文测算, 广义上 2020 年国内网络文学市场规模 288 亿元, 包括订阅收入、免费阅读广告收入、版权运营收入等, 受免费阅读模式影响, 其中订阅收入占比约 40%。2020 年, 阅文集团在线阅读及版权运营收入约 64 亿元 (不包含新丽传媒影视收入), 市占率约 22%, 处于行业领先地位。

图 1: 2016-2021 年国内网文市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文 (恺兴文化招股书), 东兴证券研究所

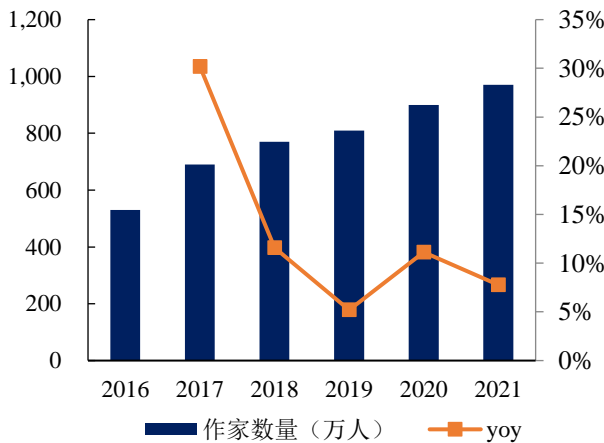
图 2: 2016-2021 年阅文集团网文在线阅读及版权运营收入



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

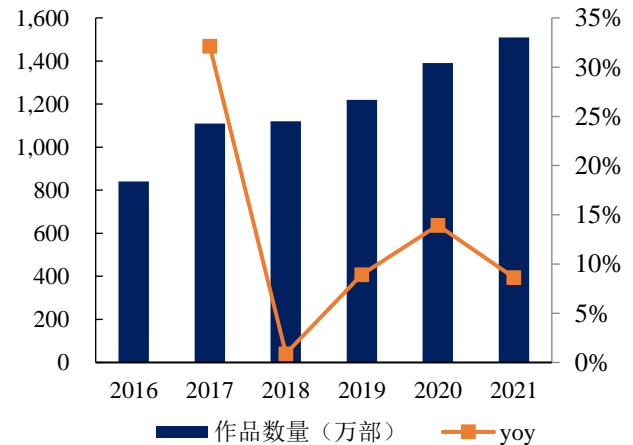
阅文集团旗下平台具有庞大作家生态和网文作品储备。据公司年报披露, 2021 年公司旗下平台作家数 970 万, 同比新增 70 万作家, 网文作品数量 1510 万部, 同比新增 120 万部文学作品。在 2021 年阅文的新增作家中, 95 后占比高达 80%; 2021 年网络文学新人作家「十二天王」榜单中, 有 5 位作家年龄在 27 岁以下。

图 3: 2016-2021 年阅文集团旗下平台网文作家数量



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

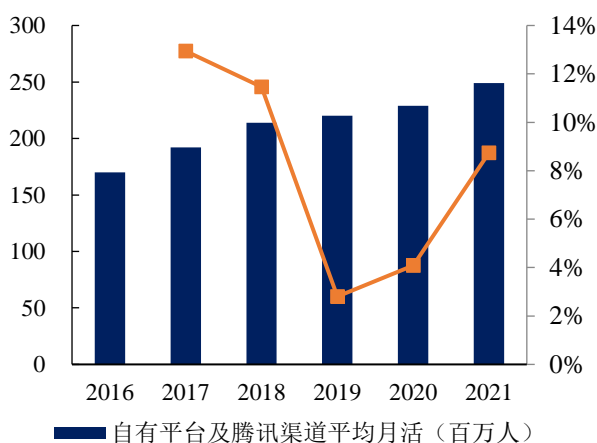
图 4: 2016-2021 年阅文集团旗下平台网文作品数量



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

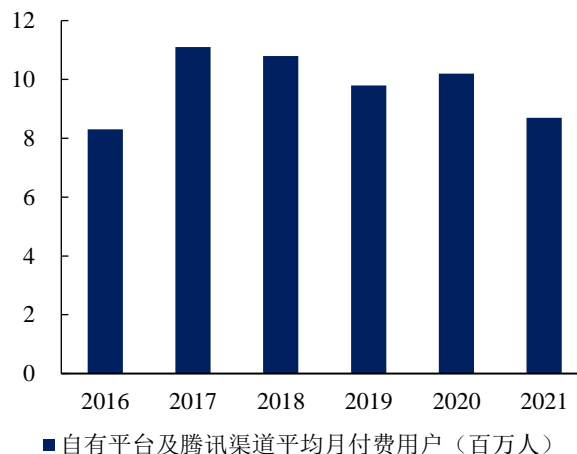
受免费阅读模式影响, 公司在线阅读业务月活数及付费数增长平缓。据公司年报披露, 2021 年公司自有平台及腾讯渠道平均月活 2.49 亿人, 同比增长 9%; 自有平台及腾讯渠道平均月付费用户 870 万人, 同比减少 15%。

图 5: 2016-2021 年阅文集团在线阅读业务月活用户



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

图 6: 2016-2021 年阅文集团在线阅读业务平均月付费用户



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

## 2. 网文IP运营具有长期发展空间, 阅文在网文IP储备领域优势显著

**网文 IP 运营具有长期发展空间。**网文是国内 IP 产业链的源头, 基于网文 IP 改编为电影、影视剧、游戏、动漫等其他作品形式是一种国内外均已被验证的成熟商业模式, 主要源于原著 IP 具有独特的粉丝效应 (粉丝具有较高的忠诚度), 既拓展 IP 变现空间, 也有助于降低新产品在宣传推广时的用户获取成本。以《哈利·波特》畅销书为例, 基于其 IP 的出版、电影、DVD 及有线电视播放权、网络游戏、主题公园等商业总价值达 70 亿美元; 反观国内, 以国内网络文学作品《鬼吹灯》为例, 其授权的电影、动漫、游戏合计产生的商业价值也超过 4 亿美元。当前, 国内 IP 运营产业正逐步走向成熟, 且国内电影、影视剧、游戏合计市场规模接近 4000 亿元, 网文 IP 运营具有广阔的长期发展空间。

表 1: 中美图书 IP 改编案例对比

	美国	中国
图书 IP	哈利·波特	鬼吹灯
改编形式	线下出版、电影、DVD 及有线电视播放权、网络游戏、主题公园、其他衍生品等	线下出版、电影、电视剧、网络游戏、动漫
商业总价值	约 70 亿美元	约 4 亿美元

资料来源: 阅文集团招股书, 东兴证券研究所

**阅文集团在网文 IP 储备领域优势显著。**公司旗下拥有起点中文网、起点女生网、创世中文网、云起书院、潇湘书院、红袖添香、小说阅读网、言情小说吧等网文平台, 并持股晋江文学城 50% 股份。根据《2019-2020

年度网络文学 IP 影视剧改编潜力评估报告》，可以看到，在已经成功改编为影视剧的网文 IP 以及具有改编影视剧潜力网文 IP 中，阅文集团在榜单中均占据绝大多数份额。

(1) 2018-2019 年，根据各视频平台公开的播放量或热度最高的、改编自网络文学的 47 部影视剧中，进行满意度分析，形成 2018-2019 年度网络文学 IP 改编影视剧用户评论满意度排名榜单。从网络文学平台维度看，TOP12 原著作品中有 10 部作品来自阅文旗下，占比超过 80%，其中起点中文网（5 部）、潇湘书院（2 部）、晋江文学城（3 部）。

注：榜单来自北京电影学院中国电影编剧研究院 2021 年 1 月发布的《2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力评估报告》。

**表 2：2018-2019 年度网络文学 IP 改编影视剧用户评论满意度排名榜单**

序号	网络文学 IP 改编电视剧	网络文学 IP	来源平台
1	《庆余年》	《庆余年》	起点中文网
2	《天盛长歌》	《凤权》	潇湘书院
3	《陈情令》	《魔道祖师》	晋江文学城
4	《将夜》	《将夜》	起点中文网
5	《全职高手》	《全职高手》	起点中文网
6	《致我们暖暖的小时光》	《致我们暖暖的小时光》	晋江文学城
7	《知否知否应是绿肥红瘦》	《知否？知否？应是绿肥红瘦》	晋江文学城
8	《从前有座灵剑山》	《从前有座灵剑山》	起点中文网
9	《香蜜沉沉烬如霜》	《香蜜沉沉烬如霜》	纵横中文网
10	《扶摇》	《扶摇皇后》	潇湘书院
11	《东宫》	《东宫》	纵横中文网
12	《夜天子》	《夜天子》	起点中文网

资料来源：北京电影学院中国电影编剧研究院《2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力评估报告》，东兴证券研究所

(2) 2019-2020 年，根据各大主流网络文学平台热门排名最高的 98 部网络文学，以用户评论数据为基础，形成 2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力作品榜单，共有 46 部网络文学作品入选。从网络文学平台维度看，阅文集团旗下共有 30 部作品入选，占比超过 65%，其中起点中文网（15 部）、起点女生网（4 部）、云起书院（4 部）、潇湘书院（2 部）以及晋江文学城（5 部）。

注：榜单来自北京电影学院中国电影编剧研究院 2021 年 1 月发布的《2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力评估报告》。

**表 3：2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力作品**

公司	旗下平台	网络文学 IP
阅文集团	起点中文网（15 部）	《第一序列》《伏天氏》《诡秘之主》《大国重工》《赘婿》《大道朝天》《大奉打更人》《上海繁华》《小阁老》《超神机械师》《泰坦无人声》《我师兄实在太稳健了》《万族之劫》《猎属》
	起点女生网（4 部）	《表小姐》《问丹朱》《掌欢》《天芳》
	云起书院（4 部）	《余生有你，甜又暖》《我的房分你一半》《画春光》

	潇湘书院 (2 部)	《山河盛宴》《嗨!我的消防员先生》
	晋江文学城 (5 部)	《将进酒》《大唐平阳传》《长风渡》《烈火浇愁》《北斗》
百度	纵横中文网 (4 部)	《剑来》《一剑独尊》《吞海》《赘婿出山》
	爱奇艺文学 (1 部)	《最帅逆行》
大众书局	逐浪小说网 (4 部)	《天梯》《旷世烟火》《共和国战疫》《共和国医者》
中文在线	17k 小说网 (2 部)	《修罗武神》《九星霸体诀》
北京大麦中金	香网 (1 部)	《佔有姜西》
掌阅	书山中文网 (1 部)	《一世兵王》
甜悦读文学	瓜子小说网 (1 部)	《权宠天下》
点众科技	点众科技 (1 部)	《樱花依旧开》
阿里巴巴	阿里文学 (1 部)	《大山里的青春》

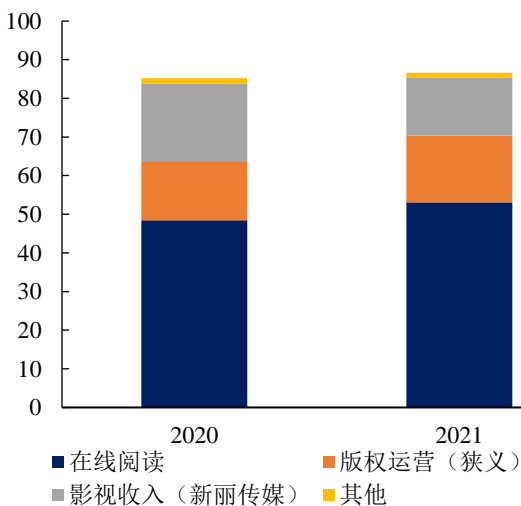
资料来源: 北京电影学院中国电影编剧研究院《2019-2020 年度网络文学 IP 影视剧改编潜力评估报告》, 东兴证券研究所

### 3. 搭建影视全产业链生产体系, IP 影视化进入快速发展期

**IP 影视开发成为公司重要收入增长点。**根据阅文财报显示, 公司终极目标是打造具有持久生命力的 IP。具体来讲, 即将优质的网文 IP 通过动漫、影视、游戏、衍生品等形式流传成为一代又一代人共同的记忆。目前公司在影视、动漫、游戏、衍生品等 IP 运营方面持续开发。我们认为, 在 IP 全产业链布局方面, 公司收购头部影视公司新丽传媒, IP 影视化成为公司重要收入增长点。在游戏、衍生品、动漫等领域, 公司 IP 运营当前处于与第三方合作阶段, 长期商业价值空间广阔。

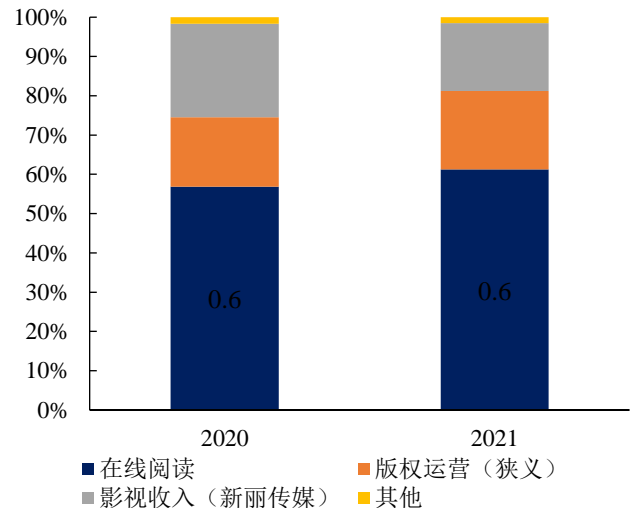
注: 截至 2021 年底, 阅文集团收入主要由三部分构成: 在线阅读业务收入 53.1 亿元, 占比 61%; 不包括新丽传媒的版权运营 (主要为版权授权费) 收入 17.3 亿元, 占比 20%; 新丽传媒 (影视业务) 收入 15.0 亿元, 占比 17%。

图 7: 2020-2021 年阅文集团收入构成



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

图 8: 2020-2021 年阅文集团收入占比



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

### 3.1 新丽传媒加强网文 IP 影视化

新丽传媒是国内领先的精品影视内容创作运营平台。新丽传媒成立于 2007 年, 主营业务包括电视&网络剧、电影&网络电影两大版块, 2018 年, 新丽传媒加入阅文集团, 成为其内容产业链条中的重要一环。成立至 2022 年, 公司累计制作播出 50 余部、2000 余集电视剧及网络剧, 代表作品有《人世间》《庆余年》《风筝》《白鹿原》《父母爱情》等; 投资制作 40 余部电影, 票房累计超过 350 亿元, 代表作品《这个杀手不太冷静》《我和我的父辈》《我和我的祖国》《你好, 李焕英》等。

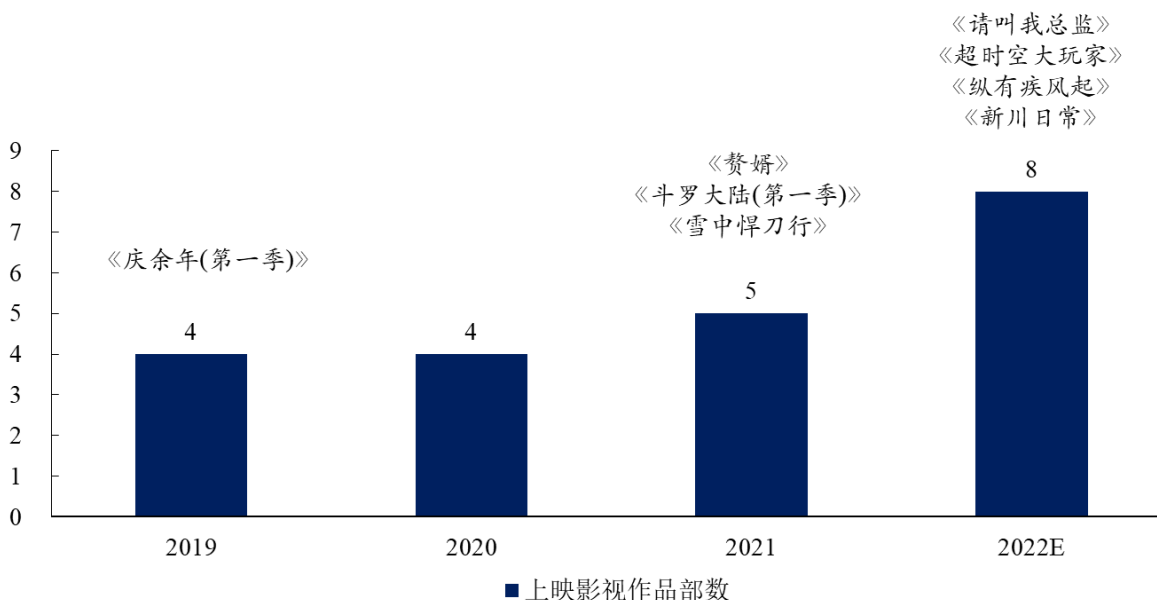
图 9: 新丽传媒部分制作的豆瓣高分影视作品以及投资制作的高票房电影作品



资料来源: 豆瓣, 东兴证券研究所整理

新丽传媒加深与阅文协同, 围绕阅文头部 IP 进行影视开发。从新丽传媒过往作品看, 公司影视作品题材多样, 涵盖古装、武侠、玄幻、当代都市、都市情感、谍战等, 剧本既有原创, 也有 IP 改编。2019-2022 年, 公司每年上映作品数量稳中向上。与此同时, 公司与阅文协同效应逐渐加强, 近两年公司基于网文改编的影视作品数量达到 7 部, 包括《斗罗大陆》《赘婿》等爆款剧集。

图 10：新丽传媒上映影视作品部数及网文 IP 改编作品



资料来源：新丽传媒官网，东兴证券研究所整理

### 3.2 联动腾讯影业，提升 IP 影视化效率

腾讯影业具有丰富的影视主投主控经验，有助于提升阅文集团 IP 开发生产力。腾讯影业成立于 2015 年，是腾讯全资子公司，定位于在新文创生态下，专注于优质影视作品打造的开放平台，业务布局涵盖创制、宣发、IP 版权、IP 授权等领域。根据猫眼数据，公司成立至今，累计参与出品发行电影作品 70 部，票房累计超过 138 亿元；累计参与影视作品 50 部。

表 4：2019-2022 年腾讯影业部分参与的影视电影作品片单

时间	参与电影作品	参与影视作品
2019	《吹哨人》	
	《南方车站的聚会》	
	《我为你牺牲》	
	《大约在冬季》	
	《受益人》	《庆余年》
	《终结者》	《第二次也很美》
	《上海堡垒》	《从前有座灵山》
	《银河补习班》	《奔腾年代》
	《黑衣人》	《奋斗吧，少年！》
	《老师好》	《黄金瞳》
	《飞驰人生》	《天下无诈》
	《大黄蜂》	《皓镧传》
	《四个春天》	
	2020	《送你一朵小红花》
《紧急救援》		《石头开花》

	《流浪地球》	《追梦》
	《急先锋》	《黑色灯塔》
	《邻里美好的一天》	《亲爱的，你在哪里》
	《八佰》	《穿越火线》
	《第一次的离别》	《三叉戟》
		《燃烧》
		《谁说我们结不了婚》
		《绿水青山带笑颜》
	《怒火重案》	
	《大学》	《正青春》
	《热带往事》	《如梦令》
2021	《九零后》	《赘婿》
	《秘密访客》	《甜蜜》
	《第十一回》	《爱的理想生活》
	《许愿神龙》	《你是我的荣耀》
	《没有过不去的年》	
	《我和我的祖国》	《人世间》
	《1921》	《心居》
2022	《流浪地球》	《蓝焰突击》
	《我要我们在一起》	《好好说话》
	《这个杀手不太冷静》	《天才基本法》
	《李茂扮太子》	《商业调查师》

资料来源: 猫眼, 东兴证券研究所整理

**联动腾讯影业, IP 影视化进入快速发展期。**自 2020 年起, 腾讯影业 CEO 程武出任阅文集团 CEO, 开启阅文集团与腾讯影业深度联动, 结合公司旗下新丽传媒、阅文影视, 搭建影视全产业链生产体系, 形成深度布局影视业务的“三驾马车”。在产业链分工方面, 腾讯影业对 IP 进行总体评估, 决策开发并联合合作伙伴; 阅文影视提供版权支持、改编把控; 新丽传媒负责具体剧集的开发、创作、制作; 以及三家公司集中资源协力推进宣传发行。可以看到, “三驾马车”通过产业分工, 发挥各自优势, 提高了 IP 影视化效率, 并取得良好效果。2021 年 2 月, 由新丽传媒、腾讯影业与阅文影视“三驾马车”打造, 改编自阅文集团作家愤怒的香蕉同名小说的电视剧《赘婿》上线。剧集播出后, 《赘婿》爱奇艺热度值最高达 10745, 创下爱奇艺史上热度值最快破万剧集的纪录, 也成为 2021 年首部爱奇艺热度值破万的剧集。我们认为, 随着 IP 影视化效率的提升, IP 影视化业务将进入快速发展期, 公司旗下庞大的 IP 储备有望加速变现。

**表 5: 阅文集团腾讯影业, 提升 IP 影视化效率**

时间	事件
2020 年 4 月	阅文集团管理团队调整。腾讯集团副总裁、腾讯影业 CEO 程武先生出任阅文集团 CEO, 腾讯平台与内容事业群副总裁侯晓楠先生出任阅文集团总裁。
2020 年 10 月	腾讯影业、新丽传媒、阅文影视举办联合发布会, 成立阅文影视-新丽传媒-腾讯影业影视联合委员会, 搭建影视联合生产体系。
2021 年 2 月	由新丽传媒、腾讯影业与阅文影视“三驾马车”打造, 改编自阅文集团作家愤怒的香蕉同名小说的电视剧《赘婿》上线。剧集播出后, 《赘婿》爱奇艺热度值最高达 10745, 创下爱奇艺史上热度值最快破万剧集的纪录。
2021 年 6 月	腾讯影业、新丽传媒、阅文影视举办 2021 年度发布会, 其中阅文集团公布“大阅文”战略, 与全行业合作伙伴共建 IP 生态业务矩阵, 并推出 70 部新作品片单。

2022年2月	<p>腾讯影业组织架构调整。主体部分将从腾讯 PCG（平台与内容事业群）被调整进入 CDG（企业发展事业群），重点聚焦时代旋律作品开发，承担更多社会责任。</p> <p>腾讯影业原有的强商业属性的 IP 影视化开发工作，将交由阅文集团旗下的新丽传媒、阅文影视，以及 PCG 旗下的腾讯动漫负责。其中腾讯影业计划开发和开发中的项目比如《庆余年》第二季和《赘婿 2》及相关团队将并入阅文，剧集不会受到影响；《一人之下》（电影及剧集）等腾讯动漫 IP 影视化项目及相关员工，将并入腾讯动漫。</p>
2022年6月	<p>腾讯公司发文宣布，程武不再兼任腾讯公司副总裁及其他部门管理职务。此后将专任腾讯控股子公司阅文集团 CEO。</p>

资料来源：阅文集团官网，东兴证券研究所整理

## 4. 投资建议

阅文集团是国内网络文学市场龙头，拥有强大的创作者阵营、丰富的作品储备。公司通过组织架构调整以及整合IP开发链条，有望提升IP影视化效率，驱动公司版权运营业务进入快速发展期。我们预计2022-2024年公司Non-GAAP净利润分别为15.42亿元，20.44亿元和26.31亿元，对应现有股价PE分别为19X，15X和11X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

（1）免费阅读模式持续冲击导致付费用户数减少；（2）疫情反复影响公司影视项目制作进度；（3）影视行业强监管政策超预期；（4）公司 IP 产业链整合进展低于预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	百纳千成 (300291.SZ): 剧集产出能力稳健提升, IP 全产业链多元变现	2022-07-21
行业深度报告	共享电单车行业: 盈利能力优于单车, 哈啰、滴滴、美团分享行业红利	2022-07-07
公司普通报告	浙文影业 (601599.SH) 覆盖报告: 国有资本完成相对控股, 影视板块重整行装再出发	2022-07-04
公司普通报告	华策影视 (300133.SZ) 深度报告: 行业供给端收缩, 剧集业务有望迎来快速发展期	2022-06-16
公司普通报告	快手 616 购物节专题: 品牌自播增长迅速, “快品牌”发展良好	2021-06-04
行业深度报告	传媒互联网 2022 年中期策略报告: 对比 7 大赛道, 下半年首推本地生活	2021-05-25
公司深度报告	途虎养车: 线上线下一体化平台, 汽车服务市场新龙头	2022-03-01
公司深度报告	喜马拉雅: IoT 助力流量稳定增长, 三轮驱动变现效率加速提升	2022-02-28
公司深度报告	美团系列研究之 1-三维度提升外卖履约效率, 降低骑手依赖度	2021-02-19
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 4-声网 2021 年复盘: “双减政策”影响短期增速, 中长期成长性无虞	2021-01-21
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 3-腾讯控股 2021 年复盘: 股价韧性强于市, 强监管无碍微信价值	2021-01-18
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 2-拼多多 2021 年复盘: GMV 增长遭遇挑战, 但长期增长模式有望转变	2022-01-13
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 1-快手 2021 年复盘: 危机洗礼后, 组织效率提升	2022-01-12
公司深度报告	腾讯控股 2004 年-2022 年复盘: 当下股价处于第 5 次震荡期, 微信与腾讯云奠定未来成长价值	2022-03-18
公司普通报告	腾讯 2022 年微信公开课点评: 微信生态日益丰满, 搜一搜为最大看点	2022-01-14
公司普通报告	腾讯控股: 分红事件有望成为市场预期转好拐点	2021-12-26
行业深度报告	腾讯系列研究之 7-腾讯专题: 微信的本质价值是分发	2021-12-21
行业深度报告	腾讯系列研究之 6-腾讯专题: 2018—2019, 为何错过短视频?	2021-11-11
行业深度报告	腾讯系列研究之 5-社交网络专题: 抖音、快手是社区还是社交网络?	2021-09-13
行业深度报告	腾讯系列研究之 4-金融科技行业报告: 蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	腾讯系列研究之 3-短视频行业报告: 视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	腾讯系列研究之 2-腾讯控股: 微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
行业深度报告	腾讯系列研究之 1: 微信小程序: 下一个十年, 下一个入口, 进入万物互联时代	2018-04-15
行业深度报告	传媒系列报告之 26-小红书: 优质 UGC 电商生态, 内容、用户、变现多维提升	2021-08-20
行业深度报告	传媒系列报告之 25-数字营销产业: 中小厂商如何突围? 出海与技术创新是关键	2021-08-04
行业深度报告	传媒系列报告之 24-数字音频产业商业模式之辨: 流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	传媒系列报告之 23-快手达人播, 抖音品牌播, 共击十亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	传媒系列报告之 22-长视频行业: TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	传媒系列报告之 21-游戏行业: 短视频买量渠道崛起, 游戏研发商顺势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技: 格局确立, 电商冲锋	2021-01-21

公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师: 石伟晶

传媒与互联网行业高级分析师, 上海交通大学工学硕士。6 年证券从业经验, 2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。以腾讯为核心跟踪内容互联网行业发展趋势, 覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等内容赛道; 以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势, 覆盖餐饮外卖、旅游住宿、汽车服务等生活服务赛道。

### 分析师: 辛迪

中央财经大学经济统计学硕士, 本科毕业于中央财经大学金融数学专业, 2019 年加入东兴证券研究所。以腾讯为研究核心, 跟踪腾讯各块业务进展及竞争对手情况, 覆盖网络社区、短视频、长视频、数字阅读等行业; 以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势, 覆盖餐饮外卖、旅游住宿等生活服务赛道。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526