

港股研究 | 公司深度 | 阅文集团 (0772.HK)

阅文集团：文字 IP 从一到无穷大

报告要点

公司是一家以数字阅读为基础，IP 培育与开发为核心的综合性文化产业集团，目前分化出在线阅读和版权运营两大主营业务。我们认为，公司的核心竞争力在于优质且丰富的文字 IP 积累以及巨大的流量供给，这使得公司的主营业务发展皆有所依仗。未来，如何将现有的优质 IP 盘活，以放大文字 IP 隐藏的巨大价值将是公司发展的重要方向。

分析师及联系人



聂宇霄

SAC: S0490520060004



高超

SAC: S0490516080001



陆意

SAC: S0490522060002

阅文集团 (0772.HK)

2022-08-04

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

阅文集团：文字 IP 从一到无穷大

内容是 IP 业务的核心竞争力，海量内容储备巩固公司业内龙头地位

公司是一家以数字阅读为基础，IP 培育与开发为核心的综合性文化产业集团，目前分化出在线阅读和版权运营两大主营业务。在线阅读作为公司目前营收占比最大的业务，从商业模式上可分为免费阅读与付费阅读两种：前者依靠广告收入变现，核心竞争力在于流量端的充足供给；后者依赖于用户支付的会员费，因此对平台内容质量提出了较高的要求。

然而，不论是哪一种商业模式，我们认为持续的优质内容供给都是最为关键的核心竞争力：用户在平台的驻足及付费都需要倚仗真正优质的内容。公司在内容供给端拥有深厚的积累，通过起点小说网、潇湘书院等多矩阵布局，满足用户不同阅读需求，形成较高用户粘性，以精品内容培养用户付费习惯。同时，公司背靠腾讯生态的庞大流量池，在拓展免费阅读业务上有着得天独厚的渠道优势。

优质内容 IP 为核，版权运营业务发展赋予公司全新想象力

公司积累的优质内容 IP 使得版权运营业务的拓展水到渠成。无论是在线阅读还是 IP 培育开发，优质的内容始终是业务的核心驱动力，是 IP 生态长期发展的基石。Web2.0 时代下，文学作品发生了从娱乐载体到 IP 核心的转变。Web1.0 时代，娱乐形式匮乏，在线阅读为主要娱乐方式之一。而随着 Web2.0 时代的到来，长视频、短视频等娱乐新途径层出，互动性的载体五花八门，在线阅读不再是众人娱乐消遣的首选，其娱乐属性或逐渐被弱化。然而，顺应时代新媒介，优质的文字内容开始通过影视化、游戏、周边等多样的形式延续生命力。同时，经历过市场检验的文字作品往往有着坚实的剧本基础和粉丝基础，使得 IP 衍生更加可控，或更受到资本和观众的青睐。未来，如何将现有的优质 IP 盘活，以放大文字 IP 隐藏的巨大价值将是公司发展的重要方向。

耦合产业链进行 IP 长线性培育、多场景开发，探索 IP 持续变现的天花板

作为文字 IP 生命力延续的重要渠道和方式，公司在影视剧、动漫、游戏等赛道齐发力，以塑造更为立体、完整的文字 IP 相关衍生体系，盘活文字 IP 背后的潜在价值。

影剧：公司与腾讯影业、新丽传媒组成影视“三驾马车”探索 IP 影视化的工业化生产，独有的内生闭环产业链形成保驾护航的公司壁垒。同时公司凭借丰富的 IP 内容储备与内外生态伙伴合作短剧改编，共享微短剧行业发展红利。

动漫：阅文同腾讯视频合作 IP 国漫二创；并与头部动漫渠道快看漫画、腾讯动漫共同布局 IP 漫改计划，优越的分发平台和自身有号召力的 IP 矩阵有望成为长期护城河。

游戏：公司以优质 IP 作为核心卖点，主要通过授权头部游戏制作公司实现 IP 增值。

衍生品：公司成立 IP 增值中心，计划布局消费品、潮流玩具和线下消费场景等 IP 衍生品开发，凭借内容优势进一步拓宽 IP 商业变现能力，同时均衡公司版权业务的产业结构。

风险提示

- 1、免费阅读业务拓展不及预期风险；
- 2、影视行业回暖不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 30.30

注：股价为 2022 年 8 月 1 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

数字阅读付费和免费并驱，奠定“大阅文”IP 宇宙内容基础	6
中国数字阅读市场大盘：无法替代的用户体验推动市场稳中有进发展	6
阅文数字阅读业务：公司收入的主要支撑点，持续营销下有望再攀新高	8
在线业务增长逻辑：免费及付费的双轮驱动	9
大阅文 IP 宇宙：精品 IP 长线系列化开发	16
文字 IP 的衍变：娱乐属性逐渐剥离，内容价值以多形式辐射	16
IP 的代际流传：打造有生命力的 IP，爆发取决于影视，长期决定于衍生	18
IP 长视频改编：“三驾马车”深耕长视频领域，探索影视工业化生产	19
IP 微短剧改编：试水微短剧新形式，内外兼顾升华 IP 价值	23
IP 赋能进一步探索：漫画、动画、游戏、衍生品齐头并进	24

图表目录

图 1：中国数字阅读市场规模（单位：亿元）	6
图 2：中国数字阅读用户规模（单位：亿人）	6
图 3：中国数字阅读行业作品总量（单位：万部）	6
图 4：中国数字阅读用户年龄分布比例（单位：%）	6
图 5：数字阅读收入模式图谱	7
图 6：移动阅读 APP 行业月活跃用户规模 TOP10（单位：万人）	8
图 7：阅文营业收入结构及同比（单位：亿元）	8
图 8：阅文营业成本拆分（单位：亿元）	9
图 9：阅文销售费用及同比（单位：亿元）	9
图 10：阅文毛利润和净利润及同比（单位：亿元）	9
图 11：阅文扣非归母净利（单位：亿元）	9
图 12：中国数字阅读用户付费意愿（单位：%）	10
图 13：中国数字阅读用户付费方式偏好（单位：%）	10
图 14：阅文“网络作家星计划”	10
图 15：阅文作家数量及同比变动（单位：万人）	11
图 16：阅文作品量在全行业作品量占比（单位：万部）	11
图 17：2021 年公司自有平台产品营收（单位：亿元）	12
图 18：付费阅读收入（单位：百万元）	12
图 19：平均月付费用户人数（单位：百万人）	12
图 20：每名付费用户平均每月贡献收入（单位：元）	12
图 21：2022 年阅文&番茄免费阅读分发渠道 MAU 对比（单位：万人）	14
图 22：七猫免费小说与 QQ 阅读、掌阅的重合用户比重（数据时间：2019 年 4 月）	15
图 23：长视频平台付费率（单位：%）	15
图 24：互联网广告市场规模及同比（单位：亿元）	16
图 25：阅文 IP 升维战略	17
图 26：哈利波特 IP 发展历程	18

图 27: 哈利波特书籍收入 (单位: 美元)	19
图 28: 斗罗大陆在各视频平台热度	19
图 29: 2014-2024 年中国影视行业市场规模 (单位: 亿元)	20
图 30: 用户对网络文学 IP 数字文娱化喜爱类型调研 (单位: %)	20
图 31: 各平台及全网正片有效播放 (单位: 亿次)	20
图 32: 各平台及全网会员内容有效播放 (单位: 亿次)	20
图 33: 阅文影剧业务营业收入和净利润及同比 (单位: 亿元)	22
图 34: 新丽传媒与其他影视制作公司净利率比较 (单位: %)	22
图 35: 短视频和长视频平台用户规模及同比比较 (单位: 亿人)	23
图 36: 短视频用户浏览需求 (单位: %)	23
图 37: 长视频平台上线短剧量 (单位: 部)	23
图 38: 2022 年视频平台短剧场品牌	23
图 39: 各平台微短剧体量和扶持计划对比	24
图 40: 阅文自有版权运营业务营业收入及同比 (单位: 亿元)	25
图 41: 阅文管理费用 (单位: 亿元)	25
图 42: 手机动漫 APP 月活跃用户数比较 (单位: 万人)	25
图 43: 中国二次元用户规模 (单位: 亿人)	25
图 44: 中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	28
图 45: 中国移动游戏用户规模 (单位: 百万人)	28
图 46: 中国潮流玩具市场规模 (单位: 亿元)	29
图 47: 中国线下娱乐市场规模 (单位: 亿元)	29
表 1: 阅文作家扶持项目整理	10
表 2: 阅文起点小说和番茄小说作家福利政策对比	11
表 3: 在线阅读 APP 会员价格整理	12
表 4: 各阅读小说功能对比	13
表 5: 免费阅读 App 所属互联网巨头及分发渠道	14
表 6: 2020 上半年在线阅读用户选择平台因素	14
表 7: 中国文化产业综合表现 Top50 IP	16
表 8: 中国文化产业综合表现 Top50 IP 中具备影剧形式 IP (加粗为具备影剧作品的阅文 IP)	20
表 9: “三驾马车”成功案例	21
表 10: 新丽传媒出品的 IP 改编电视剧	22
表 11: 阅文和腾讯视频合作 “300 部阅文小说漫改” 计划的作品节选	25
表 12: 掌阅人气榜 TOP 5 漫画	26
表 13: 2021~2022 年阅文和腾讯视频 15 部 IP 改编计划	26
表 14: 2021 年骨朵动漫热度排行榜中阅文和掌阅 IP 漫改作品	27
表 15: 阅文部分 IP 改编游戏整理	28
表 16: 国外头部 IP 内容与衍生品收入对比	29

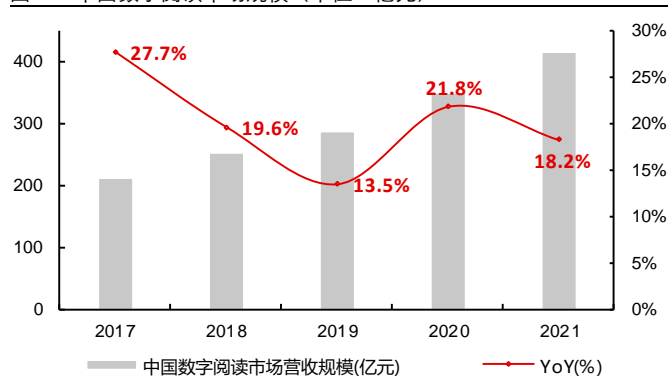
数字阅读付费和免费并驱，奠定“大阅文”IP 宇宙内容基础

中国数字阅读市场大盘：无法替代的用户体验推动市场稳中有进发展

2021 年行业营收和用户规模稳步上升。2021 年，中国数字阅读市场总营业收入规模达 415.7 亿元 (YoY+18.23%)，市场作品总量增至 3446.9 万部 (YoY+11.06%)。数字阅读创作内容端的稳定输出，满足了移动阅读用户日益增长的碎片化和多元化阅读需求，进而带动整体用户规模的上升。2021 年，中国数字阅读用户规模实现 5.06 亿人，用户同比增速 2.43%，较前两年有所放缓，表明行业逐渐迈入成熟时期。

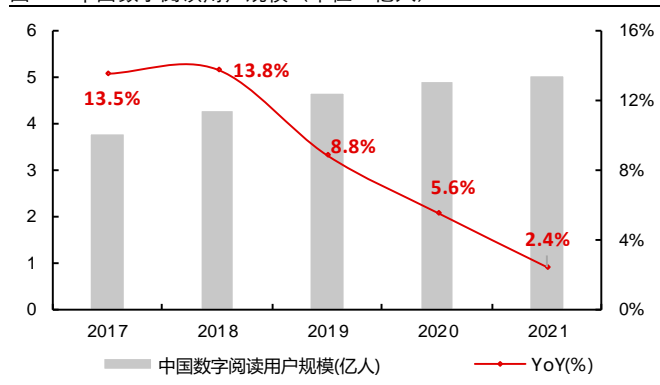
年轻的用户年龄分布为行业稳定发展提供保障。z 世代人群是我国数字阅读的主要用户。据中国音像与数字出版协会，44.63%的数字阅读用户为 19~25 岁的年轻人，近 3 成用户为未成年人。该类年轻用户群体的阅读需求和付费阅读习惯的形成，是未来行业长远发展的基石。

图 1：中国数字阅读市场规模（单位：亿元）



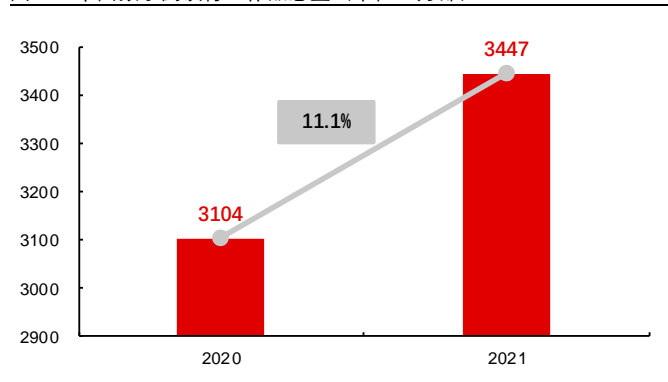
资料来源：中国音像与数字出版协会，长江证券研究所

图 2：中国数字阅读用户规模（单位：亿人）



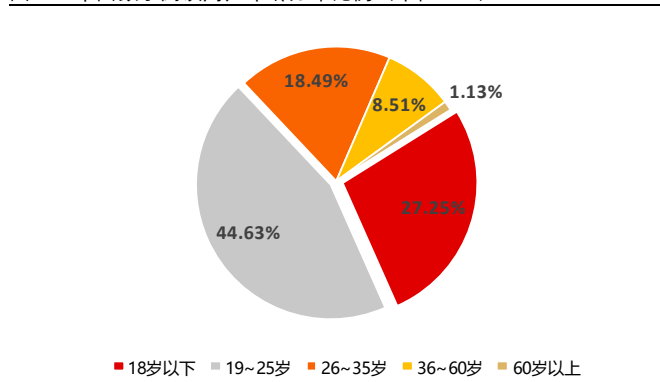
资料来源：中国音像与数字出版协会，长江证券研究所

图 3：中国数字阅读行业作品总量（单位：万部）



资料来源：中国音像与数字出版协会，长江证券研究所

图 4：中国数字阅读用户年龄分布比例（单位：%）



资料来源：中国音像与数字出版协会，长江证券研究所

➤ 移动阅读 APP 的商业模式：付费赛道成熟，免费赛道未来可期

按移动阅读 APP 的收入模式，可将市面上的主要移动阅读 APP 分为 3 类：

1) 付费模式

1.1 以单章/单本付费为主。例如小米旗下的多看阅读和微信麾下的微信阅读。此类 APP 亦存在会员收入，但其会员书库规模仅万部级别，吸引力度小。他们通常扎根于成熟的生态体系，并拥有充足的头部作品储备，使得有足够的用户愿意为作品买单。如多看阅读依赖小米手机生态，微信阅读背靠微信社群，各自生态自带流量为其打下一定用户基础。同时二者均为阅文第三方平台，使得精品内容供给有所保障。

1.2 以会员付费为主。付费 APP 大多单本付费与会员付费两种模式并存。将会员促销力度大、会员书库丰富的 APP，优先定位为以会员付费为主要模式的产品。例如“10 万会员书免费读”的 QQ 阅读，“35 册图书免费看”的掌阅，“会员全场 95% 女生小说免费读”的红袖读书等。会员付费模式更考验平台持续输出优质内容的能力，适合原创能力强，有口碑的平台。

单章/单本付费模式和会员付费模式相辅相成。除了作为一种收入手段，单本、单章付费模式亦可成为会员付费的一种营销手段，以较高的单本付费价格推动用户选择性价比更高的会员付费，从而增强用户粘性，为公司带来更稳定、更持续的收入。例如在书旗小说 App 中，用户单本购买《离凰（全集）》需要 299.9 书豆（10 书豆=1 元），而选择 30 元的会员月卡即可畅读万本会员书库，甚至在“全本购买”的选项旁有标注“会员免费”字样来引导消费者选择会员付费。

2) 免费阅读全部作品。例如番茄免费小说、七猫免费小说、飞读小说、米读小说等，其收入主要源自广告收入，广告形式主要为阅读界面上的静态广告和每阅读一定页数时弹出的全屏广告。此类免费 APP 会员的主要权益即为免除广告，以此弥补广告收入。

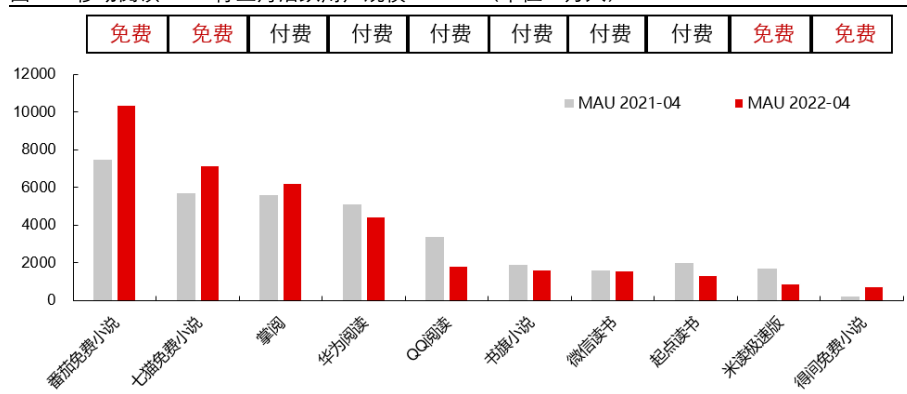
图 5：数字阅读收入模式图谱

商业模式	付费阅读		免费阅读
	单本/单章付费为主	会员付费为主	
阅文旗下APP	起点读书	红袖读书 QQ阅读	米读小说 飞读小说
其他竞品APP	多看阅读 微信读书	华为阅读 书旗小说 掌阅	番茄小说 七猫小说 得间小说

资料来源：各在线阅读 App，艾瑞咨询，长江证券研究所

头部免费阅读 APP 展现广告收入增长潜力，付费阅读 APP 整体热度平稳。自去年 4 月，两大免费阅读 APP 番茄免费小说和七猫免费小说始终占据行业月活跃用户规模鳌头。其中，根据 QuestMobile 监测数据，2022 年 4 月番茄免费小说 MAU 迈入 1 亿门槛，同比增长 38.8%。其一骑绝尘的月活表现和月活高增速，有望进一步激发广告收入的变现潜力。付费阅读 APP 表现总体平稳，掌阅 MAU 上升，微信读书同比基本持平。

图 6：移动阅读 APP 行业月活跃用户规模 TOP10 (单位：万人)

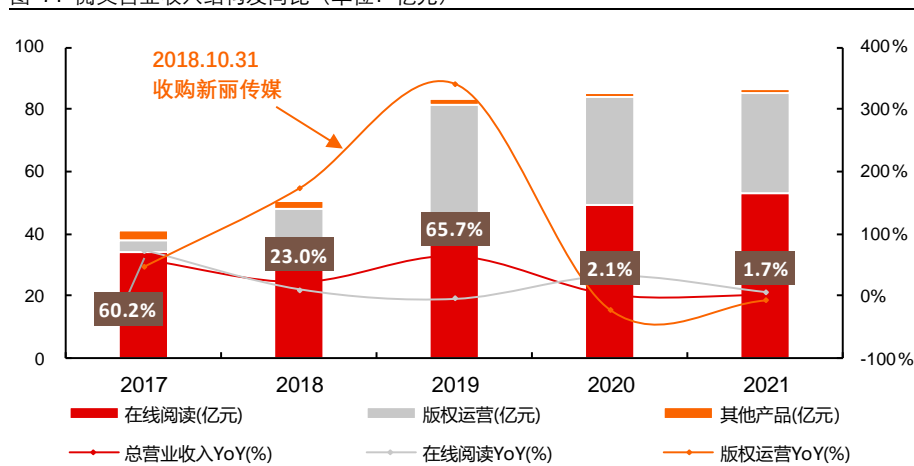


资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

阅文数字阅读业务：公司收入的主要支撑点，持续营销下有望再攀新高

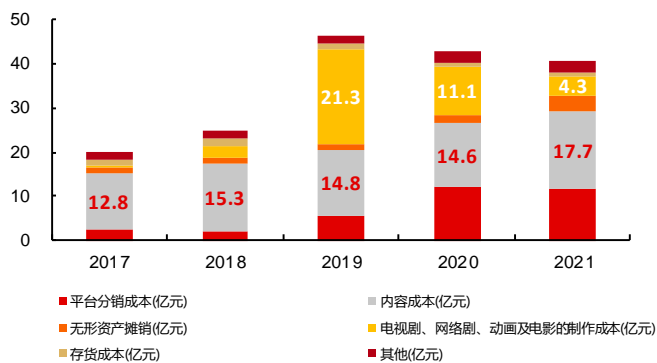
2021 年度阅文利润扭亏为盈，经营状况整体好转。阅文总营业收入达 86.68 亿元，同比增长 1.7%，其中在线阅读业务营收占比 61.24%，同比增长 7.6%，带动整体业绩向上。版权业务营收实现 32.31 亿元，同比下降 6.4%，主要受到旗下负责 IP 影剧开发的新丽传媒低营收的拖累。虽然新丽传媒营收下降，但其降本增效成果显著：2021 年，公司影剧漫制作成本 4.3 亿元，同比下降 61.26%，使得净利润有明显提升。2021 年，全公司净利润达 18.47 亿元，扭亏为盈。2020 年，公司的负净利润是受到经营外其他亏损的影响，主要是收购新丽传媒的商誉及商标权的减值准备和修改新丽获利计酬机制导致的公允价值亏损所致。在扣除非经常性损益之后，2021 年扣非归母净利润达到 3.47 亿元的水平，同比增长 729%，体现了公司 2021 年整体经营水平有所提升，基本面向好。

图 7：阅文营业收入结构及同比 (单位：亿元)



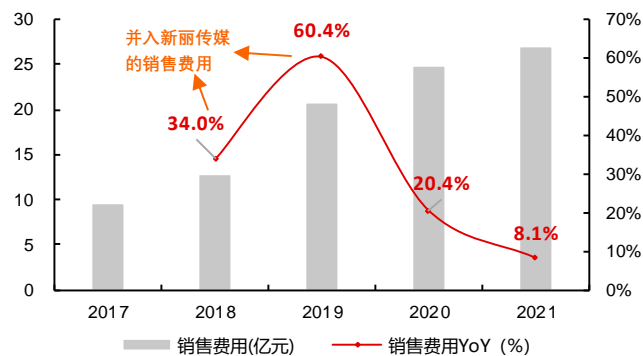
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：阅文营业成本拆分（单位：亿元）



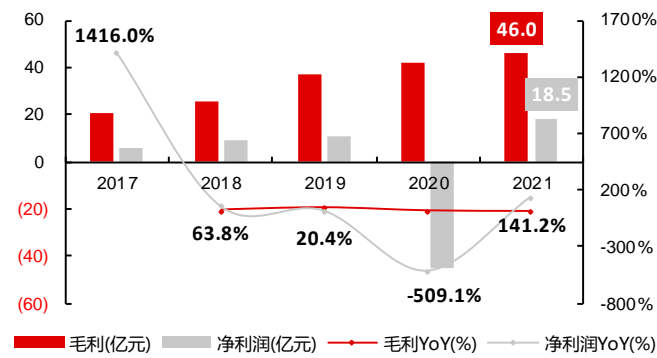
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：阅文销售费用及同比（单位：亿元）



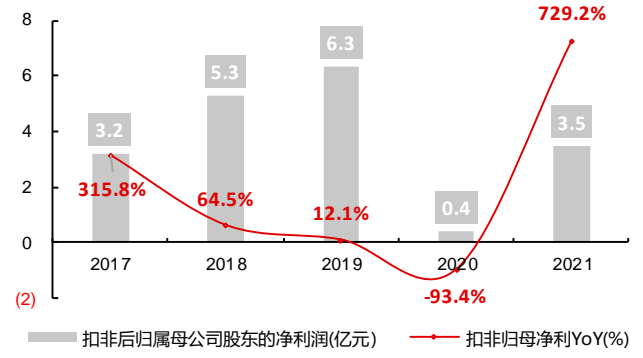
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：阅文毛利润和净利润及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：阅文扣非归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

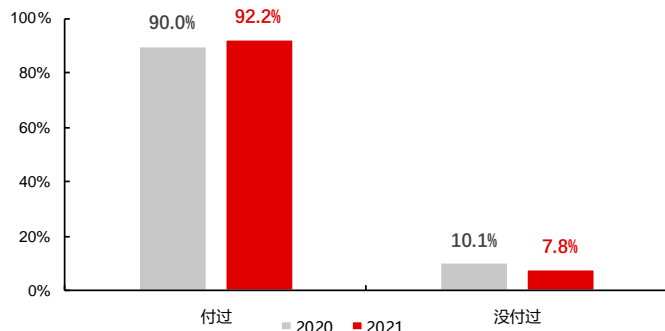
免费阅读广告收入成阅读业务的增长点，前期费用端承压逐见成效，持续注重在线阅读内容端的积累。2021 年，在线阅读业务营收 53.1 亿元，同比增长 7.6%，主要得益于来自腾讯自营渠道的免费阅读变现的广告收入增加。免费阅读的商业模式存在着前期吸引用户，后期流量变现的特点，投入和回报存在时间差。2021 年免费阅读板块的收益增长源自 2020 年推广和营销阅读业务的销售费用的大幅增加。2021 年公司进一步拓展免费业务，使得销售费用同比增长 8.1%。公司同样注重内容储备，2021 年公司内容成本 17.7 亿元，是公司占比最高的成本板块。高内容投入力图确保营销触及用户之后，优质内容能使平台的用户留存度进一步提高。

在线业务增长逻辑：免费及付费的双轮驱动

付费阅读增长逻辑：付费习惯的养成推动行业成熟，优质内容供给保证阅文系产品未来提价空间

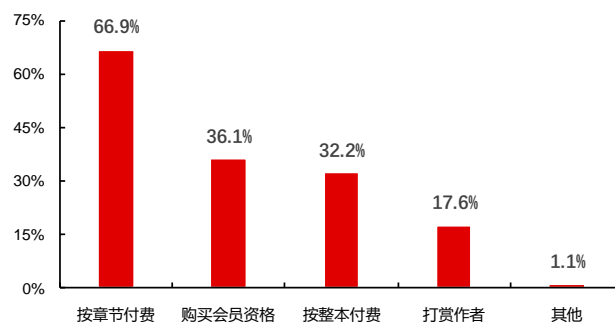
2021 年数字阅读用户付费意愿提升，按章节付费成用户付费方式首选。根据中国音像与数字出版协会的统计，92.17% 用户表示曾有付费阅读经历，说明绝大部分用户的付费阅读习惯已经养成。我们认为，在用户付费习惯逐步养成的前提下，付费阅读行业的长期稳定收入可以预期。在付费方式方面，按章节付费以 66.87% 的绝对优势成用户付费方式首选，说明了当前用户付费主要出于对真正优质的内容的认可。

图 12: 中国数字阅读用户付费意愿 (单位: %)



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 长江证券研究所

图 13: 中国数字阅读用户付费方式偏好 (单位: %)



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 长江证券研究所

➤ **阅文付费阅读业务护城河: 注重内容供给方运营, 持续输出精品内容, 形成供需的良性循环生态**

优质的内容供给是吸引用户付费的元动力, 作为内容平台, 需求端的不断纳新是使得平台生态持续产出优质内容的重要保证。供给端运营方面, 公司出台一系列作家扶持、福利相关政策, 致力于优化作家的创作环境, 全方面发掘、培育作家。目前, 公司的作家福利体系主要围绕着作家培训、作家扶持、作家关怀、互动激励和品牌运营展开, 全方面地参与新人作家的成长, 成熟地运营头部作家的品牌, 从而确保内容供应的质与量。

表 1: 阅文作家扶持项目整理

时间	项目	项目内容
2020年11月	青年作家扶持计划	将在未来投入亿元资金与资源, 扶持青年作家的创作与发展。
2020年11月	阅文起点创作学堂	致力于为行业持续输送创意写作人才, 构建内容行业有生力量。
2020年9月	网络作家星计划	包含作家扶持、作家关怀、作家培训和品牌运营等各个方面, 旨在优化作家创作环境, 全面提升作家服务水平。
2020年6月	单本可选新合同	给予作家更多选择权利, 推动行业改革发展。

资料来源: 阅文官网, 长江证券研究所

图 14: 阅文“网络作家星计划”



资料来源: 起点小说官网, 长江证券研究所

我们认为，与其他平台推出的作家福利政策相比，阅文的政策制定胜在全面性，并对新人作家提供更好的帮扶。阅文的扶持计划更全面，以起点小说推出的福利政策为例，其在作家扶持、培训及品牌运营方面都有所考量。同时，不同于番茄小说的扶持计划都对于申请作品有一定读完率条件，起点小说激励计划中的 20% 额外稿酬和创作补贴仅对日更字数有要求，对新人作家更友好。根据公司年报，2021 年阅文新增作家中，95 后占比高达 80%，体现了公司福利计划对增加青年作家储备颇有成效。

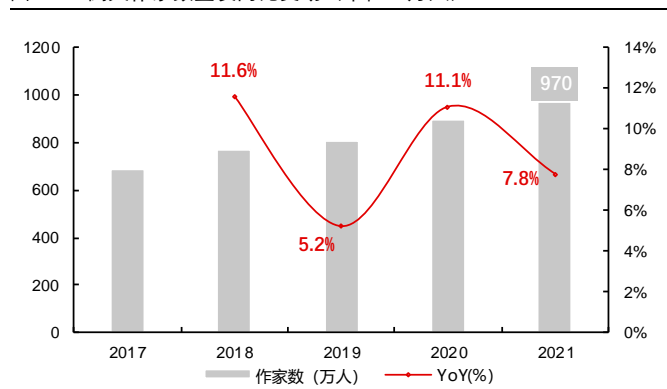
表 2：阅文起点小说和番茄小说作家福利政策对比

	起点小说	番茄小说
作家扶持	20%自有平台订阅&免费额外稿酬 创作补贴最高达 4500 元 每月额外获得 1000 元写作激励 扶持题材范围内作品可申请获得长篇 5 万元起步的保障合约	魁星计划：每月现金补贴优质新书。读完率数据达标的新作品可申请额外发千字 15 元-千字 100 元投资奖励 星火计划：优质作品现金激励活动。在作品不同字数段，按 30/50/80/100 万字读完率为作者发放 1200~29250 元不等的奖励
作家培训	立体专业培训体系：涵盖线上专业课和线下训练营	无
品牌运营	平台支持 推广服务 个人服务 个人荣誉	IP（版权）服务 定制创作服务 作家活动 IP（粉丝运营）
作家关怀	为遭遇意外的作家及其直系家属提供最高 30 万元帮扶额度	节日祝福
互动激励	对月票榜 TOP 10 作品进行 2500~10000 元不等的奖励	无

资料来源：阅文官网，长江证券研究所

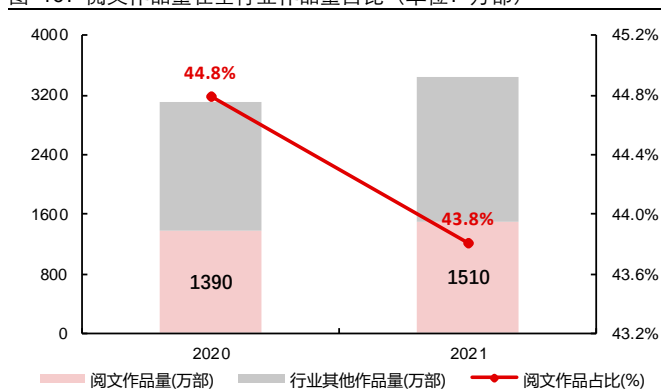
对内容供给端的成功运营使得公司积累了大量的作家及作品资源。截至 2021 年，阅文签约作家 970 万人，为行业输出作品 1510 万部，占全行业作品量的 43.8%。我们认为，公司充足的人才和内容储备，不仅印证了其针对作家的福利政策行之有效，也成为公司巩固阅读行业龙头地位的又一壁垒。

图 15：阅文作家数量及同比变动（单位：万人）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：阅文作品量在全行业作品量占比（单位：万部）



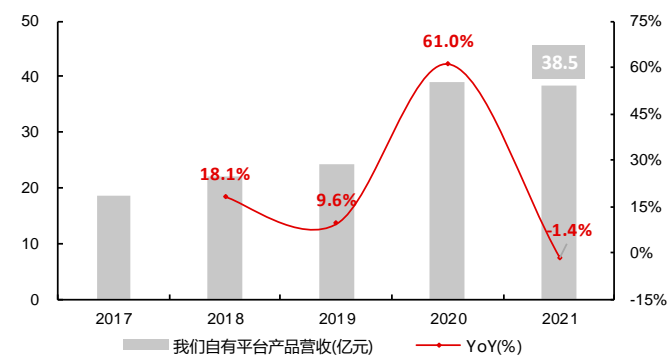
资料来源：公司公告，中国音像与数字出版协会，长江证券研究所

在优质供给端支撑的条件下，叠加用户付费习惯逐步成熟，目前公司 ARPPU 值稳中有升，供需端正循环可期。2021 年，公司自有平台产品营收 38.5 亿元，同比下降 1.4%，负增长主要系 2020 上半年新型冠状病毒疫情期间的线上流量增加，导致收入对比基数较高所致。同时，受免费阅读业务分流和提纯的影响，公司平均月付费用户数下降。然而，在付费用户数下降的同时，单付费用户平均月收入上涨到 39.7 元/人，同比增长 14.4%。

我们认为，单付费用户平均月收入的上升体现了付费业务现有用户的成熟度的提升及付费习惯的养成，是付费平台商业化能力提升的重要信号。同时，需求端更为成熟的付费

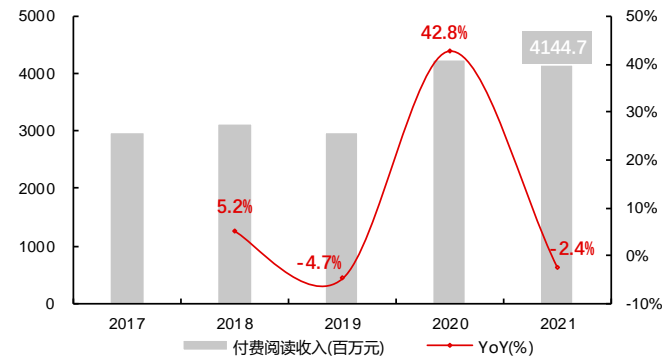
习惯又将反向吸引更多的优秀作家加入，形成供需的良性循环生态，从而减轻平台的运营压力。

图 17: 2021 年公司自有平台产品营收 (单位: 亿元)



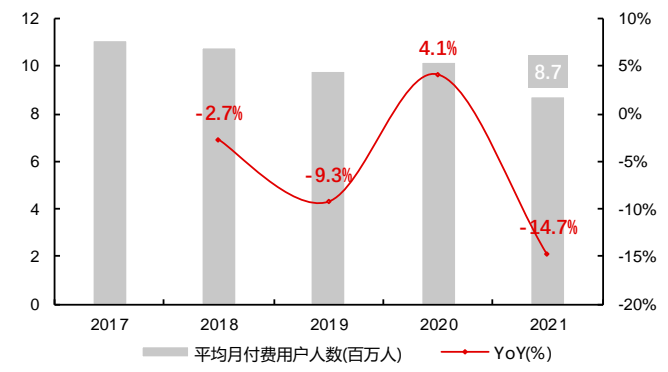
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 18: 付费阅读收入 (单位: 百万元)



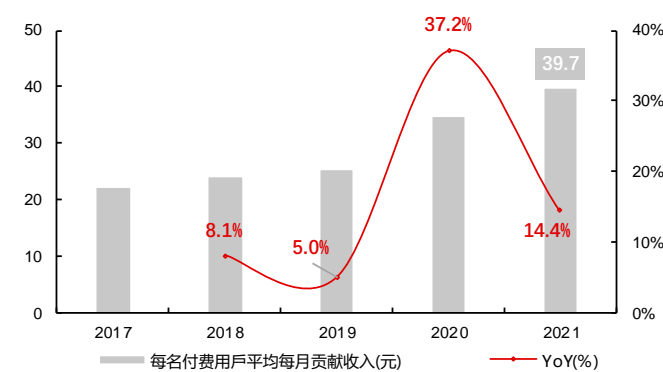
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 平均月付费用户人数 (单位: 百万人)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 20: 每名付费用户平均每月贡献收入 (单位: 元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

未来收入增长看，会员付费方面阅文系仍存在提价空间。与微信阅读和书旗小说的会员价格（30 元/月）相比，阅文系的起点读书、红袖读书会员订阅费普遍偏低。但从内容端看，阅文系平台和微信阅读的网文内容储备同以阅文版权作品为主；与书旗小说相比，阅文系平台内容质量同样上乘，均拥有评分高的出圈作品，且储备量更甚。我们判断，在内容供给不相上下基础上，与行业目前会员付费天花板相比，阅文系平台的会员付费仍然具备提价的空间，未来或将进一步增厚公司盈利。

表 3: 在线阅读 APP 会员价格整理

APP	付费类型	所属	VIP 月卡价格(元)	会员书库	内容版权方 (自有/他有)
微信读书	单本/单章为主	微信	30	1 万+	以阅文版权为主，含阅文版权作品 37 万+部；出版作品版权丰富
书旗小说	会员为主	阿里巴巴	30	/	阿里文学自有版权、他有版权作品
QQ 阅读	会员为主	阅文	25	10 万+	以自有版权为主
华为阅读	会员为主	华为	20	20 万+	以掌阅版权为主 (由华为和掌阅定制、联合运营)
多看阅读	单本/单章为主	小米	18	1 万+	无自有版权，含阅文版权作品
掌阅	会员为主	字节 (第三大股东)	18	35 万+	以自有版权为主

红袖读书	会员为主	阅文	15	全场 95%女生小说	以自有版权为主
起点读书	单本/单章为主	阅文	12	/	以自有版权为主

资料来源：各在线阅读 APP，Wind，长江证券研究所

表 4：各小说阅读功能对比

App	免费书目	文中书评互动	作品讨论区	可分享渠道	听书功能	百科搜索	书内同文搜索
微信阅读	有	有	有	仅可分享至微信朋友圈	无	有	有
书旗小说	有 (主打免费阅读)	可文中评论但无法 查看他人评论	无	可分享至微信好友、朋友圈、 QQ 好友、微博	有	无	无
QQ 阅读	有	有	有	可分享至微信好友、朋友圈、 QQ 好友、QQ 空间、微博	无	无	无
多看阅读	有	无	无	可分享至微信好友、朋友圈	有	有	有
掌阅	有	可文中评论但无法 查看他人评论	无	可分享至微信好友、朋友圈、 QQ 好友、QQ 空间、微博	无	有	有
红袖读书	有	无	有	无	无	无	无
起点小说	有	有	有	可分享至微信好友、朋友圈、 QQ 好友、QQ 空间、微博	有	有	无

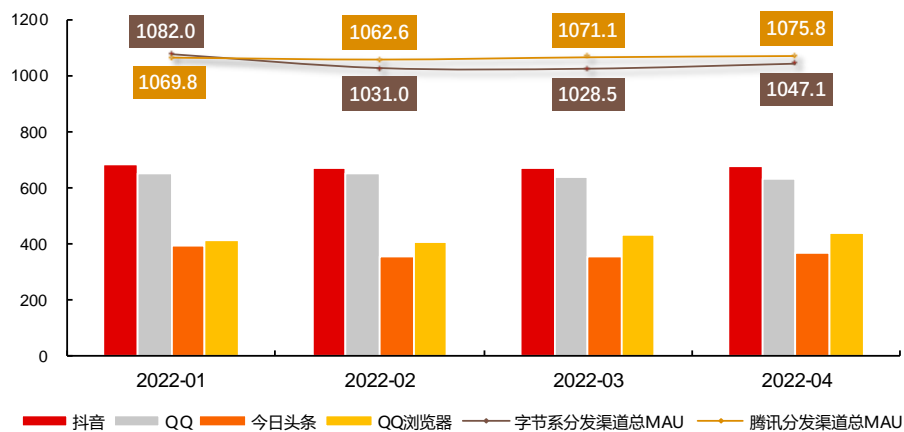
资料来源：微信阅读 APP，书旗小说 APP，QQ 阅读 APP，多看阅读 APP，掌阅 APP，红袖读书 APP，起点小说 APP，App Store，长江证券研究所

长期来看，我们预计公司付费阅读收入有望稳定攀升。考虑到免费阅读业务的提纯作用，短期内付费用户人数或将进一步下降。但基于网络文学市场稳定发展的态势和阅文付费业务在内容端的核心竞争力，我们认为未来网络文学市场用户基数将进一步增大，阅文付费业务的市场渗透率将进一步提高，从而带动阅文付费业务渠道 MAU 的上升和长期付费用户人数的上涨。此外，付费阅读的会员提价空间和免费阅读业务的分流或使 ARPPU 得到提升，从而共同助力公司付费阅读业务收入的长期增长。

免费阅读增长逻辑：背靠腾讯流量池，保证充足的潜在用户供给

与付费阅读模式不同，免费阅读模式更看重于用户流量所带来的广告变现潜力。互联网巨头作为流量获取和流量变现的资深玩家，在孵化免费阅读平台方面有着天然的壁垒。目前，番茄免费小说和七猫免费小说 MAU 远超业内其他平台。其中番茄小说隶属于字节生态，抖音和今日头条等其他字节产品均为其分发渠道。七猫免费小说仰仗于百度联盟的精准推广和投放。阅文则有着腾讯生态的支撑。值得注意的是，其免费业务主要围绕腾讯自营渠道 QQ 和 QQ 浏览器展开，自有平台阅读 APP 的月活无法体现该公司该板块的整体水平。

图 21：2022 年阅文&番茄免费阅读分发渠道 MAU 对比（单位：万人）



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

表 5：免费阅读 App 所属互联网巨头及分发渠道

App	所属	分发渠道
番茄小说	字节	抖音、今日头条、集团内其他产品、外部合作渠道
七猫小说	百度	百度联盟 (推广内容精准投放到媒体相应位置，合作伙伴数量超百万)
飞读小说	阅文	QQ、QQ 浏览器等腾讯自营渠道

资料来源：番茄小说，百度联盟官网，QQ，QQ 浏览器，长江证券研究所

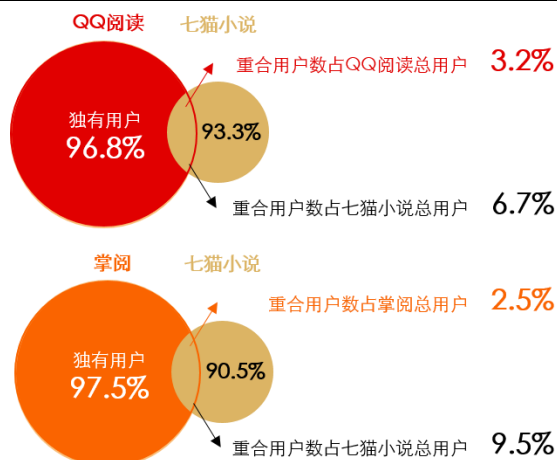
免费/付费模式共存，针对的实际上是两种不同消费习惯的用户，二者之间互补的作用大于冲击。根据艾媒咨询的调查，55.2%的用户在意平台是否提供意向作品，52.7%的用户在意平台是否免费。其中，90 后用户在选择平台时更注重作品内容，付费习惯更成熟。免费和付费业务分别针对这两大考虑因素展开：付费业务聚焦更年轻的用户，免费阅读主要针对有阅读需求但目前仍未形成付费阅读习惯的人群，试图通过降低阅读门槛，吸引流失在盗版平台的用户群体。QuestMobile 的监测数据更是印证了这一点，付费阅读 App 和免费阅读 App 重合用户率处于低水平，付费阅读 App 掌阅和 QQ 阅读与七猫免费小说 App 的重合用户占比均不及自身总用户的 5%。

表 6：2020 上半年在线阅读用户选择平台因素

领域	细分	整体	90 后用户	非 90 后用户
平台	免费平台	52.7%	41.5%	67.6%
	交流板块	26.7%	30.9%	21.1%
内容	意向作家	35.8%	35.1%	36.6%
	意向作品	55.2%	57.4%	52.1%

资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

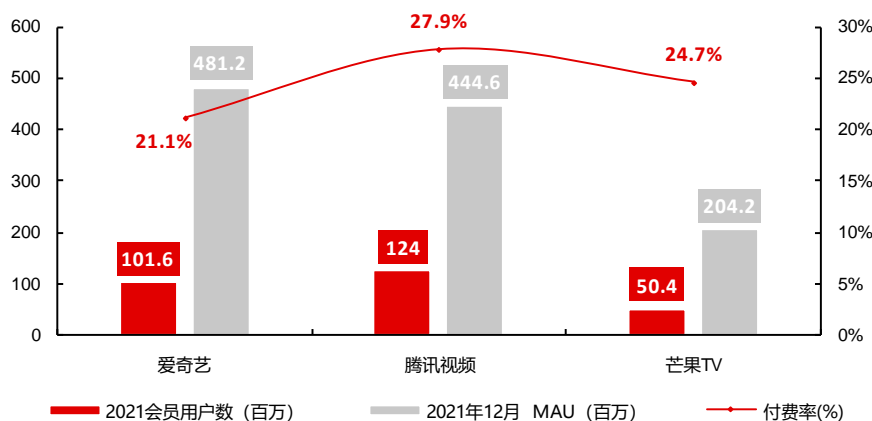
图 22：七猫免费小说与 QQ 阅读、掌阅的重合用户比重（数据时间：2019 年 4 月）



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

参考更成熟的长视频商业模式，付费与免费双驱战略可行。与数字阅读类似，长视频收入端也主要有会员付费收入和非会员贡献的广告收入两种来源。值得注意的是，各大长视频平台上会员数比重均不高。根据各头部视频平台 2021 年会员数和 2021 年 12 月 MAU，腾讯视频、爱奇艺和芒果 TV 对应付费率分别为 28%/21%/25%，可见未付费用户是平台 MAU 的主力军。未来随着阅文免费阅读布局的逐步展开，付费与免费用户抑或和谐共处，共建阅文生态。

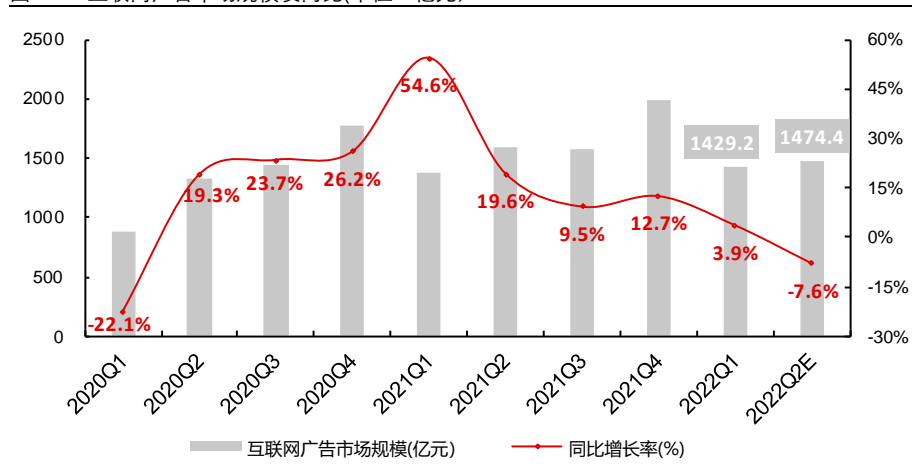
图 23：长视频平台付费率（单位：%）



资料来源：QuestMobile，爱奇艺公司公告，腾讯控股公司公告，芒果超媒公司公告，长江证券研究所

2022 Q2 广告大盘受疫情影响面临下行压力，短期内免费阅读收入或遭遇回撤，长期来看平台搭建成熟后或具备一定抗风险能力。2022 年 Q2 多地疫情反弹使得广告投放更趋谨慎。根据 QuestMobile 数据，即使 618 购物节为广告主释放了部分营销需求，总体上 2022 Q2 互联网广告规模预计同比下滑 7.6%。广告行业的疲软或使依赖广告收入为生同时也正处于发展初期的免费阅读业务业绩不及预期。但长期来看，随着宏观行情的改善，广告方的营销需求依然存在，阅文日益充沛的流量池也可使免费阅读业务具备一定的抗风险能力，持续带来收入端的增长动力。

图 24：互联网广告市场规模及同比(单位：亿元)



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

长期来看，我们预计阅文的免费阅读收入将大幅增长。鉴于公司仍在大力拓展免费阅读业务，我们预计未来一段时间内公司的免费渠道 DAU 会保持高水平的增速。而随着渠道流量的增加，持续提升的变现潜力或使平台越来越受广告主的青睐，从而拉动免费渠道的每 DAU 月度贡献收入。短期内，受疫情反复的影响，广告大盘下行，免费阅读业务收入或不可避免有所下滑。但广告营销的缺口依旧存在，随着疫情逐步受到控制，大众消费复苏，广告主的营销需求将进一步释放，或为公司免费阅读业务的广告收入带来新的增长曲线。

大阅文 IP 宇宙：精品 IP 长线系列化开发

文字 IP 的衍变：娱乐属性逐渐剥离，内容价值以多形式辐射

Web2.0 时代下，文学作品发生了从娱乐载体到 IP 核心的转变。Web1.0 时代，娱乐形式匮乏，在线阅读为主要娱乐方式之一。而随着 Web2.0 时代的到来，长视频、短视频等娱乐新途径层出，互动性的载体五花八门，在线阅读不再是众人娱乐消遣的首选，其娱乐属性逐渐被弱化。然而顺应时代新媒介，优质的文字内容开始通过影视化、游戏、周边等多样的形式延续生命力。同时，经历过市场检验的文字作品往往有着坚实的剧本基础和粉丝基础，使得 IP 衍生更加可控，或更受到资本和观众的青睐。2021 年，在中国经济信息社评选的文化产业综合表现 Top50 的 IP 中，52%为文学 IP，文学 IP 更是包揽了 TOP5，体现了文学 IP 改编的巨大的商业潜力。

表 7：中国文化产业综合表现 Top50 IP

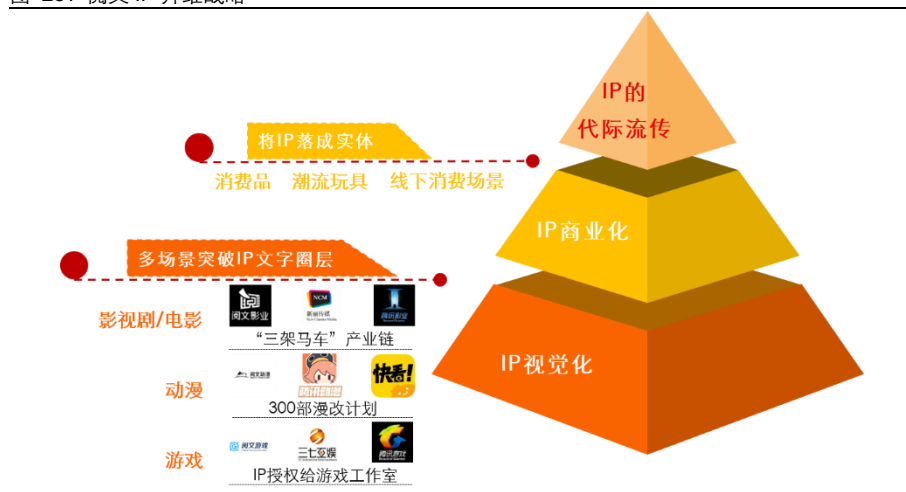
排名	IP 名称	原生类型	排名	IP 名称	原生类型
1	斗罗大陆	文学	26	倚天屠龙记	文学
2	流浪地球	文学	27	九星霸体诀	文学
3	庆余年	文学	28	中国机长	电影
4	知否知否应是绿肥红瘦	文学	29	欢乐斗地主	游戏
5	魔道祖师	文学	30	烈火英雄	电影
6	一人之下	漫画	31	武动乾坤	文学

7	王者荣耀	游戏	32	闪婚总裁契约妻	漫画
8	都挺好	文学	33	逆天邪神	文学
9	我叫白小飞	漫画	34	女王的手术刀	漫画
10	哪吒之魔童降世	电影	35	三生三世枕上书	文学
11	和平精英	游戏	36	QQ飞车	游戏
12	武庚纪	漫画	37	灵剑尊	文学
13	少年的你	文学	38	QQ炫舞	游戏
14	八佰	电影	39	开心消消乐	游戏
15	诡秘之主	文学	40	斗破苍穹	文学
16	万界仙踪	文学	41	权宠天下	文学
17	我和我的祖国	电影	42	亲爱的，热爱的	文学
18	妖神记	文学	43	大话西游	电影
19	某天成为公主	漫画	44	小欢喜	文学
20	元尊	文学	45	笑傲江湖	文学
21	剑来	文学	46	画江湖	动画
22	第一序列	文学	47	西行记	漫画
23	驭灵师	漫画	48	倩女幽魂	电影
24	狐妖小红娘	漫画	49	万界神主	文学
25	非人哉	漫画	50	天龙八部	文学

资料来源：中国经济信息社，长江证券研究所

阅文 IP 升维战略，基于文字又不止于文字。2021 年，阅文开始正式实施 IP 升维战略，该战略主要通过三个阶段提升 IP 价值：第一层升维致力于 IP 视觉化，将网文作品以电影、电视、动漫等形式的翻拍扩大 IP 影响力；第二层升维集中 IP 商业化开发，通过消费品、潮玩、线下娱乐等途径触达消费者；第三层升维主要提升 IP 生命力，通过长期陪伴提升 IP 与消费者之间的情感联结。**该战略意在帮助文字 IP 突破圈层，触达更广阔的群体，通过多重场景形成 IP 生态闭环，从而使 IP 能够为作家及公司创造红利。**

图 25：阅文 IP 升维战略



资料来源：公司公告，长江证券研究所

IP 的代际流传：打造有生命力的 IP，爆发取决于影视，长期决定于衍生

文学 IP 常青树《哈利波特》：多渠道开发，多种产品联动把 IP 效应迅速放大。2007 年哈利波特系列小说完结，而时至今日哈利波特仍是全球最具商业价值的 IP 之一。纵观该 IP 发展，系列电影助力其进入大众视野继而风靡全球；而电影完结之后仍在不断扩展的哈利波特主题公园、舞台剧、游戏等的衍生周边，则为 IP 注入了延绵不绝的生命力。不论是影视改编还是衍生品，它们都将哈利波特 IP 逐步布局为庞大的产业链，不断扩充本就广泛且强大的粉丝基础，使得 IP 本身经久不衰。据 Visualcapitalist 的数据，截至 2019 年，哈利波特票房收入 91.91 亿美元，远超书籍收入 77.43 亿美元，商业衍生品收入以 73.08 亿美元紧随其后。由此可见，影视化和商业化是 IP 壮大的必经过程，两者协同发力可促进 IP 增值。

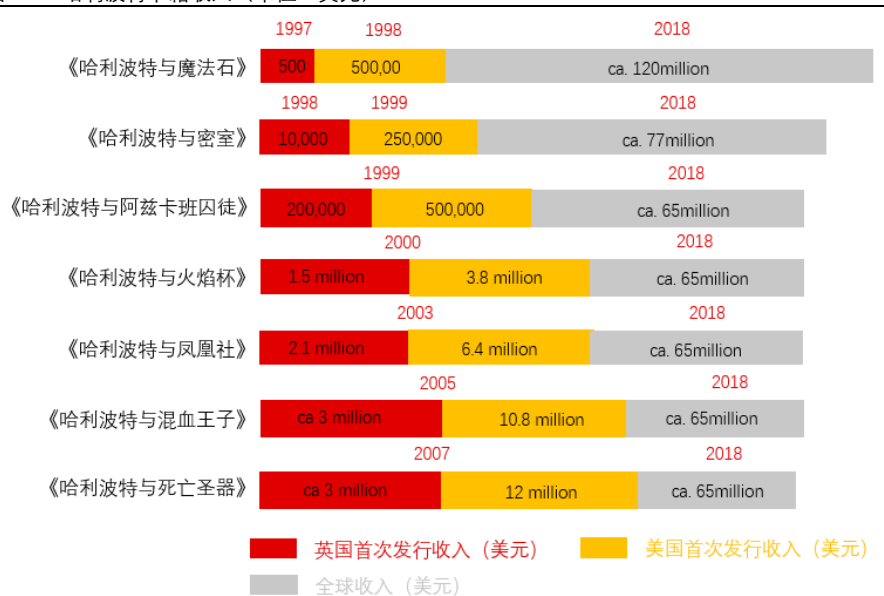
图 26：哈利波特 IP 发展历程



资料来源：华纳官网，哈利波特官网，J.K. Rowling 官网，猫眼专业版，网易公众号，长江证券研究所

反哺初始 IP，形成衍生品-文学作品良性循环。纵观哈利波特系列，其书籍收入均有后期发力的特点，且该现象在前期作品的收入上尤为明显。以系列第一部《哈利波特与魔法石》为例，1997 年在英国首次出版时仅达 500 美元收入，而 2018 年其全球收入将近 1.2 亿美元。书籍收入的成倍增长离不开 IP 影视化、商品化等的优质 IP 增值途径。这也印证了，通过多种媒体形式对文字内容的二次打造，可以反向形成对原著小说的反哺作用。

图 27：哈利波特书籍收入（单位：美元）



资料来源：Movavi, 长江证券研究所

相较于哈利波特的全面布局，阅文头部 IP 《斗罗大陆》影漫游开发成熟，衍生品开发有待探索。《斗罗大陆》作为阅文头部热门 IP，已诞生 14 年之久，期间进行了动漫、游戏和电视剧的授权与改编。其中，在腾讯视频平台上，斗罗大陆相关的影剧漫和二改作品播放量达 1552.66 亿，超过 99.80%IP。然而与哈利波特玩具、线下主题乐园、舞台剧等丰富的衍生布局不同，斗罗大陆仍未进行系统的衍生开发。目前阅文新设“IP 增值中心”，致力于 IP 商业衍生业务的探索。我们认为随着阅文衍生基础能力的夯实，其 IP 衍生或可驱动 IP 新一轮的升值。

图 28：斗罗大陆在各视频平台热度

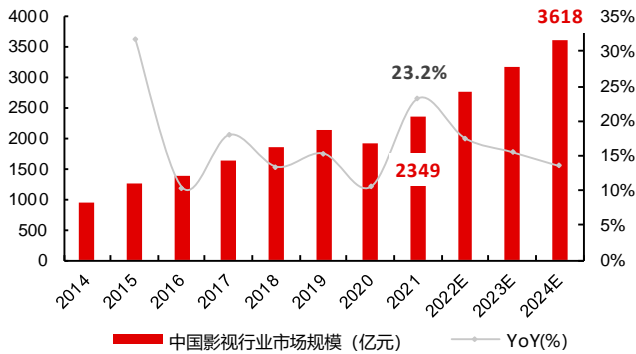


资料来源：原仓数据, 长江证券研究所

IP 长视频改编：“三驾马车”深耕长视频领域，探索影视工业化生产

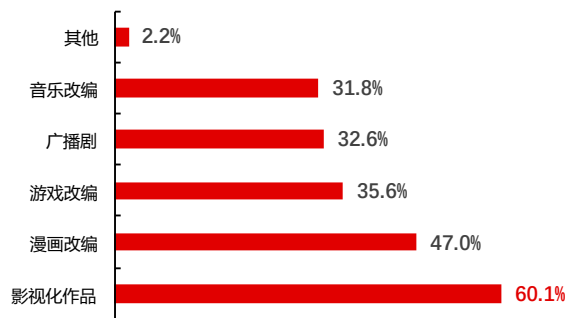
中国影视行业市场稳步增长，观众对文学 IP 影视化接受度高。根据艾媒咨询的测算，2021 年中国影视行业市场规 模达 2349 亿元，并且在未来三年内仍会保持每年 10% 以上的增长率。因此对于文学 IP 影视化而言，借行业东风来放大影响力未尝不是明智之举。此外，60.1% 的数字阅读用户将影视化作为文学 IP 开发的首选，可见多数观众对影视化改编喜闻乐见。

图 29: 2014-2024 年中国影视行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

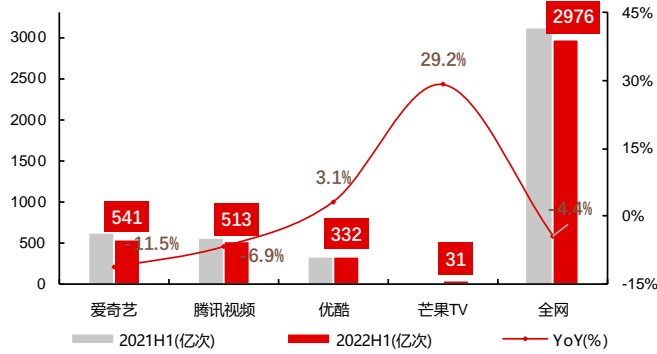
图 30: 用户对网络文学 IP 数字文娱化喜爱类型调研 (单位: %)



资料来源: 艾媒咨询 (调研时间 2021 年 1 月), 长江证券研究所

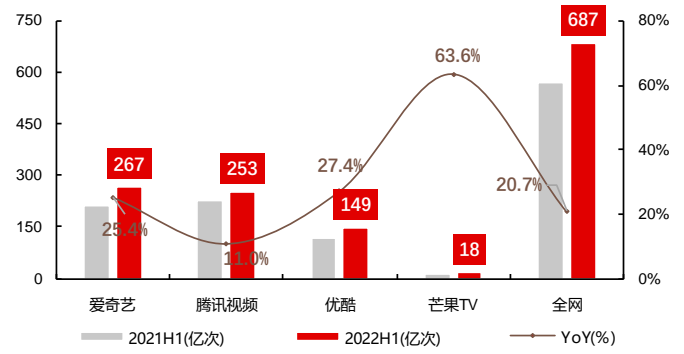
在线视频流量平稳且用户粘性高, 其中腾讯视频占较高市场份额。根据云合监测数据, 2022H1 长视频全网正片有效播放累计 2976 亿, 同比降低 4%, 总体来看, 长视频平台流量平稳。平台用户粘性的形成是流量稳定的保证。即使在 2021 年和 2022 年初头部长视频平台集体会员提价之后, 2022H1 各平台会员内容播放量仍有所提升。头部长视频平台中, 腾讯视频位居有效播放量和会员播放量第二, 使得阅文以腾讯视频为主要影视化分发渠道的优势明显。

图 31: 各平台及全网正片有效播放 (单位: 亿次)



资料来源: 云合数据, 长江证券研究所

图 32: 各平台及全网会员内容有效播放 (单位: 亿次)



资料来源: 云合数据, 长江证券研究所

热门 IP 大多具备长视频形式, 长视频形式成 IP 价值的放大器。据中国经济信息社发布的《新华·文化产业 IP 指数报告 (2021)》, 44% 上榜 TOP 50 的 IP 有电影或电视剧形式的影视作品, 可见长视频形式的 IP 开发已经受住了市场的考验。影剧的双重场景与文字内容形成共振, 有利于沉淀 IP 的影响力, 从而拓展 IP 潜力。

表 8: 中国文化产业综合表现 Top50 IP 中具备影剧形式 IP (加粗为具备影剧作品的阅文 IP)

排名	IP 名称	原生类型	影剧形式	排名	IP 名称	原生类型	影剧形式
1	斗罗大陆	文学	电视剧	26	倚天屠龙记	文学	电影、电视剧
2	流浪地球	文学	电影	27	九星霸体诀	文学	-
3	庆余年	文学	电视剧	28	中国机长	电影	电影
4	知否知否应是绿肥红瘦	文学	电视剧	29	欢乐斗地主	游戏	-
5	魔道祖师	文学	电视剧	30	烈火英雄	电影	电影
6	一人之下	漫画	-	31	武动乾坤	文学	-

7	王者荣耀	游戏	-	32	闪婚总裁契约妻	漫画	-
8	都挺好	文学	电视剧	33	逆天邪神	文学	-
9	我叫白小飞	漫画	-	34	女王的手术刀	漫画	-
10	哪吒之魔童降世	电影	电影	35	三生三世枕上书	文学	电视剧
11	和平精英	游戏	-	36	QQ飞车	游戏	-
12	武庚纪	漫画	-	37	灵剑尊	文学	-
13	少年的你	文学	电影	38	QQ炫舞	游戏	-
14	八佰	电影	电影	39	开心消消乐	游戏	-
15	诡秘之主	文学	-	40	斗破苍穹	文学	电视剧
16	万界仙踪	文学	-	41	权宠天下	文学	-
17	我和我的祖国	电影	电影	42	亲爱的，热爱的	文学	电视剧
18	妖神记	文学	-	43	大话西游	电影	电影
19	某天成为公主	漫画	-	44	小欢喜	文学	电视剧
20	元尊	文学	-	45	笑傲江湖	文学	电影、电视剧
21	剑来	文学	-	46	画江湖	动画	-
22	第一序列	文学	-	47	西行记	漫画	-
23	驭灵师	漫画	-	48	倩女幽魂	电影	电影、电视剧
24	狐妖小红娘	漫画	电视剧	49	万界神主	文学	-
25	非人哉	漫画	-	50	天龙八部	文学	电影、电视剧

资料来源：中国经济信息社，猫眼专业版，长江证券研究所

阅文影视、新丽传媒、腾讯影业组成影视“三驾马车”，从内容到制作形成内生闭环产业链。2018年，阅文集团收购新丽传媒。2020年10月，“三驾马车”促进阅文IP影视化战略提上日程。其中新丽传媒负责影视内容创制，腾讯影业主要聚焦主投主控，而阅文影视则更多地立足于丰富的网文资源和对作家、读者的深入了解，联合开发和制作。**三方协作力图在自带高度不确定性的文化产业中，寻找确定的发展，探索创作的一般规律。**三驾马车各司其职，共同加码影视化投入，从而推动内容产业链耦合。目前该产业链已成功孵化的IP影视作品有《庆余年》、《赘婿》和《斗罗大陆》。2021年度发布会上，“三驾马车”还一同发布了《1921》《人世间》《心居》和《赘婿》第二季等70个影视项目。

表 9：“三驾马车”成功案例

作品名	影视化形式	上映时间	表现
《庆余年》	电视剧	2019年	累计微博互动量1.16亿； 截至2021年10月6日，累计播放量破93亿
《赘婿》	电视剧	2021年	累计微博互动量1657.3万； 猫眼热度累计12次日冠
《斗罗大陆》	电视剧	2021年	累计微博互动量1.02亿； 猫眼热度累计53次日冠
《1921》	电影	2021年	累计票房5.04亿
《人世间》	电视剧	2022年	创下央视一套黄金档收视率近8年新高； 猫眼热度累计53次日冠

资料来源：公司公告，猫眼专业版，艺恩数据，长江证券研究所

新丽传媒走精品内容制作路线，丰富 IP 改编经验引爆款频出。新丽传媒拥有业内顶尖的制作团队保证出品质量，协助 IP 影视化项目顺利进行。时至今日，新丽传媒已出品《白鹿原》、《如懿传》等多部文学 IP 改编影视，均获得不错的市场反响。其出色的内容制作能力使文学 IP 影视化项目有落地的可能，也使新丽传媒成为影视化开发中重要的一环。

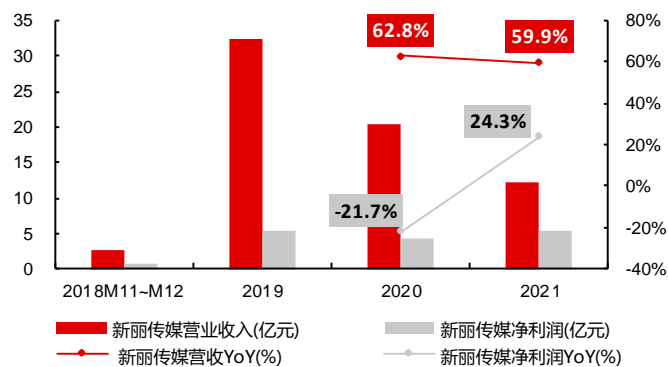
表 10: 新丽传媒出品的 IP 改编电视剧

作品名	出品年份	出品方	播放平台	猫眼全网最高热度	累计微博互动量(万)
《风起陇西》	2022	中央电视台、新丽电视、爱奇艺等	CCTV8、爱奇艺	3662.53	913.0
《人世间》	2022	中央广播电视台、腾讯影业、爱奇艺、新丽电视、阅文影视等	CCTV1、爱奇艺	9217.28	1304.0
《雪中悍刀行》	2022	中央电视台、企鹅影视、新丽电视等	CCTV8、腾讯视频	9530.82	1052.9
《赘婿》	2021	新丽电视、腾讯影业、阅文影视、爱奇艺	爱奇艺	9550.42	1657.3
《斗罗大陆（第一季）》	2021	企鹅影视、新丽电视、炫世唐门、大神圈	CCTV8、腾讯视频	9524.38	10200.0
《流金岁月》	2020	中央电视台、新丽电视、瞳盟影视等	CCTV8、爱奇艺	9715.91	2116.5
《庆余年（第一季）》	2019	腾讯影业、新丽电视	爱奇艺、腾讯视频	9764.96	11600.0
《如懿传》	2018	新丽电视	腾讯视频	7793.84	1682.3
《斗破苍穹（第一季）》	2018	万达影视、新丽电视	湖南卫视	7969.91	4142.1
《白鹿原》	2017	陕西光宗中影视、新丽电视、佳和晖映文化传媒等	爱奇艺	7597.35	510.3

资料来源：新丽传媒官网，猫眼专业版，长江证券研究所

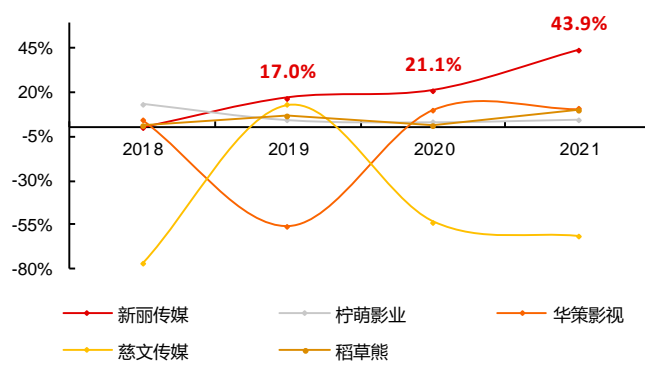
2021 年新丽获利能力位于业内前列，降本增效成果显著。2021 年，新丽传媒营收 12.2 亿元，较上年下降明显，但净利润达到 5.3 亿元，同比增长 24.3%，其营收净利率 43.9% 更是超越众多同行公司。可见疫情期间公司的投入项目减少，主要通过收窄成本，聚焦优质项目实现盈利。我们预测，未来随着成本的有效调控和精品内容的高效变现，公司影剧方面的营收有望恢复至疫情前的水平，从而成为公司业绩的另一个驱动点。

图 33: 阅文影剧业务营业收入和净利润及同比 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34: 新丽传媒与其他影视制作公司净利率比较 (单位: %)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

业内无类似的成功闭环 IP 产业链，不可比拟的高效 IP 整合和变现能力。相较于阅文，掌阅缺乏综合的文娱生态，其主要通过与多家内容制作方、内容分发平台建立友好合作关系开展长视频方向的 IP 延展，因此在分成议价、IP 改编上均有受制的可能性。

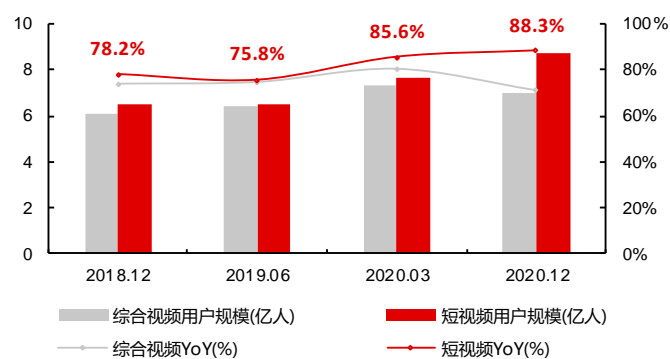
阿里文娱生态中，阿里文学-阿里影业或可形成相同体系，但二者的合作仍处于初级阶段。阿里影业立志做影视行业的“煤水电”，虽兼具电影出品宣发和内容生产业务，但目前，

尚未孵化出任何出圈的阿里文学 IP 影视化作品，IP 竞争力相对阅文较弱。但阿里影业具备从 IP 发掘到内容制作开发能力的专业团队，可能成为潜在对手。

IP 微短剧改编：试水微短剧新形式，内外兼顾升华 IP 价值

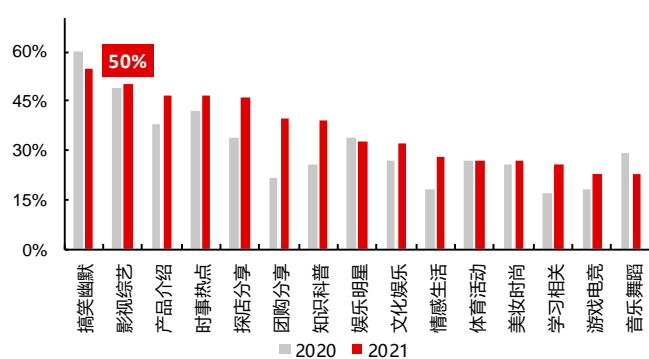
短视频 APP 热度不减，渐成微短剧生根土壤。作为微短剧的主要播出平台，短视频平台的用户规模已超越长视频平台，成为互联网新主力。与庞大用户规模相匹配的，是短视频用户逐日增长的对影视类内容的需求。根据益普索的调研，2021 年影视综艺类内容为短视频用户的第二大浏览需求，这使得微短剧乘势崛起，凭借节奏快、人设强的特点风靡网络。

图 35：短视频和长视频平台用户规模及同比比较（单位：亿人）



资料来源：磁力引擎，长江证券研究所

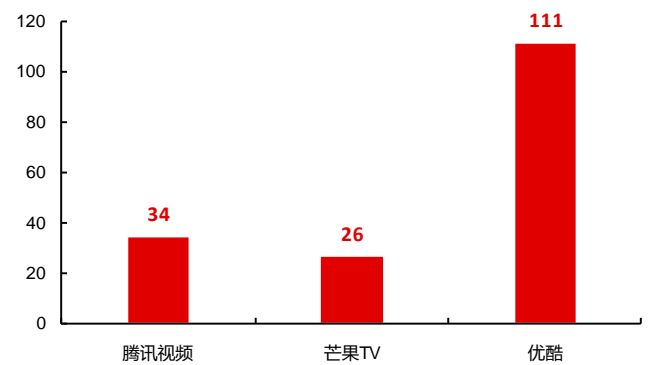
图 36：短视频用户浏览需求（单位：%）



资料来源：益普索，长江证券研究所

长视频平台加码短剧，凭借高效的内容把控和卓越的制作水平入局。根据猫眼研究院，截至 2022 年 6 月，腾芒优上线独播短剧共 171 部。其中与短视频平台单集 1-5 分钟的竖屏短剧不同，长视频平台基于用户习惯大多采用横屏，且时长可达 10-20 分钟，从而进一步与短视频平台的产品区分，提供差异化服务。同时在内容制作方面，区别于短视频平台鼓励 MCN 和达人团队自创，长视频平台选择以往电视剧专业团队制作短剧，在内容把控上更趋精品化追求，引领更加精致的内容取向。截至 7 月 25 日，腾讯视频出品的《夜色倾心》位列猫眼短剧热度榜第一，更是连续 10 天夺得短剧猫眼热度日冠。

图 37：长视频平台上线短剧量（单位：部）



资料来源：猫眼研究院，长江证券研究所

图 38：2022 年视频平台短剧剧场品牌



资料来源：猫眼研究院，长江证券研究所

联手腾讯内部生态，丰富 IP 池补给微视、腾讯视频短剧开发。微视推出“火星计划”发展平台内短剧生态，以保底+现金激励的形式吸引达人 and MCN 团队进行创作。相较于微视，腾讯视频的短剧“火星计划”门槛更高，要求制作团队具备相关资质，有意向的制作公司需进行竞标和评估方可展开合作。随着微视和腾讯视频在短剧方面的布局全面展开，两平台对上游内容 IP 的依赖性增强，助力阅文进一步扩大 IP 授权业务，或联合发行短剧。基于腾讯综合性文娱布局，生态内部上下游有望更有效率地整合资源，从而弥补起步晚的劣势，共享短剧行业发展的红利。

图 39：各平台微短剧体量和扶持计划对比



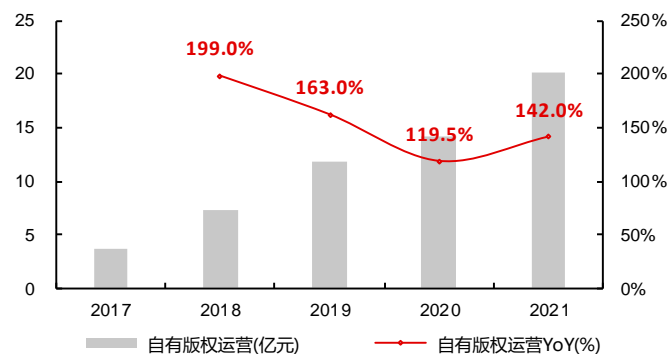
资料来源：腾讯科技，快手公众号，抖音公众号，腾讯视频创作者学堂公众号，磁力引擎，长江证券研究所

牵手外部快手，阅文影视与快手合作赋能短剧输出。2019年8月，快手上线“快手小剧场”，成为首家布局微短剧的短视频平台。由于缺乏自生上游内容端的供给，快手积极与各阅读平台建立合作关系。阅文影视也为快手短剧内容供应端之一。凭借着平台对微短剧产业生态的重视，截至2021年12月31日，快手星芒短剧数量超过240部，其中100部以上播放量破亿，短剧观看用户破新高。头部平台的海量短剧内容消费用户可继而为阅文等上游内容端的IP带来持续的曝光度和变现价值。

IP 赋能进一步探索：漫画、动画、游戏、衍生品齐头并进

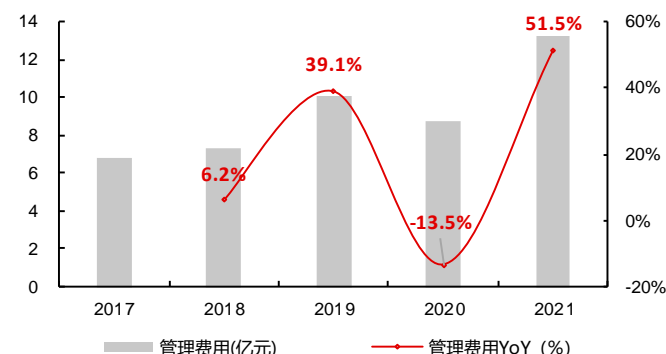
自有版权自营业务营收持续三位数高速增长，投入力度加大使得管理费用承压。2021年，版权自营业务收入达20.1亿元，同比增长142%。版权自营业务已4年保持三位数快速增长，主要是由于公司IP授权、动画及自营游戏的收入增长，其本质得益于公司IP内容的核心竞争力强，和公司发掘IP价值的能力不断提高。与收入端增长相应的，2021年公司费用端同样大幅提升——管理费用同比增长51.5%，在于其自营游戏的研发开支加大。除研发开支外，新丽传媒的获利计酬机制的改变和员工福利支出也是2021年管理费用增大的原因。

图 40: 阅文自有版权运营业务营业收入及同比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

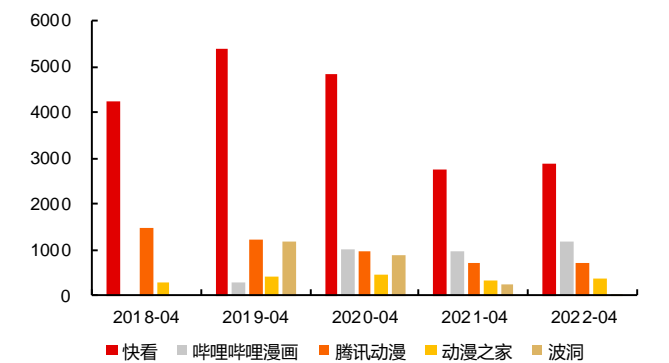
图 41: 阅文管理费用 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

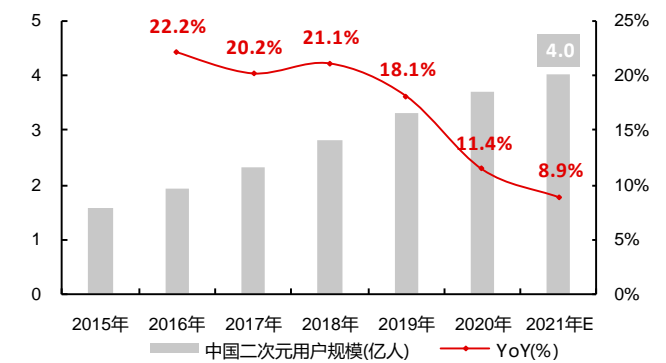
漫画: 携手动漫赛道头部渠道腾讯动漫&快看漫画, 全面推进网文漫改计划。根据艾媒咨询, 在中国二次元用户规模持续攀升, 2021年有望突破4亿人, 动漫受众不断扩张。除需求端稳定扩张之外, **漫画作为一种相对较低成本的视觉化途径, 可以成体系地帮助阅文IP建立人物形象, 也为后续动画化、影视化打下坚实的基础, 是公司IP产业链中的重要一环。**阅文通过与头部动漫播放平台建立深度合作来深化IP漫画改编。2020年底, 阅文与腾讯动漫宣布将用三年时间将300部网文改编成漫画, 目前已有超过100部阅文IP漫改作品上线。阅文与快看漫画也达成了漫改战略合作。根据阅文2021年中期业绩报告, 阅文与快看漫画有30多个网文漫改项目正在进行中。

图 42: 手机动漫 APP 月活跃用户数比较 (单位: 万人)



资料来源: QuestMobile, 长江证券研究所

图 43: 中国二次元用户规模 (单位: 亿人)



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

相较于其他阅读平台, 阅文具备更优越的分发平台和更有号召力的漫改IP。相比于掌阅主要以经营自有漫画平台来展示漫改作品, 阅文将漫改作品分发至头部平台腾讯动漫和快看漫画, 因此其作品的曝光程度相对较高。撇去外部平台的影响, 阅文IP自身影响力同样具备优越性。例如斗罗大陆的漫改作品, 不论从评分人数还是从站内讨论数而言, 其受关注度远超过了掌阅漫画全站人气榜TOP 5作品。同时, 在掌阅人气榜TOP 5作品中, 仅一部改编自掌阅自有IP, 可见其IP号召力与阅文头部IP相比具有一定差距。

表 11: 阅文和腾讯视频合作“300部阅文小说漫改”计划的作品节选

漫改 IP	IP 作家	漫改作品	评分	评分人数 (万人)	站内讨论数 (万)
		《斗罗大陆》	8.7	3.5	26.4
《斗罗大陆》	唐家三少	《斗罗大陆 2 绝世唐门》	9.8	1.8	15
		《斗罗大陆 3 龙王传说》	9.8	1.1	8.5

		《斗罗大陆 4 终极斗罗》	9.6	7.2	57.1
《全职法师》	乱	《全职法师》	9.5	2.5	21.6
《修真聊天群》	圣骑士的传说	《修真聊天群》	9.5	1.4	24.7
《大奉打更人》	卖报小郎君	《大奉打更人》	9.7	0.94	-
《大周仙吏》	荣小荣	《大周仙吏》	9.7	0.39	1.3
《第一序列》	会说话的肘子	《第一序列》	9.7	1.2	4
《绍宋》	榴弹怕水	《绍宋》	9.8	0.3	1.1
《天启预报》	风月	《天启预报》	9.6	0.29	1.2
《问丹朱》	希行	《问丹朱》	9.6	0.26	0.83

资料来源：腾讯动漫，长江证券研究所

表 12：掌阅人气榜 TOP 5 漫画

人气榜排名	漫改 IP	IP 作家	签约平台	漫画作品	评分	评分人数 (万人)	讨论数 (万)
1	《妖神记》	发飙的蜗牛	起点小说	《妖神记》	9.5	1.08	6.5
2	《王牌校草独家爱》	伊朵	看书网	《王牌校草》	9	1.72	3.6
3	《非人哉》	一曲红尘路	纵横文学	《非人哉》	9.3	0.09	0.38
4	-	-	-	《千吻之恋 999》	9	2.66	6.8
5	《豪门天价前妻》	月下魂销	掌阅	《豪门天价前妻》	9.5	1.86	6.5

资料来源：掌阅 app，起点小说网，纵横文学，看书网，趣阅小说网，，长江证券研究所

动画：携手腾讯视频共铸国漫精品。根据阅文动漫，2021-2022 年阅文和腾讯视频共将联合出品《斗破苍穹三年之约》《全职法师》等 15 部 IP 改编动画，其中包括 10 部动画续作和 5 部新作。公司通过与腾讯视频在内容和用户体验上的高效联动，相互赋能，为国漫持续输出优质作品。2021 年，腾讯视频播放量排名前 10 的新增动画中，有 5 部改编自阅文的 IP。

表 13：2021~2022 年阅文和腾讯视频 15 部 IP 改编计划

IP	IP 作家	动画名	类型	播放平台
《斗破苍穹》	天蚕土豆	《斗破苍穹三年之约》	续作	腾讯视频
		《斗破苍穹缘起》	续作	腾讯视频
		《斗破苍穹年番》	续作	腾讯视频
《全职法师》	乱	《全职法师第六季》	续作	腾讯视频
《全职高手》	蝴蝶蓝	《全职高手第三季》	续作	腾讯视频
《星辰变》	我吃西红柿	《星辰变第三季》	续作	腾讯视频
		《星辰变第四季》	续作	腾讯视频
《武动乾坤》	天蚕土豆	《武动乾坤第三季》	续作	腾讯视频
《大奉打更人》	卖报小郎君	《大奉打更人》	新作	腾讯视频
《全球高武》	老鹰吃小鸡	《全球高武》	新作	腾讯视频
《放开那个女巫》	二目	《放开那个女巫》	新作	腾讯视频

《聊天群的日常生活》	圣骑士的传说	《聊天群的日常生活》	新作	腾讯视频
《神藏》	打眼	《神藏》	新作	腾讯视频
《幻游猎人》	纪茗	《幻游猎人》	新作	腾讯视频
《星域四万年》	卧牛真人	《星域四万年》	新作	腾讯视频

资料来源：阅文集团，长江证券研究所

阅文联合出品把控动画质量，头部 IP 持续赋能二次创作。除阅文外，掌阅同样布局了动漫改编产业，其漫改 IP《灵剑尊》、《武神主宰》《绝世孤魂》《独步逍遥》位列腾讯视频国漫动画播放量总榜前 10。然而与阅文不同的是，目前上述漫改作品皆是掌阅 IP 授权由第三方公司出品，掌阅自己对于 IP 改编的能动性较低。**而阅文通过联合出品，或可成为读者、作者与内容制作方的纽带，参与和把控动画的剧情和人物的塑造，产出更贴合书粉心意、更高质量的成品。**根据骨朵国漫，阅文旗下 IP 改编动画斗罗大陆系列是唯一一部腾讯视频年播放量过百亿的国漫作品，在国漫中一骑绝尘，表现了阅文头部 IP 压倒性的影响力。

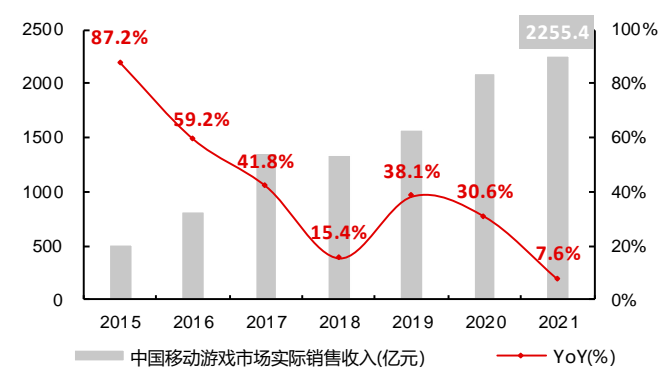
表 14：2021 年骨朵动漫热度排行榜中阅文和掌阅 IP 漫改作品

排名	名称	IP 归属	平台	骨朵热度	年播放量(亿)
1	《斗罗大陆》	阅文	腾讯视频	69.44	117.1
3	《完美世界》	阅文	腾讯视频	52.81	26.7
7	《斗破苍穹 第 4 季》	阅文	腾讯视频	48.38	26.2
8	《绝世武魂》	掌阅	腾讯视频	47.2	25
14	《灵剑尊》	掌阅	腾讯视频	41.64	33.3
17	《非人哉》	阅文	腾讯视频	40.19	7.4
20	《元龙》	掌阅	b 站	38.22	3.7

资料来源：骨朵数据，长江证券研究所

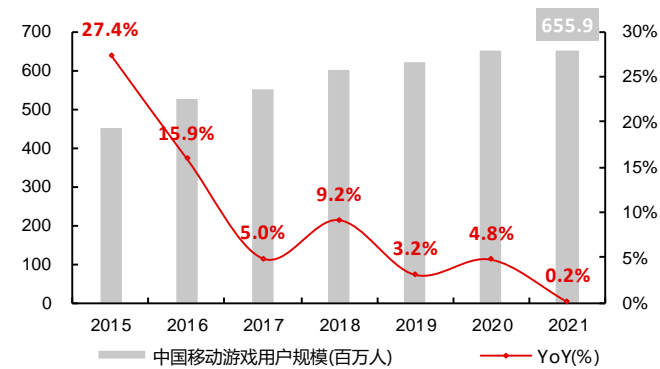
游戏：中国游戏市场需求稳中有进，阅文囊括国内商业价值最高的网文 IP《斗罗大陆》，游戏变现价值可观。根据伽马数据，2021 年中国移动游戏市场实际销售收入达 2255.38 亿元，同比增长 7.57%。中国移动游戏用户规模达 6.56 亿人，相对持平，整个游戏行业从增量市场向存量市场转变。目前阅文主要通过将 IP 授权给优秀的游戏工作室变现 IP 的游戏价值，与三七互娱、中手游等知名游戏公司建立了合作关系。公司多次将头部 IP《斗罗大陆》授权给游戏制作公司，探索 IP 可持续变现的能力。根据伽马数据(CNG)，2021 年入榜的 18 部游戏中 4 部源自小说 IP，其中两款基于《斗罗大陆》改编的新游戏进入 2021 年中国市场最成功的新游戏榜单前 15。

图 44：中国游戏市场实际销售收入（单位：亿元）



资料来源：伽马数据，长江证券研究所

图 45：中国移动游戏用户规模（单位：百万人）



资料来源：伽马数据，长江证券研究所

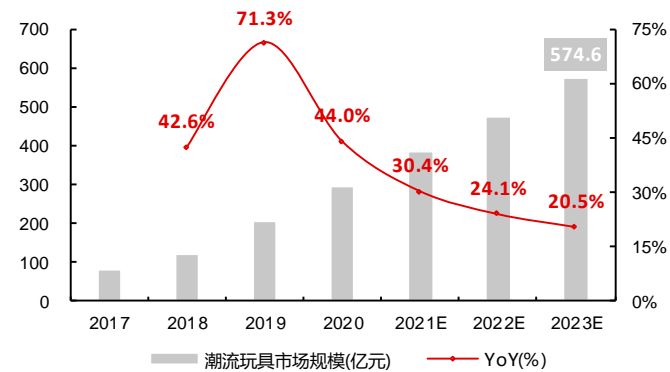
表 15：阅文部分 IP 改编游戏整理

游戏名	手游/页游	游戏类型	发行时间	发行方
《斗罗大陆：魂师对决》	手游	卡牌 RPG	2021 年	三七互娱
《斗罗大陆：武魂觉醒》	手游	卡牌	2021 年	三七互娱
《斗罗大陆：斗神再临》	手游	3D 斗罗	2021 年	中手游
《斗罗大陆 2：绝世唐门》	手游	MMORPG	2021 年	微游互动
《庆余年》	手游	3D 武侠 MMORPG	2022 年	盛趣游戏
《新斗罗大陆》	手游	RPG	2018 年	阅文游戏
《修真聊天群》	手游	卡牌 RPG	未定	中手游
《吞噬星空》	手游	动作卡牌	未定	中手游

资料来源：三七互娱年报，App Store，中手游年报，盛趣游戏官网，长江证券研究所

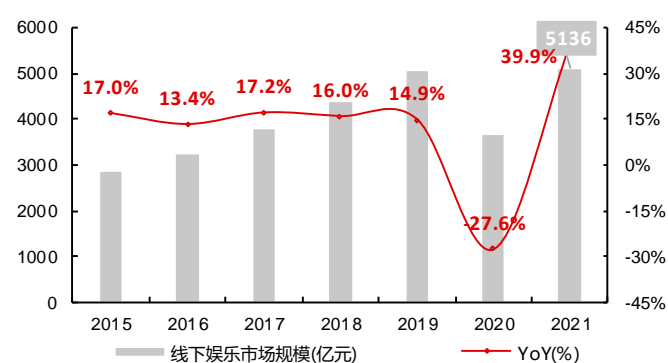
衍生品：国内衍生品市场有待发掘，阅文探索 IP 衍生品蓝海，将 IP 落成实体。2021 年，阅文宣布成立 IP 增值中心，与上下游伙伴合作，企划消费品、潮流玩具、线下消费场景的 IP 变现可能性。据艾媒咨询估计，2022 年中国潮流玩具市场规模将达到 476.8 亿元，同时将保持 20% 以上的年增长率；线下娱乐方面，2021 年市场规模达到 5136 亿元，预计疫情结束后该体量会进一步增长，可见相关实体行业的乐观前景。特别就 IP 而言，衍生品本身可在 IP 内容之外贡献商业价值。根据艾瑞咨询，国外 IP《米老鼠》的衍生收入和内容收入之比可高达 9943%，可见衍生品对赋能 IP 的巨大可能性。目前公司仍着重于 IP 企划能力、图库建设、IP 商品的设计能力储备等基础能力的搭建和夯实。扩大衍生品这类非内容产品布局，也将进一步均衡公司版权业务的产业结构，从而降低影视类收入的相关风险对公司业绩的影响。

图 46: 中国潮流玩具市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

图 47: 中国线下娱乐市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 拓普数据, 长江证券研究所

表 16: 国外头部 IP 内容与衍生品收入对比

IP 产地	IP 系列	内容收入 (百万美元)	衍生品收入 (百万美元)	比例	IP 产地	IP 系列	内容收入 (百万美元)	衍生品收入 (百万美元)	比例
美国	米老鼠	0.7	69.6	9943%	日本	面包超人	0.7	60.2	8600%
美国	迪士尼公主	2.6	44.6	1715%	日本	高达	0.3	13.1	4367%
美国	汽车总动员	2	19.1	955%	日本	精灵宝可梦	18.9	64.1	339%
美国	玩具总动员	2.8	17.5	625%	日本	游戏王	4	4.5	113%
美国	星球大战	9.5	40.3	424%	日本	七龙珠	7.8	5.7	73%
美国	蝙蝠侠	5	20.2	404%	日本	海贼王	11.8	5.9	50%
美国	蜘蛛侠	10.1	14.8	147%	日本	马里奥	30.3	4.3	14%
美国	漫威宇宙	22.5	5.4	24%	日本	北斗神拳	2.5	0	0%

资料来源: 艾瑞咨询 (2019 年 9 月整理), 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。