腾讯（700 HK）

评级：增持；目标价：**HK$286.9**

阅文集团开启上市步伐，产品和客户群强大

腾讯旗下的阅文集团，于 7 月 3 日向香港联交所递交了申请版本的招股说明书，未来将实现分拆上市，腾讯仍为其最大股东。本篇报告就阅文集团运营情况做以下分析。

国内领先的在线阅读提供者

阅文集团为中国领先互联网公司腾讯的附属子公司，主要业务与营利模式为提供付费在线阅读，版权运营，经营线下纸质图书等。阅文集团通过多层次的分发网络，将内容通过自营渠道和第三方合作伙伴向广大网络受众提供网络文学作品。在众多分发平台中，腾讯旗下的 QQ 阅读为统一的移动内容汇总及分发平台。

以付费在线阅读为主要收入动力的盈利模式

1）以付费在线阅读为主要收入动力。付费在线阅读占据公司 2016 收入约 75%。随着中国网络付费购买信息习惯的养成，加上不断增加的日活跃用户数量，公司的付费在线阅读业务将持续为收入提供主要的增长动力。**2）以版权运营为未来收入亮点。**由于公司拥有数量不断增加的优秀作家，大量的优秀作品和丰富的内容库以及由此所有的知识产权（IP），结合改编作品观众回应比较正面，版权运营将为公司未来发展提供重要的收入动力。

庞大的客户群体结合强大的腾讯自营渠道的产品分发模式

1）与腾讯强大的自营渠道增加受众的互惠合作。阅文集团与腾讯集团订立多项交易，包括通过腾讯拥有的网络平台分发公司的文学作品和在公司文学作品的改编及这些文学作品的产品分发方面进行合作。腾讯产品的自营渠道的月活跃用户总数为 89.7 百万，通过腾讯集团，阅文集团有望进一步扩大文学作品的受众进而提高收入。2）**庞大的注册用户群体和领先的市场优势。**截至 2016 年年底，阅文集团的月活跃用户数占据整个市场的 48%，远超月活跃用户数占比 25%排名第二的掌阅。随着付费阅读的习惯逐渐在中国市场形成，公司拥有的庞大用户群将是公司未来强大的变现基础。

维持腾讯评级和目标价

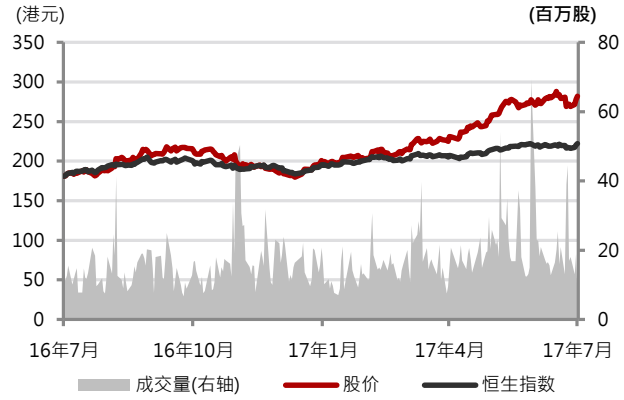
阅文集团目前收入呈现一定规模，唯相对于腾讯控股盈利规模较小，2016 年约为腾讯整体盈利的 0.1%，因此分拆上市对于腾讯股东影响不大，我们维持早前对腾讯的盈利预测和评级不变，维持目标价 286.9 港元不变，维持「增持」评级。

公司基本资料 (更新至 2017 年 7 月 11 日)

最新价	278.4	(港元)
市值	26391.8	(亿港元)
流通股比例（%）	57.7%	
已发行总股本（百万）	9479.80	(百万股)
52周价格区间	178.5-288.4	(港元)
3个月平均每日成交	5762.21	(百万港元)
主要股东	MIH	占33.25%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

相关报告

一季度业绩靓丽，游戏广告均发力-20170518

“连接一切”的互联网综合服务商-20170418

分析师

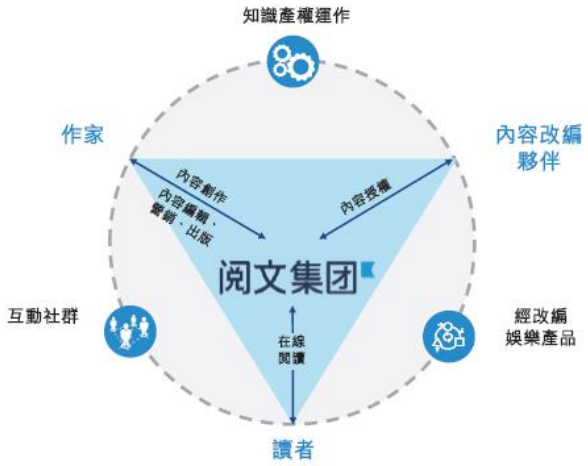
郑嘉梁（Jupiter Zheng）

Jupiter.zheng@ztsc.com.hk

公司简介：国内领先的在线阅读提供者

阅文集团为中国领先互联网公司腾讯的附属子公司，主要业务与营利模式为提供付费在线阅读，版权运营，经营线下纸质图书等。公司主要运营网站有起点中文网，小说阅读网等较为受欢迎的在线阅读网站。阅文集团通过多层次的分发网络，将内容通过自营渠道和第三方合作伙伴向广大网络受众提供网络文学作品。在众多分发平台中，腾讯旗下的 QQ 阅读为统一的移动内容汇总及分发平台。此外，由于与腾讯的合作关系，阅文集团通过腾讯网络平台庞大的用户群，在手机 QQ,QQ 浏览器，腾讯新闻和微信读书都拥有专用和直接的分发途径，拥有巨大的用户触达范围。

图表 1：阅文集团生态体系



来源：招股说明书，中泰国际研究部

行业概览：中国文学市场未来增速将达 30.9%

根据 Frost&Sullivan 的报告，中国文学市场主要由网络文学，电子书和纸质图书（文学性质）组成。2013-2016 年中国文学市场收入由 297 亿增长至 403 亿，年复增长率为 10.7%。预计 2016-2020 年复合年增长率为 10.1%，进一步达到 591 亿元。其中，网络文学总市场最小，2016 年仅为 11.4%，但是网络文学增长速度最快，2013-2016 年复合年增长率为 44.9%，预计 2016-2020 将按 30.9%的复合增长率持续增长。而中国的网络文学用户的数目于 2016 年 12 月 31 日总计为 3.33 亿，预计该总数在 2020 年将达到 4.21 亿.，并且 96%以上的用户将通过手机移动程式阅读。

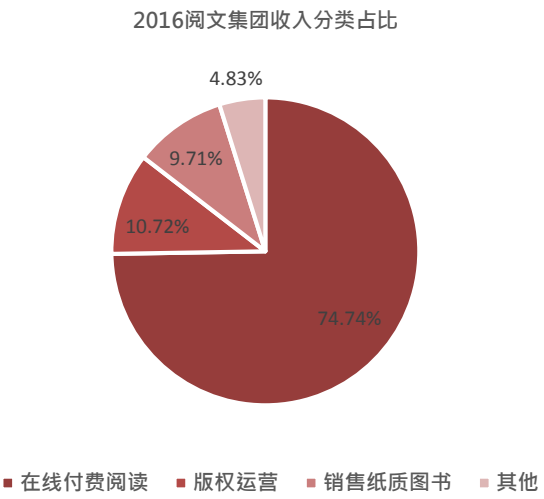
中国网络文学市场主要有五大竞争者占据主要市场份额，分别为阅文集团，掌阅，阿里文学，中文在线及百度文学。五大公司的占用户总数的份额（按有关公司的移动日活跃用户占中国网络文学市场移动日活跃用户总数的百分比计）分别为 48.4%，25.0%，2.3%，2.0%及 0.8%。

阅文集团为行业领先者，截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有 530 万位作家，1.75 亿月活跃用户总数和 840 万部文学作品，均居行业第一位。公司客户主要来源于平台产品及自营渠道的读者，或者通过第三方分销渠道获取内容的网路读者，客户集中度较低，2016 年度五大客户占据公司总收入比例小于 30%。截至 2016 年 12 月，阅文集团的平台产品及合伙分发平台中的自营渠道的月活跃用户总数达 1.753 亿名，其中移动端 1.599 亿人，电脑端 1540 万人。

业务模式：以付费在线阅读为主要收入动力的盈利模式

公司的收入来源于四大板块，分别是付费在线阅读，版权运营，纸质图书和其他。

图表 2：阅文集团 2016 收入来源分类



来源：招股说明书，中泰国际研究部

以付费在线阅读为主要收入动力。通常公司会提供文学作品前面几章供读者免费阅读，而后面的章节采取每 1000 个汉字收取人民币 5 分的方式收费。其他付费阅读模式还包括每月 10 元-12 元的包月套餐，或者购买其他非免费作品可以享受 20%的折扣。公司有庞大的作家群与内容库，以及最多的活跃用户量，通过公司的多层次的分发网络，结合与腾讯的合作关系，付费在线阅读给公司提供了较为稳定和可观的收入来源，付费在线阅读占据公司 2016 收入约 75%。随着中国网络付费购买信息习惯的养成，加上不断增加的日活跃用户数量，公司的付费在线阅读业务将持续为收入提供主要的增长动力。

以版权运营为未来收入亮点。公司还通过连接内容改编和其他媒体作品，对改编的娱乐产品进行收入或利润分成。比如根据文学作品改编的电影，电视剧或者游戏而获得的利润分成 ，版权运营为公司重要的增长收入渠道。2016 年，中国网络文学内容改编行业总市场规模达到 4,698 亿元，预计 2016-2020 年将继续按照年复增长率 15.5%增长。2016 年，按照网络文学作品改编数量计，阅文集团在 1）票房收入最高的 20 部国产改编电影；2）收视率最高的 20 部国产改编电视剧 ；3）播放量最高的 20 部国产改编网络剧；4）累计下载量最高的 20 个国产改编网络游戏中均排名第一。由于公司拥有数量不断增加的优秀作家，大量的优秀作品和丰富的内容库以及由此所有的知识产权（IP），结合改编作品观众回应比较正面，版权运营将为公司未来发展提供重要的收入动力。

纸质图书。公司经营 2 家民营图书公司，分别为天津华文天下图书和天津中智博文图书将部分网络文学作品进行线下生产。除此之外，公司还向第三方纸质图书出版商授权出版内容。

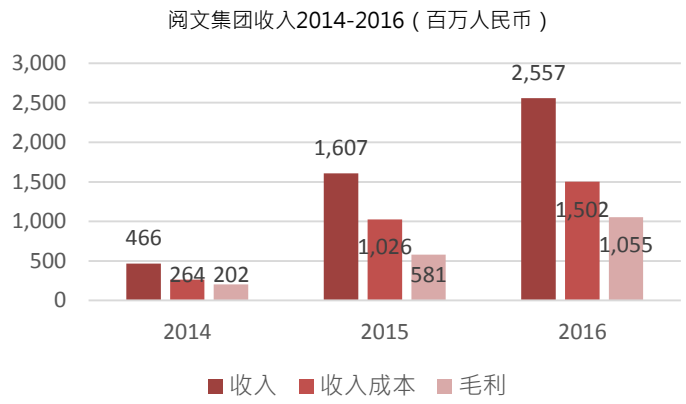
其他。公司的其他业务主要为提供网络游戏服务及网络广告服务。此部分占据公司收入比重最小，2016 年仅为 4.84%。

财务分析：目前盈利水平仍较低

根据公司的财务报表，2014-2016 年，公司的收入由 466 百万人民币增长至 2,557 百万人民币,2016 年的收入为 2014 年的大约 5.4 倍，而 2016 年的毛利约为 2014 年的 5.22 倍,三年毛利率分别为 43.4%，36.1%，和 41.3%。公司收入的快速增长主要来源于 2014 年末 100%收购 Cloudary 盛大文学，并于 2015 年开始合并报表。2015-2016 年，公司收入增长率为 59.14%，而 2016 年公司净利润率仅为 1.19%，经调整利润率为 3.17%。公司在 2015 合并 Cloudary 报表后年度亏损为 354 百万人民币。Cloudary 拥有起点中文网，红袖添香等高访问量的网站。合并后，2016 年阅文集团的日均移动日活跃用户量占总行业用户的 48.4%。作为一家网络文学公司，公司最主要的主营业务成本为内容成本。2014 年-2016 年内容成本占据总收入比重分别为 40.8%,24.4%和 32.8%。全部主营业务成本三年占总收入的占比分别为 56.6%，63.9%和 58.7%。

其他财务方面，公司经营活动现金流三年由 109 百万人民币增加至 185.8 百万人民币。2014 年-2016 年，公司无抵押债务分别为 235,335 和 576.6 百万元，年利息率约为 4.0%-4.8%。债务占总权益比分别为 5.0%，7.5%和 11.1%。

图表 3：阅文集团 2014-2016 三年财务数据



来源：招股说明书，中泰国际研究部

业务优势：庞大的客户群体结合强大的腾讯自营渠道的产品分发模式

1） **与腾讯强大的自营渠道增加受众的互惠合作。**截止至最后实际可行日期，腾讯通过全资附属公司间接控制阅文集团 65.4%的股份。阅文集团与腾讯集团订立多项交易，包括通过腾讯拥有的网络平台分发公司的文学作品和在公司文学作品的改编及这些文学作品的产品分发方面进行合作。受益于腾讯强大的市场地位，公司可以充分通过腾讯产品的自营渠道分销内容，扩大用户受众提供文学内容。腾讯产品的自营渠道的月活跃用户总数为 89.7 百万，通过腾讯集团，阅文集团有望进一步扩大文学作品的受众进而提高收入。

2） **庞大的注册用户群体和领先的市场优势。**截至 2016 年年底，阅文集团的月活跃用户数占据整个市场的 48%，远超月活跃用户数占比 25%排名第二的掌阅。随着付费阅读的习惯逐渐在中国市场形成，公司拥有的庞大用户群将是公司未来强大的变现基础。此外，公司为中国网络文学市场领先者，拥有最多的文学作品和作家，公司丰富的资源有利于进一步推动公司成长与收入增加的势头。结合腾讯强大的市场地位，阅文集体有望进一步触及更多网络用户，扩大市场份额，从而增加收入。

图表 4：阅文集团收入损益表

财务年度截至 12 月 31 日（百万元）	2014 年	2015 年	2016 年
收入	466	1,607	2,557
毛利	202	581	1,055
税前利润率	4	-317	38
净利润	-21	-354	30
经调整盈利（亏损）	-7	-94	81
收入增长率	N/A	244.62%	59.14%
毛利率	43.38%	36.13%	41.26%
净利润率	-4.53%	-22.04%	1.19%
经调整净利润率	-1.56%	-5.86%	3.17%

来源：招股说明书，中泰国际研究部

阅文集团目前收入呈现一定规模，唯相对于腾讯控股盈利规模较小，2016 年约为腾讯整体盈利的 0.1%，因此分拆上市对于腾讯股东影响不大，我们维持早前对腾讯的盈利预测和评级不变，维持目标价 286.9 港元不变，维持「增持」评级。

图表 5：腾讯 (700 HK) 收入损益表

损益表 财务年度截至<12月31日> 十亿人民币	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
营业收入	103	152	214	254	289
营业成本	-42	-67	-95	-112	-126
毛利	61	84	119	142	163
营业利润	41	56	78	96	111
除税前溢利	36	52	76	95	112
所得税	-7	-10	-15	-19	-22
归属净利润	29	41	60	76	89
增长					
总收入(%)	30.3%	47.7%	41.0%	18.6%	13.8%
营业利润(%)	33.0%	38.1%	39.0%	23.1%	15.6%
净利润（%）	21.0%	42.7%	47.1%	24.9%	17.8%

来源：公司资料，中泰国际研究部

历史建议和目标价

腾讯 (700 HK) 股价表现及评级时间表

来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2017/4/18	HK$ 230.6	「增持」(首次评级)	HK$260
2	2017/5/18	HK$ 259.8	「增持」(不变)	HK$286.9
3	2017/7/12	HK$ 278.4	「增持」(不变)	HK$286.9

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入： 投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持： 投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性： 投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出： 投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 -“中泰国际”分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。