

厚积薄发，王者登场

投资要点

- **推荐逻辑:** 2017-2020年在线阅读行业4年的CAGR预计达30.9%，公司作为在线阅读行业绝对的龙头，拥有手机QQ、QQ浏览器等腾讯旗下流量强势的应用的导流，预计将充分享受行业快速增长以及头部厂商用户粘性持续上升的红利，继续保持高速发展。版权运营方面，背靠腾讯平台（腾讯影业、腾讯视频、腾讯动漫、腾讯游戏等），公司960万部作品多元变现的空间巨大。
- **在线阅读:** 海量优质内容叠加强势渠道，公司优势有望巩固。2017年，中国手机网用户占总体手机网民的40%-50%，全民阅读政策或进一步提升阅读人口基数。消费升级+版权保护+影视付费铺垫，网文付费率有望提升。公司是在线阅读市场绝对的龙头，截止2017H1，拥有960万部作品、640万名作家、MAU近2亿，总用户数近6亿。除了自有平台外，还是手机QQ、腾讯新闻、微信读书、QQ浏览器等阅读板块的独家内容供货商，公司有望最大程度分享阅读人数和付费率双提升的红利。
- **版权运营:** 背靠海量内容资源，打开多元化变现的想象空间。2017年1-11月，收视率、网播量、票房TOP10的电视剧、网剧、电影中，分别有7/7/8部是IP作品，IP的稀缺性与市场的需求使得IP价值飙升。此外，与国外发达国家相比，中国的版权运营仍有巨大的增长潜力。公司2015年开始扩张版权运营业务，现在已经是国内IP变现能力最强的在线阅读平台，预计在全行业最大的内容库+团队优势+腾讯资源优势+经验优势的加持下，公司版权运营业务有望迅猛增长。
- **网文出海:** 拓展海外文学版图，起点国际已成为网文出海的标杆。5亿+的潜在海外用户待发掘，海外网文市场成蓝海。2017年5月，公司旗下起点国际正式上线，3个月后，上线网文90部（之前英文网文市场可读作品不到50部），成为海外网文市场内容最多的平台和海外网文读者会选择的阅读平台TOP2。广告少、翻译优质、内容库充足且更新快，起点国际有望迅速开辟市场，逐步推进全版权（影漫游衍生品等）的出海，为泛娱乐产业升级探索更大空间。
- **盈利预测与投资建议。** 目前市场上与公司业务、体量相近的仅有掌阅科技一家，A股市场上掌阅科技2018年PE为81倍。考虑到阅文的体量是掌阅的近3倍，是在线阅读平台的绝对龙头，具备最强的内容库、最多的作者群体，且未来版权变现空间巨大，最终给予公司2018年95倍估值，对应目标价106.49港元（88.55元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

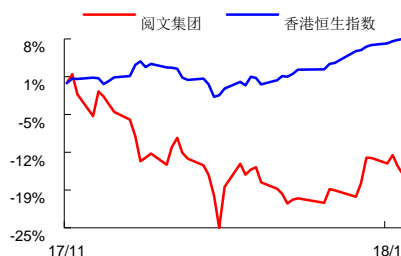
指标/年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元人民币)	1,607	2,557	3,818	5,417	7,898
增长率	244.6%	59.1%	49.3%	41.9%	45.8%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-347.6	36.7	438.7	844.9	1,426.7
增长率			1095.9%	92.6%	68.9%
每股收益EPS	-0.45	0.05	0.48	0.93	1.57
净资产收益率	-7.8	0.7	7.8	13.0	18.1
PE	-191.1	1,810.5	178.1	92.5	54.8

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	76.7-104.0
3个月平均成交量(百万)	8.64
流通股数(亿)	9.06
市值(亿)	794.02

相关研究

投资要件

关键假设

1、在线阅读：公司拥有全市场最庞大的内容库和作家群体，2015-2017年，在线阅读行业增速为39%、61%、39%，公司在线阅读业务增速分别为114%、103%，2017H1同比增速达126%，预计公司在线付费阅读业务增速将远高于2017-2020年行业30.9%的复合增速，保守估计2017-2019年在线阅读业务增速达60%、45%、45%。

2、版权运营：2018年17亿元募集资金投入后，我们预计资金催化下公司整体版权运营业务将上一个新台阶，在2018年之后实现高速增长，2017-2019年公司版权运营业务增速将达40%、50%、80%。

我们区别于市场的观点

市场对阅文集团在线阅读龙头地位的价值认识不足，我们认为阅文作家、作品、读者之间的良性循环或将进一步放大公司的垄断价值。由于公司在腾讯自营渠道的分成比例不低于70%，阅文能够在保持渠道优势的同时将更多的资源分配在内容端，越来越庞大的内容库吸引更多的创作者和付费用户，并形成良性循环，公司的垄断效应或进一步扩大。

市场对阅文集团版权运营能力认识不足，我们认为阅文从2015年开始扩张版权发展业务到现在已经是国内IP变现能力最强的在线阅读平台。版权运营作为公司未来的战略之一，将有约17亿元的资金加码。背靠腾讯互动娱乐平台，公司能够实现从内容（阅文集团）到制作（腾讯动漫、腾讯游戏、腾讯影业、企鹅影业）再到产出（腾讯视频、腾讯动漫、腾讯游戏）的全产业链运作，公司版权运营业务有望成为拉动公司业绩成长的引擎。

市场认为阅文PE过高，我们认为阅文作为正在前期发展阶段的平台公司与世界上处于类似阶段的平台公司一样，都具有高估值的特点。

股价上涨的催化因素

约17亿元的募集资金用于版权运营，公司全版权运营或进入新阶段；寒假期间阅文自有平台和腾讯自营平台的用户数量、阅读时长、付费人数上升；付费文化进一步普及。

估值和目标价格

目前掌阅科技是市场上业务和体量最接近公司的企业，A股市场上掌阅科技2018年PE为81倍，考虑到公司是在线阅读平台的绝对龙头，未来版权变现空间巨大，给予一定的估值溢价，最终给予公司2018年95倍估值，对应目标价106.49港元（88.55元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

在线阅读行业竞争加剧的风险；网络文学政策风险；公司泛娱乐业务拓展不及预期的风险；海外业务的拓展风险。

目录

1 腾讯血统的网文巨鳄，稳坐网络文学头把交椅	1
2 在线阅读：海量优质内容叠加强势渠道，阅文优势有望巩固	6
2.1 全民阅读政策领风向，阅读人口基数、付费率缓步提升	6
2.2 内容端：内容为王，公司内容库已建立护城河	10
2.3 渠道端：流量时代，公司背靠腾讯的强势流量入口	16
2.4 用户端：用户至上，公司是 PC 端绝对王者，移动端用户数攀升	17
3 版权运营：背靠海量内容资源，打开多元化变现想象空间	20
3.1 持续增长的娱乐行业需要素材，稀缺性使得 IP 的价值飙升	20
3.2 公司背靠腾讯娱乐生态系统，版权运营能力领先	23
4 网文出海：大海航行靠舵手，公司为泛娱乐产业升级探索更大空间	26
4.1 中国网文出海始于东南亚，足迹逐渐遍布全球	26
4.2 拓展海外文学版图，起点国际已成为网文出海的标杆	28
5 腾讯作为控股股东，导流效果明显、变现平台无忧	31
5.1 腾讯：海量用户基础，全面拥抱互动娱乐新时代	31
5.2 腾讯作为阅文控股股东，提供导流、变现的通道	32
6 财务分析：公司营收规模迅速扩大，注重囤积内容	34
7 盈利预测与估值	36
7.1 盈利预测	36
7.2 相对估值	36
8 风险提示	37
附录	39

图 目 录

图 1: 阅文集团股权结构图 (超额配股权行使后)	1
图 2: 阅文集团发展历程: 收购盛大文学, 夯实内容库, 布局版权运营	2
图 3: 阅文集团业务布局情况: 涵盖内容端、分发渠道、音频听书、硬件终端、出版发行	3
图 4: 2017H1 公司主营业务结构	4
图 5: 2014-2017H1 公司主营业务结构	4
图 6: 公司 2014 年以来营业收入及增速	4
图 7: 公司 2014 年以来归母扣非净利润及增速	4
图 8: 公司 2014 年以来净利率、毛利率情况	5
图 9: 公司 2014 年以来三费率情况	5
图 10: 移动阅读中, 中低消费和中等消费人群占比最高	6
图 11: 男频女频中收藏数最多的作品	6
图 12: 中国文学市场中网络文学占比情况	7
图 13: 中国网络文学市场规模情况	7
图 14: 中国网络文学用户数仍有较大提升空间	7
图 15: 中国手机网络文学用户数仍有较大提升空间	7
图 16: 中国移动阅读市场将进入稳定阶段	8
图 17: CR3 市场集中度呈提升趋势 (PC 端与移动端)	8
图 18: 中国 PC&移动端网络文学盗版损失情况	8
图 19: 盗版损失金额与总体网文市场规模对比	8
图 20: 历年居民平均可支配收入及增速情况	9
图 21: 历年居民人均教育、文化和娱乐支出及增速情况	9
图 22: 中国在线视频付费用户规模情况	9
图 23: 中国在线视频付费用户比例	9
图 24: 中国在线阅读的付费比例	10
图 25: 阅文集团月付费用户还有巨大的提升空间	10
图 26: 2016 年中国数字阅读行业 PC 端九宫格划分 (红框内为阅文旗下)	11
图 27: 2016 年中国数字阅读行业移动端九宫格划分 (红框内为阅文旗下)	11
图 28: 2016 年各企业拥有网文作品数量对比: 阅文遥遥领先	12
图 29: 中国网络小说排行榜各大网络文学企业作品上榜情况	12
图 30: 2016 年各公司网文作者数量对比, 阅文遥遥领先	13
图 31: 起点中文网点击榜排名情况, 最高点击量已破千万	13
图 32: 阅文集团作家培养、扶持、重点运作模式	14
图 33: 觉得目前福利最好的网络文学平台调查结果, 阅文领先	15
图 34: 2016 中国网文作者更换平台考虑的因素	15
图 35: 公司内容发布渠道情况	16
图 36: 公司各渠道的营业收入 (亿元)	16
图 37: 公司在线阅读 ARPU 情况, 公司 ARPU 值稳步提升中	17
图 38: 移动、PC 端网文用户数各公司占比情况	17
图 39: 2015Q2PC 端网文平台用户覆盖率 (蓝框内为阅文旗下)	17

图 40: 2016 年月度 PC 网站覆盖人数占比情况 (红框内为阅文旗下)	17
图 41: 2017Q3 移动阅读 APP 使用规模: QQ 阅读、掌阅领先	18
图 42: 2016 年 5 月移动 APP 用户规模情况	18
图 43: IP 全版权运营模式分析	20
图 44: 泛娱乐 IP 产业图谱	20
图 45: 网文版权交易变迁曲线	21
图 46: 国内娱乐行业整体市场规模 (单位: 十亿元)	21
图 47: 细分行业 TOP50 作品中基于网文改编的作品数量占比	21
图 48: 哈利波特与鬼吹灯版权改编对比	23
图 49: 哈利波特与鬼吹灯改编总商业价值对比	23
图 50: 公司 IP 产业链发展全过程	23
图 51: 公司合作过的公司和已开发的作品情况	23
图 52: 公司平台运营优势	24
图 53: 细分行业 TOP20 作品中公司所占的市场份额遥遥领先	24
图 54: 公司版权运营收入及占比: 版权运营收入绝对额逐年提升	25
图 55: 公司版权运营收入构成情况	25
图 56: 中国网络文学出海的发展历程	26
图 57: 海外网络文学用户潜在规模	27
图 58: 2017 年海外网文读者地域分布情况	27
图 59: 中国网络文学出海行业产业链	27
图 60: 网络文学出海商业模式: 以广告、打赏、众筹章节为主	27
图 61: 2017 年海外网文读者阅读平台	28
图 62: 2017 年海外网文读者选择新书因素	28
图 63: 起点国际网文内容库充足, 页面无广告用户体验好	29
图 64: 起点国际网文翻译更新上线速度快, 内容库激增中	29
图 65: 起点国际网文翻译更新上线速度快, 内容库激增中	30
图 66: 公司与知名英翻网站 Gravity Tales 达成合作	30
图 67: 腾讯旗下微信、QQ 月活用户情况	31
图 68: 2017 年 11 月 MAUTOP20 应用中, 腾讯占 8 席	31
图 69: 腾讯互动娱乐生态情况, 包括 IP 内容源头、游戏、动漫、影视作品等平台	31
图 70: 公司是手机 QQ 阅读渠道的独家内容提供商	32
图 71: 公司向 QQ 浏览器导航栏中的小说渠道提供内容	32
图 72: 公司是腾讯新闻网文/动漫板块的独家内容提供商	33
图 73: 公司是微信读书的独家内容提供商	33
图 74: 公司玄幻题材网文《择天记》的版权运营分析	33
图 75: 在线阅读公司营业收入 (亿元): 阅文遥遥领先	34
图 76: 在线阅读公司归母扣非净利润 (亿元): 阅文后来居上	34
图 77: 在线阅读公司毛利率比较: 阅文毛利率快速提升	34
图 78: 在线阅读公司净利率比较: 阅文后来居上	34
图 79: 在线阅读公司 ROE 比较: 阅文处于快速提升的通道中	35
图 80: 在线阅读公司三费率比较: 阅文三费率处于降低趋势	35

表 目 录

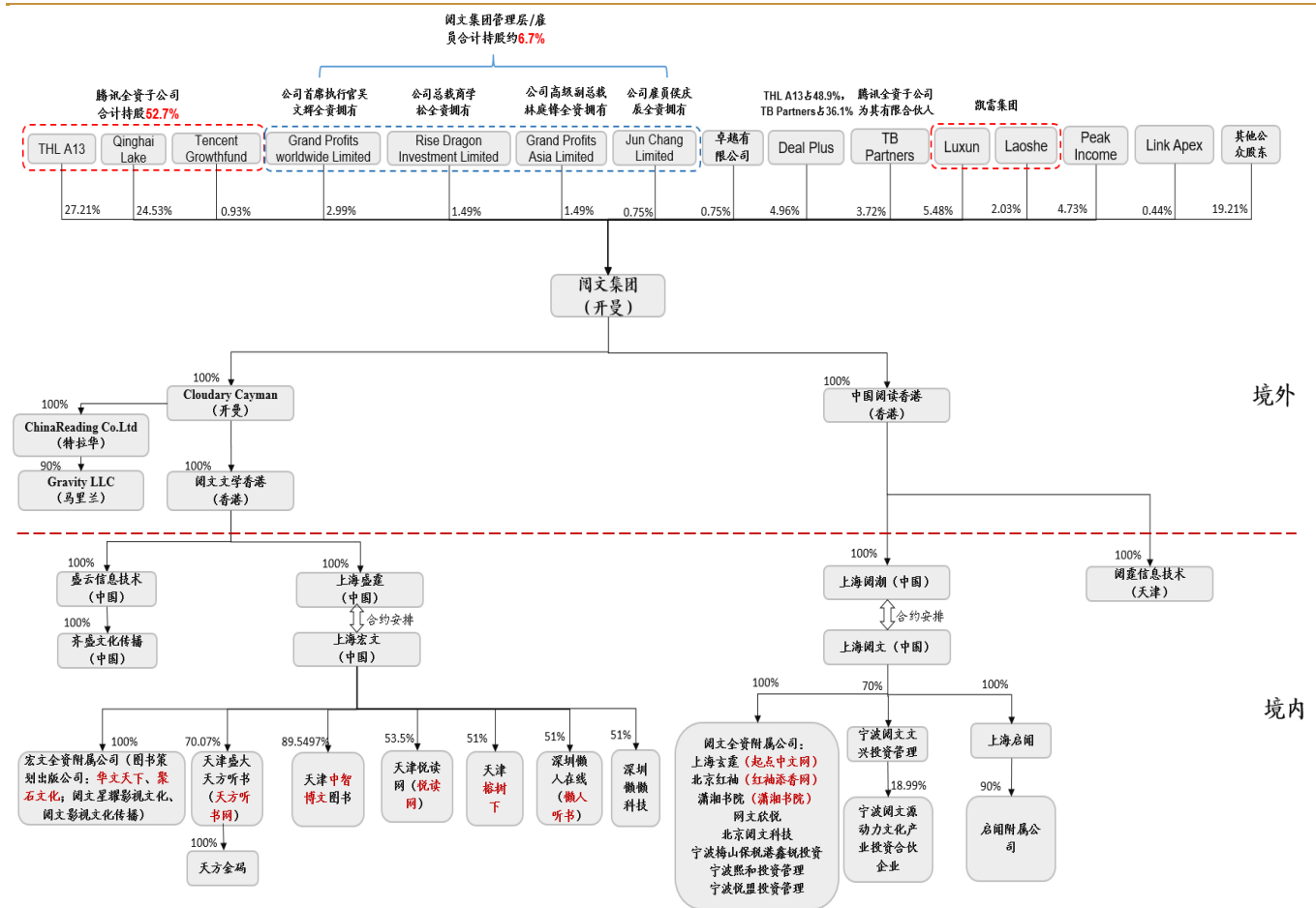
表 1: 募集资金所得款项净额的用途: 在线阅读、版权开发、投资收购.....	3
表 2: 2016 年各在线阅读公司业务份额情况: 阅文各项指标均遥遥领先	10
表 3: 2016 年各在线阅读公司旗下产品情况 (截止 2016 年 12 月 31 日)	11
表 4: 2017Q3 男女作家推荐作品榜 TOP10 (橙色背景为阅文平台的作者)	13
表 5: 起点中文网作家/作品荣誉划分.....	15
表 6: 2016 年各在线阅读公司旗下主要产品情况	18
表 7: 2017 年 1 月 1 日-12 月 1 日 TOP10 剧作品中 IP 改编情况 (橙色背景为 IP 改编作品)	22
表 8: 2017 年 1 月 1 日-12 月 1 日票房 TOP10 电影中 IP 改编情况 (橙色底色为 IP 改编)	22
表 9: 公司全版权运营情况.....	25
表 10: 中国网络文学平台出海的表现 (橙色背景为阅文集团)	28
表 11: 阅文与掌阅成本、费用对比情况: 阅文重内容, 掌阅重渠道	35
表 12: 分业务收入及毛利率	36
表 13: A 股在线阅读行业公司的盈利预测与估值情况.....	37
表 14: 财务报表.....	38
表 15: 2014 年以来政府推动阅读的政策情况: 力度由“倡导”变为“大力推动”	39
表 16: 国家相关部门对网络文学作品的版权保护加强	40

1 腾讯血统的网文巨鳄，稳坐网络文学头把交椅

腾讯旗下的在线阅读平台从腾讯分拆后登陆资本市场。阅文集团成立于2013年4月，前身是腾讯于2004年推出的读书频道(book.qq.com)，目前公司旗下拥有九大主要品牌产品，包括QQ阅读、起点中文网、起点女生网、创世中文网、云起书院、潇湘书院、红袖添香等。Frost & Sullivan 数据显示，2016年，在在线阅读收入、作家总数、可提供的文学作品总数、平均移动/PC端日活跃用户数等方面，阅文集团的市场份额均是第一名。拥有近6亿用户、近2亿月活用户（自有及自营渠道）、960万部作品和640万创作者，公司是中国网络文学市场用户基础最大、作家群体最多、内容库最全面及变现能力最强的平台，是国内在线阅读平台的绝对龙头。公司是腾讯旗下附属公司，2017年11月，公司从腾讯分拆后登陆资本市场。

上市后，腾讯仍持有约53%的控股权，阅文集团管理层及雇员持有约7%的股权。阅文集团分拆自腾讯，上市之后，腾讯仍将继续作为公司的控股股东及实际控制人，腾讯强大的品牌认可和广泛的用户基础，为公司的渠道端提供了坚实的基础。除此之外，阅文集团管理层及雇员总计持有约7%的股权，体现出对公司价值的坚定信心。

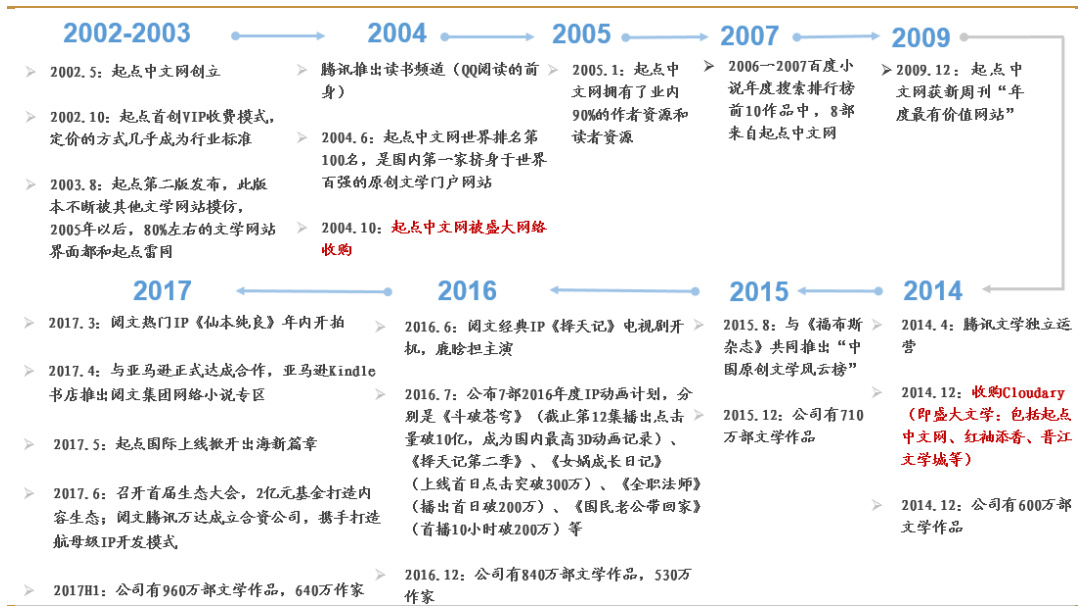
图 1：阅文集团股权结构图（超额配股权行使后）



数据来源：公司公告，西南证券整理

收购盛大文学夯实内容库，背靠腾讯发力版权运营。根据 Cloudary（即盛大文学，运营的原创新学网站包括起点中文网、红袖添香网、小说阅读网、榕树下、言情小说吧、潇湘书院六大原创新学网站以及天方听书网、悦读网、晋江文学城（50%股权））向美国证券交易委员会披露的公开数据，2011年，Cloudary 按收入计在中国网文市场的市场份额为 72.1%。2014年12月，阅文集团收购 Cloudary，成为内容实力最强的阅读平台。截止 2016年，阅文内容库包括 840 万部文学作品，占中国文学作品总数的 72%，成为绝对的内容龙头。公司自 2015 年开始扩张版权运营业务，背靠腾讯互动娱乐平台，2016 年按占改编为主要国产娱乐产品的网络文学作品的份额计，公司已经排名第一。

图 2：阅文集团发展历程：收购盛大文学，夯实内容库，布局版权运营



数据来源：公司公告，起点中文网，iDoNews，西南证券整理

公司管理层及公司战略：管理层深谙网文市场，公司战略旨在保持在线阅读业务的优势下，积极发展版权运营和网文出海。在管理层的带领下，公司拟推行以下 6 大战略：系统地吸引、培育及推广作家；进一步扩大移动阅读的市场份额；释放版权的变现潜能；促进中国版权保护、有选择地选择战略联盟、投资及收购；扩张国际业务。吴文辉和梁晓东是公司的联席 CEO，其中吴文辉是起点中文网的创始人之一，是网络文学商业模式、运行体系、版权拓展机制创立者，中国网络文学的奠基人，对网文市场更透彻的认识或将助力公司的发展方向在正确的航道上。

公司多平台共同发展，在线阅读及版权变现体系日臻完善。公司业务涵盖：1) 内容端，盛大文学+腾讯文学，包括起点小说网、起点女生网、创世中文网等；2) 渠道端，公司自有平台叠加手机 QQ、QQ 浏览器等腾讯产品的自营渠道以及搜狗、百度、京东商城等第三方平台，导流效果明显；3) 策划出版发行端，公司拥有中智博文、聚石文华、华文天下三大出版发行方；4) 其他类型内容表现形式方面，公司拥有天方听书网、懒人听书（51%股权）两大音频听书平台，以及墨水屏阅读器的硬件终端。除此之外，背靠腾讯平台，公司能够通过腾讯动漫、腾讯视频、腾讯游戏、企鹅影业等腾讯互动娱乐平台的合作，实现多版权运营，进一步增加优质作品的变现方式。

图 3：阅文集团业务布局情况：涵盖内容端、分发渠道、音频听书、硬件终端、出版发行



数据来源：公司公告，艾瑞咨询，西南证券整理

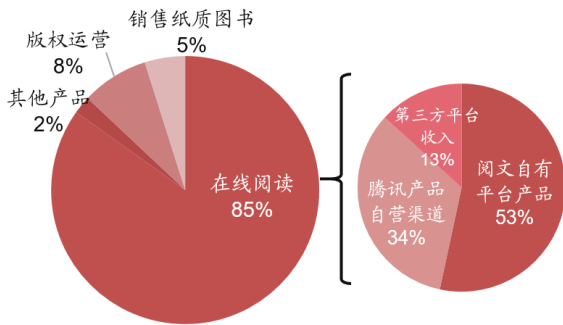
募集资金助力公司继续发力在线阅读、版权运营、投资收购。公司拟将发行股份募集的资金重点用于拓展公司在线阅读业务以及销售及营销活动、参与开发以公司网文作品改编的衍生娱乐产品以及资助公司的潜在投资、收购及战略联盟。资金的注入或将巩固公司在在线阅读的市场优势，提升公司版权运营能力。

表 1：募集资金所得款项净额的用途：在线阅读、版权开发、投资收购

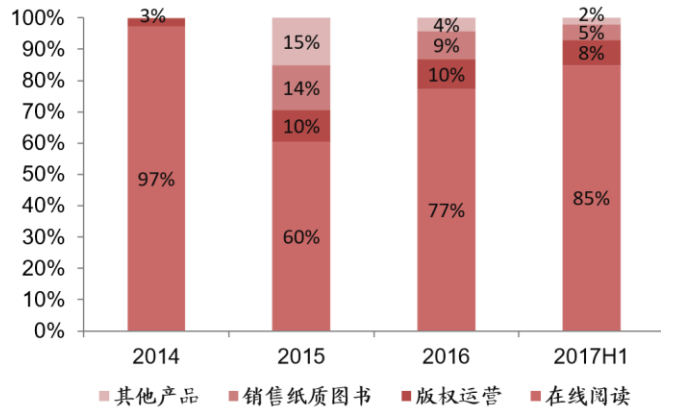
占比	金额 (亿元人民币)	所的款项拟定用途	具体内容
约 30%	17.0	拓展公司在线阅读业务以及销售及营销活动	通过识别、培育及推广优秀的作家、扩大文学体裁的宽度，尤其是长尾及小众文学类别的读者覆盖面，提升移动应用程序的用户体验、提升我们个性化而精准的文学内容推荐功能；以及拓展销售及营销活动，以扩大公司用户基础及提升用户参与度；
约 30%	17.0	加大力度参与开发以公司的网络文学作品改编的衍生娱乐产品	通过主动参与设定制作、发布及推广内容改编产品的时间表（如电影、电视及网络剧、网游及动画等），加大力度参与开发以公司网文作品改编的衍生娱乐产品，投资于改编电视剧及网络剧、加强与互联网视频平台、电影创作和制作公司的合作、提高我们的动画制作能力，以及将我们最受欢迎的作品开发成跨越各主要媒体的系列娱乐产品
约 30%	17.0	资助公司的潜在投资、收购及战略联盟	预计将用于资助对可以扩大内容创作、作品来源、发行及改编能力以及增强科技能力的各类公司的潜在投资、收购及战略联盟。投资标的包括：1) 提供小众及精品文学内容的公司；2) 娱乐公司；3) 具有先进大数据分析技术的公司。
约 10%	5.7	营运资金及一般企业目的	营运资金及一般企业用途

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：在线阅读贡献绝大部分收入，版权运营收入快速增长。2017H1，公司收入的 85%来自在线阅读，其中阅文自有平台产品占比最高，达到 53%，腾讯产品自营渠道占比 34%，第三方平台收入占比为 13%，自有渠道的高占比使得公司分销渠道成本占营收的比例低于同行业。2015 年以来，受益于用户基础的扩大和付费率的提升，在线阅读的营收占比呈逐年提升趋势。与此同时，公司自 2015 年开始扩张版权运营业务，到 2016 年，版权运营已经成为公司第二大收入来源，预计公司版权运营业务将在 17 亿元资金的注入下实现快速增长。

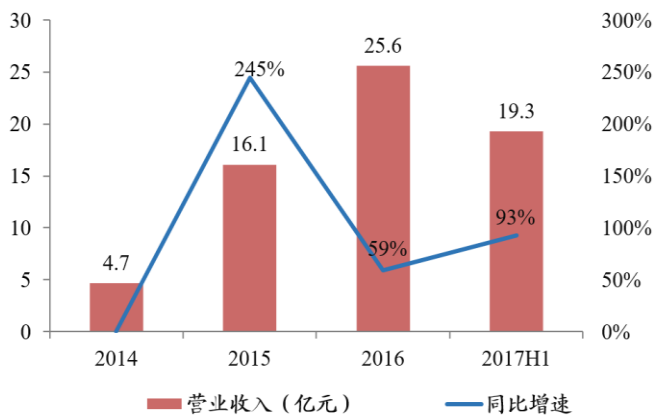
图 4：2017H1 公司主营业务结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

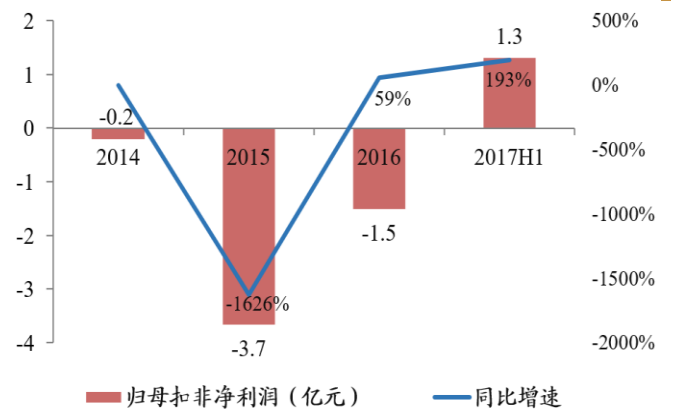
图 5：2014-2017H1 公司主营业务结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2014 年底收购 Cloudary（盛大文学）后，业绩大幅攀升。公司营收从 2014 年的 4.7 亿元快速增长至 2016 年的 25.6 亿元，两年复合增长率达 134%。2017H1，公司实现营收 19.3 亿元，同比提升 93%，仍在增长的快车道中。归母扣非净利润方面，由于营收规模的快速提升、毛利率的上升以及费用端的缩减，公司扭亏为盈。前期投入的内容、分销成本极大地充实了公司的内容库，提升了用户数，预计随着付费率的提升、用户基础的扩大和营运杠杆效应，公司的净利润也将步入正轨。

图 6：公司 2014 年以来营业收入及增速


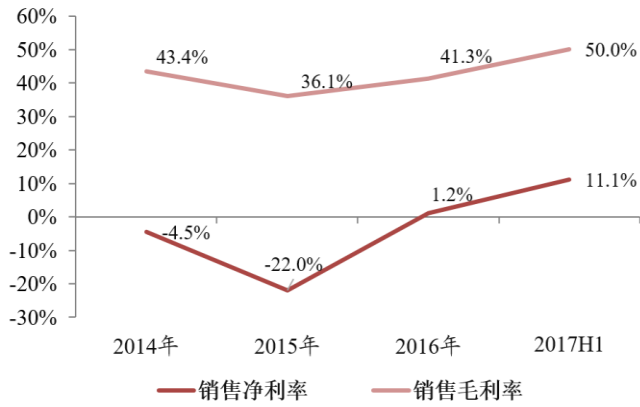
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2014 年以来归母扣非净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

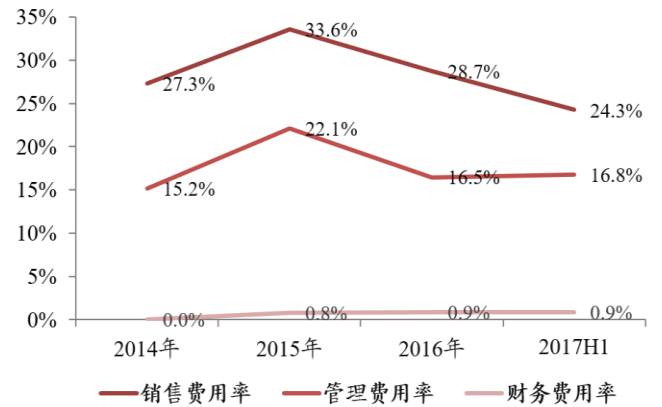
公司盈利能力：营运杠杆效应拉动毛利率提升，三费率稳步下降。公司 2014 年底收购 Cloudary，2015 年 Cloudary 并表导致成本大幅增加，毛利率由 2014 年的 43.4% 下降至 36.1%。2015 年之后，公司营收的大幅增长带来的营运杠杆效应以及高毛利率的版权运营业务营收增加，公司毛利率呈逐年提升趋势。2017H1，公司的收入成本增速虽同比有 60% 以上的增速，但受益于收入端更高的增速以及营运杠杆效应，毛利率较去年同期提升了近 10 个点，达到 50%。三费率方面，由于 2014 年底收购的 Cloudary 于 2015 年并表，导致公司 2015 年的销售费用率和管理费用率均大幅增加，2015 年以来随着营收规模的迅速扩大三费率呈下降趋势。

图 8: 公司 2014 年以来净利率、毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司 2014 年以来三费率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 在线阅读：海量优质内容叠加强势渠道，阅文优势有望巩固

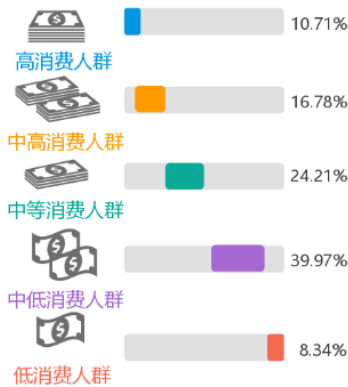
2.1 全民阅读政策领风向，阅读人口基数、付费率缓步提升

2.1.1 政府工作报告四提全民阅读，“造梦”的网文具有天然的吸引力

2014 年以来，政府工作报告四提全民阅读，政策支持下良好的氛围或将进一步壮大阅读人口。2014 年，“倡导全民阅读”被首次写进《政府工作报告》；2015 年，《政府工作报告》提出要“倡导全民阅读，建设学习型社会”。随后，国家新闻出版广电总局和中国作协分别先后成立了大众数字出版工作委员会和网络文学委员会，引导网络文学的发展。2016 年 12 月，广电总局将全民阅读的要求细化，落实到所有省区市，并提出了量化的考核标准。2017 年，《政府工作报告》提出要“大力推动全民阅读”，全民阅读的推广力度被进一步增强。预计在政策的推动下，全民阅读的氛围或将进一步壮大有阅读习惯的人口数量。

提供满足感与愉悦感，“造梦”的网文具有天然的吸引力。网文能够实现正常生活中人们渴望却无法实现的梦想，例如男频中常见的玄幻、武侠、仙侠文，男主人公经常是从平凡人经历打怪升级、扮猪吃虎、羞辱敌人、并最终抱得 N 个美人归，这种情节的设置使人在阅读中不断体会和建构一种成就感。女频中常见的总裁文、古言等，经常是家世一般的女主人公与高富帅男主邂逅后，男主爱上女主并忠贞不二的故事，满足了女人对于吸引到更好的男人和享受爱情的梦想。易观智库数据显示，在移动阅读用户中，中低消费人群和中等消费人群占比分别达 40% 和 24%，两者合计占比达 64%，构成了移动网文的主要读者，这类读者大多处于社会的中间和底层，现实生活的压力和欲望的压抑，使得网文成为逃离现实的必要慰藉品。

图 10：移动阅读中，中低消费和中等消费人群占比最高



数据来源：易观智库，西南证券整理

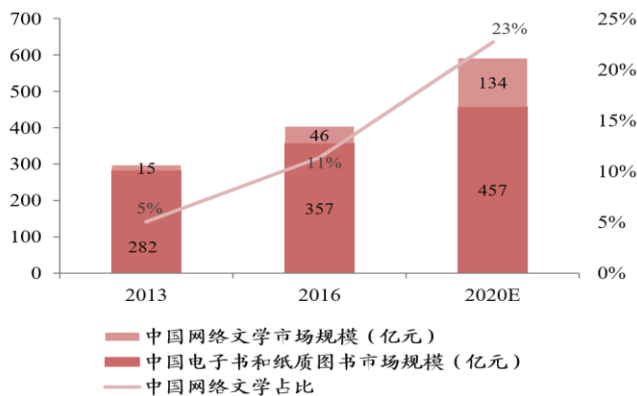
图 11：男频女频中收藏数最多的作品



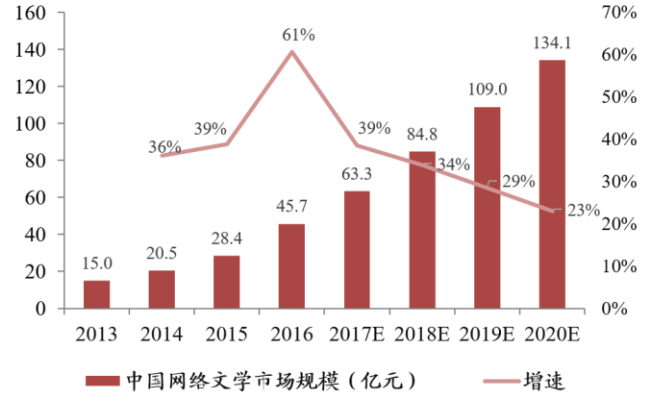
数据来源：起点中文网，起点女生网，西南证券整理

2.1.2 网文增速略放缓，行业集中度提升或推动大厂市场份额提升

在中国文学市场中，网络文学增长最快，2017-2020 年中国网络文学市场预计将保持 30.9% 的复合增长率，仍将高速增长。中国文学市场由网络文学、电子书和纸质图书（文学性质）组成，Frost & Sullivan 的数据显示，中国网络文学是中国文学市场中增速最快的子市场，到 2020 年，中国网络文学在中国文学市场中的占比将从 2016 年的 11% 提升至 23%，市场规模将从 2016 年的 45.7 亿元增长至 134.1 亿元。

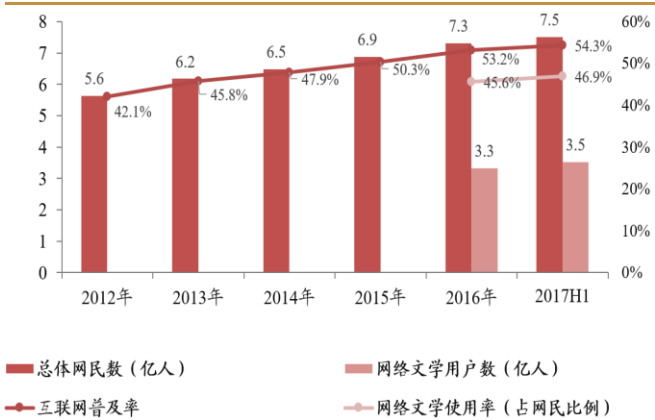
图 12: 中国文学市场中网络文学占比情况


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

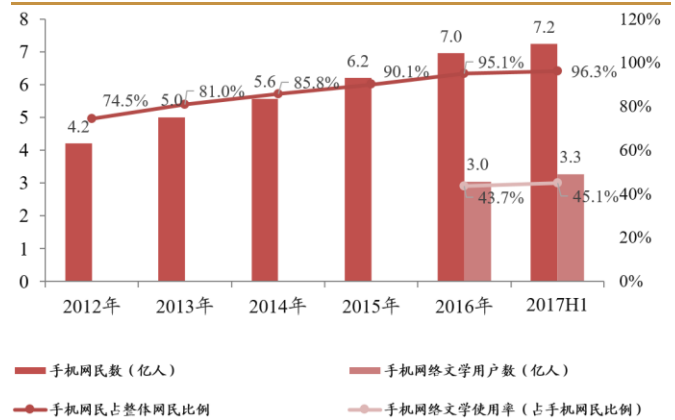
图 13: 中国网络文学市场规模情况


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理 (网络文学市场规模按通过读者购买网络付费内容产生的网络付费阅读收入计算)

中国网络文学用户数占总体网民数的比例在 40%-50% 之间, 仍有提升空间。根据 CNNIC 的数据, 2017 上半年总体网民数为 7.5 亿人, 其中网络文学用户数 3.5 亿人, 占总体网民的 47%, 相较于 2016 年提升了 1.3 个百分点, 2017 手机网民数为 7.2 亿人, 其中手机网文用户数为 3.3 亿人, 占手机网文用户数的 45%, 相较于 2016 年提升了 1.4 个百分点。我们认为网文用户数占网民的比例在 40%-50% 之间, 或仍有进一步提升的空间。

图 14: 中国网络文学用户数仍有较大提升空间


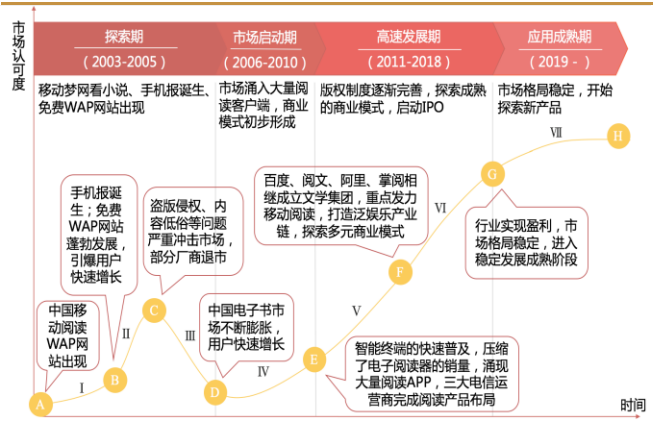
数据来源: CNNIC, 西南证券整理

图 15: 中国手机网络文学用户数仍有较大提升空间


数据来源: CNNIC, 西南证券整理

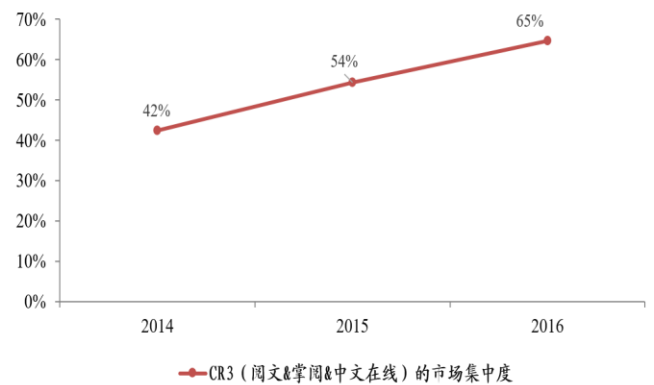
移动阅读市场正处于高速发展期, 2019 年市场格局或稳定。中国网络文学市场 CR3 逐步提升, 近两年大厂份额或进一步扩大。易观智库数据显示, 目前移动阅读行业正处于高速发展期, 巨头纷纷布局泛娱乐生态, 2019 年开始市场格局或将保持稳定, 各厂商的市场份额将维稳。根据我们的测算, 网络文学市场 CR3 (各公司在线阅读收入/在线阅读市场规模) 已经由 2014 年的 42% 增长到 2016 年的 65%, 预计在 2019 年进入应用成熟期之前, 在线阅读市场的集中度将继续加强, 大厂份额或将进一步提升, 龙头企业有望分享行业集中度提升带来的用户数增长的红利。

图 16: 中国移动阅读市场将进入稳定阶段



数据来源: 易观智库, 西南证券整理

图 17: CR3 市场集中度呈提升趋势 (PC 端与移动端)

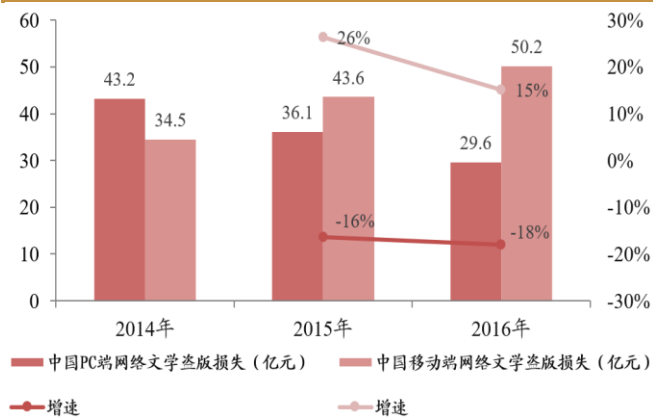


数据来源: Frost & Sullivan, 各公司公告, 西南证券整理

2.1.3 打击盗版+消费升级+影视付费铺垫，在线阅读付费率或缓步提升

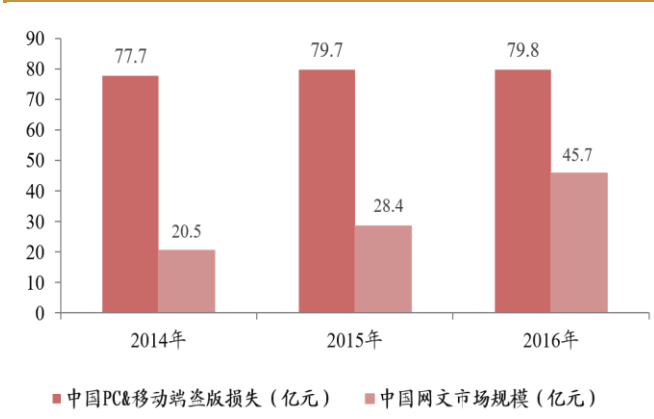
打击盗版: 随着对版权保护的日益重视、政府机构及行业参与者开展有效的反盗版行动，数字化版权在立法层面上不断完善，中国版权保护的市场环境稳步改善。国家相关部门对于盗版的处罚力度加大 (赔偿金额上限由 50 万元上调至 100 万元)、互联网版权保护领域专项法律的出台 (2005 年《互联网著作权行政保护办法》)、剑网行动连续 12 年的打击等都使得网络平台上的侵权盗版行为得到一定程度的遏制。预计盗版损失的缩小将进一步扩大网文市场的规模。

图 18: 中国 PC&移动端网络文学盗版损失情况



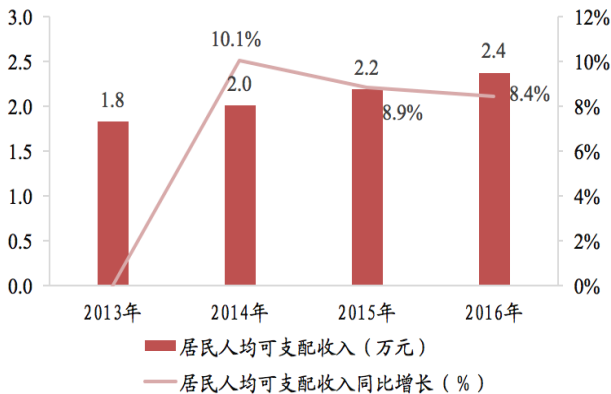
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 19: 盗版损失金额与总体网文市场规模对比

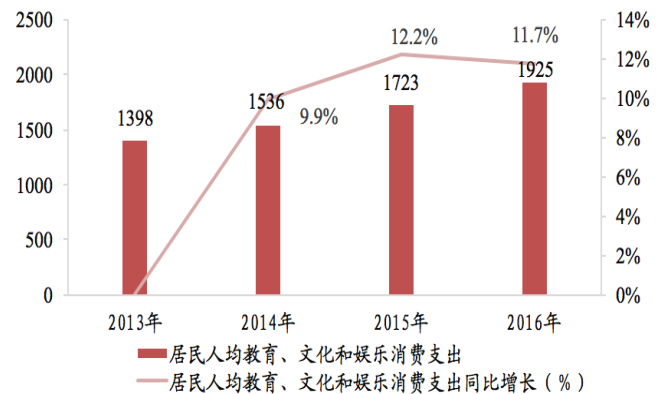


数据来源: 艾瑞咨询, Frost & Sullivan, 西南证券整理

消费升级: 居民可支配收入水平逐年递增，教育、文化和娱乐产业增长迅速。李克强总理在今年的《政府工作报告》中指出，“消费在经济增长中发挥主要拉动作用”。随着国内人均 GDP 的增长、人均可支配收入的提升、消费升级与中产阶级崛起，中国经济增长结构正在发生着根本性转变——消费将取代投资成为中国经济增长的第一驱动力。商务部数据显示，2016 年消费支出对 GDP 增长贡献率高达 64.6%，创下历史新高。国家统计局数据表明，居民可支配收入水平逐年递增，2015 年人均教育、文化和娱乐消费支出水平同比增长 12.2%。在此次消费升级中，教育、文化和娱乐产业增长迅速，2017 年 10 月，体育娱乐用品及文化用品同比分别增长 19.6% 和 6.4%。作为文化和娱乐产业的重要组成部分，数字阅读用户付费率有望受益于支付能力的提升而增长。

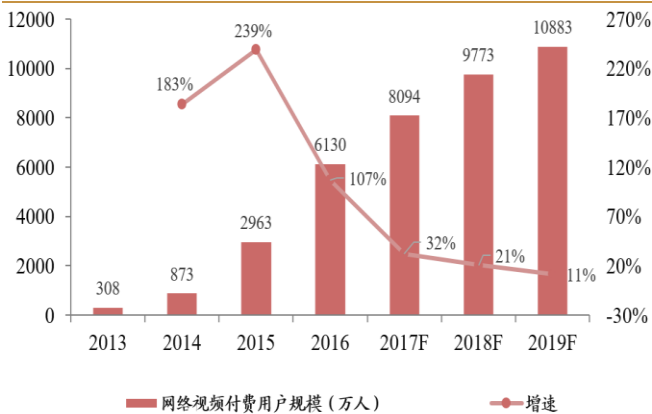
图 20: 历年居民人均可支配收入及增速情况


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

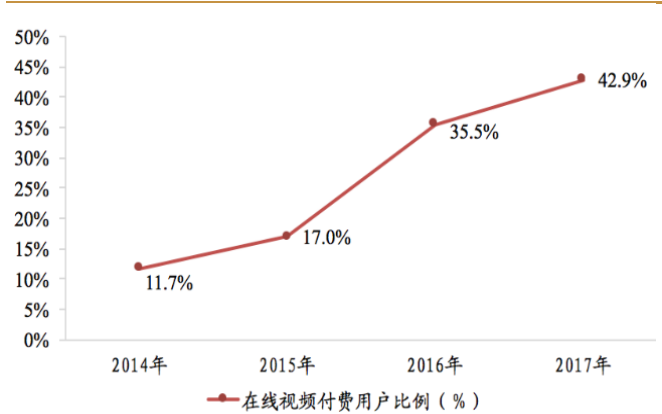
图 21: 历年居民人均教育、文化和娱乐支出及增速情况


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

影视付费铺垫: 随着近年来各大视频网站的崛起, 影视付费的消费习惯已渐养成, 作为铺垫, 在线阅读用户或将更容易接受付费阅读, 在线阅读付费率或稳步提升。2015年, 在线视频付费用户爆发式增长, 规模接近3000万人, 同比增长近240%。2016年12月, 优酷宣布其会员数量已超过3000万, 爱奇艺、腾讯视频宣布会员数量已达2000万, 而乐视此前公布的数据也显示2015年会员超过2000万。各大视频网站通过“会员看全集”, “会员抢先看”及“会员独享”三种模式吸引用户付费, 在线视频付费用户比例或将在2017年年底达到42.9%, 相较于2016年增加7.4个百分点。随着内容付费习惯的养成、网络文学内容质量的提升, 预计在线阅读用户的付费意愿也会更强。

图 22: 中国在线视频付费用户规模情况


数据来源: 易观智库, 西南证券整理

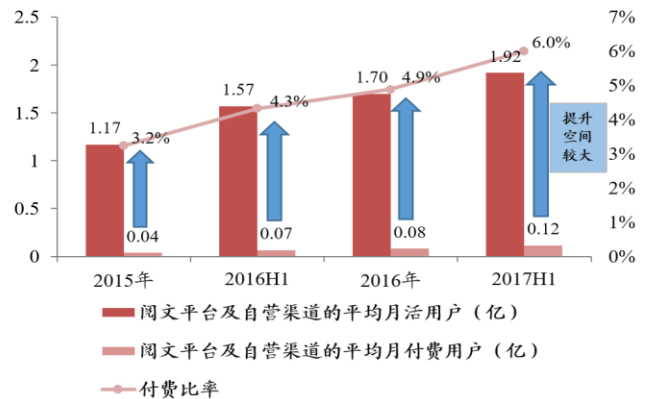
图 23: 中国在线视频付费用户比例


数据来源: 《2017中国网络视听发展研究报告》, 西南证券整理

艾瑞咨询数据显示, 在2016年, 中国数字阅读行业PC端月活用户规模约2.17亿人, 移动端月活用户规模约2.65亿人。在如此庞大的阅读人口基数上, 消费升级提供了付费的物质保障, 对盗版的打击使得付费阅读成为必要的选择, 影视付费铺垫培养了用户付费的习惯和意识, 受这些的影响, 在个人计算机平台及移动设备平台上在线阅读的付费比例分别由2013年的1.3%和3.3%上升至2016年的2.0%和7.0%, 预计将于2020年进一步上升至4.8%及14.5%, 预计在线阅读的付费率将向在线视频付费率看齐, 付费人数也将大幅增加。

图 24: 中国在线阅读的付费比例


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 25: 阅文集团月付费用户还有巨大的提升空间


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 内容端: 内容为王, 公司内容库已建立护城河

公司内容矩阵已具规模: 作品、作家、编辑数量方面均遥遥领先, 产品方面, 移动端 APP+线上平台网站已形成男频、女频全覆盖。以 2016 年的数据为计算依据, 在在线阅读收入方面: 阅文集团在线收入占总在线阅读市场的 43.2%, 比市场份额排名第二的掌阅科技高出 28.3 个百分点。在作品数量方面: 阅文集团提供的文学作品总数占中国文学作品总数的 72%, 比市场份额排名第二的中文在线高出 44.5 个百分点。在作家方面: 阅文集团作家总数占中国网络文学作家总数的 88.3%, 比市场份额第二的中文在线高出 46.7 个百分点。在编辑数量方面: 截止 2017H1, 阅文集团拥有 340 名专业编辑, 领先于全行业。

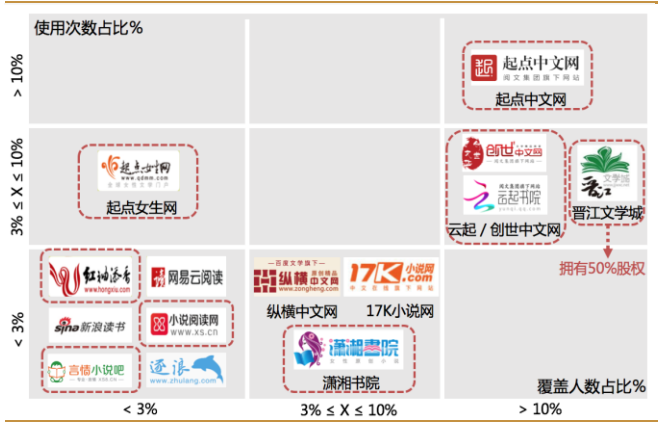
表 2: 2016 年各在线阅读公司业务份额情况: 阅文各项指标均遥遥领先

项目	阅文集团	中文在线	掌阅科技	百度文学	阿里文学
成立时间	2013 年 4 月	2000 年 12 月	2008 年 9 月	2014 年 11 月	2015 年 4 月
各公司在线阅读收入占总在线阅读市场规模的百分比	43.2%	6.6%	14.9%	1.8%	1.4%
可提供的文学作品总数占中国文学作品总数的百分比	72.0%	27.5%	5.2%	3.4%	1.7%
平台作家总数占中国网络文学作家总数的百分比	88.3%	41.6%	33.3%	8.3%	5.0%
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	48.4%	2.0%	25.0%	0.8%	2.3%
各公司 PC 端日活跃用户总数占中国网络文学市场个人计算机日活跃用户总数的百分比	46.5%	13.5%	1.1%	18.1%	1.5%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产品方面: 阅文旗下 PC&移动端产品稳占第一梯队。移动 APP 及 WAP 方面, 公司目前旗下 APP 包括 QQ 阅读、起点中文网、起点女生网、潇湘书院、红袖添香、小说阅读网和言情小说吧。截止 2017H1, 公司旗下的移动 APP 和 WAP 产品合计拥有 1.79 亿名移动端月活跃用户。**PC 端网站方面,** 公司旗下 PC 端网站包括: 起点中文网、创世中文网、云起书院、红袖添香、潇湘书院、起点女生网、小说阅读网、言情小说吧、榕树下等, 其中起点中文网处于使用次数和覆盖人数超 10% 的第一梯队。阅文集团在 PC 端数字阅读整体渠道的占有率稳居行业第一, 遥遥领先其他平台。

图 26: 2016 年中国数字阅读行业 PC 端九宫格划分 (红框内为阅文旗下)



数据来源: iUserTracker, 西南证券整理

图 27: 2016 年中国数字阅读行业移动端九宫格划分 (红框内为阅文旗下)



数据来源: iUserTracker, 西南证券整理

表 3: 2016 年各在线阅读公司旗下产品情况 (截止 2016 年 12 月 31 日)

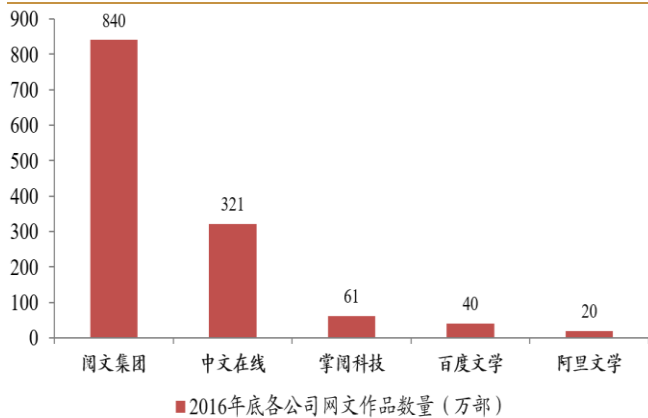
形式	阅文集团	中文在线	掌阅科技	百度文学	阿里文学
手机应用程序	QQ 阅读 起点中文网 起点女生网 潇湘书院 红袖添香 小说阅读网 言情小说网 懒人听书 (51%股权) 晋江小说阅读 (拥有 50%股权)	17K 小说网 汤圆创作 中文书城	掌阅 iReader 掌阅听书 (既有独立 APP, 掌阅中也有独立栏目)	纵横小说 百度书城 百度搜索	书旗小说 淘宝阅读
WAP (移动端网页)	起点中文网 创世中文网 创世中文网 云起书院 潇湘书院 红袖添香 小说阅读网 言情小说网 晋江文学城 (拥有 50%股权)	17K 小说网 汤圆创作 中文书城			书旗网 UC 书城 (依附于 UC 浏览器)
PC 端网站	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 言情小说网	17K 小说网 汤圆创作 四月天文学网 中文书城	掌阅小说 红薯中文 趣阅中文 神起网 有乐中文网 魔情言情 品阅中文网	纵横中文网 百度书城 91 熊猫看书	书旗网

形式	阅文集团	中文在线	掌阅科技	百度文学	阿里文学
	天方听书网 晋江文学城 (拥有 50% 股权)				
移动阅读器	QQ 阅读器		掌阅 iReader Light 掌阅 iReader Ocean		
出版文学	中智博文 聚石文华 华文天下				

数据来源：公司公告，西南证券整理

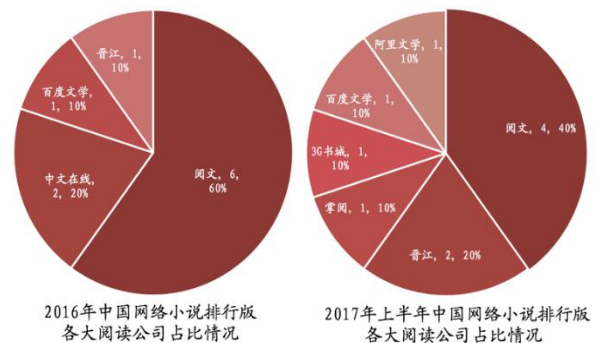
网文作品方面：数量上，截至 2017H1 公司网文作品数量超过 960 万部，领跑网络文学行业的其他企业；质量上，公司网文作品长期占据各类网络文学排行榜霸主地位。公司网文作品数量远超其他网络文学企业，根据 Frost & Sullivan 的测算，截至 2016 年年底，公司网文作品数量 840 万部，比排名第二的中文在线高出五百多万部，2017H1 公司网文数量进一步增长到 960 万部。此外，公司也重视网文作品的质量，将内容生态列为公司生态的核心并在原创内容领域坚持作家明星化、内容国际化、IP 化。在 2016、2017 上半年中国网络小说排行榜前十名的榜单中，公司旗下网文数量均位列第一。

图 28：2016 年各企业拥有网文作品数量对比：阅文遥遥领先



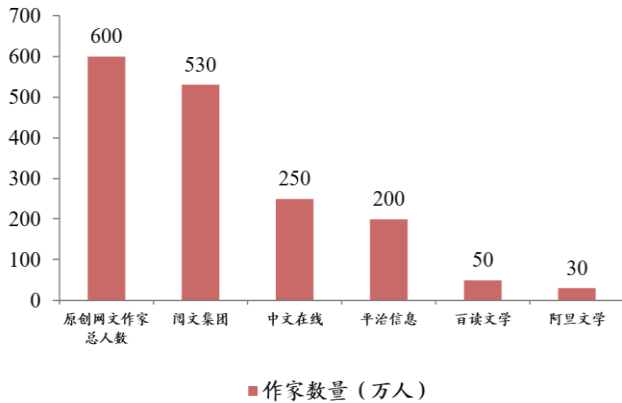
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 29：中国网络小说排行榜各大网络文学企业作品上榜情况



数据来源：中国网络小说排行榜，西南证券整理

网文作者方面：公司是创作者最多，且质量最优质的在线阅读平台。作家数量上，公司网文作者数量全行业遥遥领先，截止 2016 年，阅文旗下作家有 530 万人，是排名第二的两倍还多，2017H1 阅文旗下作家数量进一步增长到 640 万人。作家质量上，根据 Frost & Sullivan 的测算，2016 年在中国前 50 位最受欢迎原创网络文学作家之中，41 位作家已与公司确立独家出版关系；速途研究院数据显示，2017Q3TOP10 的男作家中有 6 人是阅文平台作者，TOP10 的女作家中有 9 人是阅文平台作者，阅文的作者质量远高于其他平台。**专业编辑方面，**截至 2017H1，公司共有约 340 位专业的专业编辑，包括 33 名高级编辑，约 60% 的高级编辑拥有至少五年经验，其中 30% 拥有至少 10 年经验，发掘了包括《鬼吹灯》、《琅琊榜》等许多优质的网络小说。

图 30: 2016 年各公司网文作者数量对比, 阅文遥遥领先


数据来源: Frost & Sullivan, 公司公告, 西南证券整理

图 31: 起点中文网点击榜排名情况, 最高点击量已破千万

周榜 月榜 总榜				
全部分类 · 玄幻 · 奇幻 · 武侠 · 仙侠 · 都市 · 现实 · 军事 · 历史 · 游戏 · 体育 · 科幻 · 灵异				
排名	类别	小说书名	最新章节	点击
1	[科幻]	吞噬星空	番茄新书《飞剑问道》第一章已经上传!	11474061
2	[玄幻]	圣墟	第七百九十九章 比翼齐飞	9132628
3	[仙侠]	一念永恒	第1194章 达成所愿	8452817
4	[仙侠]	天影	第六百零九章 施恩	7731323
5	[玄幻]	超凡传	第一千零二章 混乱	7321969

数据来源: 起点中文网, 西南证券整理

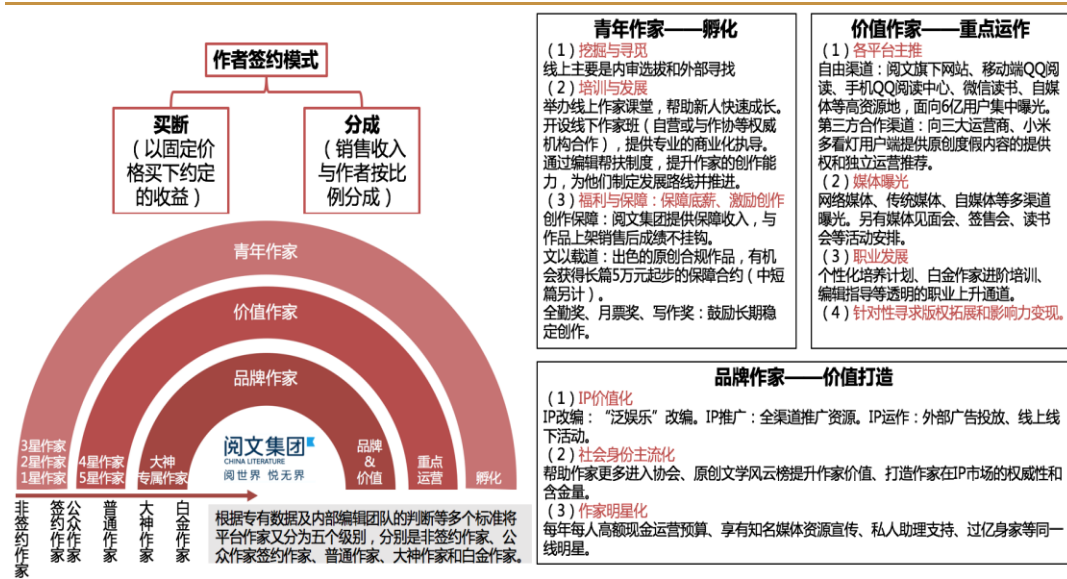
表 4: 2017Q3 男女作家推荐作品榜 TOP10 (橙色背景为阅文平台的作者)

序号	男作者	作品名称	平台	女作者	作品名称	平台
1	耳根	一念永恒	起点中文网	叶非夜	亿万星辰不及你	云起书院
2	净无痕	太古神王	创世中文网	天下归元	扶摇皇后	潇湘书院
3	唐家三少	龙王传说	起点中文网	梵缺	双世宠妃原著: 爷我等你休妻	云起书院
4	天蚕土豆	元尊	纵横中文网	寻找失落的爱情	凤回巢	起点女生网
5	烟雨江南	永夜君王	纵横中文网	江山一顾	重生八零俏佳妻	小说阅读网
6	善良的小蜜蜂	修罗武神	17K 小说网	舞清影 521	恋上男主播: 我是你的眼	小说阅读网
7	我吃西红柿	飞剑问道	起点中文网	萧七爷	爆萌狐宝: 神医娘亲要逆天	起点女生网
8	烽火戏诸侯	剑来	纵横中文网	苏小暖	神医凰后	云起书院
9	寒门	奶爸的文艺人生	起点中文网	婉媚晴雨	农园似锦	17K 小说网
10	有梦之人	电影的世界	起点中文网	安姿薇	总裁一抱好欢喜	小说阅读网

数据来源: 速途研究院, 西南证券整理

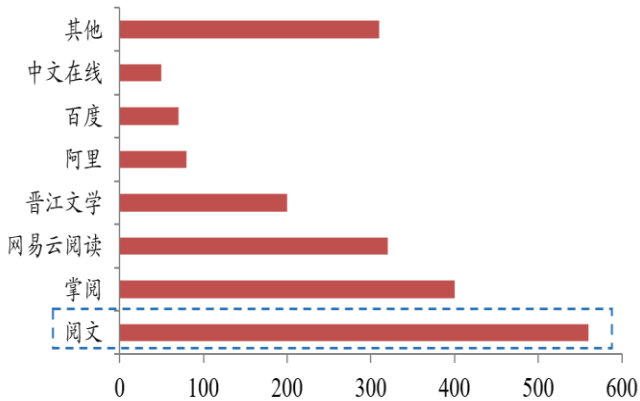
对于一般作者来说, 公司提供的发展机会以及收入成为吸引他们的主要原因, 对于大神、白金作者来说, 更大的版权改编可能性和全方位的推广成为吸引他们的主要原因。类打怪升级的方式, 根据作家人气、粉丝、创作、价值、风格五大类型, 给予作家不同的荣誉称号, 并定期结算给予奖励, 对于作家来说是很好的激励方式。另外, 根据专有数据及内部编辑团队的判断等多个标准将平台作家又分为非签约作家、公众作家签约作家、普通作家、大神作家和白金作家五个级别, 不同级别给予不同的培养和激励方式, 定制化的培养和服务体系下, 公司作者有望进一步增加。

图 32：阅文集团作家培养、扶持、重点运作模式

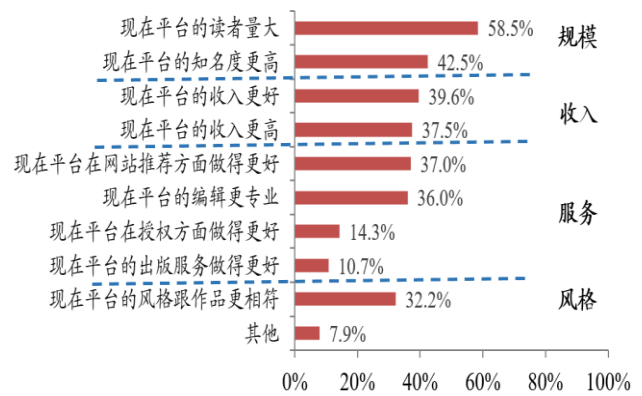


数据来源:易观咨询,公司公告,西南证券整理

- **对于一般网文作者来说**,选择平台时最关注的两点是:发展机会与收入。在发展机会方面,阅文作为流量最多的平台,订阅、收藏、评论、打赏的人数是其他平台无法提供的,作品脱颖而出的几率更高。收入方面,对比目前市场中主要玩家提供的薪酬情况,我们发现:阅文集团的福利是所有网文平台中最好的,作家按章订阅的销售分成最低能达到50%的净收益的分成模式(分成签协议,俗称A签)也是网文平台中较高的分成比例,且按照作品表现的不同又分为分成签、长约、大神约和白金约,作者能拿到的分成比例也逐步提高。阅文作为能提供好平台+好收入的网文平台,预计后续也将吸引更多的作者。
- **对于大神、白金作者来说**,公司成熟高效的版权运营给了作品改编成电影、电视剧、网络剧、网络游戏、动漫、出版的更大可能性:针对明星IP,腾讯文学公布了“一人一千万”的推广运作计划,以重点扶持优秀原创作家。大神作者能从作品改编中获得更多经济收入和名气。鉴于公司的规模以及与电影、电视及游戏开发各领域的行业领导者的关系,公司的大神作者依赖公司管理其作品的版权再授权。与此同时,公司给予白金、大神作家最高等级的推广运营待遇、明星化包装宣传、会员高端服务(人脉、专员服务)、会员自主运作(新增会员由投票表决)等特权待遇,满足白金、大神作家全方位的需求。

图 33: 觉得目前福利最好的网络文学平台调查结果, 阅文领先


数据来源: 网易云阅读, 西南证券整理

图 34: 2016 中国网文作者更换平台考虑的因素


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

表 5: 起点中文网作家/作品荣誉划分

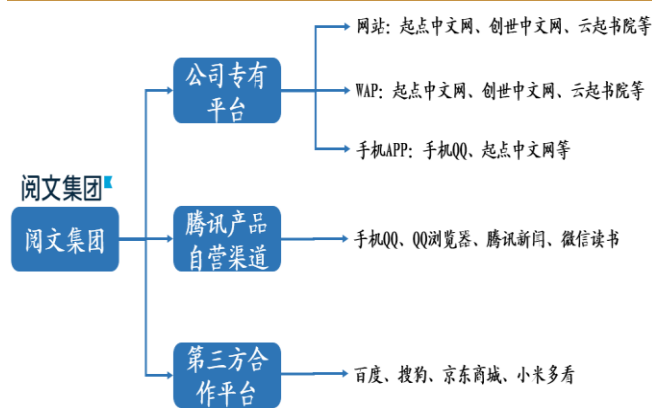
荣誉类型	名称	说明
人气类	百万点击	单部作品突破百万点击
	千万点击	单部作品突破千万点击
	亿级神作	单部作品点击突破 1 亿
	十万推荐	单部作品推荐票突破 10 万
	百万推荐	单部作品推荐票突破 100 万
	有口皆碑	作品总推荐票超过 1000 万
	过万订阅	单部作品 VIP 字数 100 万以上, 且平均订阅人数超过 1 万
	十万神作	单部作品平均订阅三万以上, 且最高订阅破 10 万
创作类	畅销之王	三部作品订阅过 1 万, 且每部作品 VIP 字数不少于 100 万
	著作等身	创作 VIP 总字数超过 1000 万字
荣誉类	更新劳模	日更新 VIP 字数 3000 字以上, 连续 100 天
	月票冠军	新书月票、月票总榜冠军
	年度冠军	风云榜年度月票冠军
	风云大神	风云榜年度月票前十
	XX 旗帜	年度分类月票冠军、月票前十中该分类作品
风格类	活动优胜 (名称视活动而定)	在起点举行的各项作家活动中取得优胜
	年轻最爱	作品平均订阅 6000 以上且 24 岁以下读者占据 75% 以上
	成熟所选	作品平均订阅 6000 以上且 24 岁以上读者占 70% 以上
	标签风格	-

数据来源: 起点中文网, 西南证券整理

2.3 渠道端：流量时代，公司背靠腾讯的强势流量入口

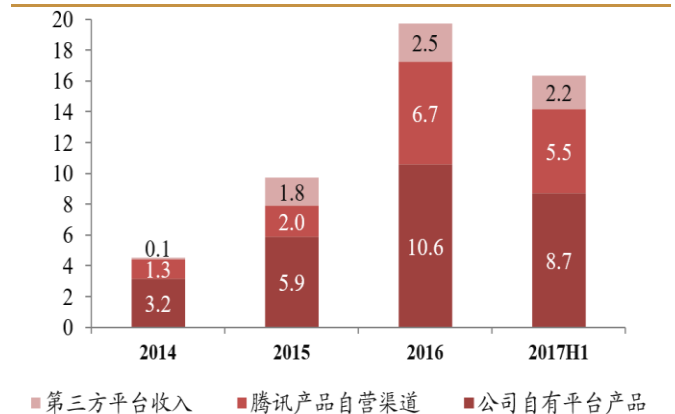
公司经营包括自有产品、自营产品与第三方合作伙伴在内的多层次内容发布网络，自有产品包括 QQ 阅读、起点小说网、创世中文网等公司专有平台；自营产品是指腾讯的发布平台，包括手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、微信读书等；第三方合作伙伴包括百度、搜狗、京东商城、小米多看等。以 2017H1 的数据为例，2017H1，公司自有平台实现营收 8.7 亿元，占比 53%，成为公司营收来源的主战场，腾讯自营渠道实现营收 6.7 亿元，占比 33%，第三方平台收入 2.2 亿元，占比 13%。

图 35：公司内容发布渠道情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司各渠道的营业收入（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

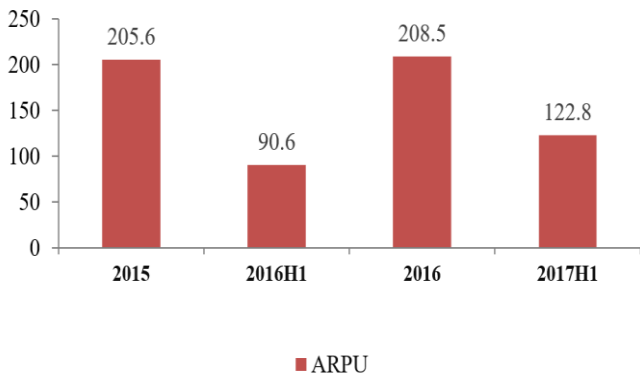
自营渠道方面，公司的股东及战略合作伙伴腾讯是全球最大的互联网媒体平台之一，公司能够以更低的成本取得腾讯的分销渠道。公司是用户量巨大的腾讯手机应用程序，包括手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、微信读书的文学内容提供商，除内容外，公司通常向进入腾讯产品自营渠道的读者提供各种阅读工具及功能，公司获得扣除腾讯收取的平台分销费用之后的分成，公司公告显示，腾讯自营渠道的分成比例在任何情况下都不超过 30%，相比于掌阅科技支付给 VIVO、OPPO60%的分成比例来说，公司的分销渠道成本相对较低。

第三方合作伙伴方面，公司与百度、搜狗、京东商城、小米多看等建立了合作关系。公司的主要第三方发布合作伙伴包括：百度、搜狗、京东商城及小米多看。2017 年 4 月，公司又与亚马逊正式达成合作，亚马逊 Kindle 书店推出阅文集团网络小说专区。公司第三方发布合作伙伴平台上的读者可直接向合作伙伴付费以获取优质文学内容，公司的合作伙伴再根据协议与公司分享一部分在线阅读收入。除了提供内容之外，公司还向若干较小的第三方发布合作伙伴提供用于手机应用程序开发的软件开发工具包。过去几年间，公司从第三方发布合作伙伴收取的在线阅读收入的收入分成比例在 20%至 60%之间。鉴于京东商城入住手机 QQ 及微信客户端，腾讯集团入股搜狗，公司与第三方平台的合作关系较为稳定。

2.4 移动端：用户至上，公司是 PC 端绝对王者，移动端用户数攀升

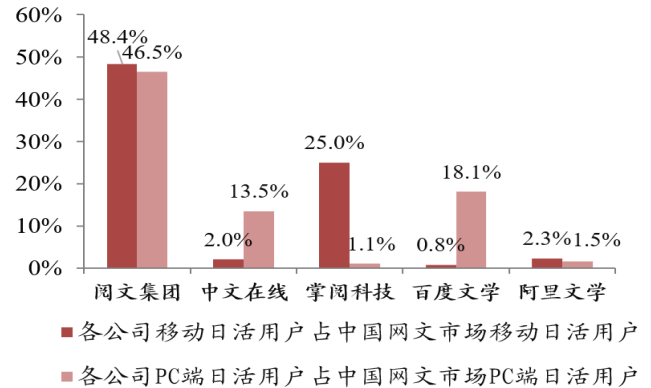
48.4%的日活用户数占比、近 2 亿的平均月活用户、高于行业平均水平的付费率，公司是在线阅读行业用户基础最大的平台。公司公告数据显示，公司平均月活用户数由 2015 年的 1.2 亿增长到了 2017H1 的 1.9 亿，付费人数由 2015 年的 400 万增长到了 2017H1 的 1200 万。与其他同行业公司比较来看，根据 Frost &Sullivan 的数据，公司移动端日活用户占总移动端日活用户数的比例为 48.4%，PC 端日活用户占比为 46.5%，均处于遥遥领先的水平。付费率方面，公司 2016 年付费率达到 4.9%，高于行业平均水平，截至 2017H1，公司付费率进一步提升至 6%，ARPU 值稳步增长到为 122.8 元，与此同时，掌阅科技 2014、2015、2016 及 2017Q1 每年人均充值金额分别为 32 元、45 元、50 元和 25 元。

图 37：公司在线阅读 ARPU 情况，公司 ARPU 值稳步提升中



数据来源：公司公告，西南证券整理

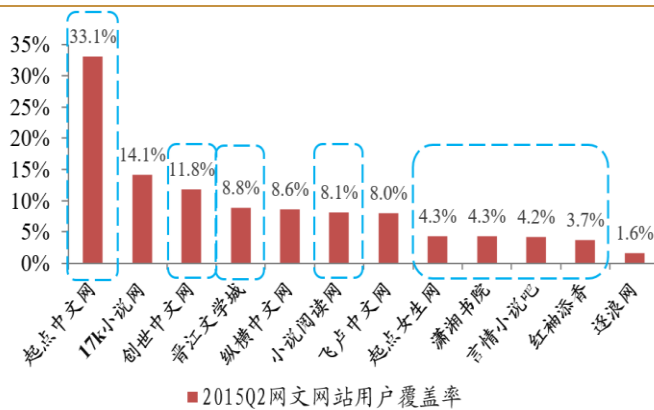
图 38：移动、PC 端网文用户数各公司占比情况



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

PC 端：公司 PC 端用户数遥遥领先。由于 PC 端格局较为稳定，我们以 2015Q2 的数据来显示 PC 端在线阅读市场的用户分布情况。易观智库数据显示，2015Q2，PC 端用户覆盖率排名前 12 的公司中，阅文集团占了 8 席，包括起点中文网、创世中文网、晋江文学城等，公司是 PC 端在线阅读用户覆盖率最高的平台。与此同时，艾瑞咨询数据显示，PC 端第一梯队的四个平台均隶属于阅文旗下。

图 39：2015Q2PC 端网文平台用户覆盖率(蓝框内为阅文旗下)



数据来源：易观智库，西南证券整理

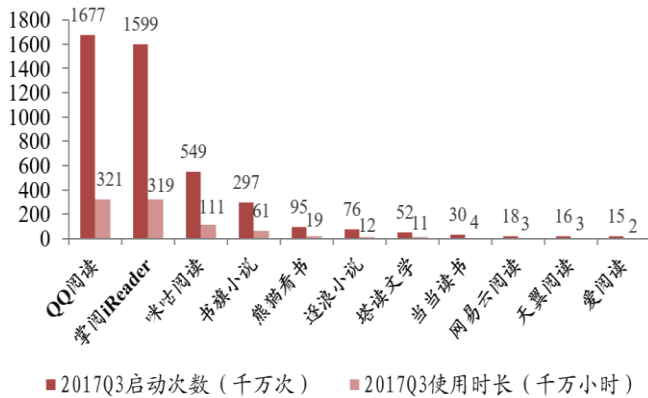
图 40：2016 年月度 PC 网站覆盖人数占比情况(红框内为阅文旗下)



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

移动端：马太效应显著，头部厂商用户粘性持续上升，阅文移动端用户数持续扩大。根据 Analysys 易观发布的《中国移动阅读市场季度监测报告 2017 年第 3 季度》数据，2017Q3，中国移动阅读市场马太效应加剧，QQ 阅读以用户使用时长总规模 1677 千万小时登顶，超过行业 3-10 名之和，QQ 阅读与掌阅 iReader 的霸主地位短期内难以撼动。易观智库数据显示，2016 年 5 月，QQ 阅读与掌阅 iReader 间尚有差距，但 2017Q3 期间，QQ 阅读与掌阅 iReader 的使用规模已经不相上下。此外，公司公告显示，截止 2017H1，公司自有平台&腾讯自营渠道移动端平均月活用户已达 1.79 亿人。

图 41：2017Q3 移动阅读 APP 使用规模：QQ 阅读、掌阅领先



数据来源：易观智库，西南证券整理

图 42：2016 年 5 月移动 APP 用户规模情况



数据来源：易观智库，西南证券整理

强渠道带来更大的注册用户总量，更充实的内容库+无差别的阅读价格保证了用户粘性。总用户量方面，借助腾讯这一强势渠道的导流，公司平台总体用户数量遥遥领先，按 2016 年日均移动日活跃用户计，公司拥有行业用户总数的 48.4%。用户的留存率取决于：读者想看的内容，平台能否提供以及看书的价格。在内容库方面，截至 2016 年年底，公司网文作品数量超过 840 万部，比排名第二的中文在线多 520 万部，拥有绝对的优势，并且内容库的数量还在进一步增长中。在阅读价格方面，通过比较我们发现，阅文集团、掌阅科技、平治信息、中文在线等的在线阅读平台的阅读价格差别并不大，因此，在价格几乎无差别的情况下，公司能提供更多更优质的内容成为持续吸引用户的关键。

表 6：2016 年各在线阅读公司旗下主要产品情况

所属公司	公司旗下主要书城	付费方式	收费模式
阅文集团	APP: QQ 阅读	阅点充值：1 元=100 阅点 包月会员：连续包月-12 元/月；1 个月会员-18 元/月；3 个月会员-40 元；6 个月会员-78 元；12 个月会员-128 元	网文/出版阅读： 前几十章免费，后续每章为 5 分/千字，若一章 2000 字，则每章为 0.1 元 打赏： 100、388、588、999、1888、10000 阅点/每次 月票： 打赏 10000 阅点，可获 1 张月票 会员： 免费看包月书，非包月的收费书 8 折购买优惠（VIP1-2 用户订阅 VIP 章节无法享受折扣，VIP3-4 用户订阅 VIP 章节可享受 8 折，VIP5-7 可享受 6 折，VIP8-9 的用户可享受 4 折）
	APP: 起点读书	点数充值：1 元=100 点	网文： 前几十章免费，之后章节为 5 分/千字 投月票： 高级会员及以上每月可获得 1-3 张月票 打赏： 100 点、500 点、1000 点、5000 点、10000 点（赠 1 月票）、50000 点（赠 5 月票）

所属公司	公司旗下主要书城	付费方式	收费模式
掌阅科技	APP: 掌阅 iReader	阅饼充值: 1元=100阅饼; 开通会员: 连续包月-6元/月; 180天会员-78元; 365天会员+600阅饼代金券-118元	连载中网文: 多为5分/千字, 一本小说一般60-400万字 已完结网文: 多为5分/千字 出版书籍阅读: 每本多为99阅饼以上 听书: 已完结: 每本200阅饼; 连载中 每集一般10-30阅饼, 一般小于50集 节目课程: 多数介于9.9-199元人民币每个节目 投月票: 100阅饼1票, 会员每个月可获得1张月票 会员: 免费看VIP书库书籍, 购买出版书籍8折, 漫画和杂志免费
平治信息	APP/网页: 超阅书城	阅饼充值: 1元=100米粒	阅读: 1章7米粒及其以上(多为10-11米粒/章), 一本小说一般1000章左右。按章收费0.1-0.2元不等, 按本收费一般1-50元不等 给书捧场: 100、1000、5888、10000、58888、100000米粒不等
中文在线	网页: 17K(同安卓系统APP)	K币充值: 1元=100K币, 支持支付宝和微信支付 包月会员: 1个月-15元; 3个月赠1个月-40元; 6个月赠3个月-75元; 1年赠1年-120元	网文阅读: 前几十章免费, 后续每章多为0.1-0.2元不等; 打赏: 红包(2、8、18、88、188元、自定义); 盖章(1、5、10、100、1000元); 鲜花(1-5朵及全部鲜花); 装饰(10元); 作者生日送蛋糕 包月会员: 可免费阅读包月书库内作品; 其他订阅书籍8折购买优惠
	IOS系统APP: 17K阅读	阅读点充值: 1元=70阅读点(同一本书实际支付的人民币与网页版和安卓相同) 无包月会员	网文阅读: 前几十章免费, 后续每章多为15阅读点;

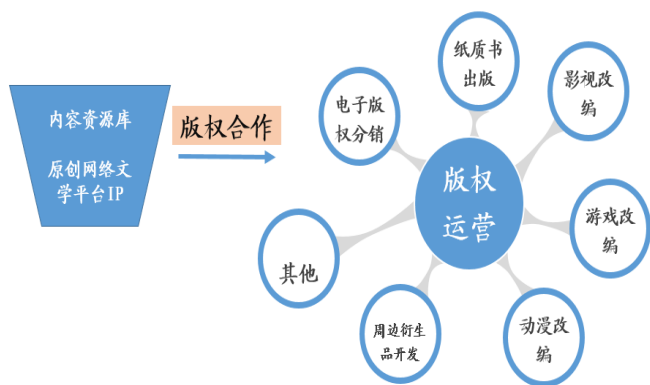
数据来源: 各网站官网, 西南证券整理

3 版权运营：背靠海量内容资源，打开多元化变现想象空间

3.1 持续增长的娱乐行业需要素材，稀缺性使得 IP 的价值飙升

全版权运营提升 IP 价值。全版权运营的总体架构及具体流程主要包括：上游的内容资源库提供可供改编的内容、中游分发渠道平台分发改编后的内容以及下游版权延伸的多元化营销全版权的商业发展模式，多元化营销的全版权包括电子版权分销、纸质图书分销、影视改编、游戏改编、动漫改编、周边衍生品开发等，随着新娱乐工具的出现，版权变现渠道预计还将增多，价值有进一步放大的空间。

图 43：IP 全版权运营模式分析



数据来源：公司公告，易观咨询，西南证券整理

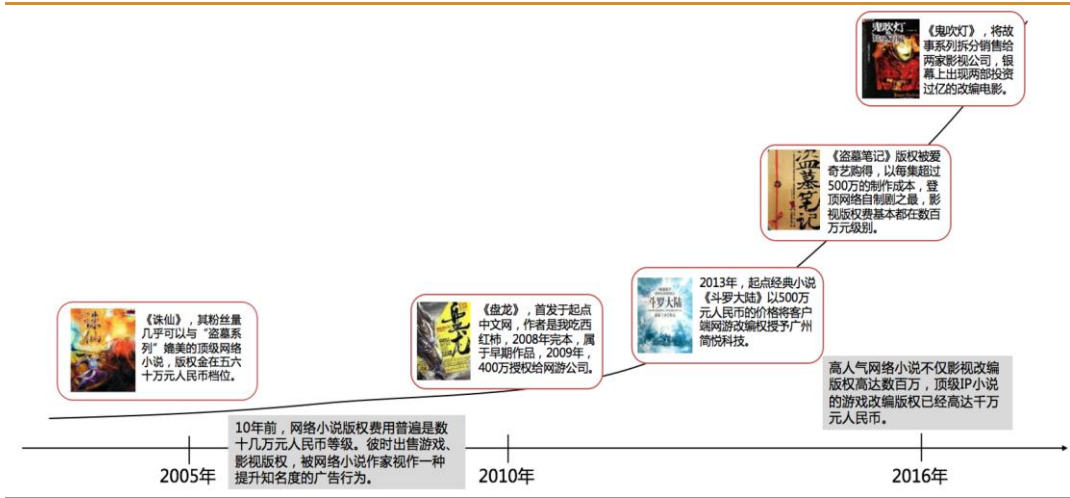
图 44：泛娱乐 IP 产业图谱



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2010 年开始的 IP 热使版权费飙升，内容版权争夺愈演愈烈。以 2010 年为分界点，2010 年之前网络小说版权费用普遍是数十万元的等级，当时出售游戏、影视版权，被网络小说作家视作提升知名度的行为，所以顶级网文《诛仙》的版权仅为五六十万元。2010 年，首发于起点中文网的我吃西红柿的作品《盘龙》以 400 万元授权给了网游公司，开启了 IP 热潮。2013 年以来，手游行业的快速发展和基于 IP 改编的影视剧热潮，引发了游戏公司、影视剧公司纷纷囤 IP 的行为，让 IP 资源更加珍贵。发展到 2016 年，高网气的网络小说影视改编权高达数百万元，顶级 IP 小说的游戏改编权已经高达千万元级别。以《盗墓笔记》为例，2015 年，《盗墓笔记》的版权被爱奇艺购得，网络剧的每集制作成本超 500 万元，影视版权费预估在数百万元。

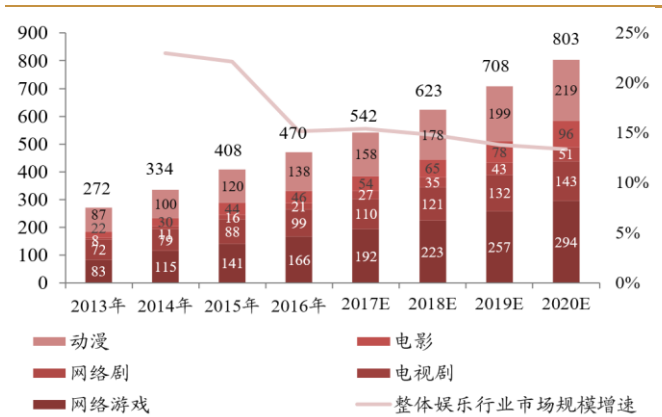
图 45: 网文版权交易变迁曲线



数据来源: 公司公告, 易观咨询, 西南证券整理

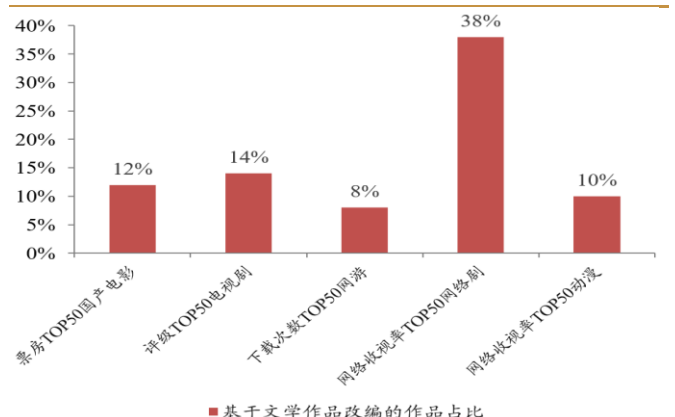
2017-2020 年整体娱乐行业市场规模复合增速预计为 14.3%，仍将保持较快增长，对于 IP 素材的需求或仍将强烈。随着中国观众对内容消费需求的不增长，中国的电影、电视剧及网络剧、网络游戏、动漫及其他娱乐行业呈现快速增长趋势。Frost&Sullivan 数据显示，2017-2020 年，国内娱乐行业市场规模 4 年 CAGR 预计为 14.3%。由于内容改编的收入模式较为复杂、各单一网络文学作品的不同商业价值及作家与网络文学平台之间的不同收入分成协议，因而难以按中国娱乐市场内容改编的网络文学收入得出明确的市场份额。然而，2016 年排名前 50 的国产电影、电视剧、网络游戏、网络剧及动漫（分别按票房、评级、下载次数、网络收视率及网络收视率计）中，自网络文学作品改编的百分比分别为 12%、14%、8%、38%及 10%，DataEye 数据显示，2017Q4 游戏厂商约有 153 款手游发布。其中，IP 改编依然是主旋律，占比近六成。网络文学作品改编在娱乐行业中仍占较大的市场。

图 46: 国内娱乐行业整体市场规模 (单位: 十亿元)



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

图 47: 细分行业 TOP50 作品中基于网文改编的作品数量占比



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

表 7: 2017 年 1 月 1 日-12 月 1 日 TOP10 剧作品中 IP 改编情况 (橙色背景为 IP 改编作品)

排名	收视率 TOP10 电视剧	IP 名称	IP 类型	网播量 TOP10 网络剧	IP 名称	IP 类型
1	《人民的名义》	《人民的名义》	出版小说	《大话西游之爱你一万年》	《大话西游》	电影
2	《那年花开月正圆》 (东方卫视)			《热血长安 2》		
3	《因为遇见你》			《热血长安 1》		
4	《我的前半生》	《我的前半生》	出版小说	《春风十里，不如你》	《北京北京》	出版小说
5	《楚乔传》	《11 处特工皇妃》	网络小说	《白夜追凶》	《白夜追凶》	出版小说
6	《欢乐颂 2》 (浙江卫视)	《欢乐颂》	出版小说	《双世宠妃》	《爆笑宠妃：爷我等你休妻》	网络小说
7	《放弃我，抓紧我》	《放弃我，抓紧我》	出版小说	《鬼吹灯之精绝古城》	《鬼吹灯之精绝古城》	网络小说
8	《人间至味是清欢》			《将军在上》	《将军在上》	网络小说
9	《孤芳不自赏》	《孤芳不自赏》	网络小说	《无心法师 2》	《无心法师》	出版小说
10	《三生三世十里桃花》	《三生三世十里桃花》	网络小说	《亲爱的王子大人》		

数据来源: tvvtv.hk, 西南证券整理 (双台剧只选取收视率排名最高的)

表 8: 2017 年 1 月 1 日-12 月 1 日票房 TOP10 电影中 IP 改编情况 (橙色底色为 IP 改编)

排名	票房 TOP10 电影	综合票房 (亿元)	国产/进口	IP 名称	IP 类型
1	《战狼 2》	56.8	国产	《弹痕》	网络小说
2	《速度与激情 7》	26.7	进口	《速度与激情》	电影
3	《羞羞的铁拳》	22.1	国产	《羞羞的铁拳》	话剧
4	《功夫瑜伽》	17.5	国产		
5	《西游伏妖篇》	16.5	国产	《西游降魔传》	电影
6	《变形金刚 5: 最后的骑士》	15.5	进口	《变形金刚》	电影
7	《摔跤吧! 爸爸》	13.0	进口		
8	《加勒比海盗 5: 死无对证》	11.8	进口	《加勒比海盗》	电影
9	《金刚: 骷髅岛》	11.6	进口	《金刚》	电影
10	《极限特工: 终极回归》	11.3	进口	《极限特工》	电影

数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

与国外发达国家相比, 中国的版权运营产业无论是深度还是广度上都仍有巨大的增长潜力。整体版权管理及运营以及原创文学内容的授权定价机制在中国仍处于发展初期, 目前的经营及机制缺乏海外发达市场的综合性及成熟度, 尤其是在长期战略性的版权开发及全周期商业价值挖掘方面。预计中国的版权变现市场会随着行业参与者积累更多经验以及通过向更加成熟的海外同业者借鉴经验, 整体行业将取得显著增长。在美国, 各种衍生产品的改编权通常更多地捆绑及转授给财力雄厚及经验丰富的制作集团, 以确保源自同一文学来源的各种改编作品的风格及质量统一。此外, 衍生娱乐产品种类繁多, 延伸至商品化形象及主题公园。在中国, 改编权通常会再授权给分散的小型娱乐制作公司, 版权的定价机制相对不完善, 改编作品的整体质量与美国的标准相比仍然欠佳。

以哈利波特和鬼吹灯为例看国内外 IP 改编的差距: 二者都是顶级 IP, 拥有广泛的读者群。哈利波特如今已有风格、主演统一的 8 部电影、主题公园和其他衍生品, 改编总商业价值超 70 亿美元 (约合人民币 463 亿元), 鬼吹灯虽有网剧《鬼吹灯: 精绝古城》、《鬼吹灯: 黄皮

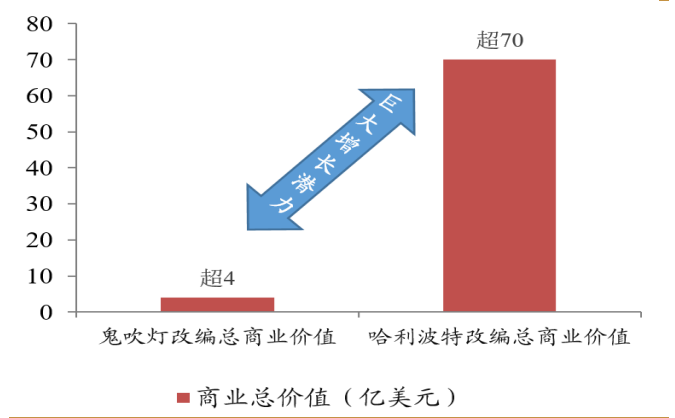
子坟》、《鬼吹灯：牧野诡事》，但风格、主演并不统一，改编水准也不稳定。电影方面，鬼吹灯的改编电影目前也仅有《寻龙诀》一部，改编总商业价值仅超 4 亿美元（约合人民币 26.5 亿元），与哈利波特存在巨大的差距。

图 48：哈利波特与鬼吹灯版权改编对比



数据来源：京东商城，时光网，西南证券整理

图 49：哈利波特与鬼吹灯改编总商业价值对比



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

3.2 公司背靠腾讯娱乐生态系统，版权运营能力领先

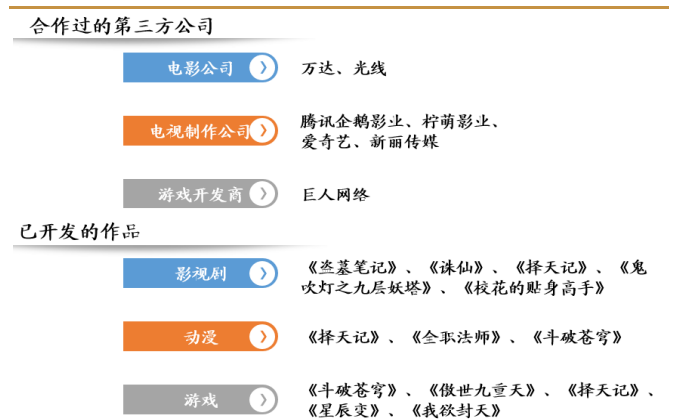
作为目前 IP 产业最大的内容源头，阅文集团在产出优质内容的同时，更深度介入全产业链发展。公司自 2015 年开始扩张版权运营业务，主要通过向内容改编伙伴（包括电影制作公司、电视及网络连续剧制作公司、网络游戏公司及动画制作公司）按协议转授从作家处取得的文学作品版权而产生收入。公司也从动画制作及发行以及按协议期间向传统纸质图书出版商转授产生版权运营收入。公司授权收费的模式分两种：1) 只收取预付固定版权金；2) 既收取固定版权金也对改编后的娱乐产品取得的收入或利润进行分成，选择的原因取决于公司对作品的潜在商业回报及品牌声誉的整体价值评估结果。公司合作过的第三方内容改编公司包括：万达光线、企鹅影业、爱奇艺、新丽传媒、巨人网络等，产出《盗墓笔记》、《诛仙》等影视剧，《择天记》、《全职法师》等动漫，《斗破苍穹》、《傲世九重天》等游戏。

图 50：公司 IP 产业链发展全过程



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 51：公司合作过的公司和已开发的作品情况



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

全行业最大的内容库+团队优势+腾讯资源优势+经验优势，公司版权运营优势明显。公司版权运营的优势贯穿产业链的每个环节。

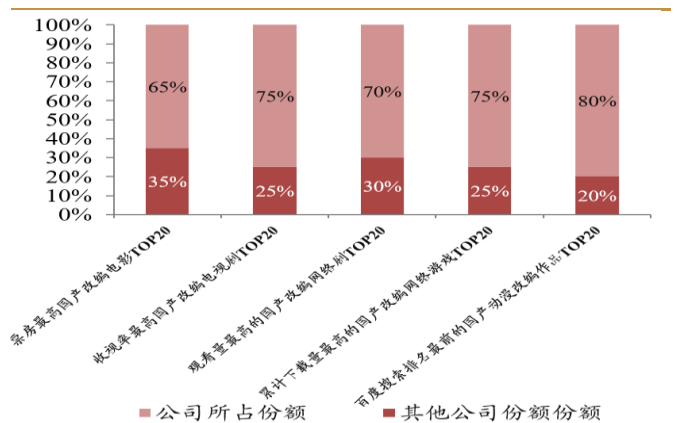
- **在上游的 IP 源头方面**，截止 2017H1 公司拥有 960 万部作品储备，640 万名创作者队伍，拥有全市场最大的内容改编源头。
- **在价值挖掘与提升方面**，公司拥有资深的专业编辑团队和版权专业团队，以及海量用户数据，能精准的对作品的潜在商业回报及品牌声誉的整体价值进行评估。
- **在内外部资源方面**：1) 内部背靠腾讯互动娱乐平台，拥有腾讯动漫、腾讯视频、腾讯影业、腾讯电竞等的优质资源。借助腾讯，公司可以实现从内容（阅文集团）到改编制作（腾讯影业、腾讯动漫）再到产出（腾讯视频、腾讯动漫、腾讯游戏）的全产业链贯通。2) 外部借助腾讯的资源以及公司内容库的优势，公司可以与各大影视、动漫、游戏及周边企业建立合作关系。公司公告显示，截止 2017H1，公司已与 200 多名内容改编伙伴建立合作关系。
- **在版权运营经验方面**，按占改编为主要国产娱乐产品的网络文学作品的份额计，公司是目前市场上排名第一的公司，在影视剧、游戏、动漫等所有细分子行业的内容改编中均处于龙头地位：票房最高的 20 部国产改编电影，公司份额 65%；收视率最高的 20 部国产改编电视剧，公司份额 75%；观看量最高的 20 部国产改编网络剧，公司份额为 70%；累计下载量最高的 20 款国产改编网络游戏，公司份额为 75%；百度搜索排名最前的 20 部国产改编动漫作品，公司份额为 80%。

图 52：公司平台运营优势



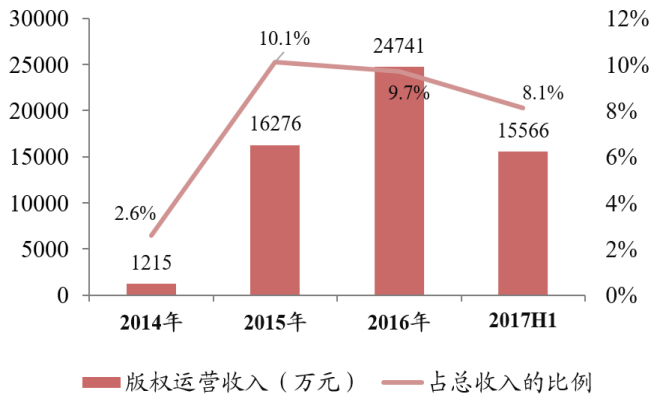
数据来源：公司公告，艾瑞咨询，西南证券整理

图 53：细分行业 TOP20 作品中公司所占的市场份额遥遥领先

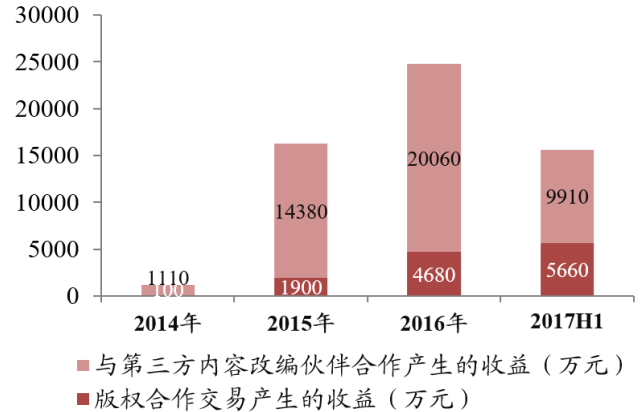


数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

公司版权运营业绩情况：版权运营收入绝对额逐年提升，内容改编伙伴购买力提升推动与第三方合作产生的收益递增。公司 2015 年开始扩张版权运营业务，2015-2017H1，公司授权的作品分别是 97、122、39 部，版权运营收入由 2014 年的 1215 万元增长至 2015 年的 1.6 亿元，同比增长了 1240%；2016 年，公司版权运营收入进一步增长至 2.5 亿元，同比增长 52%，2017H1，公司实现版权运营收入 1.6 亿元。版权运营收入的增长主要来自内容数量的增长、内容质量的提高、优质内容的价值增值以及公司内容改编伙伴的规模及购买力提升。

图 54: 公司版权运营收入及占比: 版权运营收入绝对额逐年提升


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 55: 公司版权运营收入构成情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司未来版权运营展望: 版权运营是公司战略之一, 约 17 亿元的资金或将大力推动版权运营业务的发展。公司拟将发行股份所得款项净额的 30% (约 17 亿元人民币) 用于版权运营。通过主动参与设定制作、发布及推广内容改编产品的时间表加大力度参与开发以公司网络文学作品改编的衍生娱乐产品, 投资内容改编的电视剧及网络剧, 加强与互联网视频平台、电影创作和制作公司的合作, 提高公司的动画制作能力, 以及将公司最受欢迎的文学作品开发成跨越各主要媒体的系列娱乐产品。

表 9: 公司全版权运营情况

时间	事件
2016 年底	截止到 2016 年第 3 季度, 阅文集团已经推出了《女娲成长日记》、《择天记》第二季、《全职法师》共 3 部动画, 均获得不俗的市场反应, 此外《全职高手》、《CMFU 学院之王子碰碰球》、《斗破苍穹》也正在火热制作中, 即将陆续开播。
2017Q1	阅文集团联手腾讯视频出品动画版《斗破苍穹》, 原著在中国原创网络文学史上占据重要的标杆地位, 小说被改编的消息发布之后一直受到很多粉丝的期待。动画开播首日点击过亿, 截止至第 12 集播出, 点击量突破 10 亿, 成为国内最高 3D 动画记录。
2017 年 4 月	4 月初上线的《全职高手》成绩斐然, 腾讯视频和 B 站同时上线播出。 在四月份 UP2017 腾讯互动娱乐年度发布会上, 阅文集团发布了全新“价值向上, 阅文互联”体系, 明确未来发展规划, 重点发力动漫改编探索及网文国际化, 力求为泛娱乐产业升级探索更大空间。
2017 年 8 月	阅文集团携旗下全职高手、斗破苍穹、择天记、全职法师等多个 IP 入驻上海静安大悦城 8F 八吉岛, 带来 IP 主题周边、轻食等
2017 年 9 月	和腾讯影业共同宣布对《全职高手》《将夜》《庆余年》《新择天记》《斗破苍穹》《黄金瞳》《美食供应商》《回到过去变成猫》《我真是大明星》《最强兵王》《死人经》《冠军之光》《赘婿》总共 13 部人气 IP 进行批量影视化改编, 题材涵盖玄幻、历史、美食、武侠等

数据来源: 公司公告, 易观智库, 网易新闻, 西南证券整理

4 网文出海：大海航行靠舵手，公司为泛娱乐产业升级探索更大空间

4.1 中国网文出海始于东南亚，足迹逐渐遍布全球

网文出海经历了萌芽期和积累期，目前处于发展期。2007 年之前，中国网文小说开始海外探索，《鬼吹灯》、《诛仙》及一批历史和言情类小说在东南亚打开了市场；2008 年以来，网文在东南亚逐步建立起读者基础；2013-2014 年，中国网络小说在越南火爆；2011 年，《盗墓笔记》英文版多个版本上架亚马逊；2014 年底，北美中国网文翻译网站 Wuxiaworld 及 Gravity Tales 建站；2015 年以来，海外翻译网站兴起：俄翻网站 Rulate、英翻网站 Wuxiaworld、Gravity Tales 纷纷崛起，中国网络文学平台开始谋求与翻译网站合作，正规军的加入或将加速海外网文市场的发展。

图 56：中国网络文学出海的发展历程



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

5 亿+的潜在海外用户待发掘，海外网文市场成蓝海。艾瑞咨询数据显示，目前海外英文网文用户约为 700 万，预计未来东南亚、欧洲、美洲的英文网文用户或将分别达到 6500 万、2 亿+、3 亿+，也就是说还有超过 5 亿的潜在用户待培养，相比于国内目前 2.7 亿人的移动端在线阅读的人数与 2.2 亿人的 PC 端用户人数而言，仍是很大的市场。与此同时，欧洲、北美洲、亚洲成为海外网文读者用户人数最多的地区，三者合计占海外网文读者总用户数的 84.5%，较好的经济基础或将为后续付费阅读做铺垫。

图 57: 海外网络文学用户潜在规模



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 58: 2017 年海外网文读者地域分布情况



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

网络广告、打赏捐款、众筹章节成为海外在线阅读平台的主要盈利方式。相较国内的文学站点成熟的月票、VIP 等制度, 中国网文在海外尚未有成熟的盈利模式, 大的翻译网站能靠广告获取一定收益, 而译者团队则通常依赖于读者打赏。在海外实行与中国一样的付费阅读模式, 短期内或将不被接受。在网文出海产业链方面, 从网文作者到最终读者之间增加了阅读渠道与翻译渠道, 对渠道的把控成为网文出海的关键。

图 59: 中国网络文学出海行业产业链



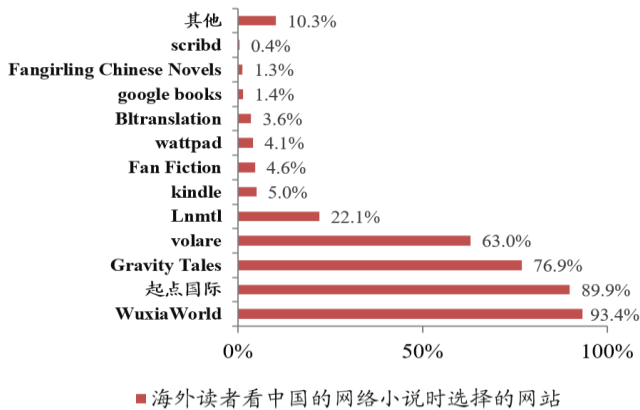
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 60: 网络文学出海商业模式: 以广告、打赏、众筹章节为主

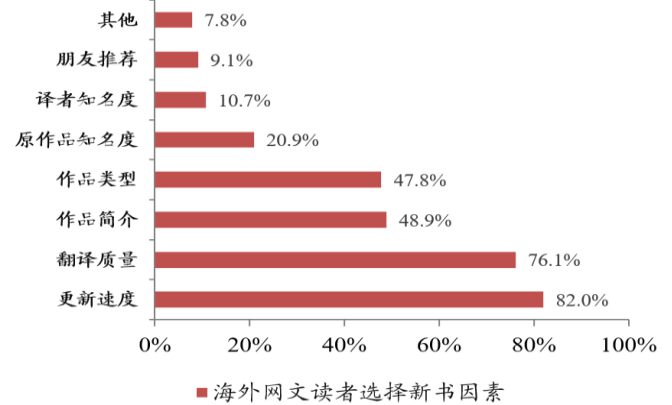


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

竞争态势: 老牌阅读平台受青睐, WuxiaWorld、起点国际、Gravity Tales 成为选择最多的海外网文平台。根据艾瑞咨询的数据, 目前海外网文市场读者选择最多的平台是 WuxiaWorld、起点国际和 Gravity Tales, 选择的用户占比分别是 93.4%、89.9%和 76.9%, Gravity Tales 与阅文集团达成合作之后, 预计两者被用户选择的概率又将提升。与此同时, 艾瑞咨询数据显示, 更新速度与翻译质量成为海外网文读者选择新书的主要原因, 拥有专业高效的翻译团队成为网文出海竞争的关键。

图 61: 2017 年海外网文读者阅读平台


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 62: 2017 年海外网文读者选择新书因素


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

翻译质量、文化壁垒、海外盗版维权、盈利模式等是网文出海的痛点所在, 中外合作以及中国网文企业的出海有望直击痛点, 开拓网文出海的新篇章。海外网文市场发展缓慢的原因包括: 1) 高翻译要求: 由于网文小说中存在大量的中国专有名词、诗词、古文、俚语等, 对翻译人员的要求较高, 且目前翻译质量、翻译效率、能否长期持续更新难以把控, 成为网文出海方面主要的主要因素。2) 高文化壁垒: 外国读者对于小说中中国文化及小说世界的构建或无法全部理解。3) 海外维权难: 中国网文出海中, 连载小说的翻译是自发行, 并未得到授权, 侵权现象严重但由于成本较高、法律不通等原因跨国维权难。4) 盈利模式不同: 如上文所说, 海外网文的在线阅读平台没有使用在线付费这一模式, 与国内有较大差异。以上四点原因成为以前阻碍海外网文市场高速发展的主要原因。

4.2 拓展海外文学版图, 起点国际已成为网文出海的标杆

网文国际化成公司战略之一, 起点国际快速跃升为外文作品总量最多的站点。2017 年 4 月, 阅文集团在 UP2017 腾讯互动娱乐年度发布会上明确了未来发展规划, 将重点发力动漫改编探索及网文国际化, 力求为泛娱乐产业升级探索更大空间。作为公司未来的战略规划之一, 网文国际化被赋予探索更大泛娱乐空间的重要性。2017 年 5 月, 公司旗下起点国际正式上线, 截止 2017 年 8 月, 起点国际内容储备超过 100 本, 目前已上线 90 部作品 (对比之前整个英文网文市场可读的作品总量不到 50 部), 起点国际已成为海外网文市场内容最多的平台。

表 10: 中国网络文学平台出海的表现 (橙色背景为阅文集团)

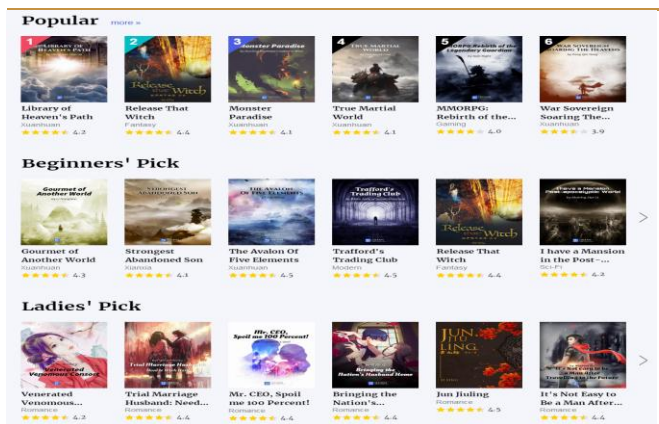
时间	公司	事件
2015 年 7 月	掌阅科技	开始开拓海外市场, 从港澳台切入, 并逐渐向东南亚国家布局
2016 年	掌阅科技	掌阅的海外动作频繁, 参加了很多国际的图书展、动漫节、博览会等, 与海内外企业达成了一定的合作, 使得掌阅阅读品牌在海外初步建立, 掌阅阅读器也被 150 多个国家、地区的用户使用
2017 年 3 月	阅文集团	伦敦书展开幕, 阅文集团携《鬼吹灯》、《斗破苍穹》、《盘龙》《全职高手》等作品参展, 涉及中文、泰文、越南文、日文、英文等多种语言译本
2017 年 4 月	阅文集团	阅文集团 4 月在 youtube 上开始连载《全职高手》动画版 UP2017 腾讯互动娱乐年度发布会举行, 阅文集团明确了未来发展规划, 重点发力动漫改编探索及网文国际化, 力求为泛娱乐产业升级探索更大空间

时间	公司	事件
		阅文与亚马逊正式达成合作，亚马逊 Kindle 书店推出网络小说专区
2017 年 5 月	阅文集团	阅文集团旗下的起点国际宣布正式上线，同时支持 PC 端、Android 和 iOS 版本三种版本，支持 Facebook、Twitter 和 Google 账户的注册登录。作为阅文集团海外布局的重要一环，早在 2017 年三月就已经运行了起点国际版，并将域名改为“webnovel.com”
2017 年 6 月	阅文集团	阅文集团实现白金作家风凌天下新作《我是至尊》的全球首次中英文版本同步首发
2017 年 8 月	阅文集团	起点国际上线至今，内容储备超过 100 本，目前已上线 90 部作品，更新量超过 25000 章，作品总量已超过所有独立站点（Wuxiaworld 等网站发展已近 3 年时间，但整个英文网文市场可读的作品总量不到 50 部）

数据来源：易观智库，艾瑞咨询，网易新闻，西南证券整理

页面友好、内容库更充足且更新快，起点国际上线以来人气激增，成为海外网文读者会选择的阅读平台 TOP2。国外大的翻译网站一般靠广告获取一定收益，起点国际则采用主页无广告、阅读页仅 1 条横幅广告的模式，保障了用户体验。与此同时，对比起点国际、Gravity Tales 和 WuxiaWorld 这三个海外主要的网文网站我们发现，起点国际每日更新章节速度远远快于其他两个网站，而更新速度是海外网文读者是否选择新书的最关键因素，预计将吸引更多新读者。在内容库方面，截止 2017 年 12 月，起点国际共拥有 122 部翻译作品，而在此之前，Wuxiaworld 等网站发展已近 3 年时间，但整个英文网文市场可读的作品总量不到 50 部。根据艾瑞咨询的数据，在起点国际上线 3 个月，起点国际已经成为海外网文读者会选择的阅读平台 TOP2。

图 63：起点国际网文内容库充足，页面无广告用户体验好



数据来源：起点国际官网，西南证券整理

图 64：起点国际网文翻译更新上线速度快，内容库激增中

Latest Updates						
Genre	Title	Release	Author	Translator	Time	
Xuanhuan	Gourmet of Another World	161 The Ghost Chef of Qin...	Li Hongtian	OnGoingWhy	25 minutes ago	
Xuanhuan	Library of Heaven's Path	446 The Frenzied Mo Tian...	Heng Sao Tian Ya	StarveCleric	58 minutes ago	
Gaming	The King's Avatar	843 Equipment Change C...	Butterfly Blue	Nomyunms	1 hour ago	
Other	NEET Receives a Dating Sim S...	190 Answer	Idle Fish Goes ...	imperfectluck	1 hour ago	
Xuanhuan	Castle of Black Iron	344 Rapid Moving Skill	Drunk Tiger	WGL	2 hours ago	
Xuanhuan	The Avalon Of Five Elements	407 Cut Some Slack?	Fang Xiang	TYZ, Irene, JL...	3 hours ago	
Xianxia	Ultimate Scheming System	150 Xu Que Ascends Thro...	Lord of the Co...	Translation Nation	3 hours ago	
Romance	It's Not Easy to Be a Man After...	47 The Self-Volunteering L...	Madam Ru	ryuwerj	3 hours ago	
Xuanhuan	The Strongest Gene	102 Greendragon Genel	Minus Ninety D...	Limostn	3 hours ago	
Xuanhuan	The Magus Era	837 Tushan Construction ...	Blood Red	Law	3 hours ago	
Romance	Jun JiuJing	176 I'll Make It Hard for Yo...	Xi Xing	Mango Cat	3 hours ago	
Fantasy	Mystical Journey	30 Surprise (2)	Get Lost	EndlessFantas...	4 hours ago	
Xianxia	Limitless	218 Start of the Main Com...	Sharp Knife	Sparrow Transl	4 hours ago	
Xuanhuan	Monster Paradise	209 Can He Grow Swords ...	Nuclear Warhe...	EndlessFantas...	4 hours ago	
Modern	Red Envelope Group of the Thr...	29 Hell On Earth	Young Leader	EndlessFantas...	4 hours ago	

数据来源：起点国际官网，西南证券整理

推进翻译孵化计划，和老牌英翻站点 Gravity Tales 合作，解决海外网文发展的痛点。

- **改善翻译质量：**起点国际改变译者团队通常依赖于读者打赏的模式，给予译者多劳多得的工资保障，解决了翻译质量参差不齐、翻译不及时等问题，以高质量高效的更新吸引更多读者群体。2017 年 11 月，腾讯发布了“AI 生态计划”，开放平台将着重帮助合作伙伴在智慧医疗、零售、机器人、翻译等领域实现场景落地，对翻译领域实现场景落地或将在未来对网文翻译产生有益的影响。
- **解决海外维权问题：**2017 年 7 月底，起点国际宣布与知名英翻网站 Gravity Tales 就生产精品内容、培养本土原创作家作品以及打通双方内容渠道等方面进行一系列的深度合作。双方将协力推动中国网文海外传播迈向正版化、精品化。Gravity Tales

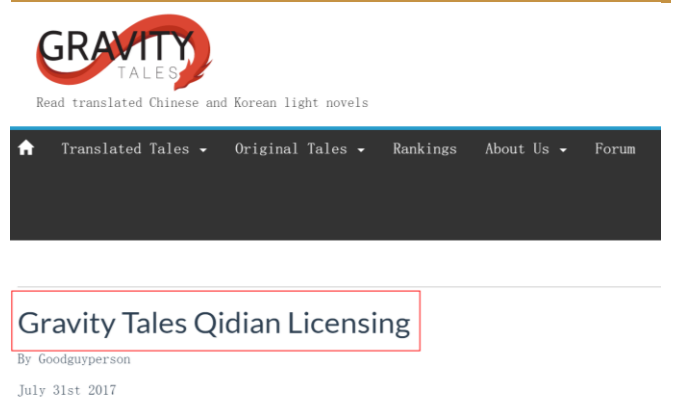
于 2015 年 1 月在美国创立，迄今已上线作品 30 余部，包括《全职高手》、《择天记》等头部热门作品。由于过去英翻网站、论坛上的网文翻译是自发的行为，翻译的作品未被授权，侵权现象严重，此次合作也将解决海外网文发展的侵权问题这一痛点，推动海外网文市场正版化、精品化发展。

图 65：起点国际网文翻译更新上线速度快，内容库激增中



数据来源：腾讯科技官微，西南证券整理

图 66：公司与知名英翻网站 Gravity Tales 达成合作



数据来源：Gravity Tales 官网，西南证券整理

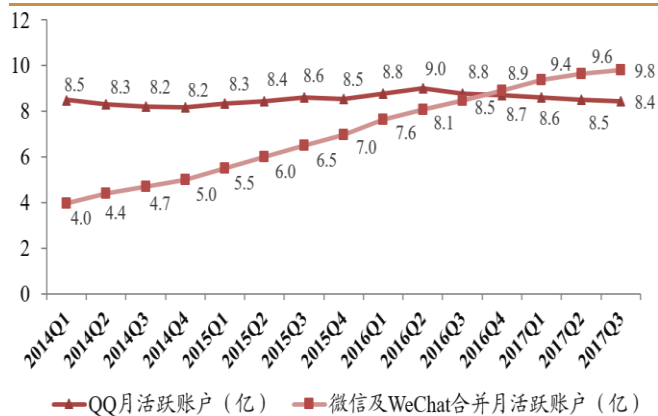
拓展海外文学版图，通过网络文学开辟出市场再逐步推进国际化战略、全版权战略的出海，包括影、音、漫、游、衍生品，以形成类似迪斯尼的娱乐商业帝国。由于在互联网时代到来之前，海外图书的出版发行已经有了成熟的商业模式，因此，过去只有质量一般的作品会选择在网上连载，海外读者对于国内较为成熟的付费阅读模式接受度不高。起点国际目前仍是一个免费阅读的网站，且为了保证用户体验，起点国际采用主页无广告、阅读页仅 1 条广告的模式，但前期积累的大量用户或将助力阅文在海外推进全版权运营，诸如作品的海外出版、影漫游的改编、衍生品的开发、主题乐园的建立等，为泛娱乐产业升级探索更大空间。

5 腾讯作为控股股东，导流效果明显、变现平台无忧

5.1 腾讯：海量用户基础，全面拥抱互动娱乐新时代

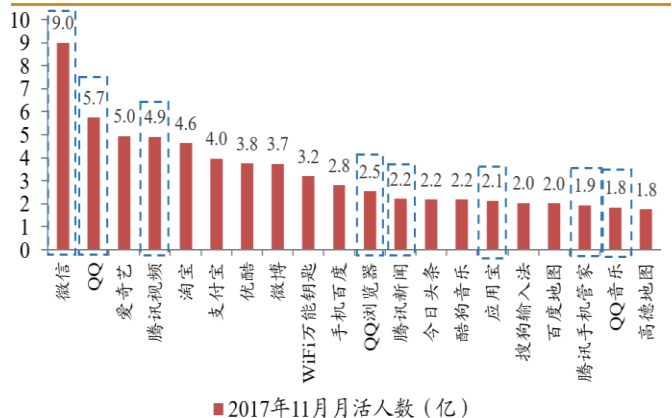
近 10 亿级月活用户体量，腾讯通过社交媒体产品积累了海量用户基础。2017Q3，微信 MAU 达到 9.8 亿，QQ 的 MAU 达到 8.4 亿，已经是国内月活用户量最多应用。根据易观千帆的数据，2017 年 11 月，微信以 9 亿的月活用户登顶，QQ 以 5.7 亿的月活用户排名第二，月活用户数最多的应用 TOP20 中，腾讯旗下产品占了 8 席，包括：微信、QQ、腾讯视频、QQ 浏览器、腾讯新闻等，腾讯已成为国内用户基础最庞大的平台。

图 67：腾讯旗下微信、QQ 月活用户情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 68：2017 年 11 月 MAUTOP20 应用中，腾讯占 8 席



数据来源：易观千帆，西南证券整理

腾讯互动娱乐平台，多领域共生，全面拥抱互动娱乐新时代。腾讯互动娱乐是全球领先的综合互动娱乐服务品牌，旗下涵盖腾讯游戏、腾讯文学、腾讯动漫等多个互动娱乐业务平台，为用户提供包括网络游戏、文学、动漫、戏剧、影视等在内的综合互动娱乐体验。立足“泛娱乐”战略，也就是说当厂商推出一种优秀的娱乐产品形态后，可以通过跨媒介的符号组合，向其它多种形态的产品、领域延伸。腾讯互动娱乐持续基于互联网与移动互联网的多领域共生，打造明星 IP 的粉丝经济，全面拥抱互动娱乐新时代。

图 69：腾讯互动娱乐生态情况，包括 IP 内容源头、游戏、动漫、影视作品等平台



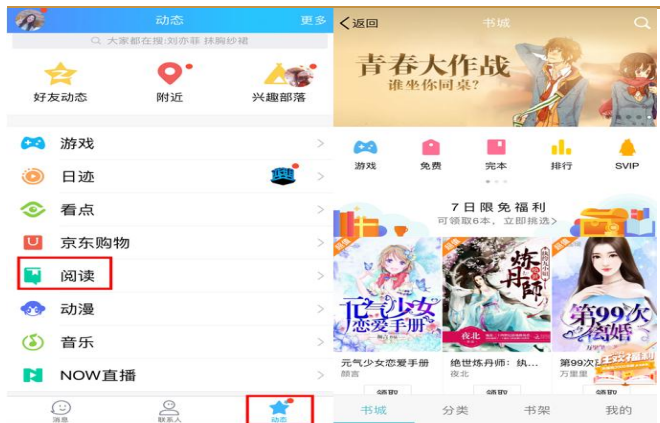
数据来源：腾讯互动娱乐 2017 年度发布会，西南证券整理

5.2 腾讯作为阅文控股股东，提供导流、变现的通道

在线阅读渠道端：海量用户数导流效果明显，腾讯自营渠道营收占公司总营收的 30% 左右，且腾讯的分成比例在任何时候都不超过 30%，公司能够以更低的成本获得流量更多的分销渠道。与此同时，除了腾讯的自营渠道之外，公司的第三方分销合作伙伴也多与腾讯有关，例如京东商城、搜狗搜索等。其中京东是腾讯的战略合作伙伴，腾讯战略入股搜狗搜索。

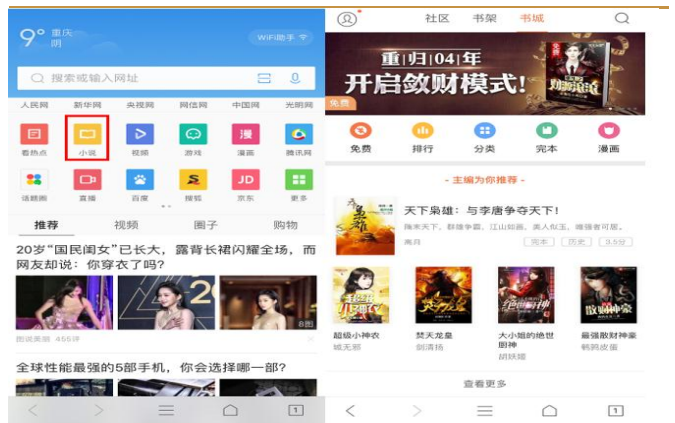
- **手机 QQ：**腾讯控股 2017 中报数据显示，截止 2017H1，手机 QQ 月活跃账户达 6.6 亿。在手机 QQ 的功能选项卡中，公司是阅读渠道的独家内容提供商，手机 QQ 阅读渠道提供一套与 QQ 阅读类似的功能。除 QQ 阅读提供的工具外，手机 QQ 的阅读渠道还提供增强版的社交网络功能，例如手机 QQ 内好友阅读的活跃度排名。
- **QQ 浏览器：**QQ 浏览器在界面中心设有导航栏，由公司向导航栏中的小说渠道提供内容。
- **腾讯新闻：**腾讯新闻的主要内容显示界面是以兴趣、位置及媒体格式为基础的渠道进行组织。基于兴趣的渠道是阅读渠道，对此公司是独家的内容供货商。腾讯新闻读者可以自定义主要内容显示界面，并将阅读添加到默认选项卡。阅读渠道为书架、图书馆和搜索工具提供单独的页面。
- **微信读书：**腾讯控股 2017 中报数据显示，截止 2017H1，微信月活跃账户达 9.6 亿，已经成为首屈一指的聊天软件。微信读书是一个利用微信社交网络能力的网络文学手机应用程序，是网络文学内容分发商，其本身不拥有任何网络文学作品，公司是微信读书的独家内容提供商。与此同时，公司可在微信平台发布公司旗下阅读平台的广告，腾讯按点击付费、按次付费或按下载付费基准向公司收取服务费。

图 70：公司是手机 QQ 阅读渠道的独家内容提供商



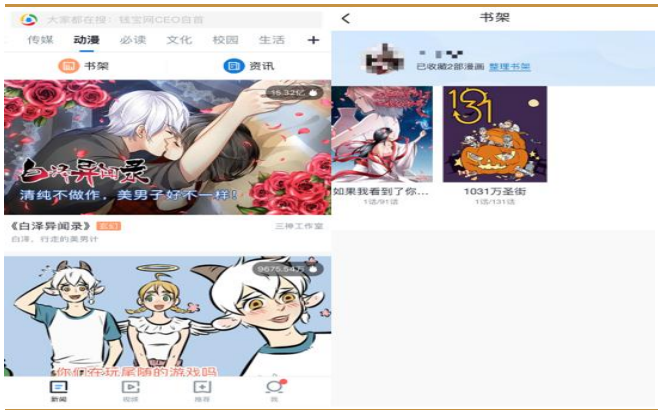
数据来源：手机 QQ 客户端，西南证券整理

图 71：公司向 QQ 浏览器导航栏中的小说渠道提供内容



数据来源：QQ 浏览器客户端，西南证券整理

图 72: 公司是腾讯新闻网文/动漫板块的独家内容提供商



数据来源: 腾讯新闻, 西南证券整理

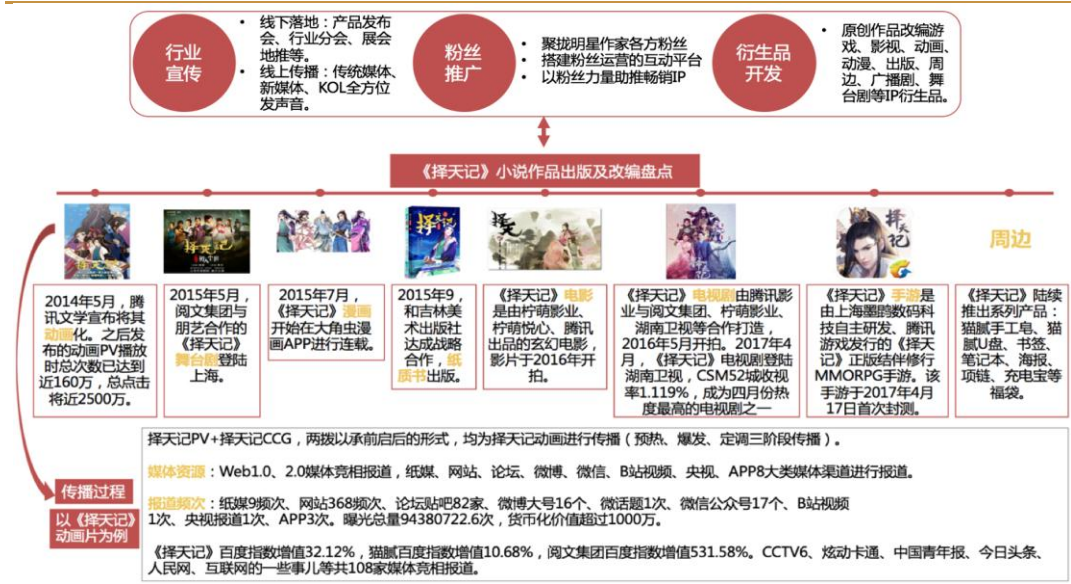
图 73: 公司是微信读书的独家内容提供商



数据来源: 微信读书, 西南证券整理

版权运营端: 从《择天记》的舞台剧、漫画、纸质书、电视剧、游戏等全版权运营看腾讯对阅文的意义。2014年5月, 腾讯文学签约猫腻《择天记》全版权运营。公司与合作伙伴合作制作动漫版本, 做到了纸媒、网站、论坛、微博、微信、B站视频、央视、APP8大媒体渠道全覆盖的宣传。在2015年5月之后, 《择天记》的舞台剧、漫画、纸质书、电视剧、游戏陆续推出, 目前由腾讯影业出品的《择天记》电影也正在筹备中。电视剧版方面, 公司联合腾讯影业、企鹅影业等联合出品, 邀请了流量明星鹿晗(微博粉丝超4200万人)作为男一号, 在IP+明星的引流效应下, 《择天记》电视剧取得了1.119%的平均收视率, 成为2017上半年的热播剧之一。

图 74: 公司玄幻题材网文《择天记》的版权运营分析



数据来源: 公司公告, 易观咨询, tvtv.hk, 西南证券整理

背靠腾讯互动娱乐平台, 为内容改编赋予了更大的想象空间。公司能在腾讯互动娱乐平台上实现从源头内容端(阅文集团)到内容制作(腾讯影视、企鹅影业、腾讯动漫、第三方合作伙伴), 并最终在平台(腾讯视频、腾讯动漫、腾讯游戏)上展出并获得观众的全产业链贯通。相比于其他在线阅读平台, 阅文的内容改编开发时间更短、改编形式更多样、改编的作品受众更多(得益于腾讯视频等平台的高流量, 资源的倾斜等), 从而把内容端的价值进一步放大。

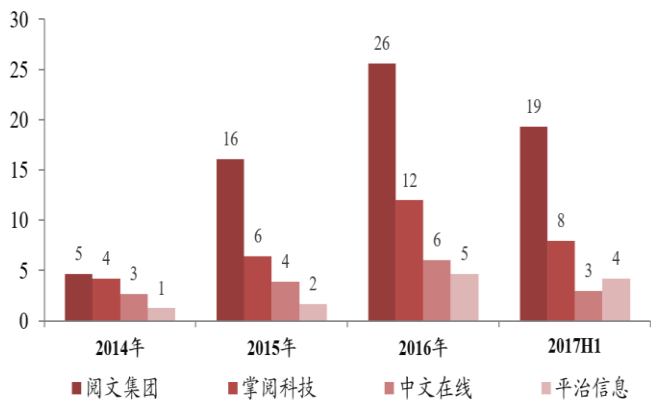
6 财务分析：公司营收规模迅速扩大，注重囤积内容

我们从公司业绩、盈利能力、成本、费用等多方面对阅文集团的财务状况进行剖析。

业绩分析：阅文营收规模与其他公司拉开差距，归母扣非净利润增速明显

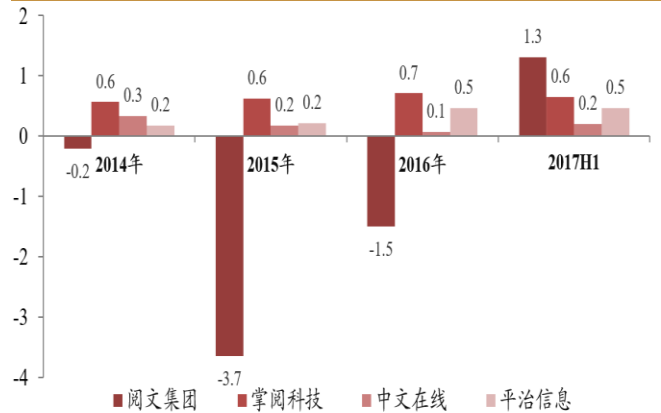
从业绩对比情况上看，2014 年底收购盛大集团之后，阅文与其他三家公司营收差距的开口越来越大，预计在阅文内容库容量、作者数量、变现能力等优势保持的情况下，阅文与掌阅、中文在线、平治信息的差距将进一步拉开。归母扣非净利润方面，由于营收规模的增加、毛利率的提高以及费用端销售费用的缩减，阅文集团实现扭亏为盈，2017H1 实现 1.3 亿元的归母扣非净利润，成为在线阅读行业归母扣非净利润增长最迅猛的公司。

图 75：在线阅读公司营业收入（亿元）：阅文遥遥领先



数据来源：wind，西南证券整理

图 76：在线阅读公司归母扣非净利润（亿元）：阅文后来居上

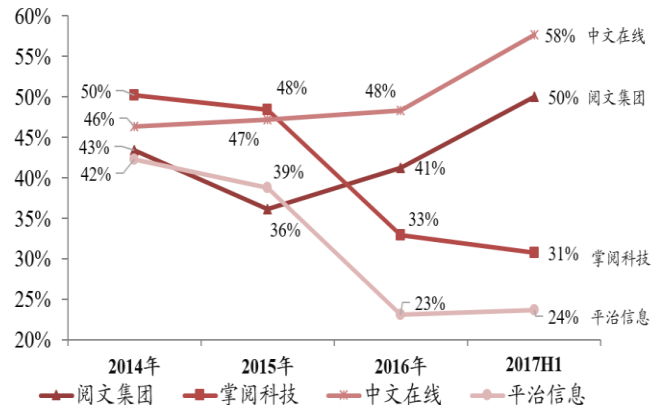


数据来源：wind，西南证券整理

盈利能力分析：边际成本下降，盈利能力提升

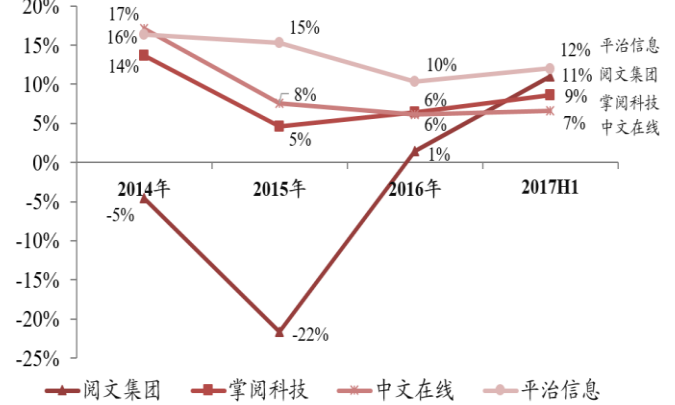
从盈利能力来看，阅文集团和中文在线处于毛利率提升的通道中，2017H1 中文在线的高毛利率业务——数字内容增值服务(版权衍生产品等)占公司营收的比例由 2016 年的 38% 大幅提升至 51%，拉升了中文在线的整体毛利率。反观阅文，2017H1 阅文毛利率的提升主要是来自在线阅读营收大幅增长，边际成本降低。预计随着阅文营收的进一步提升、版权运营的贡献增大，公司毛利率与净利率或将一直处于上升通道中。

图 77：在线阅读公司毛利率比较：阅文毛利率快速提升



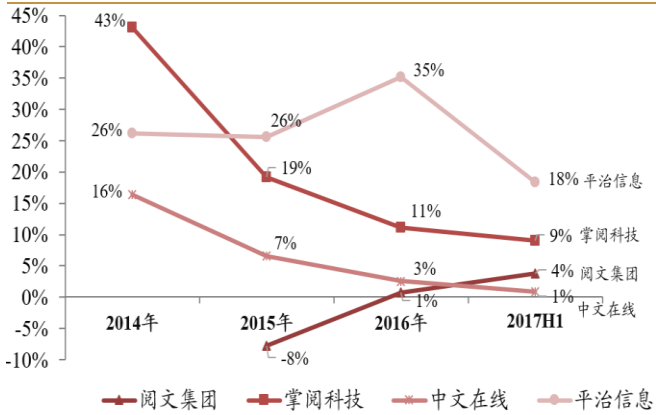
数据来源：wind，西南证券整理

图 78：在线阅读公司净利率比较：阅文后来居上

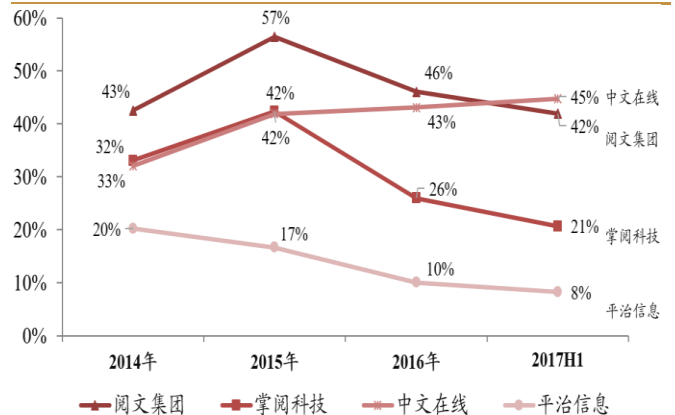


数据来源：wind，西南证券整理

由于前期公司营收尚未覆盖住成本和费用，阅文集团的 ROE 水平低于同行业，但 ROE 一直处于快速增长的通道中，由 2015 年的 -8% 快速增长至 2017H1 的 4%。预计在公司营收、毛利率的双重提升下，归母净利润的提升或将显著拉升公司 ROE 水平。三费率方面，由于公司加大力度营销产品推广品牌，销售费用较高，以 2016 年为例，2016 年公司销售费用为 7.3 亿元，远高于掌阅的 1.6 亿、中文在线的 0.6 亿和平治信息的 0.1 亿元，营销推广费用或将进一步吸引用户，最终转化成营收。与此同时，在公司营收保持更高速增长的同时，三费率预计将进一步下降。

图 79：在线阅读公司 ROE 比较：阅文处于快速提升的通道中


数据来源: wind, 西南证券整理

图 80：在线阅读公司三费率比较：阅文三费率处于降低趋势


数据来源: wind, 西南证券整理

成本&费用分布分析：阅文着重囤积内容，掌阅着重开拓渠道

在线阅读行业的成本、费用主要是内容成本、分销成本和推广及广告开支，内容成本主要包括公司为获授作家全部或部分文学作品的版权而支付的费用；在线阅读平台分销成本（渠道成本）是指向平台（手机厂商、渠道平台等）支付的收入分成款项；推广及广告开支主要指在若干平台发布、推广及出售公司的产品及服务，包括广告、预装等。公司公告显示，阅文的开支主要被用于内容成本，2016 年内容成本达 8.4 亿元，占营收的 33%；掌阅的开支主要用于渠道成本，2016 年掌阅渠道成本达 4.0 亿元，占营收的 33.4%。

我们认为，由于公司在线阅读收入的 53% 来自阅文自有平台，34% 来自腾讯产品自营渠道，仅 13% 的收入来自第三方平台，公司给腾讯自营渠道的分成比例不高于 30%。APP 预装作为掌阅最主要的分销渠道，掌阅给 VIVO、OPPO 的分成比例高达 60%。对比之下，公司可以以更低的成本获得分销渠道，再加上公司一半以上的营收来自自有平台，使得公司能将更多的资金用于对内容的投入，预计阅文的内容实力将进一步提升，回报率更高。

表 11：阅文与掌阅成本、费用对比情况：阅文重内容，掌阅重渠道

	阅文		掌阅	
	金额 (亿元)	占营收的比例	金额 (亿元)	占营收的比例
营业成本				
——内容成本	8.4	32.9%	2.9	24.2%
——在线阅读平台分销成本 (渠道成本)	1.5	5.9%	4.0	33.4%
销售费用				
——推广及广告开支	4.9	19.2%	1.9	15.9%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

7 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 在线阅读: Frost&Sullivan 的数据显示, 2015-2017 年, 在线阅读行业增速为 39%、61%、39%, 公司在线阅读业务增速分别为 114%、103%, 2017H1 同比增速达 126%, 预计公司在线付费阅读业务增速将远高于 2017-2020 年行业 30.9% 的复合增速, 保守估计 2017-2019 年在线阅读业务增速达 60%、45%、45%。

假设 2: 版权运营: 公司自 2015 年开始扩张版权运营业务, 发展到现在已经成为全市场变现能力最强的平台。2016 年, 公司版权运营收入由 2015 年的 1.6 亿元增长至 2.5 亿元, 同比增长 52%; 2018 年 17 亿元募集资金投入后, 我们预计资金催化下公司整体版权运营业务将上一个新台阶, 在 2018 年之后实现高速增长, 2017-2019 年公司版权运营业务增速将达 40%、50%、80%。

假设 3: 2015-2017H1, 公司毛利率分别为 36%、41%、50%, 毛利率的提升主要是由于公司营收的大幅增长带来的营运杠杆效应以及高毛利率的版权运营业务营收的增加, 我们认为后续营运杠杆将继续凸显, 保守估计 2017-2019 年毛利率分别为 50%、51%、52%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入如下表:

表 12: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2016A	2017E	2018E	2019E
在线阅读	收入	1974.1	3,158.5	4,579.8	6,640.7
	增速	103.3%	60.0%	45.0%	45.0%
其他产品	收入	111.4	78.0	70.2	63.1
	增速	-54.4%	-30.0%	-10.0%	-10.0%
版权运营	收入	247.4	346.4	519.6	935.2
	增速	52.0%	40.0%	50.0%	80.0%
销售纸质图书	收入	224.0	235.2	247.0	259.3
	增速	-2.0%	5%	5%	5%
合计	收入	2556.9	3,818.1	5,416.5	7,898.4
	增速	59.1%	49.3%	41.9%	45.8%
	毛利率	41.3%	50.0%	51.0%	52.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

7.2 相对估值

PE 估值:

目前在线阅读行业中, 市场份额排名前五的分别是阅文集团 43.2%、掌阅科技 14.9%、中文在线 6.6%、百度文学和阿里文学均在 2% 以内。市场份额排名前五的上市公司仅有阅文集团、掌阅科技、中文在线。

中文在线与阅文集团的经营模式并不完全一致，可比性较低，目前掌阅科技是市场上体量和业务最接近公司的企业，A股市场上掌阅科技2018年PE为81倍，考虑到阅文的体量是掌阅的近3倍，是在线阅读平台的绝对龙头，具备最强的内容库、最多的作者群体，且未来版权变现空间巨大，给予公司一定的溢价，最终给予公司2018年95倍估值，对应目标价106.49港元（88.55元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13: A股在线阅读行业公司的盈利预测与估值情况

证券代码	证券名称	股价/元人民币 2018/1/9	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
300364.SZ	中文在线	9.20	0.14	0.22	0.35	347.36	42.46	26.00
603533.SH	掌阅科技	41.31	0.21	0.35	0.51		119.57	81.13
300571.SZ	平治信息	46.51	1.61	1.23	1.89	50.50	37.83	24.58

数据来源: Wind, 西南证券整理

8 风险提示

➤ 在线阅读行业竞争加剧的风险

尽管公司是中国网络文学市场创立用户基础最大、作家群体最多、内容库最全面及变现能力最强的平台，但也不能排除行业竞争对手实力增强或通过合作的方式加强竞争力，致使行业竞争加剧，挤压公司市场份额和毛利的风险。

➤ 网络文学政策风险

数字阅读是互联网信息技术行业和数字出版行业交叉的细分行业，行业行政主管部门主要有工信部、广电总局、文化部、国家版权局、教育科技文化卫生法制司等。目前，国家对数字阅读行业的监管政策不断完善。未来若行业监管政策发生巨大调整或将给公司的持续稳定经营带来一定的不利影响。

➤ 公司泛娱乐业务拓展不及预期的风险

尽管公司巨大的内容库叠加腾讯互动娱乐平台（腾讯视频、腾讯影业、腾讯动漫），在逐渐成熟的泛娱乐文化生态下，公司大批优秀作品的IP价值被挖掘，改编为影漫游作品，但也不能排除公司版权运营作品上线时间推迟，业务拓展低于预期的风险。

➤ 海外业务的拓展风险

尽管公司海外业务拓展顺利，起点国际上线3个月就快速跃升为海外网络文学市场内容实力最强的平台，但仍不能排除由于政治或政策等原因，导致公司海外业务拓展受阻。

表 14: 财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,607	2,557	3,818	5,417	7,898	税前利润	-317	38	485	941	1,595
毛利	581	1,055	1,909	2,762	4,107	税项	-28	-109	-76	-53	-104
EBIT	-308	33	508	961	1,600	營運資本變動	-380	-834	-546	-194	-306
財務收入(費用)	-15	-23	-31	-30	-21	經營現金流量	-380	-834	-546	-194	-306
聯營公司	6	28	8	11	16	資本開支	-8	-8	-76	-108	-158
非經常性項目	0	0	0	0	0	自由現金流量	-740	-941	35	860	1,308
稅前利潤	-317	38	485	941	1,595	股息	0	0	0	0	0
稅項	-37	-8	-53	-104	-175	其他非流動資產變動	11	45	-0	-0	-0
非控股權益	7	6	7	7	7	股本變動	0	652	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	144	68	110	55	85
淨利潤(歸屬母公司)	-347.6	36.7	438.7	844.9	1,426.7	淨現金流量	-584	-176	145	915	1,393
資產負債表						財務比率					
12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31年结(百万 CNY)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	341	405	508	1,423	2,816	增長(%)					
應收賬款	178	550	837	1,187	1,731	收入	244.6	59.1	49.3	41.9	45.8
存貨	148	138	175	244	348	EBITDA	(356.5)	(424.7)	217.8	63.1	52.2
其他流動資產	688	1,022	1,022	1,022	1,022	EBIT	(7834.6)	(110.8)	1425.6	88.9	66.6
物業、廠房及設備	37	45	-134	-311	-448	淨利潤	1545.0	(110.6)	1095.9	92.6	68.9
無形資產	4,821	4,682	4,682	4,682	4,682	每股盈利	1545.0	0.05	0.48	0.93	1.57
其他非流動資產	168	290	298	308	324	利潤率(%)					
總資產	6,381	7,132	7,388	8,556	10,475	毛利	36.1	41.3	50.0	51.0	52.0
應付賬款	520	797	575	800	1,143	EBITDA	(4.6)	9.4	20.0	23.0	24.0
短期借款	300	542	500	500	500	EBIT	(19.2)	1.3	13.3	17.7	20.3
其他流動負債	740	320	363	413	485	淨利潤	(21.6)	1.4	11.5	15.6	18.1
長期借款	0	0	0	0	0	其他比率					
遞延稅項負債	361	265	200	200	200	ROE(%)	(7.8)	0.7	7.8	13.0	18.1
其他非流動負債	2	0	110	165	250	ROA(%)	(5.4)	0.5	5.9	9.9	13.6
總負債	1,923	1,923	1,748	2,078	2,577	淨負債率	(0.9)	2.6	(0.1)	(14.3)	(29.3)
股本	4,659	5,311	5,311	5,311	5,311	利息覆蓋率(倍)	NA	1.2	14.5	27.4	45.7
儲備	-284	-145	293	1,138	2,565	應收賬款周轉天數	40.5	78.5	80.0	80.0	80.0
股東權益	4,375	5,166	5,605	6,450	7,876	應付賬款周轉天數	185.1	193.6	110.0	110.0	110.0
非控股權益	82	42	35	28	21	存貨周轉天數	52.6	33.5	33.5	33.5	33.5
總權益	4,458	5,208	5,640	6,478	7,898	有效稅率(%)	(11.7)	20.8	11.0	11.0	11.0
淨現金(負債)	39	-137	8	923	2,316						

数据来源: 公司資料, 西南證券

附录

表 15：2014 年以来政府推动阅读的政策情况：力度由“倡导”变为“大力推动”

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2014 年 3 月	国务院	2014 年《政府工作报告》	继续深化文化体制改革，完善文化经济政策，增强文化整体实力和竞争力。促进基本公共文化服务标准化均等化，发展文化艺术、新闻出版、广播电影电视、档案等事业，繁荣发展哲学社会科学， 倡导全民阅读 。提升文化产业发展水平，培育和规范文化市场。加快文化走出去，发展文化贸易，加强国际传播能力建设，提升国家文化软实力。
2015 年 3 月	国务院	2015 年《政府工作报告》	让人民群众享有更多更好文化发展成果。 提供更多优秀文艺作品，倡导全民阅读，建设学习型社会 ，提高国民素质。深化文化体制改革，逐步推进基本公共文化服务标准化均等化，扩大公共文化设施免费开放范围，发挥基层综合性文化服务中心作用，促进传统媒体与新兴媒体融合发展。拓展中外人文交流，加强国际传播能力建设。
2015 年 3 月	国家新闻出版广电总局		批准大众数字出版工作委员会成立
2015 年 12 月	中国作协		中国作协成立网络文学委员会 ，网络文学委员会将大力开展网络文学理论研究和评论工作，不断推出网络文学的精品力作，采用多种形式和渠道团结联络并服务网络作家，还将组织评选中国网络文学排行榜等。
2016 年 3 月	国务院	2016 年《政府工作报告》	推进文化改革发展。建设中国特色新型智库。加强文化遗产保护利用。 深化群众性精神文明创建活动，倡导全民阅读 ，普及科学知识，提高国民素质和社会文明程度。促进传统媒体与新兴媒体融合发展。 培育健康网络文化 。深化中外人文交流，加强国际传播能力建设。
2016 年 12 月	国家新闻出版广电总局	《全民阅读“十三五”时期发展规划》	“十三五”期间将汇聚各类相关和个人组建各级全民阅读促进协会，开展全民阅读推广工作；到 2020 年， 全国所有省市区都应成立全民阅读促进协会，50%的地级市应成立全民阅读促进协会 。“十三五”期间将建设 3 至 4 家国家级公益性数字化阅读推广、优质阅读内容数字化传播、移动阅读数字化传播平台，与各类图书馆、农家书屋等终端联网， 向读者提供数字化阅读服务 。
2017 年 3 月	国务院	2017 年《政府工作报告》	发展文化事业和文化产业。 大力推动全民阅读 ，加强科学普及。提高基本公共文化服务均等化水平。加快培育文化产业，加强文化市场监管， 净化网络环境 。深化中外人文交流，推动中华文化走出去。
2017 年 4 月	教育科技文化卫生法制司	《全民阅读促进条例（征求意见稿）》	第三条 县级以上人民政府应当将全民阅读纳入本级国民经济和社会发展规划，将全民阅读工作所需相关经费按规定纳入本级财政预算，将全民阅读设施建设纳入本级城乡规划。 第十四条 广播电台、电视台、报刊出版单位、互联网信息服务提供者和通信运营者应当积极宣传报道全民阅读活动，并以开辟专栏、推介优秀读物、普及阅读知识、刊播全民阅读公益广告等方式提供全民阅读信息服务，营造全民阅读氛围。 第十七条 国家鼓励和支持文化团体、教育机构和其他社会组织发展专业阅读推广机构并提供公益阅读服务。

数据来源：中国政府网，国家新闻出版广电总局官网，西南证券整理

表 16: 国家相关部门对网络文学作品的版权保护加强

时间	发布部门	政策名称	主要内容
1990、2001、2010	全国人大常委会	《中华人民共和国著作权法》	权利人的实际损失、侵权人的违法所得和通常的权利交易费用均难以确定，并且经著作权或者相关权登记、专有许可合同或者转让合同登记的，由人民法院根据侵权行为的情节，判决给予 一百万元以下的赔偿 。对于两次以上故意侵犯著作权或者相关权的，应当 根据前两款赔偿数额的一至三倍确定赔偿数额 。
2005年4月	国家版权局与原信息产业部	《互联网著作权行政保护办法》	互联网领域版权保护的第一个法律性文件 。互联网信息服务提供者明知互联网内容提供者通过互联网实施侵犯他人著作权的行为，或者虽不明知，但接到著作权人通知后未采取措施移除相关内容，同时损害社会公共利益的，著作权行政管理部门可以根据《中华人民共和国著作权法》第四十七条的规定责令停止侵权行为，并给予下列行政处罚： (一) 没收违法所得；(二) 处以非法经营额3倍以下的罚款；非法经营额难以计算的，可以处10万元以下的罚款。
2006年5月	国务院	《信息网络传播保护条例》	违反本条例规定，有下列侵权行为之一的，根据情况承担停止侵害、消除影响、赔礼道歉、赔偿损失等民事责任；同时损害公共利益的，可以由著作权行政管理部门责令停止侵权行为，没收违法所得， 非法经营额5万元以上的，可处非法经营额1倍以上5倍以下的罚款；没有非法经营额或者非法经营额5万元以下的，根据情节轻重，可处25万元以下的罚款 ；情节严重的，著作权行政管理部门可以没收主要用于提供网络服务的计算机等设备；构成犯罪的，依法追究刑事责任： (一) 通过信息网络擅自向公众提供他人的作品、表演、录音录像制品的；
2011、2013	国务院	《中华人民共和国著作权法实施条例》	有著作权法第四十八条所列侵权行为，同时损害社会公共利益，非法经营额5万元以上的，著作权行政管理部门可处非法经营额1倍以上5倍以下的罚款；没有非法经营额或者非法经营额5万元以下的，著作权行政管理部门根据情节轻重，可处 25万元以下的罚款 。有著作权法第四十八条所列侵权行为，同时损害社会公共利益的，由地方人民政府著作权行政管理部门负责查处。
2015年4月	国家版权局	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	互联网媒体转载他人作品，应当遵守著作权法律法规的相关规定，必须经过著作权人许可并支付报酬，并应当指明作者姓名、作品名称及作品来源。
2015年10月	国家版权局	《关于规范网盘服务版权秩序的通知》	网盘服务商应当建立必要管理机制，运用有效技术手段，主动屏蔽、移除侵权作品，防止用户违法上传、存储并分享他人作品。
2016年11月	国家版权局	《关于加强网络文学作品版权管理的通知》	《通知》的第3条、第4条主要规范的是通过信息网络直接提供文学作品的网络服务商（如起点中文网、掌阅书城等），规定其应当依法履行传播文学作品的版权审查和注意义务，除法律、法规另有规定外， 不得未经权利人许可传播文学作品 。《通知》第5条至第10条规范的是提供相关网络服务的第三方网络服务商（如提供搜索引擎、浏览器、论坛、网盘、应用程序商店以及贴吧、微博等服务的第三方网络服务商），不得滥用“避风港”原则，要求其 未经权利人许可，不得提供或者利用技术手段变相提供文学作品，不得为用户传播侵权文学作品提供便利 。
2005-2017	国家版权局、国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部	打击网络侵权盗版“剑网”专项行动	剑网行动 2013: 专项行动期间，各地共接到投诉举报案件 512 件，行政处理 190 件，移送司法机关刑事处理 93 件；没收服务器及相关设备 137 台，关闭网站 201 家。 剑网行动 2014: 专项行动期间，各地版权行政执法部门共查处案件 440 起，移送司法机关 66 起，关闭网站 750 家，有效震慑了侵权盗版违法犯罪分子。 剑网行动 2015: 专项治理行动期间，全国各地共查处行政案件 383 件，行政处罚款 450 万元，移送司法机关刑事处理 59 件，涉案金额 3845 万元，关闭网站 113 家。 剑网行动 2016: 行动期间，各地共查处行政案件 514 起，行政处罚款 467 万元，移送司法机关刑事处理 33 件，涉案金额 2 亿元，关闭网站 290 家。 剑网行动 2017: 已巡查网站 5.5 万家（次），关闭侵权盗版网站 1655 个，立案调查网络侵权案 314 件，删除侵权盗版链接 27.48 万条，收缴侵权盗版制品 151 万件，会同公安部门查办刑事案件 37 起，涉案金额 6900 万元。

数据来源：中国政府网，人民网，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn