

2018年2月5日

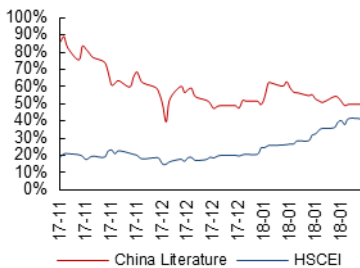
声明：本报告中的所有市场数据均截止于2018年1月30日。本报告为中文翻译缩略版，发布时间较英文版有所延迟，英文报告发布日期为2018年1月31日。如有差异之处请参考英文原版。

增持
首次覆盖

市场数据：2018年1月30日

收盘价 (港币)	81
目标价 (港币)	94
HSCEI	13389
HSCCI	4816
52周高/低 (港币)	110/75
市值 (亿美元)	95
市值 (亿港元)	731
流通股 (百万股)	906
汇率 (美元/港币)	7.76

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄倩
A0230517010002
BGT702

huangqian@swsresearch.com

The company does not hold any equities or derivatives of the listed company mentioned in this report ("target"), but then we shall provide financial advisory services subject to the relevant laws and regulations. Any affiliates of the company may hold equities of the target, which may exceed 1 percent of issued shares subject to the relevant laws and regulations. The company may also provide investment banking services to the target. The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com under disclosure column for further information. The clients shall have a comprehensive understanding of the disclosure and disclaimer upon the last page.

网文价值

阅文集团 (772. HK)

财务数据及盈利预测

人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,607	2,557	4,023	5,673	7,855
同比增长率 (%)	244.6	59.1	57.4	41.0	38.5
净利润 (百万元)	(348)	37	387	772	1,286
同比增长率 (%)	1,545.0	(110.6)	955.1	99.5	66.6
每股收益 (元)	(0.52)	0.05	0.44	0.85	1.42
摊薄每股收益 (元)	(0.52)	(0.08)	0.44	0.85	1.42
净资产收益率 (%)	(7.76)	0.63	4.12	5.50	8.54
资产负债率 (%)	30	27	15	18	20
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市盈率 (倍)	(133.1)	1,384.6	155.6	81.2	48.8
市净率 (倍)	10.6	9.5	4.4	4.3	4.0
EV/Ebitda (倍)	(702.2)	177.2	78.4	47.3	30.2

注：“摊薄每股收益”是假设所有已发行可转换证券（如可转换优先股、可转换债券、股票期权和认股权证等）都已行权的情况下计算。

投资要点：

阅文集团是中国最大的内容提供商和在线阅读产品运营商。起点中文网，该公司的PC端产品，开启了中国在线阅读的付费模式，保护了市场中职业作家的版权。该平台涵盖了中国88%的作家，72%的文学作品，在移动和PC端的日活跃用户遥遥领先于追随者。在线阅读和版权运营业务线都可提高公司变现率。我们预测17年EPS为0.44元人民币(同比增长955%)，18年为0.85元人民币(同比增长99%)，19年为1.42元人民币(同比增长67%)，并通过现金流贴现模型计算出目标价为94港元。鉴于股价仍有16%的上行空间，我们首次覆盖给予增持评级。

支付比例上升。区分在线阅读表现的关键运营矩阵是月活跃用户数、付费比率(月付费用户/月活跃用户)和每名月付费用户的收入。由于月活跃用户数和每名月付费用户的收入已经达到了行业较高水平，我们认为增长动能将主要来自付费比率。我们预计到2020年，付费比率平均每年增加大约1.0个百分点。

版权扩展。阅文集团有权利将已购的文学内容进行授权，来发展泛娱乐产品，一般一方面通过收取固定版权金，另一方面也可通过对授权的下游产品参股方式来获得项目收入和利润分成。版权金目前占阅文版权运营收入部分80%以上，考虑到近年版权价格飞涨，预计版权金收入将保持高速增长。随着公司开始扩大对下游产品的投资份额，利润分成可能会加速。公司拥有丰富的待选作品，一般每年会授权大约120个作品的版权(在未来几年可能会有个位数的增长)。我们预计整个版权运营板块到2020年的复合年增长率为65%，超过在线阅读43%的复合年增长率。

利润率提高。我们预计毛利率将不会大幅提升，因为和作者的内容分成相对固定，但随着付费读者增加和线上平均用户收入提高，规模效应将压缩销售和一般及行政费用占营收的比重。我们预计营业利润率将从2016年的1%提升到2020年的22%。

首次覆盖给予增持评级。作为快速增长的在线阅读行业中的领军企业，短期内阅文集团的主要业务部门可实现稳定增长，业绩可见度高。与此同时，版权运营将提供长期增长潜力和新的增长点。我们预测EPS17年为0.44元人民币(同比增长955%)，18年为0.85元人民币(同比增长99%)，19年为1.42元人民币(同比增长67%)。我们的目标价为94元港币，相当于18年94倍PE，5.0倍PB或19年57倍PE，4.6倍PB。鉴于股价仍有16%的上行空间，我们首次覆盖给予增持评级。

公司简介

国内网络文学服务兴起于 90 年代后期，早期的平台包括起点中文网、晋江文学城和红楼梦（三者后均被阅文集团子公司 Cloudary 收购）在 2000 年左右上线。起点中文网是阅文集团的 PC 端旗舰平台，率先实现内容变现。

阅文由网络游戏平台及即时通信产品运营商腾讯（700:HK - 买入）于 2013 年设立，用于运营公司的读书频道（book.qq.com，即 QQ 阅读的前身）。次年阅文集团收购 Cloudary，后者拥有多个网络阅读平台，包括阅文目前的核心平台起点中文网。腾讯于 2017 年 6 月 30 日宣布计划拆分阅文，使其独立上市。公司 IPO 价格 55.00 港元为询价区间的最高值，融资总额达 83 亿港元。

我们将阅文的业务分为四大收入贡献板块：在线阅读将占我们 2017 年预期营收的 83%（高于 2016 年的 77%，2017-20 年复合年增长率为 43%），版权授权（即公司公告中的“版权运营”）占 2017 年预期营收的 10%（维持 2016 年 10% 不变，2017-20 年复合年增长率为 65%），纸质图书 2017 年将贡献营收的 4%（2016 年为 9%），其他业务收入将占 2%（同比下滑 2 个百分点，主要包括提供在线游戏及在线广告服务）。

图 1：阅文营收分布，按板块分

	2016		2017E			2018E		
	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	同比增速	收入 (亿元)	占比	同比增速
在线阅读合计	19.74	77%	33.40	83%	69%	47.81	84%	43%
自有平台产品	10.58	41%	16.39	41%	55%	23.77	42%	45%
腾讯产品自营渠道	6.66	26%	12.63	31%	90%	18.14	32%	44%
自有平台与自营渠道	17.24	67%	29.03	72%	68%	41.91	74%	44%
第三方平台	2.50	10%	4.37	11%	75%	5.91	10%	35%
版权运营	2.47	10%	4.28	11%	73%	7.22	13%	69%
纸质图书	2.24	9%	1.80	4%	-20%	1.20	2%	-33%
其他业务	1.11	4%	0.75	2%	-33%	0.50	1%	-33%
总营收	25.57	100%	40.23	100%	57%	56.73	100%	41%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 2：业务板块一览

业务线	板块细分	品牌	详情
在线阅读	自有平台	QQ 阅读	仅有手机应用程序
		起点中文网	手机应用程序、WAP 及网站
		起点女生网	手机应用程序、WAP 及网站
		创世中文网	WAP 及网站
		webnovel.com	海外网站
		云起书院	WAP 及网站
		潇湘书院	手机应用程序、WAP 及网站
		红楼梦	手机应用程序、WAP 及网站
		小说阅读网	手机应用程序、WAP 及网站
		言情小说吧	手机应用程序、WAP 及网站
	腾讯产品自营渠道	手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻及微信读书	按点击付费及按千人展示成本付费，或按读者收入的一定比例向腾讯付费
	第三方平台	百度 (BIDU:US)、搜狗、京东商城 (JD:US) 和小米多看	第三方网站收入的分成比例为 20-60%，每月或每季度结算
版权运营	将版权授予内容制造商，改编成电影、电视剧、网络剧或网络游戏等形式		
纸质图书		天津华文天下图书有限公司	图书出版
		天津中智博文图书有限公司	图书出版
其他	在线游戏		
	在线广告		
	有声读物	tingbook.com	手机应用程序、WAP 及网站
		懒人听书	手机应用程序、WAP 及网站

资料来源：公司数据，申万宏源研究

在线阅读

阅文的核心业务是以多个平台为载体的在线阅读服务，起点中文网是其最重要的平台。公司通过两种方式实现文学内容的变现。付费阅读是主要方式，包括按字数/章节付费及包月套餐，约占整体营收的80%。读者可在PC或移动端（无法使用3/4G网络的用户可接入WAP页面）等多种设备上，登陆阅文自有平台以及母公司腾讯旗下的多个平台，例如QQ即时通信工具或QQ浏览器，甚至是第三方平台，例如国内搜索引擎百度（BIDU:US - 未评级）和搜狗（SOGO:US - 未评级）、在线阅读平台小米多看及电商平台京东商城（JD:US - 未评级），以阅读文学内容。另一种版权变现的方式是将版权授权给动漫或电影制作商等媒体公司。尽管版权授权仅占公司整体营收的一小部分（2016年约为10%），我们认为该业务增长空间巨大，由于热门作品在实现付费阅读变现后可进行二次变现，这将为现有内容带来可持续性更强的收入来源。

阅文是国内网络文学行业最大的运营商，在收入规模、内容库及所占读者时间方面均领先同业。根据Frost & Sullivan的数据，2016年中国网络文学行业的市场规模为46亿元，阅文同年营收为20亿元，市场份额达43.2%，而业内第二大公司掌阅科技（603533:CH - 未评级）仅占行业营收的14.9%。阅文的用户规模也超出同业，以日活跃用户计公司的三款手机应用程序跻身前五名（包括日活跃用户最高的QQ阅读），占48%的市场份额，三个网络平台亦位列PC端日活跃用户前五名（起点中文网排名第一），市场份额达47%。另外，以日活跃用户日均使用时长计，公司的手机应用程序和网站也名列前茅。

图3：在线阅读产品线

日活跃用户	日活跃用户/市场日活跃用户总额	日均使用时长/日活跃用户
PC端		
起点中文网	18.30%	起点中文网
晋江文学城	7.90%	云起书院
云起书院	6.50%	纵横中文网
17k.com	4.50%	晋江文学城
纵横中文网	3.40%	塔读文学
移动端		
QQ阅读	27.90%	QQ阅读
掌阅	24.70%	起点读书
起点读书	8.70%	掌阅
咪咕阅读	7.40%	咪咕阅读
书旗小说	4.80%	搜狗阅读

资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

在线阅读收入增长的三大关键指标为月活跃用户数、付费比率（月付费用户/月活跃用户）和每名月付费用户的收入。

公司月活跃用户为1.918亿，其中移动用户占1.793亿（94%），且1.035亿用户是从公司在腾讯产品（例如QQ或QQ浏览器）中的自营渠道迁移而来。由于公司目前月活跃用户已占中国网络文学用户总数（2016年为3.33亿）的大半江山，我们认为公司用户规模持续增长的空间有限，未来四年增速将逐步放缓。我们预计2017-20年公司月活跃用户将达2亿（同比增长18.0%）、2.25亿（同比增长12.0%）、2.47亿（同比增长10.0%）及2.67亿（同比增长8.0%），相当于年复合增长12.0%，高于同期全行业6.0%的年复合增速。

Frost & Sullivan预计2020年移动用户付费比率为14%，PC用户付费比率为4.8%。我们认为该预测可能过于乐观，考虑到月活跃用户快速增长时新用户可免费浏览初期内容，我们保守假设2020年公司付费比率为9.0%（高于2016年的4.9%），同时我们预计行业年增速为1.4个百分点。我们估计阅文最有力的竞争对手掌阅2016年付费比率仅约为2.2%（由于掌阅仅公布年度数据而阅文公布月度数据，该比率只是大概估

算)。我们认为其付费比率偏低的原因是每名付费用户的收入较高，2016年为557元。

阅文提供两种主流收费模式供读者选择，收费水平和结构与行业整体一致。一是包月套餐（QQ阅读手机应用程序资费为11-18元/月），二是用户按需付费，通常一部作品的首章可免费阅读，之后的章节按字数收费。

图4：在线阅读收费模式比较

手机阅读应用程序	包月套餐	按字数/章节收费	分析
QQ阅读	11-18元	根据用户等级，每千字中文收3-5分钱不等	移动设备上新注册的用户限时免费
掌阅	10元	每千字中文3-5分钱	指定图书享受特价/优惠
咪咕阅读	12元	每章0.04-0.12元	指定图书享受特价
书旗小说	12元	每章0.08-0.15元	移动设备上新注册的用户免费享受30天VIP服务
起点读书	N/A	根据用户等级，每千字中文收3-5分钱不等	

资料来源：公司数据，申万宏源研究

阅文每名月付费用户的收入远低于掌阅，为209元，因为两者采用不同的付费用户指标。但我们认为对大部分用户而言200元已是较高水平，大致相当于网络游戏用户每月在虚拟商品上的平均支出。因此，我们认为每名月付费用户收入的上升空间不大。我们预计阅文月活跃用户增速保持稳定，每名月付费用户收入2017年为234元（同比增长12%）、2018年为259元（同比增长11%）、2019年为285元（同比增长10%），2017-20年复合增长10%。

图5：在线阅读收入假设与掌阅比较

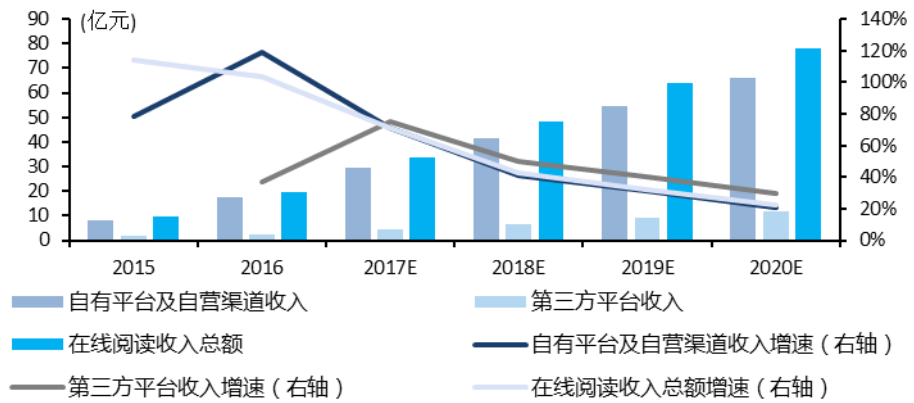
	阅文在线阅读业务						掌阅在线阅读业务		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2014	2015	2016
平均月活跃用户	117	170	200	225	247	267	42	71	94
平均月付费用户	4	8	12	16	20	24	*1.1	*1.2	*2.0
付费比率	3.20%	4.90%	6.2%	7.2%	8.2%	9.0%	2.60%	1.60%	2.20%
每名月付费用户的收入	206	209	234	259	285	311	*377	*511	*557

资料来源：公司数据，申万宏源研究

阅文的读者群逐步延伸至中国大陆之外，这将为公司在在线阅读收入创造上升空间。2017年5月15日公司推出起点国际PC及移动版本。目前，该站点上线90部小说（约2500章）。为满足对翻译资源的需求，2016年12月起点与全球最大的非中文网络原创文学内容分发商武侠世界就20部作品签订10年翻译授权及电子书/电子出版协议。阅文还和Gravity Tales达成协议，提供内容并共享分发渠道资源。但此后阅文与这两家网站均发生版权纠纷。在2017年6月6日召开的阅文生态大会上，阅文CEO吴文辉宣布公司与亚马逊合作，在亚马逊的平台上发布经翻译的网络小说，用户可在亚马逊Kindle上浏览阅文的产品。尽管如此，我们认为该服务短期收入贡献有限，暂未将其纳入我们的盈利预估。

我们预计公司在线阅读服务的收入为2017年33.4亿元（同比增长69%）、2018年47.81亿元（同比增长43%）、2019年65.19亿元（同比增长36%）、2020年83.69亿元（同比增长28%），2017-20年复合增长43%。

图 6: 在线阅读收入预期



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

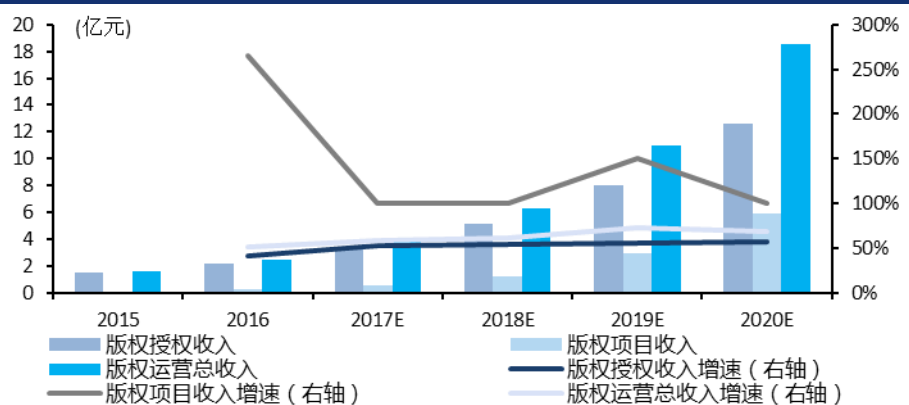
版权运营

据管理层了解, 目前授权金占版权运营业务收入的 80-90%, 其余来自下游改编项目的利润分成 (公司财务数据中列为“版权项目收入”)。管理层计划增加对下游改编作品的投资, 以扩大版权项目的收入占比。

授权金与某一期间授权项目的单价和数量直接挂钩。阅文公布 2016 年授权作品约为 120 部, 且公司预计作品授权数量将以个位数增长。有鉴于此, 我们预计 2020 年授权作品将达 140 部, 期间年复合增长率为 3.0%。考虑到头部版权资源的高增长及长尾版权的低增长, 我们假设 2020 年前平均单价将年增长 40%。我们预计内容授权收入为 2017 年 3.39 亿元 (同比增长 56%)、2018 年 5.26 亿元 (同比增长 55%)、2019 年 8.13 亿元 (同比增长 55%)。由于公司计划加大对版权项目的投资, 加上短期内基数较低, 我们预计版权项目收入的年增速将达三位数 (120-200%)。

我们预计版权运营板块总收入为 2017 年 4.28 亿元 (同比增长 73%)、2018 年 7.22 亿元 (同比增长 69%)、2019 年 11.66 亿元 (同比增长 61%)。

图 7: 版权运营收入预期



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

得益于阅文内容库的规模以及与腾讯娱乐生态体系的紧密联系, 阅文在获授权进行改编的文学内容中所占比重位居行业第一。

图 8：文学作品改编排行榜

项目	阅文占比
票房最高的 20 部国产改编电影	65%
收视率最高的 20 部国产改编电视剧	75%
观看量最高的 20 部国产改编网络剧	70%
累计下载量最高的 20 款国产改编网络游戏	75%
百度搜索排名最前的 20 部国产改编动漫作品	80%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 9：排名前十的中文网络小说及改编情况

作品	发布网站	改编情况
择天记	创世中文网	电视剧、页游、电影（制作中）、动漫（分季播出）、PC 网络游戏、手游（测试中）、舞台剧
书剑长安	纵横中文网	
诸天至尊	掌阅	网络电影（制作中）、动漫
全能高手	3G 书城	
时间都知道	晋江文学城	电视剧（制作中）
奔跑吧足球	阿里文学	
升邪	起点中文网	
巫神纪	起点中文网	手游
第十二秒	晋江文学城	
天域苍穹	创世中文网	动漫、手游、电视剧（制作中）

资料来源：中国网络文学委员会，中国作家网，申万宏源研究

由猫腻创作的《择天记》2014 年开始在腾讯旗下平台（现属于阅文）连载，该作品体现了国内畅销小说的变现潜力。2017 年 10 月末，该小说在阅文创世中文网的累计点击量超 2600 万。借助腾讯的娱乐资源，《择天记》被改编成多种形式。投资 4 亿元的电视剧于 2017 年 6 月完成，至今在线观看量达 257 亿次。同名动漫第一集的点击量超 1500 万，是迄今为止点击量最高的单集动漫。该作品的其他改编形式包括手游，截至 2017 年 10 月有 1000 万潜在玩家有意尝试该游戏，另外其电影版于 2017 年 3 月获准开拍。

动漫改编

动漫是阅文娱乐生态的重要组成部分。2017 年 7 月阅文在动漫新品发布会上宣布计划将 10 部小说改编成动漫或图像小说。

根据艾瑞咨询的数据，在前十大最具改编动画潜力的小说中有 9 部与阅文相关。

图 10：2017 年前十部最具改编动画潜力的小说

小说	分类	阅读平台
全职高手	游戏竞技	起点中文网
花千骨	武侠/仙侠	晋江文学城
盗墓笔记	悬疑/探险	起点中文网
斗破苍穹	奇幻	起点中文网
遮天	武侠/仙侠	起点中文网
大主宰	奇幻	起点中文网
斩龙	游戏竞技	17k.com
校花的贴身高手	都市现实	起点中文网
太子妃升职记	言情	晋江文学城
完美世界	奇幻	起点中文网

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

其中《全职高手》已成为热门 IP。同名动漫在腾讯视频的观看量达 10 亿次，而《王者荣耀》和《阴阳师》等手游的用户常使用与《全职高手》相关的用户名。《全职高手》舞台剧于 2017 年 11 月亮相，电视剧 2017 年 10 月开拍，由知名演员杨洋担任主演。另外官方手游在 2017 年 11 月上线。

截至 2017 年 10 月底，起点中文网的另一部小说《斗破苍穹》动漫第一季在腾讯视频的观看量达 11 亿次，动漫上线后 24 小时内的观看量创出新高，达 1 亿次。

影视剧改编

近年来由文学作品改编电视剧及电影在国内日益流行。优秀的原创内容、小说原有的忠实粉丝以及知名作家是提升影剧版观看量的重要因素。另外，越来越多的观众倾向于在线观看电视剧。截至 2017 年 6 月 30 日，7 部电视剧的点播量超过 100 亿次，其中 4 部由阅文的内容改编而成。

图 11：观看量前十的电视剧

电视剧	总观看量 (亿)	是否由网络文学作品改编	小说阅读平台
三生三世十里桃花	414	是	17k.com
人民的名义	350	否	N/A
择天记	286	是	创世中文网
欢乐颂 2	245	是	起点中文网
孤芳不自赏	194	是	晋江文学城
楚乔传	183	是	潇湘书院
热血长安	104	否	N/A
因为遇见你	95	否	N/A
漂亮的李慧珍	83	否	N/A
白鹿原	76	否	N/A

资料来源：艺恩，中商情报网，申万宏源研究

注：《欢乐颂 2》和《楚乔传》的原作品名称分别为《欢乐颂》及《11 处特工皇妃》

这显示出阅文泛娱乐生态战略的成功及其在业内的领导地位。下表列示 2017 年最具影视化潜力的 10 部网络小说，其中 80% 来自阅文，有几部作品已经开始改编。2017 年 6 月 19 日，阅文集团与腾讯影业、腾讯游戏及万达影视成立合资公司，旨在整合各方优势，打造航母级的 IP 开发新模式。种种举措表明阅文力求大幅提升超级 IP 的价值。

图 12：2017 年最具影视化潜力的 10 部网络小说

小说	分类	阅读平台	状态	
			电视剧	电影
择天记	奇幻	创世中文网	上映	制作中
后宫·如懿传	言情	掌阅	完成	N/A
三生三世十里桃花	言情	17k.com	上映	上映
大主宰	奇幻	起点中文网	制作中	制作中
遮天	武侠/仙侠	起点中文网	制作中	N/A
斗破苍穹	奇幻	起点中文网	完成	制作中
莽荒纪	武侠/仙侠	起点中文网	制作中	N/A
娥媚	言情	起点中文网	N/A	N/A
蔓蔓青萝	言情	晋江文学城	完成	N/A
完美世界	奇幻	起点中文网	N/A	N/A

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

游戏

我们认为游戏改编具有强大的增长潜力，主要因游戏容易变现，且迄今为止获得授权改编成游戏的网络小说占比较低。

图 13: 2015-16 年网络文学作品改编为游戏的成功案例

作品	成就	发布时间	类型
盗墓笔记	月流水峰值达 1 亿元	16 年 3 季度	页游
择天记	2017 年 10 月末累计预约用户超 1000 万	准备中	手游
斗破苍穹	15 年 3 季度月流水峰值超 1000 万元	15 年 3 季度	手游
诛仙	上线首日登顶国内 AppStore 免费榜, 上线首个月月流水接近 4 亿美元	16 年 3 季度	手游

资料来源: 百度新闻, 申万宏源研究

我们注意到一些关注度较高的改编游戏反响不佳, 例如《琅琊榜》和《楚乔传》, 两者改编的电视剧广受好评, 而随后发行的游戏则差强人意。阅文要求制作人将游戏内容与原创作品紧密结合, 合理安排发行计划以保持热度, 并通过对游戏提供流量支持以及与主流渠道和媒体合作来扩大潜在用户规模, 以求在未来避免发生类似情况。

图 14: 2017 年阅文网文改编计划

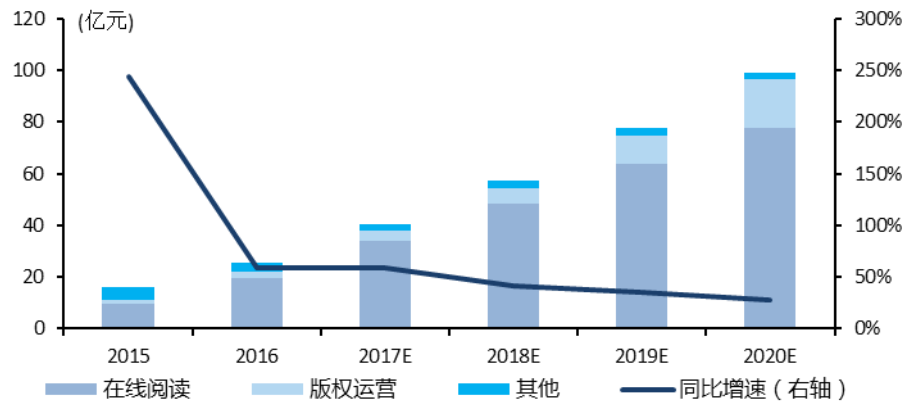
小说	改编形式
全职高手特别篇	动漫
全职高手第二季	动漫
斗破苍穹第二季	动漫
武动乾坤	动漫
星辰变	动漫
崩坏星河	动漫
幻游猎人	动漫
绅士击击剑	动漫
萌妻食神	动漫
斗战狂潮	动漫
魔尘	动漫
择天记	电影、游戏、动漫
全职高手	电影(动画)
回到过去变成猫	电影(动画)
庆余年	电视剧
将夜	电视剧
黄金瞳	电视剧
斗破苍穹	电视剧、游戏
美食供货商	电视剧
近战法师	电视剧
赘婿	电视剧(待定)
最强兵王	电视剧(待定)
冠军之光	电视剧(待定)
死人经	电视剧(待定)
我真是大明星	电视剧(待定)
吞噬星空	游戏

资料来源: 百度新闻, 申万宏源研究

财务分析

我们预计公司总营收为 2017 年 40 亿元(同比增长 57%)、2018 年 57 亿元(同比增长 41%)、2019 年 79 亿元(同比增长 38%)。

图 15: 总营收增速



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

公司的营业成本主要包括内容成本、在线阅读平台分销成本、无形资产摊销、员工福利开支及确认为开支的存货成本。我们预计内容成本仍将是最大的单项开支, 占在线阅读及版权运营业务收入的 30%, 因为将作者留在公司旗下平台是提高其竞争力, 巩固市场地位及读者兴趣的关键。公司已与市场大部分作家签约。Frost & Sullivan 预计市场上作家总数将从 600 万增加至 2020 年的 850 万, 年复合增长率为 9.2%。

阅文将作家分为 4 个级别: 公众作家、普通作家、大神作家、白金作家, 并与前三个级别的作家签约。作家的费用支付方式分为买断和收益分成两种, 收益分成模式让作者能够从在线付费阅读收入中收取版税, 还可获得版权授权收入。普通作家通常签订收益分成协议, 而高级别的两类作家可将单部作品买断, 取得一次性收入。阅文的作品约一般持续 20 年或更长, 而作者约的期限一般为五至十年。

图 16: 内容购买 - 适用收益分成模式的作家

签约作家的收益分成模式	作家份额
在线阅读	50%
语音改编	10%
版权转授权的收益分成	50%
纸质图书出版	70%
其他改编	55%

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

市场上掌阅签约的作家 (33%) 远低于阅文, 但掌阅 83% 的签约作家适用收益分成模式, 我们认为两家公司这一模式的条款基本类似。由于阅文可能拥有更多大神作家和白金作家, 我们预计阅文买断成本的占比或将高于掌阅。

图 17: 内容购买 - 适用收益分成模式的作家

	阅文	掌阅
内容成本	2016 年收入的 33%	2016 年收入的 25%
内容分成模式的占比	N/A	83%

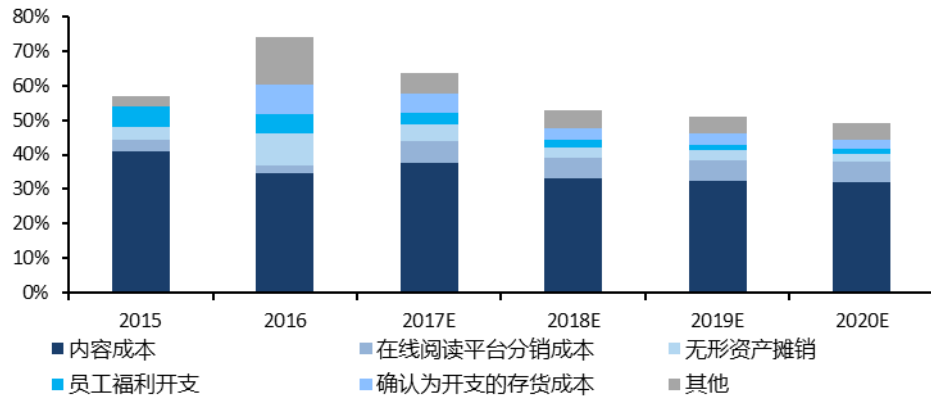
资料来源: 知乎, 申万宏源研究

我们认为阅文的规模和用户群是其维系大量优秀作家的重要保障, 其丰富的内容库将增强用户忠诚度, 而庞大的用户群又能吸引扩大其内容生成者的规模, 从而形成良性循环。

我们预计未来三年内容成本占在线阅读和版权运营业务合计营收的比重将维持在 30-35%, 主要因与作家签订的收益分成合同变化不大, 以及供稿作者的增速 (与公司 2017-20 年市场上作家数量的年复合增长预期 9.2% 相符) 与收入增速 (四年复合增长率为 10.1%) 类似。我们预计内容成本为 2017 年 12 亿元 (同比增长 46%)、2018 年 18 亿元 (同比增长 44%)、2019 年 24 亿元 (同比增长 37%), 未来三年约占营业成本的

62%。阅文预计未来毛利率将小幅提升，我们的预期与其一致。

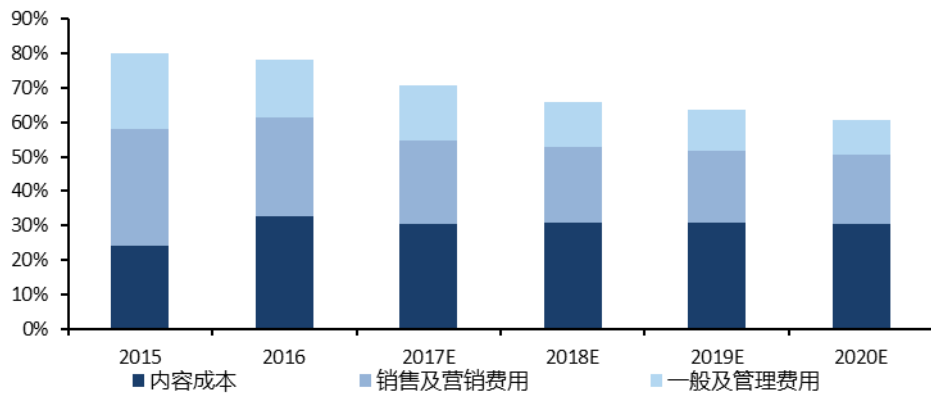
图 18：成本项目占总收入的比重



资料来源：公司数据，申万宏源研究

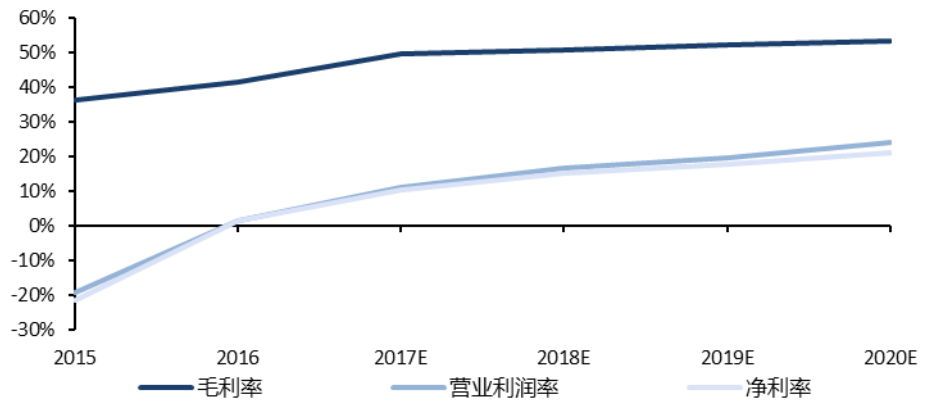
2016 年管消费用占收入的 45%，我们预计随着规模效应的增强，该比例将逐步降至 2020 年的 33%。

图 19：成本项目占总收入的比重



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 20：利润率改善

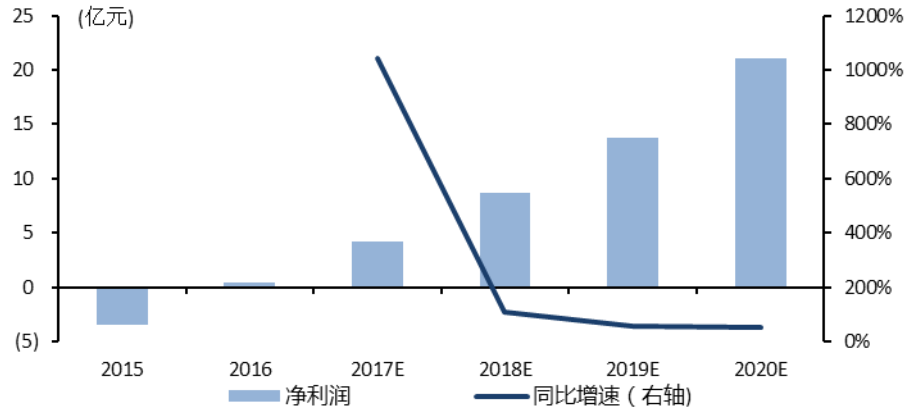


资料来源：公司数据，申万宏源研究

随着公司与下游制作公司成立的内容改编合资公司数量增加，我们预计来自被投资公司的利润贡献占阅文盈利的比重将提高。

我们预计 2017-19 年净利润为 3.87 亿元、7.72 亿元及 12.86 亿元，分别同比增长 955%/99%/67%。

图 21：净利润预估



资料来源：公司数据，申万宏源研究

鉴于阅文刚上市，缺少股利分配数据，我们采用现金流折现模型推估该股价值。根据该模型，我们计算得出公司权益价值为 730 亿元，企业价值为 650 亿元。我们预计 2020 年之后 10 年的增速将每年放缓 10%。我们采用无风险利率 3%（参考目前国债利率），市场风险溢价 10%（基于 Bloomberg 香港市场风险溢价）及负债成本 4.0%，来计算加权平均资本成本。我们假设阅文业务性质无明显变化，因此采用调整后贝塔值 1.2。综合考虑上述假设，我们得出 2019 年初每股现值为 94 港元，对应 94 倍 18 年 PE 和 5.0 倍 18 年 PB。

图 22：关键假设与估值

营收增速	41%	38%	32%	29%	26%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	12%	11%	3%
EBIT 率	12%	17%	20%	23%	23%	24%	25%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
EBIT 税率	-14%	-14%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
运营资本变动/营收	-1%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%
折旧摊销/营收	1%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
加权平均资本成本	估值													
无风险利率	3.00%	申万宏源研究			期初			2018	2019	2020				
市场风险溢价	10.00%	申万宏源研究			企业价值 (亿元)			594.1	655.7	720.4				
贝塔值	1.2	Bloomberg			净负债 (亿元)			-75.5	-74.2	-77.5				
权益成本	15.00%	资本资产定价模型			少数股东权益 (亿元)			0.5	0.7	0.9				
负债名义成本	4.00%	历史平均数据			权益价值 (亿元)			669.0	729.2	797.1				
负债权益比	40%	分析师预期的长期资本结构			权益价值 (亿港元)			782.8	853.2	932.6				
有效税率	15.00%	长期价值与当前税率			发行股数			9.1	9.1	9.1				
加权平均资本成本	11.69%	加权平均数据			股价			86.40	94.17	102.93				

资料来源：申万宏源研究

附录

合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,607	2,557	4,023	5,673	7,855
营业成本	-1,026	-1,502	-2,019	-2,810	-3,773
毛利	581	1,055	2,004	2,863	4,082
其他收入	7	134	60	60	60
销售费用	-540	-734	-1,006	-1,305	-1,728
管理费用	-356	-421	-644	-766	-982
EBITDA	-67	272	672	1,169	1,818
EBIT	-300	65	485	950	1,567
财务成本	-17	-27	-25	-32	-39
税前利润	-317	38	460	918	1,528
所得税	-37	-8	-69	-138	-229
少数股东损益	-7	-6	4	8	13
净利润	-348	37	387	772	1,286

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	-317	38	460	918	1,528
加：折旧及摊销	234	207	187	220	251
财务费用	13	23	25	32	39
投资损失	-44	-9	0	0	0
营运资本变动	117	-62	-56	-107	-198
其它	195	-11	-69	-138	-229
经营活动现金流	198	186	547	925	1,391
资本开支	-156	-133	-1,020	-1,020	-1,020
其它投资现金流	-491	-331	0	0	0
投资活动现金流	-646	-464	-1,020	-1,020	-1,020
股权融资	0	652	8,183	0	0
负债净变化	290	-252	175	175	175
支付股利、利息	-14	0	-25	-32	-39
其它融资现金流	-340	-40	0	0	0
融资活动现金流	-64	360	8,333	143	136
净现金流	-512	82	7,860	48	507

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,355	2,115	10,386	11,082	12,447
银行存款及现金	331	405	8,265	8,313	8,820
应收账款及其他应收款	178	550	604	851	1,178
存货	148	138	138	138	138
其他流动资产	698	1,022	1,379	1,780	2,311
长期投资	115	234	234	234	234
物业、厂房及设备	37	45	65	85	105
无形资产及其他资产	4,874	4,738	5,551	6,331	7,080
资产总计	6,381	7,132	16,235	17,732	19,866
流动负债	1,560	1,658	1,713	2,429	3,263
短期借款	300	542	242	416	590
应付账款及其他应付款	520	797	1,071	1,491	2,001
其他流动负债	740	320	400	523	672
长期负债	363	265	740	741	742
负债合计	1,923	1,923	2,453	3,170	4,005
少数股东权益	82	42	46	54	67
股东权益	4,375	5,166	13,736	14,508	15,794
股本	0	0	1	1	1
储备	4,753	5,522	14,091	14,864	16,150
归属于母公司股东的权益	4,375	5,166	13,736	14,508	15,794
负债和股东权益合计	6,381	7,132	16,235	17,732	19,866

资料来源：申万宏源研究

关键财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (人民币)					
每股收益	(0.52)	0.05	0.44	0.85	1.42
摊薄每股收益	(0.52)	(0.08)	0.44	0.85	1.42
每股经营现金流	0.30	0.26	0.63	1.02	1.54
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.56	7.31	15.79	16.01	17.43
关键运营指标 (%)					
ROIC	(6.28)	0.93	4.07	5.39	8.23
ROE	(7.76)	0.63	4.12	5.50	8.54
毛利率	163.87	158.74	150.18	149.54	148.04
Ebitda margin	(4.14)	10.65	16.71	20.61	23.15
Ebit margin	(18.69)	2.56	12.06	16.74	19.96
收入同比增长率	244.62	59.14	57.35	41.01	38.46
利润同比增长率	1544.98	(110.55)	955.14	99.47	66.57
资产负债率	30.14	26.97	15.11	17.88	20.16
净资产周转率	0.36	0.49	0.29	0.39	0.50
总资产周转率	0.25	0.36	0.25	0.32	0.40
有效税率	(11.67)	20.77	15.00	15.00	15.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值指标 (倍)					
P/E	(133.14)	1384.62	155.61	81.24	48.77
P/B	10.55	9.48	4.38	4.32	3.97
EV/Sale	29.07	18.88	13.09	9.75	7.00
EV/Ebitda	(702.20)	177.25	78.35	47.29	30.23

资料来源：申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.