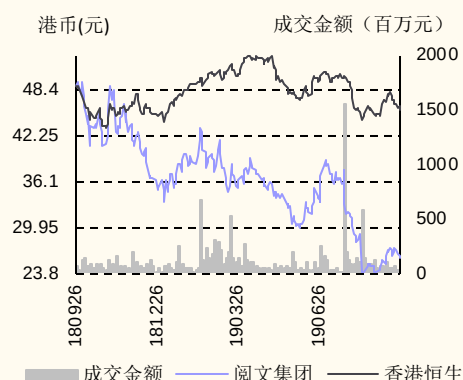


市价(港币): 25.85 元
 目标(港币): 35.00 元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1,015.57
 总市值(百万元) 26,252.41
 年内股价最高最低(元) 49.550/23.800
 香港恒生指数 25945.35



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
 绝对 -22.71 -26.40 -47.44

裴培 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn
 焦杉 联系人
 jiaoshan@gjzq.com.cn

至暗时刻终将过去; IP 变现故事终于讲通了

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	5038	6644	7645	8704
同比增长	23.0%	31.9%	15.1%	13.8%
母公司股东溢利(百万)	911	988	1273	1520
同比增长	62.1%	8.5%	28.9%	19.4%
每股收益	0.90	0.97	1.25	1.49
市盈率(倍)	26.2	24.2	18.9	15.9

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

基本结论

- **“至暗时刻”终将过去, 战略地位依然稳固:** 2019 年上半年, 阅文的在线业务收入、净利润、付费渗透率和 ARPU 均出现同比下滑。我们认为这主要是短期因素导致的: 从 5 月开始的内容监管趋严导致大批网文整改、用户付费欲望下降, 阅文主动推出免费阅读 App 导致营销费用高企。阅文在数字阅读领域的内容、用户壁垒未见松动; 在 7 月的全行业整改之后, 阅文反而面临着“边际改善”的竞争环境。“至暗时刻”到来了, 曙光还会远吗?
- **免费阅读会打破阅文的领先优势吗? 并不会。** 我们认为, 以广告为主要变现手段的免费阅读, 在商业模式上其实落后于章节付费阅读; 米读、七猫等免费阅读 App 主要吸引的还是“大众阅读客群”, 与阅文的“核心阅读客群”存在区别。而且, 大部分免费阅读平台缺乏内容生态系统, 也就是没有造血能力。2019 年, 阅文也推出了免费阅读 App “飞读”, MAU 已经突破 1000 万。我们认为, 无论在付费还是免费领域, 阅文都可以位居上游。
- **网文 IP 变现不止有影视, 还有游戏、动漫, 等等。** 2019 年上半年, 版权运营及其他业务占阅文营收的比重跃升至 44%; 即便排除新丽传媒并表的因素, 该项收入同比增长也高达 49%。在历史上, 网文 IP 的主要变现方式是改编真人影视内容; 但是, 随着《新斗罗手游》的热卖、《全职高手》手游提上日程, 网文 IP 改编手游的道路彻底打开了。此外, 阅文在网络动画、动画大电影等领域也取得了不少进展。IP 变现的故事, 终于讲通了。
- **数字阅读还有很大空间, 并没有落后于时代。** 很多投资者担心, 在游戏、短视频、直播等新兴内容形式的冲击下, 数字阅读是否注定要走下坡路? 我们并不担心。首先, 截止 2018 年, 整个数字阅读行业还在因为盗版蒙受巨大损失, 打击盗版将释放更多付费需求。其次, 通过听书(音频阅读)和出海(网文出口), 阅文将接触到更大的用户人群, 变现方式也更多元化。

投资建议

- 虽然 2019 年上半年阅文的业绩不尽人意, 但是我们认为最坏的时刻已经过去, 公司核心业务的壁垒仍然很高, 而且 IP 变现的故事终于讲通了。从下半年开始, 在线阅读业务将环比反转, 版权运营业务将继续成长。我们预计公司 2019/2020/2021 年营业收入将分别增长 31.9%/15.1%/13.8%, 归母净利润将分别增长 8.5%/28.9%/19.4%。我们对 2019/2020/2021 年 EPS 的预测为人民币 0.97/1.25/1.49 元。基于 P/E/G 和 SOTP 的混合估值, 得到目标价 35 港元, 相当于 25 倍 2020E P/E。首次评级“买入”。
- **风险提示:** 用户增长乏力; 作者流失风险; 内容监管趋严; 人口红利见顶; 来自免费阅读的竞争; 商誉减值; 数据准确性差异。

内容目录

关于阅文的三个核心问题，每一个都已经解答.....	5
核心付费阅读业务是否已经见底回升？.....	5
阅文能否在免费阅读领域取得领先地位？.....	6
“网络文学 IP 全产业链”的故事能讲通吗？.....	6
数字阅读行业，阅文集团在内容渠道两维度占优.....	7
网络文学的发展潜力，以及阅文集团不可动摇的地位.....	7
在内容和渠道两个层次，阅文集团均处于领先地位.....	8
内容资源壁垒是核心优势，用户从“广”到“深”渗透.....	10
阅文集团真正的内容壁垒，是不断加固的“腰部作者”资源.....	10
数字阅读渠道方法论：既追求“广”，也追求“深”.....	13
免费阅读这场战役，阅文完全可以赢下来.....	15
网络文学监管政策趋紧下，流量将进一步向优质内容集中.....	18
阅文集团在 IP 全产业链拓宽还有哪些期待？.....	20
IP 价值对游戏和动画改编在逐步落实.....	20
收购新丽传媒，纵向深化 IP 全产业链变现价值.....	21
依托“耳朵经济”的有声阅读故事还刚刚开始谱写.....	23
网文出海，阅文集团已经迈出第一步.....	24
多元化变现格局显现，版权运营业务是新亮点.....	25
在线阅读营收受到一定冲击，版权运营助力多元化增长.....	25
盈利能力稳定，整体成本费用控制能力较强.....	26
原业务上下游议价能力较强，并入新丽后经营周转天数预计延长.....	28
财务预测.....	29
营业收入.....	29
营业成本.....	29
经营费用率.....	30
净利润与 EPS.....	30
投资建议.....	30
风险提示.....	31
附录：三张报表预测摘要.....	32

图表目录

图表 1：在线阅读并不比短视频或游戏更“落后”.....	5
图表 2：番茄、米读下架整改，飞读的竞争对手一时寥寥无几.....	6
图表 3：网络文学行业发展变迁史图示.....	7
图表 4：2014 年至 2018 年中国网络文学盗版损失规模.....	8
图表 5：数字阅读行业格局象限图.....	9
图表 6：2019 年 8 月移动阅读 APP MAU（万）排名.....	9

图表 7: 2019 年 8 月移动阅读 APP DAU (万) 排名	9
图表 8: 2019 年 8 月移动阅读 APP 用户活跃度.....	10
图表 9: 阅文集团 2017 年至 2019 年 6 月作家数 (万)	11
图表 10: 阅文集团 2017 年至 2019 年 6 月作品数 (万)	11
图表 11: 阅文旗下作家助手 App MAU 趋势 (万)	11
图表 12: 阅文作家专区 PC 端页面访问情况 (万次)	11
图表 13: 百度搜索风云榜-网路小说分类	12
图表 14: 阅文集团作家体系层级.....	12
图表 15: 数字阅读行业用户客群层级.....	13
图表 16: 阅文集团的内容分发渠道分类.....	14
图表 17: 阅文集团自有平台 MAU 趋势	14
图表 18: 阅文集团腾讯平台 (除微信读书) MAU 趋势	14
图表 19: 微信读书的 MAU 趋势 (万)	15
图表 20: 米读小说 App 界面.....	16
图表 21: 网文小说与其他消费品相对价格比.....	17
图表 22: 米读小说的“米豆”免广告机制.....	17
图表 23: 免费阅读 App MAU 对比	18
图表 24: 免费阅读 App MAU 环比增速对比	18
图表 25: 2019 年起点中文网整改事件作品数量所受影响.....	19
图表 26: 2019 年阅文系 IP 网络动画改编完成备案列表.....	20
图表 27: 新丽传媒承诺 2018 至 2020 参考纯利 (亿元)	21
图表 28: 新丽传媒制作近年影视剧展示.....	22
图表 29: 2019 年 1 月中国票房单月排名.....	22
图表 30: 新丽传媒 2018 年和 2019 年以及预计电视剧项目	23
图表 31: 排名前 5 的有声阅读 App 2017 年 10 月至 2019 年 8 月 MAU 趋势	24
图表 32: Webnovel 2017-2019 上半年中文译文作品数.....	24
图表 33: Webnovel 2017-2019 上半年累计访问用户数.....	24
图表 34: 阅文集团 1H17 至 1H19 半年度营收	25
图表 35: 阅文集团 2014 至 2018 年度营收.....	25
图表 36: 阅文集团 1H17 至 1H19 半年度收入构成	25
图表 37: 阅文集团 2014 至 2018 年度收入构成.....	25
图表 38: 阅文集团 2015 年至 2019 上半年 MAU	26
图表 39: 阅文集团 2015 年至 2019 上半年付费率.....	26
图表 40: 阅文集团 2015 年至 2019 上半年 ARPPU (元/月)	26
图表 41: 阅文集团 1H17 至 1H19 半年度归母净利润.....	27
图表 42: 阅文集团 2014 年至 2018 年年度归母净利润.....	27
图表 43: 阅文集团 1H17 至 1H19 半年度盈利能力指标.....	27
图表 44: 阅文集团 2014 年至 2018 年年度盈利能力指标.....	27
图表 45: 阅文集团 1H17 至 1H19 经营费率.....	28

图表 46: 阅文集团 2014 年至 2018 年经营费率.....	28
图表 47: 阅文集团 2014 至 1H19 经营性现金流	28
图表 48: 阅文集团 2015 年至 2018 年经营周转天数.....	28
图表 49: 阅文集团 2019 年至 2021 年营业收入拆分预测.....	29
图表 50: 阅文集团 2019 年至 2021 年营业成本拆分预测.....	29
图表 51: 阅文集团 2019 年至 2021 年经营费用率预测.....	30
图表 52: 阅文集团 2019 年至 2021 年营业成本拆分预测.....	30

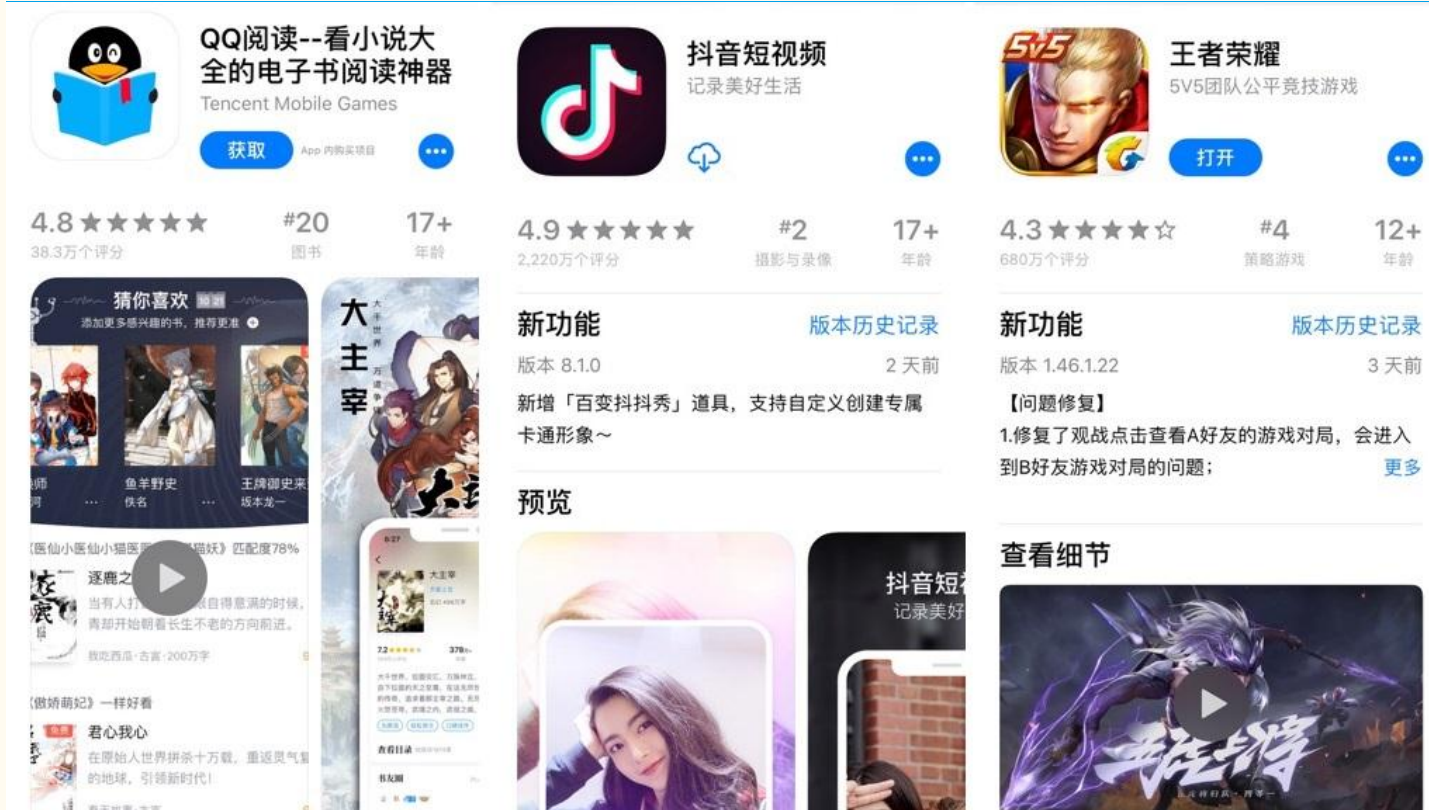
关于阅文的三个核心问题，每一个都已经有了解答

- 2019 年年初以来，阅文集团的股价表现较差：截止 9 月 20 日，累计下跌 23%，跑输恒生指数 26 个百分点。在中报之后，投资者的关注点主要集中在三方面：核心付费阅读业务是否见底？新兴免费阅读业务能否领先？“IP 全产业链”的故事能否讲通？以上问题，不仅将决定公司的短期业绩，也将决定其长期前景。幸运的是，通过对公司中报的解读、草根调研以及对全行业的对比研究，我们认为，这三个核心问题都有了答案。在本章，我们先给出简短的解答；在后续章节，则给出深入的分析。

核心付费阅读业务是否已经见底回升？

- 我们的答案是：已经见底，尚未显著回升，但是回升不会太远了。2019 年上半年，阅文集团的付费渗透率和 ARPU 双双下降，是多年以来的第一次。我们认为主要原因有两个：首先，国家对网络文学内容监管强化，阅文主动顺应监管要求，下架了一批违规读物，并劝退了许多可能违规的新书；其次，阅文在发展免费阅读方面花费了大量资源，短期内不可能不影响到付费阅读。在内容监管趋于常态化、免费阅读渡过早期发展阶段之后，核心付费阅读业务将迎来新的平衡点，有可能发生在 2019 年之内，当然也有可能再多花费几个季度的时间。
- 与很多投资者担忧的相反，我们并不担心“短视频、游戏等新兴娱乐形式会冲击在线阅读”。中国的移动游戏已经发展了 10 年以上，短视频的崛起也超过了 5 年；即便在抖音、快手增长最快的 2017-18 年，阅文的付费阅读 ARPU 仍然是上升的，也就是付费用户读了更多的书、花了更长的时间。我们不能赞成“网络文学是一种落后的娱乐形式”的说法；过去一段时间付费阅读面临的困境，不是因为其他娱乐形式的冲击。况且，有声阅读（听书）等新形式的崛起将有助于在线阅读占领用户时长。

图表 1：在线阅读并不比短视频或游戏更“落后”



来源：App Store, 国金证券研究所

阅文能否在免费阅读领域取得领先地位？

- 2019 年初，阅文在腾讯渠道推出了免费阅读内容；5 月，免费阅读 App “飞读”全渠道上线，MAU 迅速达到千万级。但是，在免费阅读市场，已经存在七猫、番茄（今日头条旗下）、米读（趣头条旗下）等千万以上 MAU 的平台了。阅文能否后来居上？我们认为，凭借强大的内容生态系统，飞读在免费阅读领域占据前三甚至第一，是完全可能的。在 7 月初的网络文学监管行动中，番茄、米读均受到暂停运营三个月的处罚，而飞读没有受到影响，这对阅文来说是一个绝佳的超车机会。
- 目前，市面上大部分免费阅读应用都没有自己的内容创生机制，主要依靠采购第三方内容、高价吸引少数头部作家、实体书电子化等方式维持内容货架。阅文拥有完整的作家培养、作品遴选和推广机制，而不是所有作品都适合以付费订阅方式变现；所以，阅文可以为飞读提供源源不断的优质内容。在早期，免费阅读会对付费形成一些冲击；但是，只要运营的好，阅文完全可以形成“免费广告+付费订阅”的分层变现模式。

图表 2：番茄、米读下架整改，飞读的竞争对手一时寥寥无几



来源：App Store, 国金证券研究所

“网络文学 IP 全产业链”的故事能讲通吗？

- 阅读网络小说本质上是一消磨时间、放松心情的休闲途径，主要追求的是故事情节和情感体验。除了作品本身的故事性以外，网络文学还创新性地作者与读者、读者与读者之间通过实时更新章节、“作者有话要说”以及读者评论区等形式，深度联系起来，不断挖掘社交共鸣价值。在移动互联网技术基础已经较为完善的今天，网络文学行业所赋予用户的核心价值正是在于阅读的优质内容以及内容所衍生出的粉丝社交潜力。一个又一个“大 IP”，正是在反复互动乃至二次创作的过程中，发展成熟的。
- IP 的核心价值在于粉丝凝聚力和完整生态发展潜力。2019 年 5 月 29 日零点，“0529 叶修生日快乐”在微博热门话题排行榜中攀升至首位。叶修并非什么流量明星，而是 2014 年在起点中文网完结的小说《全职高手》中的人物角色。2018 年《全职高手》推出动画剧集，2019 年还推出了真人

电视剧和动画大电影。《全职高手》5 年热度不减，说明网文 IP 中的虚拟偶像拥有与真人明星相似的粉丝凝聚性，甚至有着更大的想象空间，从而留下了广阔的再创作空间。从读者自发推荐小说扩散粉丝群，到绘画、衍生小说等二次同人创作，IP 的边界不断扩大。下一步，就是实体衍生如主题咖啡馆、玩偶等全面铺开，漫画、有声书、广播剧、影视剧、舞台剧和游戏等多样化形式将原本可能“小众”的 IP 形象辐射向大众视野。

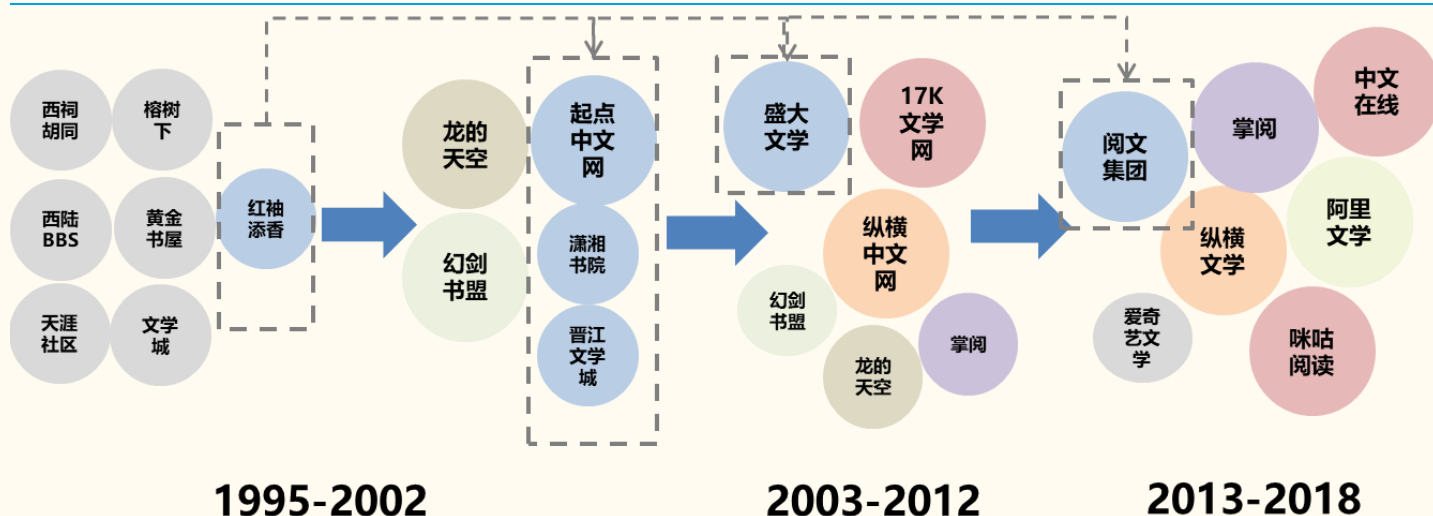
- **布局下游 IP 版权变现，新丽传媒并购之后还有想象的空间。**阅文集团 2018 年 10 月 31 日完成新丽传媒 100% 股权的收购，新丽传媒 2018 年贡献 2 个月的收入 2.75 亿元和纯利 6790 万元；2019 年上半年贡献收入 6.64 亿元和纯利 9550 万元。但是，阅文的版权运营布局绝不仅限于新丽传媒：在游戏授权、自研游戏、动漫作品等方面，阅文正在取得长足的进展。毫不夸张地说，阅文的“IP 全产业链变现”故事终于讲得通了。

数字阅读行业，阅文集团在内容渠道两维度占优

网络文学的发展潜力，以及阅文集团不可动摇的地位

- 网络文学，不仅仅以网络为传播手段，其整个创作过程也发生在网络上。区别于传统文学将作者置于封闭位置，网络文学的作者通过定期更新，在一定时间维度下，与读者保持交互频率。网络文学的强交互性，为用户粘性强化、激发用户付费行为奠定了基础。与此同时，网络文学还具有明显类型化的特点，满足用户的多样消费需求，娱乐实用性较强，为读者社群化、圈子化提供向心逻辑，进一步加强“粉丝经济”下的消费需求。正因为彻底的类型化、娱乐化，网络文学在改编影视、游戏作品的“IP 变现”方面，具备天然的优势。
- **在网络文学二十年的发展历程中，阅文是最大的推动者。**阅文旗下的内容创作及发布平台有起点中文网、创世中文网、云起书院、红袖添香、潇湘书院、起点女生网等；还有内容分发渠道 QQ 阅读等。此外，阅文亦借力腾讯渠道如手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯视频和微信读书拓展用户基础。其中，起点中文网首创网络文学行业 VIP 付费标杆，网络文学的可持续变现模式就此拉开帷幕。免费试读+分章节订阅成为行业的默认标准，章节订阅的付费逻辑不仅加强核心用户群粘性，更加激励作者进行优质内容的持续创作。起点中文网的核心创始人员也是阅文集团的管理团队成员，他们对网络文学内容、运营等方面的经验可谓无人能敌。

图表 3：网络文学行业发展变迁史图示

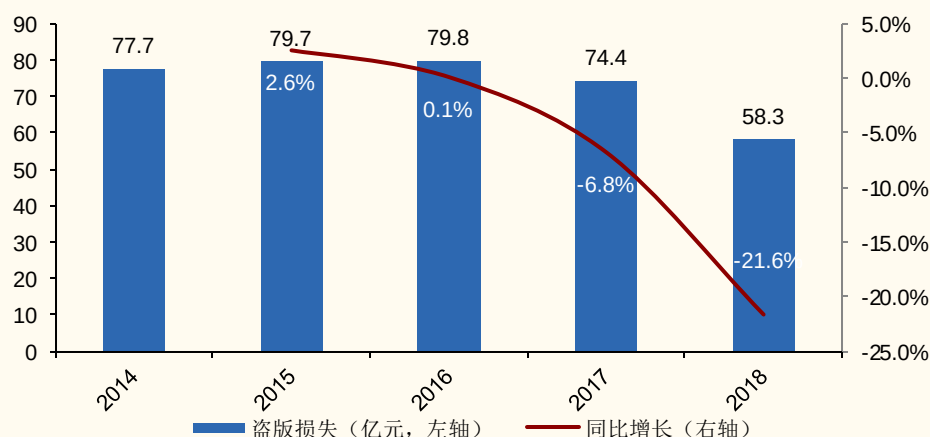


来源：国金证券研究所绘制

- 我们认为，网络文学市场还远远没有见顶，变现空间很大。目前在线阅读付费率仍较低主要原因在于盗版小说猖獗，盗版成本较低。盗版网站一般

以广告盈利为主，比较畅销流行的小说几乎都难逃被盗版的命运；阅文集团旗下起点中文网中的头部小说是盗版网站的主要内容来源。根据艾瑞咨询发布的报告，2018 年中国网络文学整体盗版损失规模为 58.3 亿元，比 2017 年降低 21.6%。相比之下，2018 年阅文集团在线阅读的自有平台产品的收入是 38.28 亿元，我们估计，中国网络文学盗版损失规模中 80% 来自阅文集团内容的盗版；也就是说，盗版阅文集团内容的规模是目前正版收入体量的 1.22 倍！假设盗版完全被抑制住，并且盗版用户有 50% 转化为付费用户，那么每年阅文将额外获得 29.2 亿元的付费收入。

图表 4：2014 年至 2018 年中国网络文学盗版损失规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

注：以上数据根据艾瑞 Usertracker 多平台网民行为监测数据库（桌面及智能终端）和 iClick 用户调研数据进行艾瑞中国网络文学损失模型估算得出。

- 在过去十多年当中，互联网用户逐渐养成了对游戏、长视频、动漫内容的付费习惯，这些领域的盗版得到了有效遏制。不可否认，网络文学盗版的门槛较低、查处难度较大，但是并不意味着无法查处。在监管部门的扫黄打非行动当中，打击盗版一直是重中之重。近年来，浏览器、贴吧、BBS 等盗版小说集散地，也反复进行了自我整改。我们相信，网络小说盗版率将随着时间下降；正义会迟到但不会缺席，时间站在阅文这一边。

在内容和渠道两个层次，阅文集团均处于领先地位

- 数字阅读行业目前呈寡头垄断格局，依托内容和渠道优势，阅文均占相对优势地位。从内容供给端来看，数字阅读内容来源主要有网络文学、国内出版物以及国外出版物引进这三类。其中，网络文学的内容生产体量远远大于后两者；在网络文学连载（生产）过程中，“追更”的读者同步参与，持续联动效应更强。从内容分发渠道来看，阅读移动化已成定局，移动端流量瓜分主要依赖原生内容品牌效应、社交新闻综合端导流、手机预装以及广告营销。在移动流量红利耗尽的情况下，中国的移动互联网用户在短期内不会再有爆发式增长，“强者恒强”成为常态。
- 当前中国数字阅读市场处于“一超多强”状态。在内容端和渠道端，阅文均接近最高水平；掌阅在渠道端不逊于阅文，但是在内容端有一定劣势；比阅文、掌阅更逊一筹的，是中国移动旗下的咪咕阅读；阿里文学、爱奇艺文学等，则处于相对更低的生态位上。过去多年，数字阅读市场经过了一轮又一轮的资本冲击、技术更迭，上述竞争格局可谓“长期稳态”，不太可能在短期内被颠覆——即便是免费阅读也不可能。

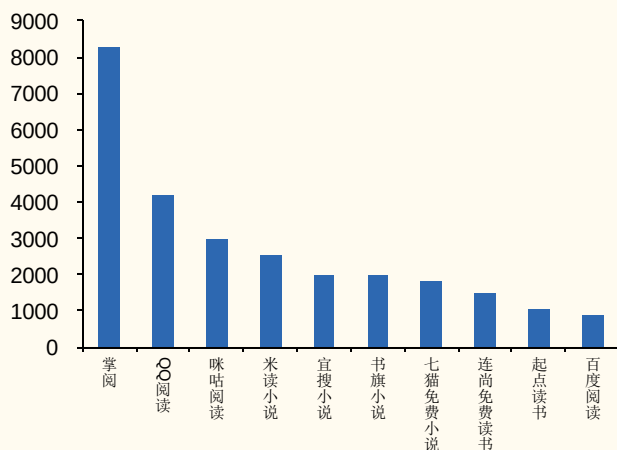
图表 5：数字阅读行业格局象限图



来源：国金证券研究所绘制

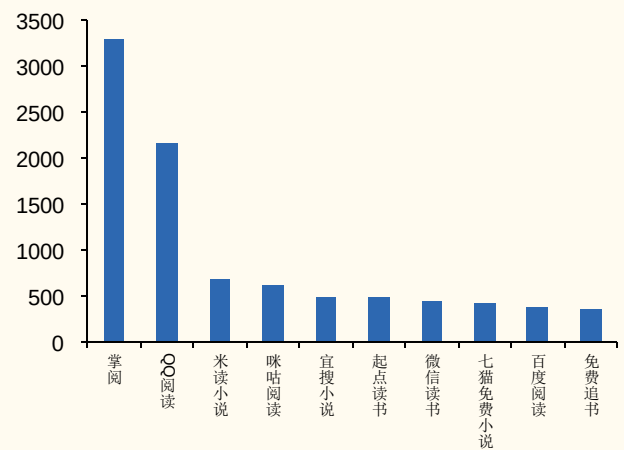
- 在移动阅读市场，掌阅和 QQ 阅读的 MAU 和 DAU 处于领先地位。根据独家国金研究创新中心的独家监测数据，在 2019 年 8 月，位列 MAU 前三的移动阅读 App 为掌阅、QQ 阅读和咪咕阅读，位列 DAU 前三的 App 分别为掌阅、QQ 阅读和米读小说。掌阅和 QQ 阅读的领先地位较为明显。而且，阅文旗下的微信读书、QQ 阅读和起点读书用户活跃度（DAU/MAU 比例）排名位列前三。值得一提的是异军突起的米读小说，以免费模式突围在新增流量上助力不少，大规模广告营销加持下用户流量成绩亮眼。不过，阅文已经意识到了威胁，并推出了对标 App 飞读。

图表 6：2019 年 8 月移动阅读 APP MAU（万）排名



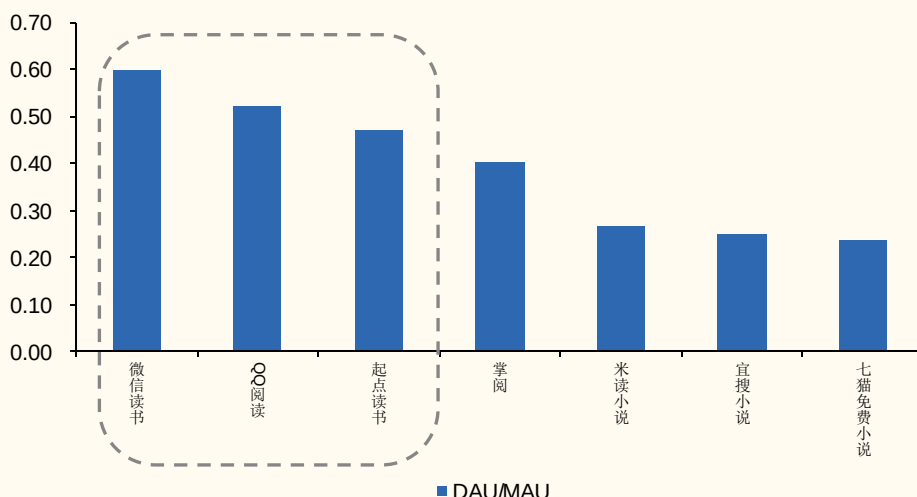
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 7：2019 年 8 月移动阅读 APP DAU（万）排名



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 8：2019 年 8 月移动阅读 APP 用户活跃度



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

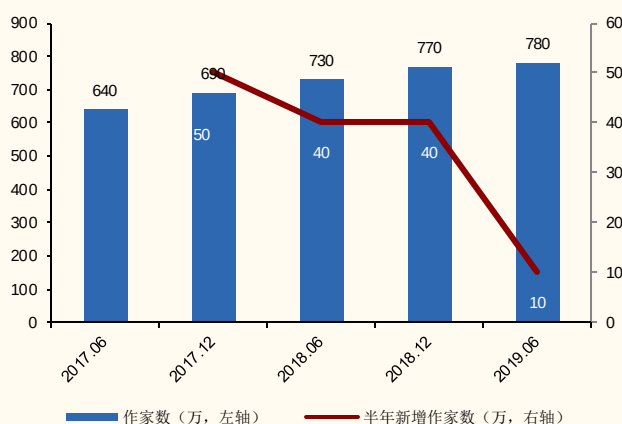
- 除了 QQ 阅读、起点读书、飞读等自有平台，阅文还从腾讯渠道获得大量用户。2019 年 2 季度末，阅文自有平台平均 MAU 为 1.16 亿，腾讯自营渠道平均 MAU 为 1.02 亿，合计 2.17 亿。虽然阅文自营平台的 MAU/DAU 并不显著高于掌阅等竞争对手，但是加上腾讯渠道，用户优势就很明显了。而且，阅文系平台的用户活跃度远高于大部分竞争对手，这意味着更高的用户黏性和长期变现空间。在后续章节，我们将深入分析阅文集团在内容和渠道两个方面的竞争优势，及其保持优势的能力。

内容资源壁垒是核心优势，用户从“广”到“深”渗透

阅文集团真正的内容壁垒，是不断加固的“腰部作者”资源

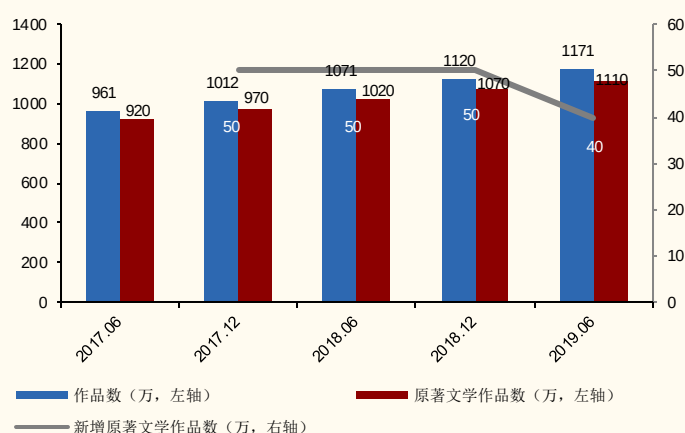
- 在虹吸效应下，作者和读者资源集中，阅文集团得以形成内容壁垒。网络文学行业为什么能吸引用户付费？关键是源源不断的优质内容供应。在现阶段，读者最乐意付费的是流行连载作品——只要连载尚未停止，读者就有“追更”的动力，就能形成悬念，并与作者实时互动。至于已经完本的作品，虽然可能保持较高热度（例如《全职高手》）、创造 IP 改编价值，但是付费订阅价值一般都会迅速下降。因此，能否培育丰富的作者和作品梯队、保持源源不断的连载供应，是付费渗透率和 ARPU 的决定性因素。
- 优质作者资源还是匮乏的，潜在资源流向会有明显倾斜性。目前，网络文学作者的职业化程度仍处于较低水平，大多数作者是兼职从事创作。虽然近年网络文学作者的收入和保障体系日趋完善，但仍然不够。故而，平台首先要具备吸引新生作者的能力，才能进一步具备“造血机制”。毕竟，明天的“大神作家”都来自今天的“萌新”。
- 阅文作为最早实现网络文学商业化的平台，对作者的吸引力主要在于：①平台用户基数，给予作品更高的曝光度；②平台的收入、保障、培养体系；③平台与 IP 产业链合作的资源优势，为作品二次变现提供可能性。在成熟市场，作者尤其是新生作者资源会较为明显地向具备完善机制的大平台倾斜。2017-2018 年，阅文集团年度新增作家 80 万人，新增作品 108 万部，其中原著文学作品新增 100 万部。根据阅文集团《2018 中国网络文学发展报告》，阅文当年新增的作者中 95 后作者占 48%，90 后作者占 73%。2019 年上半年，公司作者总数高达 780 万人，较年初新增 10 万人；原著作品数为 1110 万部，较年初新增 40 万部。

图表 9：阅文集团 2017 年至 2019 年 6 月作家数（万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：阅文集团 2017 年至 2019 年 6 月作品数（万）

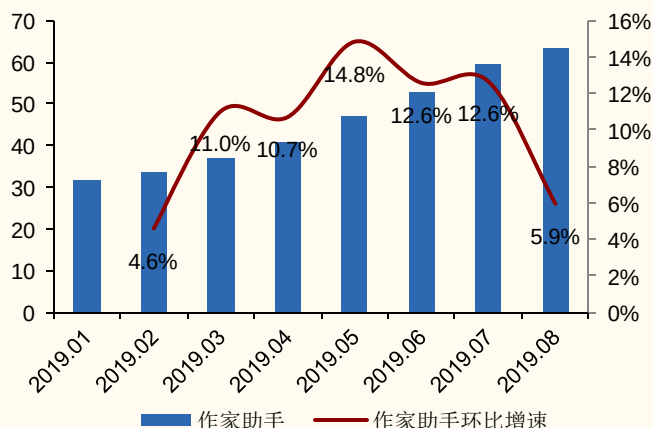


来源：公司公告，国金证券研究所

注：阅文作品包括原著文学、来自第三方平台作品以及纸质图书数字电子版。

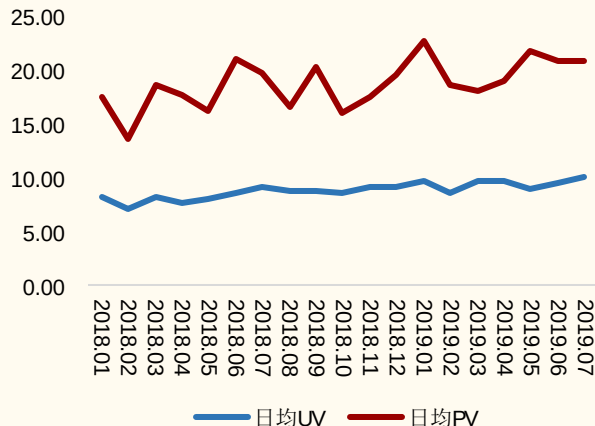
- 一般作者在上传或修改文稿时，会登录移动端作家助手 App 或 PC 端作家专区页面，我们特别监测了作家访问移动端和 PC 端的情况。2019 年上半年，阅文旗下作家助手 App 的 MAU 在 30-60 万之间波动，基本维持着同比两位数的增速。即便在 2019 年 5-7 月内容监管明显趋严、大批作品被平台主动下架或整改的情况下，作家助手 App 的 MAU 还是维持着增长。这从一个侧面说明了阅文的作家生态系统是何其活跃。

图表 11：阅文旗下作家助手 App MAU 趋势（万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 12：阅文作家专区 PC 端页面访问情况（万次）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 头部作者和作品的品牌广告效果更为突出，有天然的广而告之效果。网络文学的付费收入，无非是用户基数(MAU/DAU)、付费渗透率、ARPU 的综合结果。头部作者和作品的主要作用在于用户基数层面——它们具有天然的广告效应和品牌效应，为阅文集团引流添上有力一笔。根据 2019 年 9 月 4 日百度搜索风云榜（百度指数）中网络小说排行分类，位列前 20 部的作品中有 18 部作品归属于阅文集团旗下平台，占比达 90%。百度搜索排行榜中位列前 10 名的小说中有 8 部归属于阅文，占比达 80%。与一般人想象的不同，由于头部作品数量极少、又是盗版的重灾区，它们对付费渗透率和 ARPU 的贡献反而不一定很高。

图表 13：百度搜索风云榜-网路小说分类

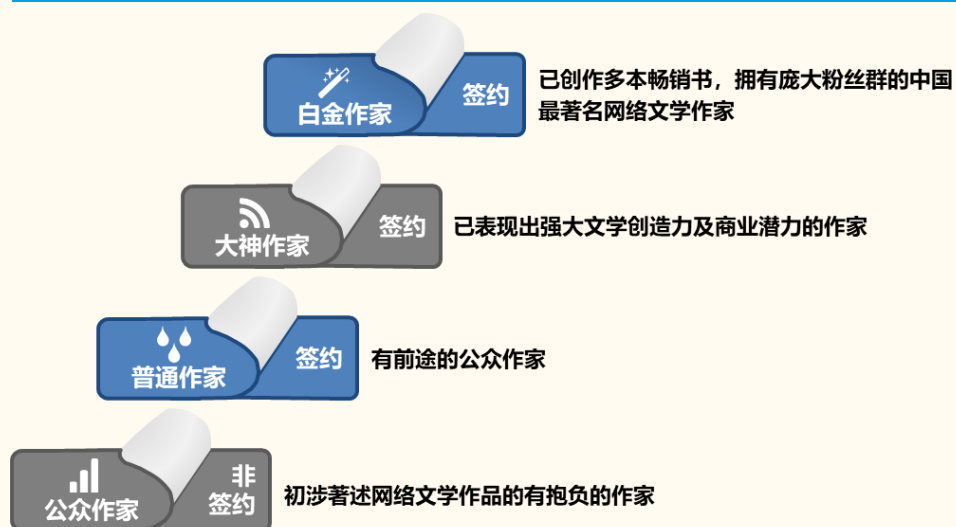
排名	关键词	作者	所属平台	所属公司	百度指数值
1	剑来	烽火戏诸侯	纵横中文网	百度文学	26489
2	元尊	天蚕土豆	起点中文网/纵横中文网	阅文集团/百度文学	17161
3	长安十二时辰	马伯庸	17k小说网	中文在线	13223
4	圣墟	辰东	起点中文网/创世中文网	阅文集团	10400
5	凡人修仙传仙界篇	忘语	起点中文网	阅文集团	10339
6	诡秘之主	爱潜水的乌贼	起点中文网	阅文集团	10246
7	逆天邪神	火星引力	纵横中文网	百度文学	9589
8	全球高武	老鹰吃小鸡	起点中文网	阅文集团	9245
9	牧神记	宅猪	起点中文网	阅文集团	8993
10	斗破苍穹	天蚕土豆	起点中文网/纵横中文网	阅文集团/百度文学	8241
11	斗罗大陆	唐家三少	起点中文网	阅文集团	8172
12	全职法师	乱	起点中文网	阅文集团	7442
13	武炼巅峰	莫默	起点中文网	阅文集团	7161
14	伏天氏	净无痕	起点中文网/创世中文网	阅文集团	6781
15	修真聊天群	圣骑士的传说	起点中文网	阅文集团	6078
16	明朝败家子	上山打老虎	起点中文网	阅文集团	5909
17	大道朝天	猫腻	起点中文网	阅文集团	5195
18	万古神帝	飞天鱼	起点中文网	阅文集团	5126
19	三寸人间	耳根	起点中文网	阅文集团	5080
20	赘婿	愤怒的香蕉	起点中文网	阅文集团	5055

来源：百度搜索风云榜，国金证券研究所

注：此排行榜为百度搜索风云榜中今日小说排行榜（仅包含网络小说），统计截至 2019 年 9 月 4 日。榜单中所属平台和所属公司均指作品版权归属。

- 作家培养的标准化流程，是培养优质腰部作者、为平台持续“造血”的关键。因为头部作者数量稀缺、产能有限以及成本较高，单纯依靠高薪挖角去建立头部作者体系是不可取、不可持续的——这也是诸多新兴网络文学平台失败的关键。正确的做法是：建立完善的作者培育体系，形成造血机制。新生作者、腰部作者和头部作者之间不是泾渭分明的，最理想的状态是腰部作者群体力量强劲，承上启下，源源不断地从中产生头部作者。在这方面，阅文可谓遥遥领先：以起点为例，形成了“白金作家”“大神作家”“普通作家”等多层级签约体系，阅文集团还有“最明星榜单”设置。阅文开设了“阅文星学院”等对作者进行专业培训，旗下各内容平台都有自己的新作者扶持计划。2019 年 5 月，阅文集团还发布了“百川计划”，决心进一步强化作者生态系统、加大内容投入。

图表 14：阅文集团作家体系层级



来源：招股说明书，国金证券研究所绘制

- 综上所述，竞争对手通过挖角来打破阅文内容壁垒的努力，是注定要失败的——你可以挖走一两个白金作家，但是能挖走几十个大神作家、几百几千个普通作家吗？你能复制起点的整个作者培训体系、作品发掘体系吗？

你的作者榜单有公信力吗？你能为新作者提供足够的激励和盼望吗？只要以上一条做不到，就不可能复制阅文的内容生态系统。过去多年，大批头部作者都曾经离开阅文平台，但是从来不曾危及阅文的统治地位。说到底，阅文从来就不是依靠头部作者生存的，今后也不会。

数字阅读渠道方法论：既追求“广”，也追求“深”

- 数字阅读行业的客群可以大致分为两类：**其一是大众阅读客群**，他们对于作品和作者没有特别的偏好，阅读对其而言是打发时间的消遣娱乐方式，阅读网络小说与阅读新闻资讯、贴吧等对其没有本质上的差别；故而，这类用户的粘性和留存率不是很高，仅将网络文学作品作为“爽文”来阅读，“弃看率”较高，平台转换成本较低。**其二是核心阅读客群**，他们对于某类型作品或是某些作者具有一定偏好和忠诚度，阅读是较为重要的娱乐方式，他们不仅接受被动的文章推荐，甚至会主动搜寻想要阅读的作品，并有意愿为之付费，用户粘性和留存率较高。因为平台会有自己签约的作者作品资源库，由于特定作者和作品存在，用户的转换成本较高。对于阅读平台来讲，盲目扩大覆盖面并不可取——关键是搞清楚自己面向的是大众阅读还是核心阅读客群，“广度”和“深度”要有优先级。

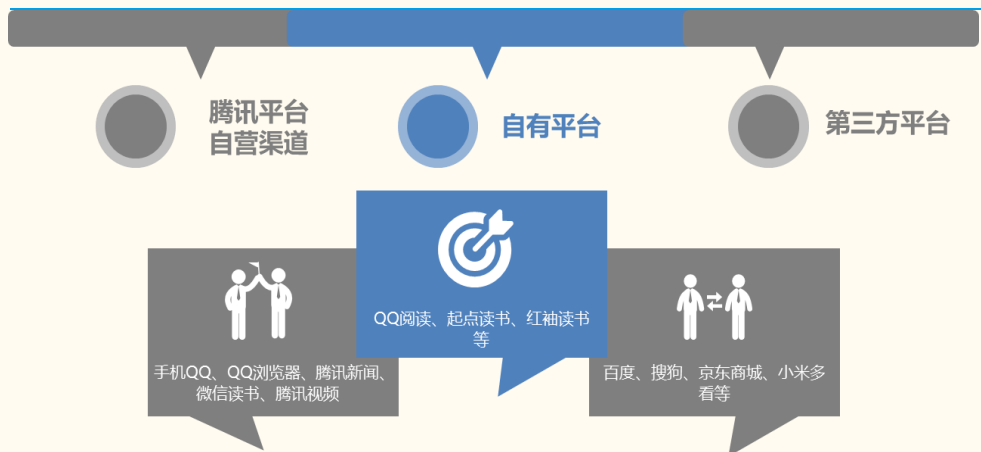
图表 15：数字阅读行业用户客群层级



来源：国金证券研究所绘制

- 阅文集团对于大众阅读客群和核心阅读客群采取分产品覆盖策略，核心竞争力是内容优势，而不是盲目扩大覆盖面。阅文集团旗下渠道包括：①自有平台：QQ 阅读、起点读书等；②腾讯平台自营渠道：手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、微信读书、腾讯视频等；③第三方平台：百度、搜狗、京东商城、小米多看以及安卓手机预装等。其中，针对核心阅读客群的产品线主要是以起点读书为主的垂直类阅读平台，而针对大众阅读客群的产品是以 QQ 阅读、腾讯平台自营渠道和第三方平台。
- “大众阅读”和“核心阅读”两类客群也不是完全割裂的。大众阅读客群在盗版打击监管环境趋严、付费习惯自然培养进程中，有一定概率会转换为核心阅读客群。与此同时，如果平台能够持续提供优质内容，一部分大众阅读客群会培养出口味和偏好，从而产生较强的付费意愿；监管部门打击盗版的行为，也将推动付费习惯的养成过程。总而言之，渠道优势的主要作用是扩大客群的“广度”（MAU 提升），内容优势则是加强客群的“深度”、留住用户、鼓励他们花钱买单（付费率和 ARPU 提升）。

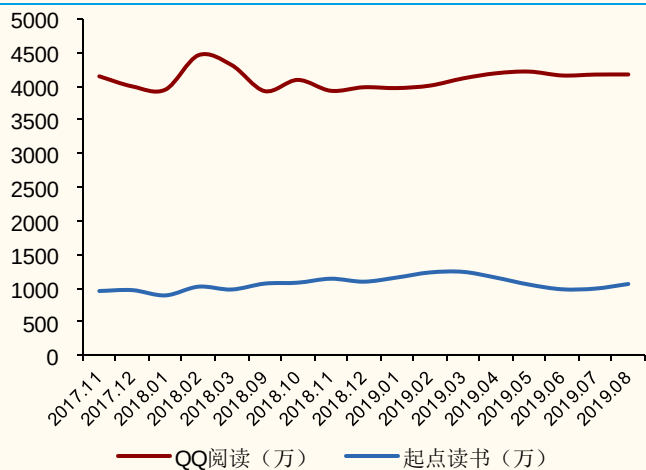
图表 16：阅文集团的内容分发渠道分类



来源：国金证券研究所绘制

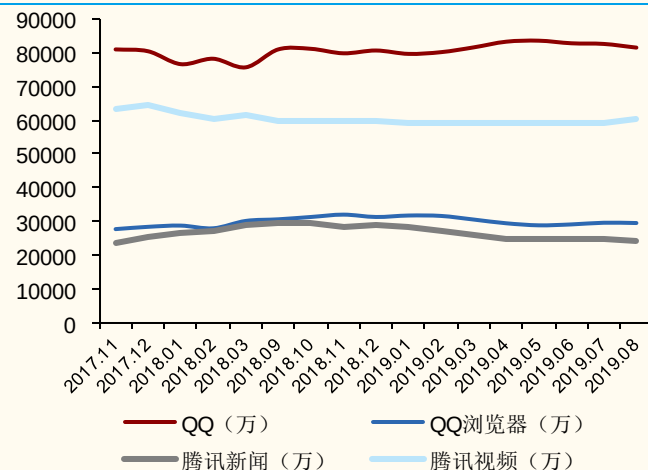
- 阅文集团旗下产品在流量瓜分战中保持着一定优势，其中 QQ 阅读仍是核心。根据我们的独家监测数据，QQ 阅读作为阅文集团核心产品，其 MAU 自 2017 年 10 月以来至 2019 年 8 月呈自然波动趋稳状态。而起点读书目前整体量级不大。从腾讯平台自营渠道来看，QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻以及腾讯视频的整体 MAU 稳定，此部分中导入阅读的流量很大程度上取决于腾讯对于流量的分配策略，如栏目设定位置、推荐位等。而作为纯粹阅读的 App，微信读书增势从 2019 年 4 月以来较为明显。
- 在腾讯旗下各流量入口中，微信迄今尚未对阅文进行主动导流。根据微信的运营策略，今后对合作伙伴将以“去中心化”导流为主，给阅文单独设置二级入口的可能性不大。不过，近期微信的产品迭代，有利于阅文的数字阅读内容占领用户时长：增加浮窗机制、允许多个浮窗；强化小程序的地位；重视“看一看”信息流……阅文的“长文阅读”模式不一定完全契合微信平台，但是通过针对性的运营，可以从微信取得一些流量。

图表 17：阅文集团自有平台 MAU 趋势



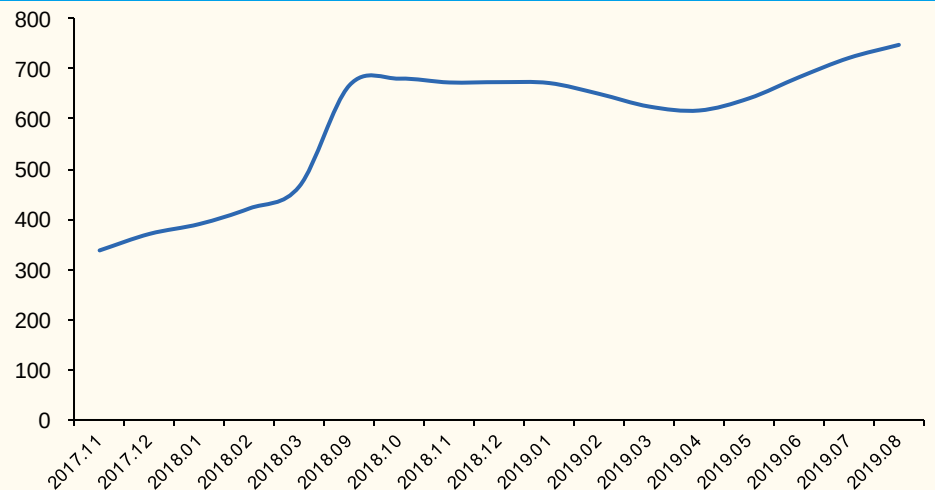
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 18：阅文集团腾讯平台（除微信读书）MAU 趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 19：微信读书的 MAU 趋势（万）

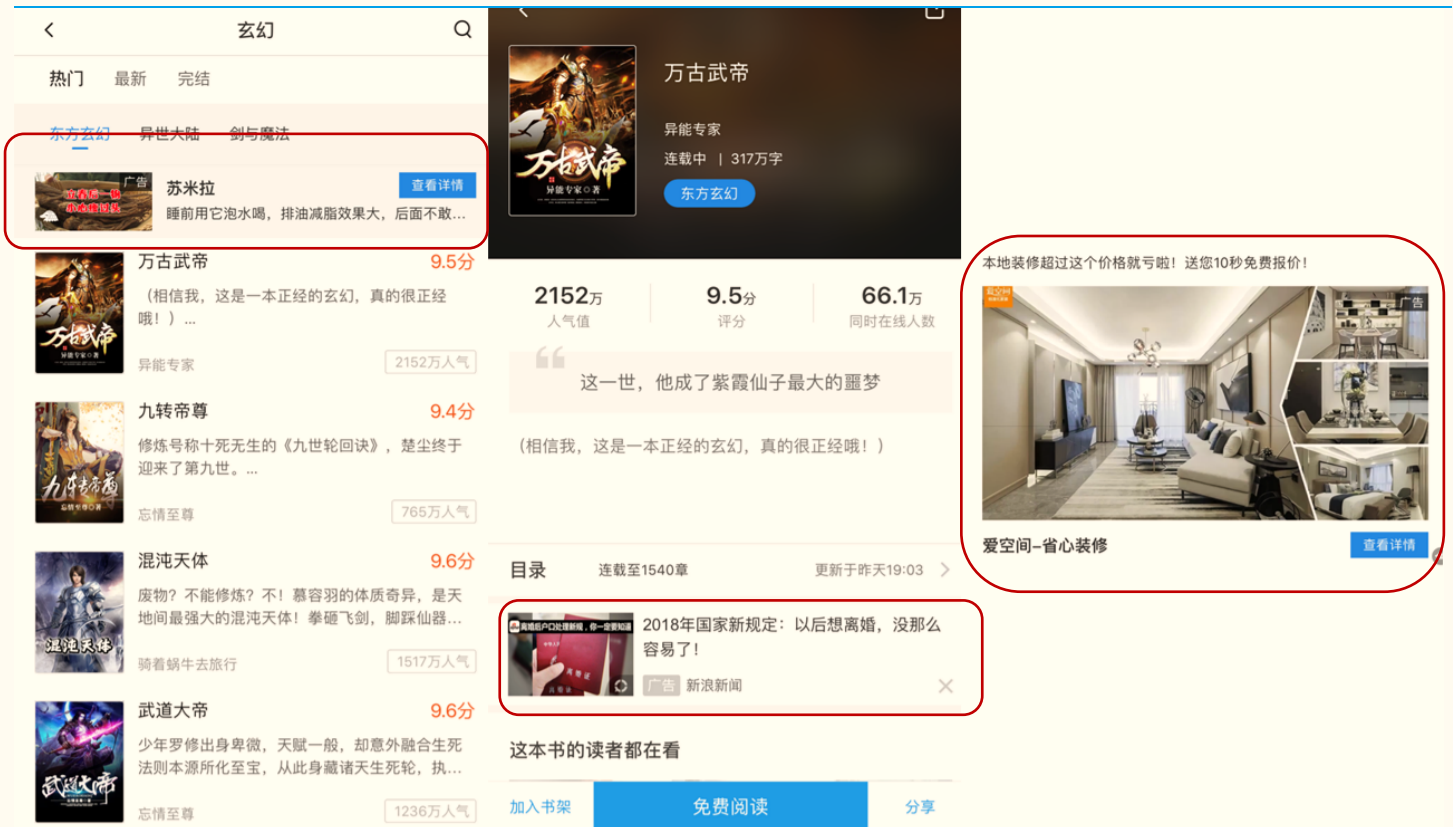


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

免费阅读这场战役，阅文完全可以赢下来

- 坦率地讲，在获客成本高企、阅读用户日趋成熟的情况下，付费阅读的商业模式的可持续性更高。免费阅读 App 的用户基数激增，其实更多的是圈占了“大众阅读客群”，甚至圈入了很多本来不看网文的用户。以大规模投放广告（买量）来吸引下载 App 后，免费阅读 App 尚未打通持续盈利的变现逻辑。阅文集团已经涵盖了大部分“核心阅读客群”，这部分市场份额很难被新进入者动摇。在内容壁垒稳固的情况下，大众阅读客群可能转化为核心阅读客群，但是反方向的转化就很困难了。针对大众阅读客群，阅文集团推出的免费阅读 App 更大意义上是防御性产品。
- 免费阅读 App 依靠广告模式盈利，本质是信息流广告。虽然有很多阅读 App 标明是“免费阅读”，如连尚读书，但是在阅读时还是“免费阅读部分章节 + 后续章节付费解锁”的传统付费阅读模式。2018 年 5 月上线的米读小说是第一款真正意义上的免费阅读 App，完全不需要用户付费，通过广告实现盈利。米读是趣头条旗下的移动阅读产品，内容采购自第三方内容平台。它的广告模式是：在书单列表，每隔 5 条有 1 条广告；进入书籍页面的目录下方以及阅读书籍过程中，每隔 6 页会出现 1 幅全屏广告。此后，字节跳动旗下的番茄、百度持股的七猫纷纷上线，均采取了“免费阅读 + 广告变现”模式，免费阅读大战愈演愈烈。

图表 20：米读小说 App 界面

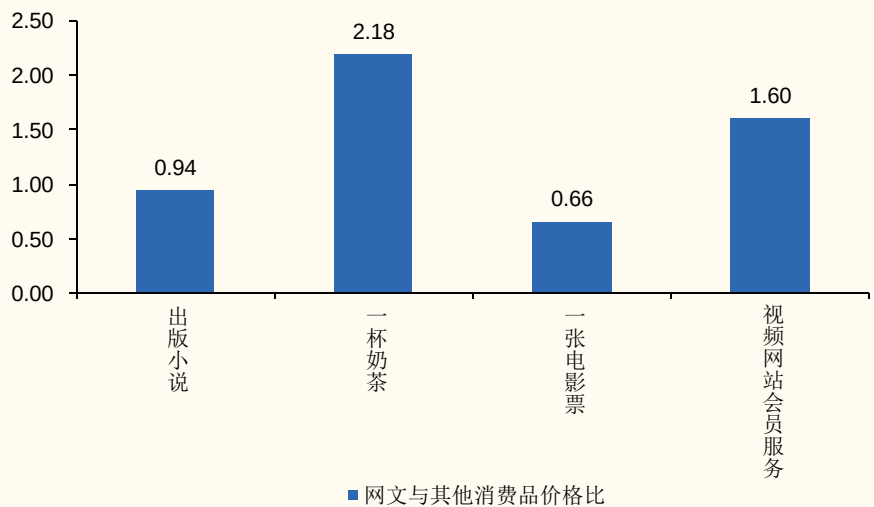


来源：米读小说 App，国金证券研究所

注：左图为米读小说书籍列表中广告，中图为进入书籍界面后的展示广告以及右图为阅读过程中的全屏广告。

- **免费与付费模式之争，是现阶段在线阅读用户分层所导致的现象；付费阅读的商业模式仍然有优越性。**免费阅读的广告变现模式，目前会更多地吸引一些大众或边缘化阅读人群，尤其是年龄较大、城市层级更为下沉的人。但是，用户的年龄、城市层级、阅读习惯都不是绝对割裂的，存在着流动性；而且，免费阅读的“下沉”反而可能为付费阅读培养新的用户。举个例子，拼多多的“下沉”没有导致淘宝、京东的衰落，反而为后者催熟了“五环外”电商市场。阅读市场也是这个逻辑。
- **为什么年龄较大的人喜欢免费阅读 App？**年龄较大的人群的成长环境，正是盗版猖獗的年代，当时不论是纸质书籍还是电子读物都不注重知识产权保护。从更深层次讲，在过去收音机广播、电视台节目的免费播放影响下，年龄较大的人群对于内容娱乐有着天然的“免费心态”。而年轻一代，特别是 95 后，对于内容直接付费的观念有了很大改善。近年来，游戏付费、长视频付费、音乐付费，都养成着年轻人群的内容付费习惯。所以，单纯依靠“免费阅读模式”去撬动年轻读者，不一定有好的效果。
- **在城市层面上，低线城市人群既要考虑绝对收入水平，又要考虑消费产品的相对价格。**按照 5 分/千字的订阅价格，如果是一部中长篇 50 万字的小小说（假设前 2 万字为免费试读，付费为 48 万字），全本付费价格为 24 元。与一次性消费品相比，一本网文小说并没有很大的溢价，甚至堪称便宜。当然，在三线以下城市，一杯奶茶、一张电影票卖的比一线城市更便宜，而网文小说的价格不会下降；但是，这种价格差距仍然不是不可逾越的。我们认为，低线城市人群更喜欢免费阅读，除了绝对价格因素，更多的是考虑各个消费账户的“心理配置因素”——他们倾向于给生活必需品、日用品分配更高的权重，给娱乐分配较低的权重。随着消费习惯的进步，上述“心理配置因素”不是不可改变的。

图表 21：网文小说与其他消费品相对价格比



来源：亚马逊，美团外卖，大众点评，爱奇艺，国金证券研究所测算

注：出版小说选取 50 万字左右小说《白鹿原》在亚马逊上的平装版本价格。奶茶选取美团外卖上“一点点”店铺中杯波霸奶茶的标准配料价格。电影选取上海万达影院一部国产 2D 电影《比悲伤更悲伤的故事》会员首单最低价格。视频网站会员服务选取爱奇艺会员连续包月价格。

- 从大众阅读客群向核心阅读客群的过渡需要时间，二者并没有形成完全的市场分割。阅读是一个沉浸式体验过程，如果在阅读过程中每隔几页就有广告界面展示，并且通过翻页就会不小心点到广告界面而跳出阅读界面，会极大削弱读者的积极性。类比同是沉浸式体验的长视频，如果在观看过程中插入与原本观看内容毫不相关的广告片段（非植入类广告或是场景重演有关联的广告形态），会十分影响观感。相比之下，新闻资讯、短视频等“非沉浸式”内容更适合中插广告和信息流广告。
- 如果读者对广告带有天然的抵触情绪，即便免费阅读能够吸引大量新进用户，其长期留存率、用户黏性也难以保证。对此，免费阅读 App 做出过一些针对性的改良。例如，米读小说在原有阅读插入广告模式下，还推出“米豆”机制，一定的米豆可以兑换免广告特权。故而，免费阅读内容+广告模式很难成为移动阅读的终极形态，直接对内容的付费不论从用户留存、内容质量激励以及成本控制角度都更容易成为稳态。

图表 22：米读小说的“米豆”免广告机制



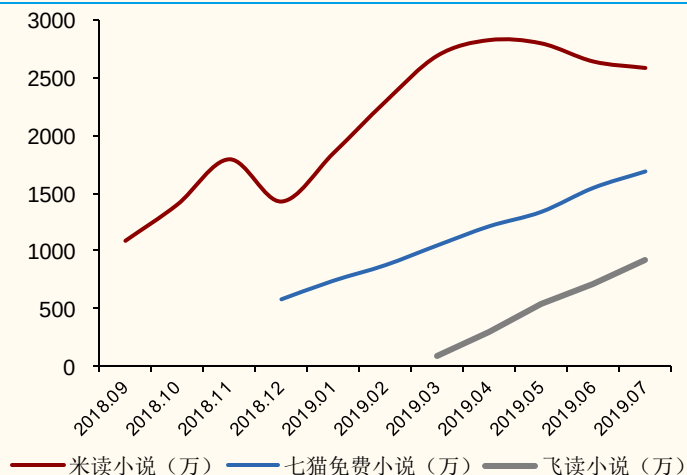
来源：米读小说，国金证券研究所

- 阅文推出免费阅读产品——飞读小说，产品本身作为新客“培养皿”意义更深，渠道拓宽和产品防御作用更大。飞读 App 于 2019 年 5 月全渠道上

线，此前已经在腾讯渠道进行过推广，其中内容由阅文旗下内容平台如起点中文网、创世中文网等提供。目前，飞读小说还没有大规模地在阅读过程中插入广告，不影响直接阅读感受。阅文倾向于从原本内容资源库中提取出一些作品供给免费阅读，而不是专门建立一个“免费内容库”。现阶段，飞读更像是针对米读、七猫等免费阅读 App 的防御性措施。

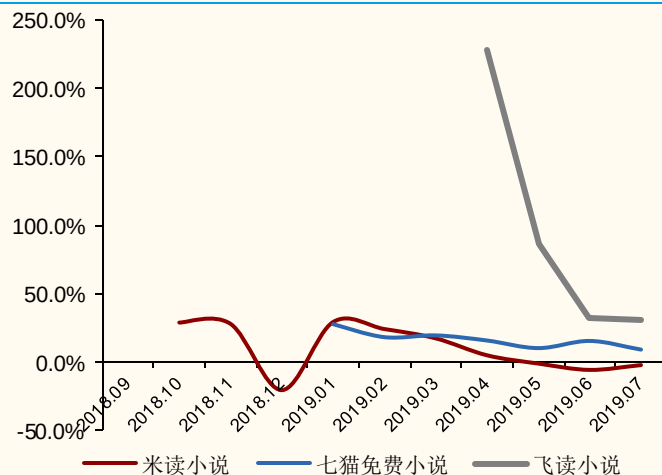
- 2019 年上半年，阅文集团的销售费用为 9.77 亿元，同比增长 85.2%，销售费用率也同比提升 9.8 个百分点；其中的增量，主要用在了对免费阅读 App 的推广上。从流量层面来看，在推出短短三个月内，飞读就拥有了约 1000 万 MAU，而且 MAU 环比增速仍然遥遥领先于全行业。虽然用户总数尚不及米读、七猫，但是飞读已经牢牢占据了一席之地。

图表 23：免费阅读 App MAU 对比



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 24：免费阅读 App MAU 环比增速对比



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

网络文学监管政策趋紧下，流量将进一步向优质内容集中

- “扫黄打非”行动持续进行，用户向优质合规内容集中。2019 年 5 月，阅文集团旗下起点中文网为严格落实监管部门要求，针对网络传播导向错误的作品进行了整改和清理。2019 年 5 月 21 日至 5 月 28 日，起点中文网“异术超能”、起点女生“N 次元”栏目暂停更新七天，进行全面的自查整改。起点全面复查全站内容，对不良信息和低俗内容进行重点清理；进一步加强审核系统和团队建设，将独立审核团队人数再扩大 20% 以上。在主流阅读平台中，起点是配合国家监管最积极、自查最严格之一。
- 根据我们对于起点中文网在事件窗口期前后各版块的作品数量统计，此次整改带来的整体影响体现为：作品数量减少 10.57 万本，减少幅度为 3.48%。其中，减少作品数量最多的是都市板块，减少 1.98 万本。其次为二次元（轻小说）和玄幻板块，分别减少 1.86 万本和 1.85 万本。与此同时，起点编辑在开新书、签约新作者时，严格把关，“劝退”了许多违规题材作品。不过，总体看来，起点受到的影响并不是伤筋动骨的，大部分作品尤其是头部作品并未受损。大量作品的下架，固然会影响短期用户体验和 ARPU，但是也会促使流量集中到合规优质作品上。

图表 25：2019 年起点中文网整改事件作品数量所受影响

作品数量	5 月 19 日	5 月 21 日	5 月 22 日	5 月 23 日	总变化幅度
玄幻	739,714	740,196	737,597	721,722	
增减		482	-2,599	-15,875	-18,474
增减幅		0.07%	-0.35%	-2.15%	-2.50%
奇幻	170,867	170,977	170,210	159,241	
增减		110	-767	-10,969	-11,736
增减幅		0.06%	-0.45%	-6.44%	-6.86%
武侠	51,758	51,824	51,471	45,378	
增减		66	-353	-6,093	-6,446
增减幅		0.13%	-0.68%	-11.84%	-12.44%
仙侠	250,889	251,016	250,252	236,460	
增减		127	-764	-13,792	-14,556
增减幅		0.05%	-0.30%	-5.51%	-5.80%
都市	393,932	394,092	392,724	374,244	
增减		160	-1,368	-18,480	-19,848
增减幅		0.04%	-0.35%	-4.71%	-5.04%
现实	14,494	14,494	14,494	43,492	
增减		-	-	28,998	28,998
增减幅		0.00%	0.00%	200.07%	200.07%
军事	21,849	21,867	21,781	20,623	
增减		18	-86	-1,158	-1,244
增减幅		0.08%	-0.39%	-5.32%	-5.69%
历史	87,038	87,123	86,756	77,225	
增减		85	-367	-9,531	-9,898
增减幅		0.10%	-0.42%	-10.99%	-11.36%
游戏	116,800	116,865	116,500	108,311	
增减		65	-365	-8,189	-8,554
增减幅		0.06%	-0.31%	-7.03%	-7.32%
体育	10,960	10,968	10,929	9,109	
增减		8	-39	-1,820	-1,859
增减幅		0.07%	-0.36%	-16.65%	-16.95%
科幻	173,914	174,078	173,203	157,333	
增减		164	-875	-15,870	-16,745
增减幅		0.09%	-0.50%	-9.16%	-9.62%
悬疑灵异	75,464	75,541	74,961	66,996	
增减		77	-580	-7,965	-8,545
增减幅		0.10%	-0.77%	-10.63%	-11.31%
女生网	798,286	798,281	797,464	800,082	
增减		-5	-817	2,618	1,801
增减幅		0.00%	-0.10%	0.33%	0.23%
二次元(轻小说)	131,947	132,122	131,184	113,490	
增减		175	-938	-17,694	-18,632
增减幅		0.13%	-0.71%	-13.49%	-14.10%
合计	3,037,912	3,039,444	3,029,526	2,933,706	
增减		1,532	-9,918	-95,820	-105,738
增减幅		0.05%	-0.33%	-3.16%	-3.48%

来源：起点中文网，国金证券研究所

注：①2019 年 5 月 21 日 15:00 起至 2019 年 5 月 28 日 15:00。②标黄部分为增减幅度超过 10%的板块。

- 事实上，起点平台通过严格的自我整改，满足了监管要求，从而避免了更大的损失。2019 年 7 月 16 日，北京、上海执法部门分别约谈晋江文学城、番茄小说、米读小说，责令晋江停止经营性业务 15 天，番茄、米读停止经营性业务 3 个月。相比之下，阅文成为了受损最小的。可以想象，QQ 阅读、起点、飞读必将接收一部分竞争对手暂停经营期间流失的用户。
- 阅文为什么能够提前响应监管要求、避免更大的损失呢？我们认为，这是必然的。首先，起点等“阅文系”内容平台已经有了十多年的内容监管历史，熟悉监管合规的要求。其次，“阅文系”内部的优质合规内容足够多、

品牌足够好，不需要依靠“打擦边球”的违规内容去吸引流量。在监管措施“常态化”以后，阅文这样长期合规经营的平台反而会更受益。

阅文集团在 IP 全产业链拓宽还有哪些期待？

IP 价值对游戏和动画改编在逐步落实

- **IP 价值逐步兑现，游戏和动画改编还具备更为广阔的空间。**自从上市以来，资本市场对阅文集团的希冀就存在于两方面：第一是在线阅读本身的价值，第二是 IP 变现的价值。2017-18 年，投资者理解的“IP 变现”主要是指真人影视变现，尤其是改编电视剧（无论是授权还是自主开发）；但是，网络文学 IP 变现的范围远远超过了真人影视。2019 年上半年，在游戏改编和动漫改编方向上，阅文已经取得初步的成绩。
- 在游戏方面，阅文游戏与 37 手游、极光网络、中手游、米娅游戏等联合成立了 IP 联盟，共同推进 IP 改编游戏的开发制作。在游戏开发上，阅文有自主研发和合作开发两种模式；同时，还以对外授权、收取分账的方式进行变现。2019 年《新斗罗大陆手游》改编自《斗罗大陆》，取得了较高的流水。阅文已经将《全职高手》的游戏改编权授予腾讯，腾讯正在进行开发。
- 网络文学究竟适不适合改编游戏？其实，取决于合适的玩法、合格的产品质量。2019 年 7 月，腾讯代理、根据著名网络小说《龙族》改编的开放世界 MMORPG《龙族幻想》公测，取得了首日新进 400 万以上、首月流水 8 亿以上的骄人战绩。此前，许多网文 IP 改编手游失败，主要是产品质量不过关导致的；“网文 IP + 优质研发”才是成功之道。
- 在网络动画方面，阅文既有 IP 版权售卖，又有自行出品。根据我们的统计，2019 年 3 月-6 月完成网络动画备案中，采用阅文系（包括起点、晋江）IP 改编的动画占比 20.3%，共 25 部。其中，《斗罗大陆》、《幻游猎人》、《择天记》、《星辰变》、《异常生物见闻录》等已改编成游戏，《全职高手》游戏正在开发中。网文、游戏、动画具有一定联动性，随着阅文 IP 全产业链开发实力的提高，还将为版权运营及其他业务贡献收入。

图表 26：2019 年阅文系 IP 网络动画改编完成备案列表

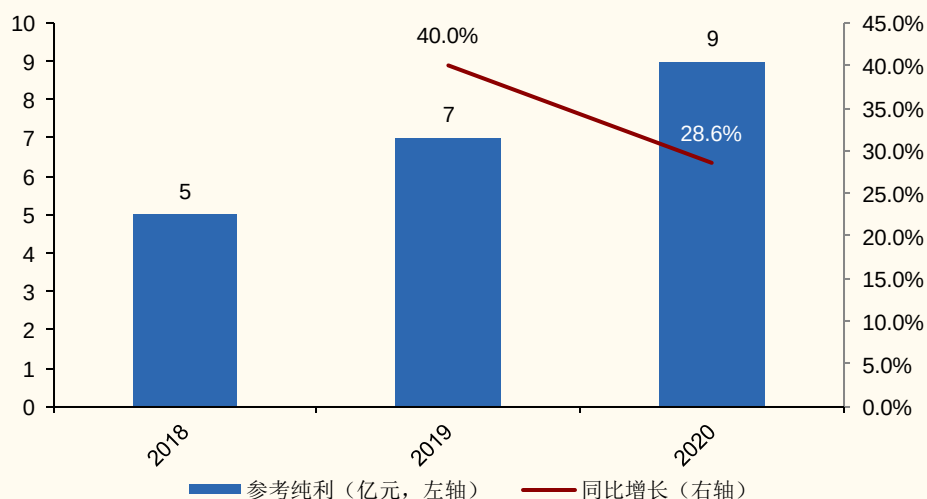
序号	节目名称	节目类型	申报机构	完成备案时间	IP 来源	预计播出平台
阅文出品						
1	全职高手第二季上篇	网络动画片	上海阅文影视文化传播有限公司	2019 年 3 月	起点中文网	腾讯视频，哔哩哔哩
2	全职高手第二季下篇	网络动画片	上海阅文影视文化传播有限公司	2019 年 3 月	起点中文网	腾讯视频，哔哩哔哩
3	幻游猎人	网络动画片	上海阅文影视文化传播有限公司	2019 年 5 月	起点中文网	未定
4	择天记第五季	网络动画片	上海阅文影视文化传播有限公司	2019 年 5 月	起点中文网	未定
5	星辰变之羽立沧海下篇	网络动画片	上海阅文影视文化传播有限公司	2019 年 6 月	起点中文网	未定
6	星辰变之羽立沧海上篇	网络动画片	上海阅文影视文化传播有限公司	2019 年 6 月	起点中文网	未定
其他方出品（阅文系 IP，含起点中文网、晋江文学城 IP）						
1	异常生物见闻录（上）	网络动画片	上海幻电信息科技有限公司	2019 年 3 月	起点中文网	哔哩哔哩
2	异常生物见闻录（下）	网络动画片	上海幻电信息科技有限公司	2019 年 3 月	起点中文网	哔哩哔哩
3	魔道祖师	网络动画片	重庆甲辰影视动画有限公司	2019 年 3 月	晋江文学城	腾讯视频
4	仙王的日常生活（下部）	网络动画片	上海幻电信息科技有限公司	2019 年 4 月	起点中文网	哔哩哔哩
5	你在星光深处第一季（上部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
6	解药（上部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
7	解药（下部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
8	民调局异闻录	网络动画片	重庆甲辰影视动画有限公司	2019 年 5 月	起点中文网	未定
9	你在星光深处第一季（下部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
10	残次品第一季（上部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
11	残次品第一季（下部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
12	天宝伏妖录第一季（上部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
13	天宝伏妖录第一季（下部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 5 月	晋江文学城	哔哩哔哩
14	斗罗大陆之铅华洗尽	网络动画片	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2019 年 5 月	起点中文网	未定
15	斗罗大陆之小舞诀别	网络动画片	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2019 年 5 月	起点中文网	未定
16	武庚纪之三界缘起	网络动画片	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2019 年 5 月	起点中文网	未定
17	天官赐福（上部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 6 月	晋江文学城	哔哩哔哩
18	天官赐福（下部）	网络动画片	上海宽娱数码科技有限公司	2019 年 6 月	晋江文学城	哔哩哔哩
19	斗罗大陆之昊天杨威	网络动画片	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2019 年 6 月	起点中文网	未定

来源：国家广播电视总局，起点中文网，晋江文学城，腾讯视频，哔哩哔哩，国金证券研究所

收购新丽传媒，纵向深化 IP 全产业链变现价值

- 阅文集团于 2018 年 10 月 31 日完成新丽传媒 100% 股权的收购，建立了自主的影视内容开发能力。新丽传媒 2018 年贡献收入 2.75 亿元和纯利 6790 万元；2019 年上半年贡献收入 6.64 亿元和纯利 9550 万元。新丽传媒的收购价约 155 亿元，参考 2018 年纯利基准 5 亿元，对应 P/E 为 31 倍。新丽传媒管理团队在交易完成时收到约定对价的约 40%（15 亿元的现金和 26 亿元的股票），余下对价将被递延并取决于未来的财务表现。新丽传媒 2018/2019/2020 承诺参考纯利分别为人民币 5 亿/7 亿/9 亿元。
- 2018 年新丽传媒实现纯利 3.24 亿，由于部分剧目延播等原因，并未完成当年纯利 5 亿的业绩承诺。因此，2018 年的获利计酬代价由 20.42 亿元减少至 11.88 亿元。2019-20 年，由于影视行业整体不景气、监管趋严、收入确认时间推迟，我们估计新丽仍然很难完成业绩承诺；这并不代表新丽自身的行业地位或内容开发能力出现了问题。通过收购新丽建立影视内容行业的“闭环”，在战略上仍然是一个正确的选择。

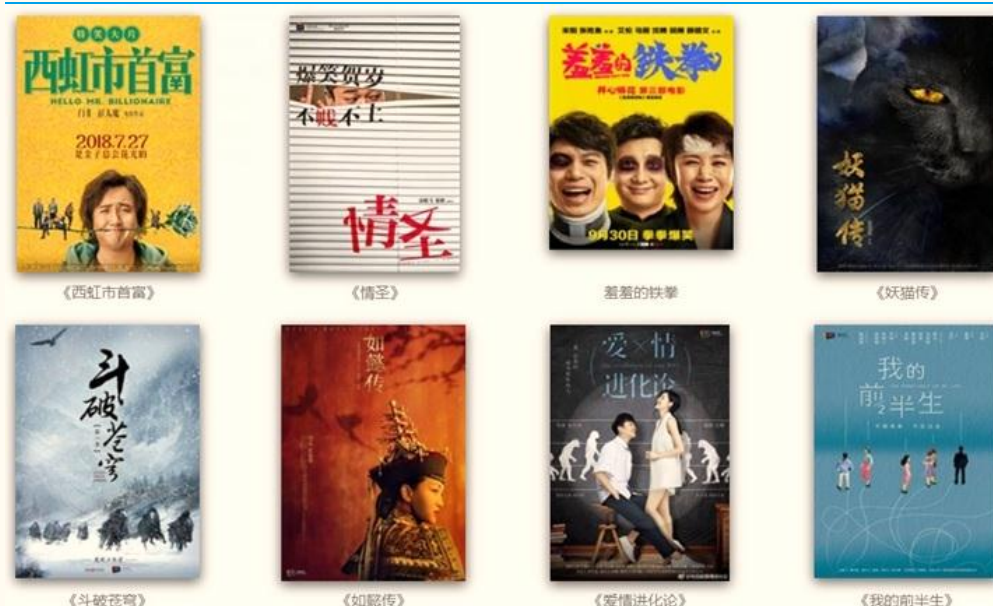
图表 27：新丽传媒承诺 2018 至 2020 参考纯利（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 新丽传媒主打精品影视剧路线，是阅文打通 IP 产业链的重要砝码。2014 年以来，网络文学 IP 在电视剧、头部网剧的内容来源中占据了举足轻重的作用。IP 改编的效果，第一在于内容本身的质量，第二在于编剧、导演等主创团队的能力。为什么很多 IP 改编的影视剧无法获得原著粉丝认可、恶评如潮？原因往往在于“不尊重原著”。新丽传媒以精品剧的制作能力见长，与王力扶、申捷、黄珂、李小明、马伯庸、流潋紫等知名编剧签订了长期合约，一贯被视为影视行业的“高端内容开发者”。阅文集团的 IP 资源与新丽传媒的制作能力结合，能够使阅文迈出单纯的 IP 授权、参投模式，真正实现对内容的主投主控，从而为最大化 IP 价值提供了可能性。并且，热播影视剧对于小说阅读量也有反哺作用。例如，在《如懿传》播映期间，小说在阅文集团的平台上的日均销售额增加了近五倍。

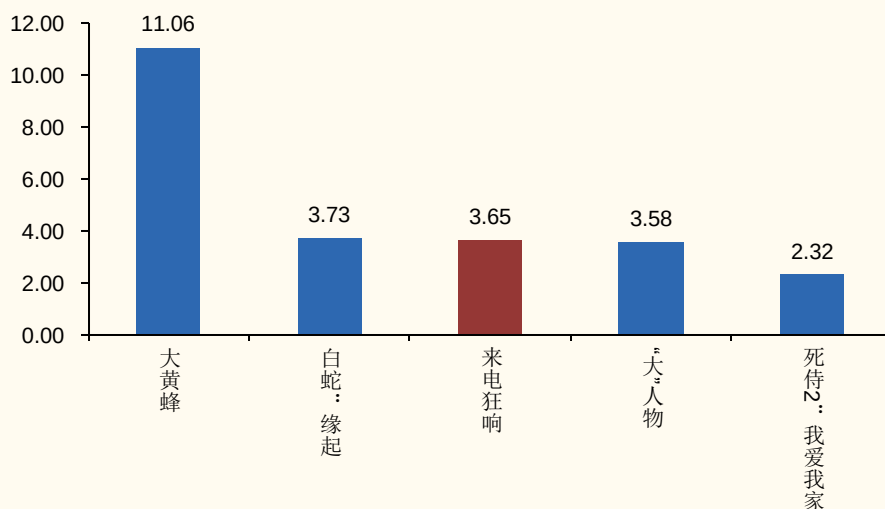
图表 28：新丽传媒制作近年影视剧展示



来源：新丽传媒官网，国金证券研究所

- **新丽传媒 2019 年预计有多部影视剧作品上线。**电影方面，《手机狂响》等多部电影储备已经陆续上线。根据艺恩网的统计数据，2018 年 12 月 28 日上映的《来电狂响》累积票房 6.40 亿；《一吻定情》于 2019 年 2 月 14 日上线，累积票房为 1.71 亿元；新丽在电影出品发行方面的实力正在加强。电视剧方面，《芝麻胡同》、《天龙八部》、《庆余年 I》以及《狼殿下》等预计在 2019 年上线。目前，《芝麻胡同》已在爱奇艺上线。根据国家广播电视总局有关国产电视剧发行许可公告，《庆余年 I》和《狼殿下》58 集已取得发行许可证，前者预计在腾讯视频上线。

图表 29：2019 年 1 月中国票房单月排名



来源：艺恩网，国金证券研究所

- 进入 2019 年，国家对于头部大剧尤其是古装剧的监管没有放松的趋势，尤其是对穿越、宫斗、官斗、架空历史等题材非常严厉。因此，头部大剧在电视台和视频平台的播出时间很不确定，收入确认普遍延迟。但是，大部分合法合规的古装剧仍然能得到播出，例如曾经突然延播的《九州缥缈录》已经于今年 7 月上线。此外，“IP 大剧”绝不仅仅意味着“古装剧”，前几年热播的《微微一笑很倾城》《何以笙箫默》也是网文 IP 改编的。我们认为，内容监管不会改变网文 IP 改编影视剧的整体潮流。

图表 30：新丽传媒 2018 年和 2019 年以及预计电视剧项目

序号	剧名	制作单位	集数	目前进展	播出平台
2018 年、2019 年项目					
1	如懿传	新丽电视文化投资有限公司	87	已播出	腾讯视频
2	庆余年 I	上海腾讯影业文化传播有限公司	46	已取得发行许可	腾讯视频
3	爱情进化论	新丽电视文化投资有限公司	40	已播出	爱奇艺；腾讯视频；浙江卫视；东方卫视
4	斗破苍穹	新丽电视文化投资有限公司	45	已播出	腾讯视频
5	芝麻胡同	新丽电视传媒（北京）有限公司	55	已播出	爱奇艺；腾讯视频
6	欲望之城	新丽电视文化投资有限公司	42	已取得发行许可	-
7	狼殿下	新丽电视文化投资有限公司	58	已取得发行许可	-
新丽传媒预计投资计划					
1	雪中悍刀行 I	新丽电视	40	2018 年上半年开机	-
2	斗罗大陆 I	新丽电视	40	2018 年上半年开机	-
3	哑舍	新丽电视	30	2018 年上半年开机	-
4	我真是大明星 I	新丽电视	30	2017 年下半年开机	-
5	余罪 3、4	新丽电视	30	2017 年下半年开机	-
6	恋人的街道	新丽电视	45	2018 年上半年开机	-
7	血色浪漫	新丽电视	40	2018 年下半年开机	-

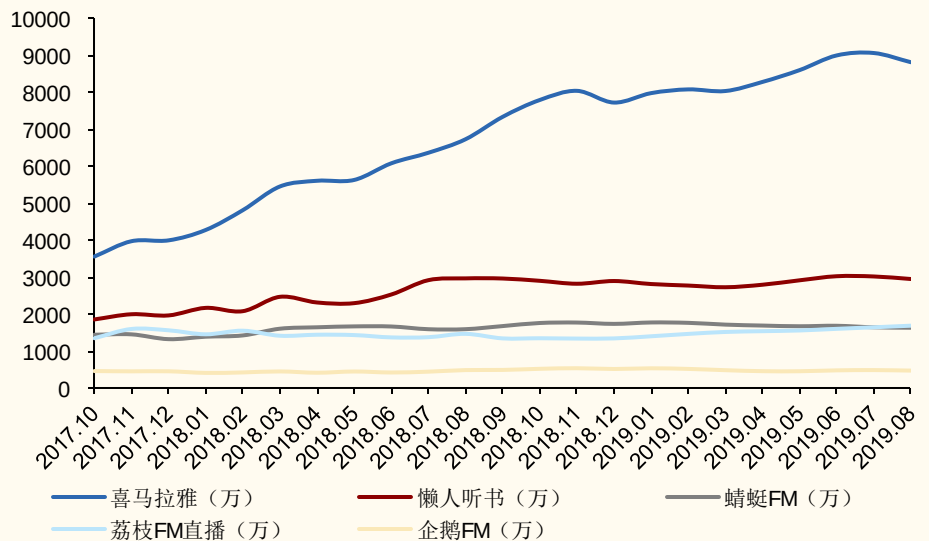
来源：新丽传媒招股说明书，国家广播电视总局，国金证券研究所

注：《庆余年 I》阅文集团有参投。

依托“耳朵经济”的有声阅读故事还刚刚开始谱写

- **占领耳朵的有声读物有望打开新的潜力空间，阅文集团在上游内容供给端占优。**阅文集团丰富的网络文学 IP 资源不仅可以从出版、动漫、游戏、影视剧层面变现，还可以转化为音频，以有声读物方式打开“耳朵经济”的新市场。首先，有声读物对于小说的还原更为直接，相对影视剧和动漫的制作周期更短、成本更低。其次，有声读物的音频形式应用场景广泛。用户不仅可以在手机移动端收听，而且在智能音箱、智能家居、车载领域内也有广阔的收听市场。在 2018 年 11 月的腾讯全球合作伙伴大会上，阅文推出有声阅读品牌“阅文听书”。《斗破苍穹》、《武动乾坤》、《全职高手》、以及《超品相师》等作品均已经被改编为拥有高人气的有声读物。其中，《超品相师》单平台点击突破 23 亿，《斗破苍穹》总点击量突破 20 亿。
- **阅文集团与有声阅读分发渠道积极合作，长线介入构建内容生态。**阅文集团对于有声读物的内容分发渠道除了天方听书、QQ 阅读、起点读书听书专区等自有渠道，及 QQ 浏览器、腾讯视频、腾讯叮当、腾讯车联等腾讯渠道外，还有喜马拉雅、懒人听书、企鹅 FM 等头部音频内容分发平台。2010 年，阅文集团收购“天方听书网”。其后，阅文集团还战略投资了喜马拉雅和懒人听书。目前，在有声阅读市场，喜马拉雅、懒人听书以及蜻蜓 FM 皆达到千万量级 MAU 水平，其中喜马拉雅遥遥领先。总而言之，通过自有平台、战略投资和合作，阅文建立了良好的有声阅读分发体系。

图表 31：排名前 5 的有声阅读 App 2017 年 10 月至 2019 年 8 月 MAU 趋势

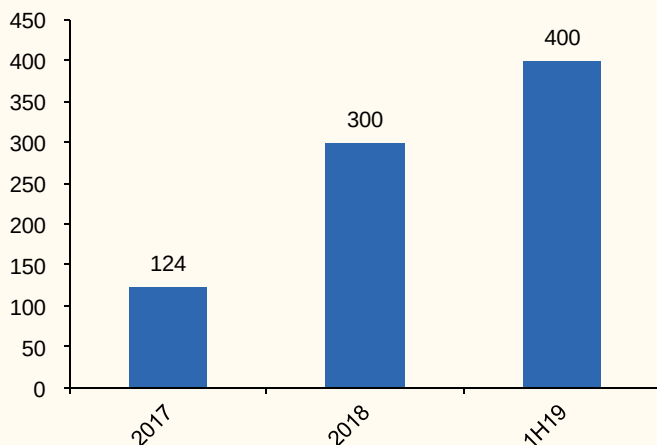


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

网文出海，阅文集团已经迈出第一步

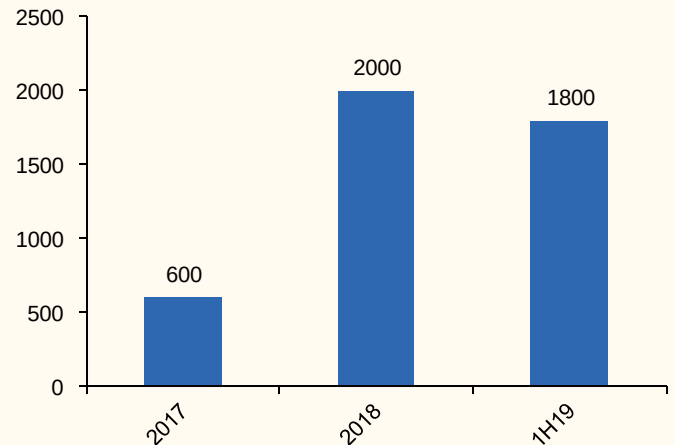
- **阅文集团 2017 年推出起点国际版 Webnovel，推动了中国网文出海。**中文网络文学包罗万象，融合了中国历史、武侠等多种文化因素，还嫁接了日本动漫和西方魔幻题材的许多要素。正因为包罗万象、物竞天择，其中才能诞生跨文化交流的杰作。例如，起点的仙侠玄幻题材颇受欧美读者喜爱，宫斗题材在东南亚较为受欢迎，这都是已经发生的事实。何况，网络文学还充溢着独特的中国文化内核，例如国外网友都十分好奇“一炷香的时间到底是多久”。阅文集团在 2017 年 5 上线了起点国际版 Webnovel，算是走出了网文出海的“官方第一步”。
- **依靠内容优势和专业翻译团队，阅文集团的出海征途取得不错成绩。**起初，海外网络文学爱好者会自发翻译一些小说，以留学生翻译为主，算是迈出网文出海非正式第一步。自从 Webnovel 官方上线以来，解决了“翻译难度大”、“翻译速度慢”、“译者资源少”等出海困难点，2017 年至 2019 年上半年上线中文译文作品分别为 124 部、300 部和 400 部。2019 年上半年累积访问用户数为 1800 万人次。在 2019 年上半年，阅文还与传音合作，共同开拓非洲在线阅读市场，并与新加坡电信集团建立战略合作关系，在东南亚网络文学服务及内容平台业务上展开合作。

图表 32：Webnovel 2017-2019 上半年中文译文作品数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：Webnovel 2017-2019 上半年累计访问用户数



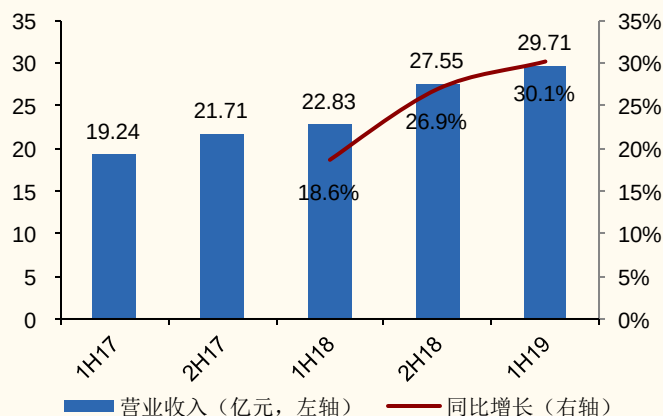
来源：公司公告，国金证券研究所

多元化变现格局显现，版权运营业务是新亮点

在线阅读营收受到一定冲击，版权运营助力多元化增长

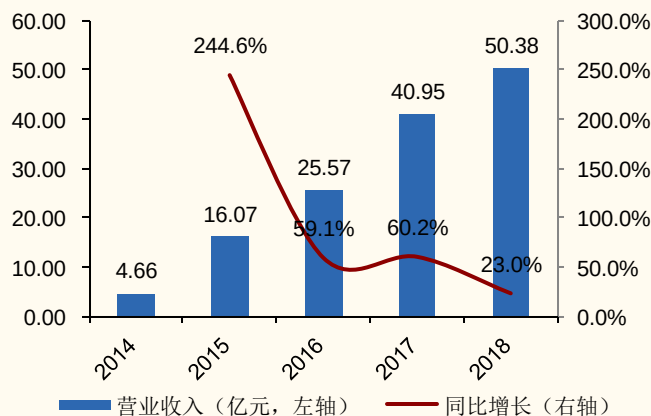
- 2019 年上半年，阅文集团整体营收同比增长 30.1%，版权运营及其他收入占比提升；剔除新丽传媒并表影响，版权运营及其他收入同比增长 49.1%。2016-2017 年，阅文集团的营收保持着 60%左右的高增长，主要得益于移动端全面拓展带来的 MAU 和付费用户增长。2019 年上半年，在移动流量红利耗尽、盗版打击力度没有明显提升的环境下，加上免费阅读 App 的分流，阅文集团面临较大压力，在线阅读营收 16.63 亿元，同比下滑 10.2%。其中，自有平台收入 9.85 亿元，同比下降 7.8%；腾讯渠道收入 4.31 亿元，同比下降 13.7%；第三方平台收入 2.46 亿元，同比下降 13.7%。
- 与此同时，阅文集团的版权运营收入占比大幅提升，达到 44.0%。无论考不考虑新丽传媒并表带来的影响，版权运营都已经成为阅文收入增长的车头。正如我们在上文提到的，阅文在游戏、动漫的授权和出品方面，均取得了重大进展。从今往后，阅文的“IP 变现故事”将不局限于真人影视。在游戏、动漫、听书的综合加持下，这个故事终于能讲通了。

图表 34：阅文集团 1H17 至 1H19 半年度营收



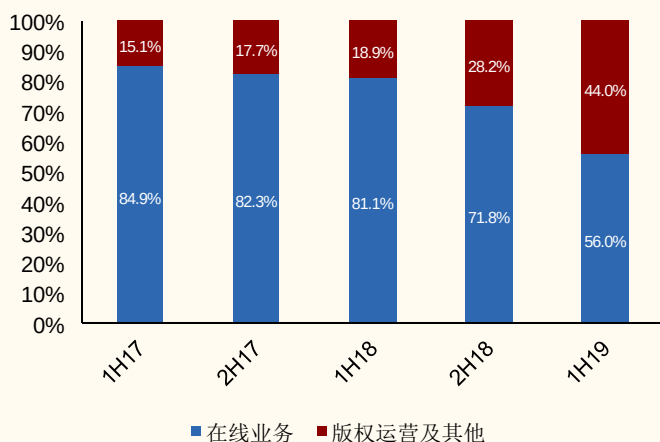
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：阅文集团 2014 至 2018 年度营收



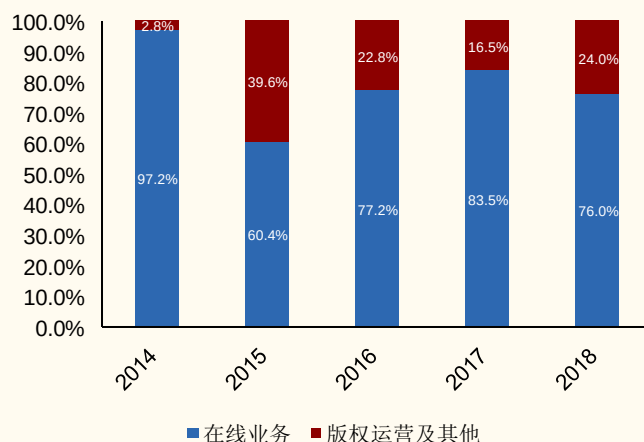
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：阅文集团 1H17 至 1H19 半年度收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：阅文集团 2014 至 2018 年度收入构成

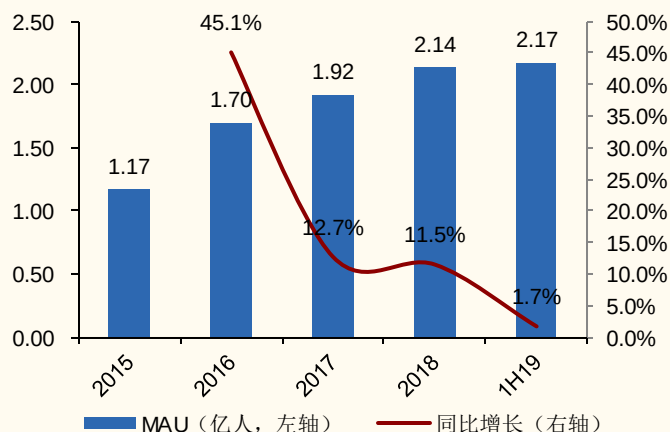


来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年上半年，在免费阅读的冲击下，阅文的整体 MAU 仍然实现了同比小幅增长，我们估计大部分增长来自免费阅读 App “飞读”的贡献。付费渗透率自从 2017 年底以来就进入了下滑轨道，但是我们认为，2019 年上

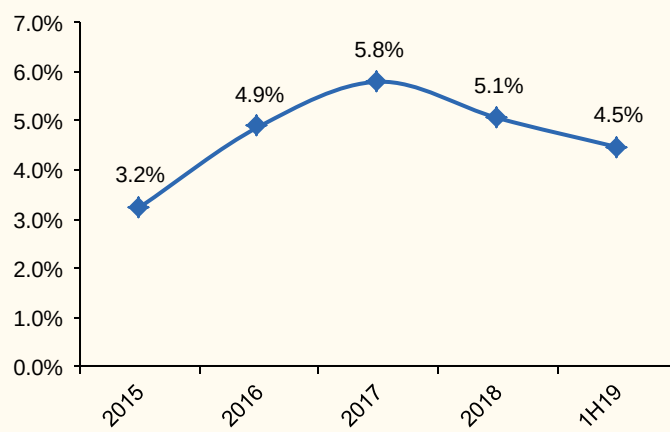
半年的付费渗透率下滑主要是内容监管收紧导致的。在起点中文网评论区、百度贴吧和 App Store 留言区，我们可以看到大批读者抱怨自己喜欢的作品下架或主动整改。此外，起点开新书、签约新书的审核节奏明显放慢，这也影响了付费渗透率和 ARPU。在短期，这是一个必须付出的代价。在长期，我们相信起点能够在合规和商业变现之间取得平衡。

图表 38：阅文集团 2015 年至 2019 上半年 MAU



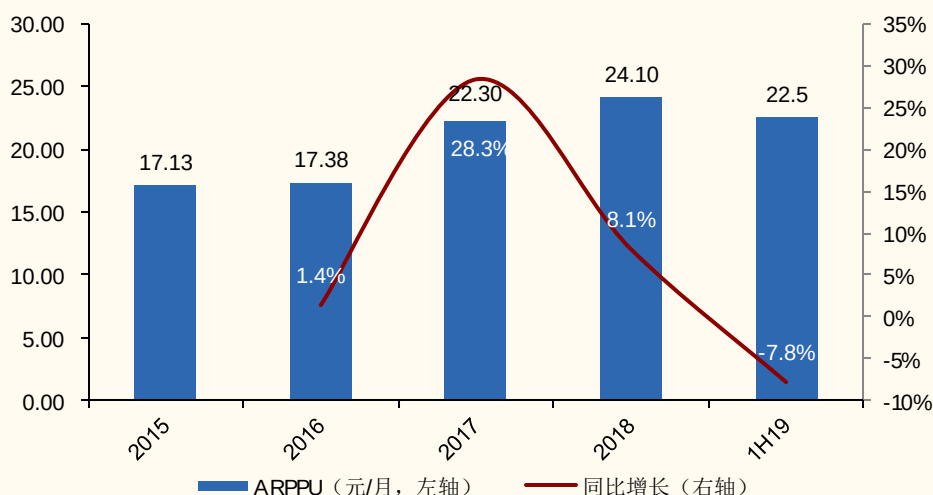
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：阅文集团 2015 年至 2019 上半年付费率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：阅文集团 2015 年至 2019 上半年 ARPPU (元/月)

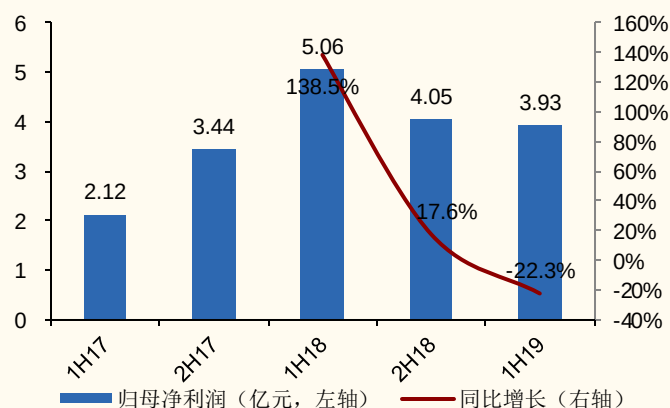


来源：公司公告，国金证券研究所

盈利能力稳定，整体成本费用控制能力较强

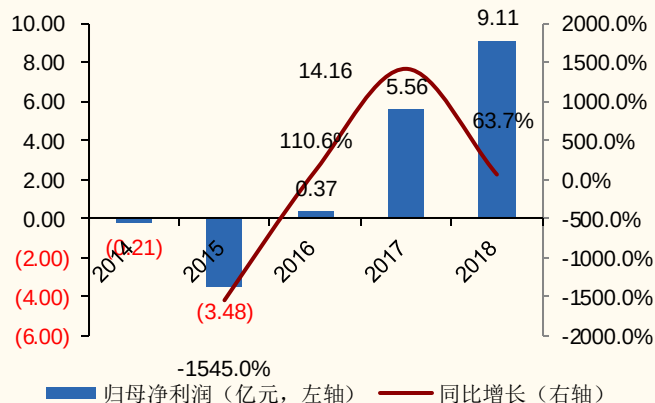
- 受布局新业务影响整体盈利水平有所下降，1H19 归母净利润达 3.93 亿元。阅文集团整体成本及费率水平稳定，在 FY2018 年公司营收承压的情况下，归母净利润仍然有较好表现，同比增速为 63.7%，主要得益于其他收益 3.39 亿元、利息收入 2.01 亿元以及投资收益 1.11 亿元的加持。其中，其他经营收益包括一家附属公司视同处置产生的净收益 1.28 亿元、收购新丽传媒的代价负债公允价值变动产生的公允价值收益 1.09 亿元、金融资产的公允价值收益 0.95 亿元以及政府补贴 0.45 亿元。公司 FY2018 年经调整的归母净利润为 9.01 亿元，同比增长 24.8%。调整项包括股份酬金、无形资产摊销、与投资收购相关的（收益）净额项目。

图表 41：阅文集团 1H17 至 1H19 半年度归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

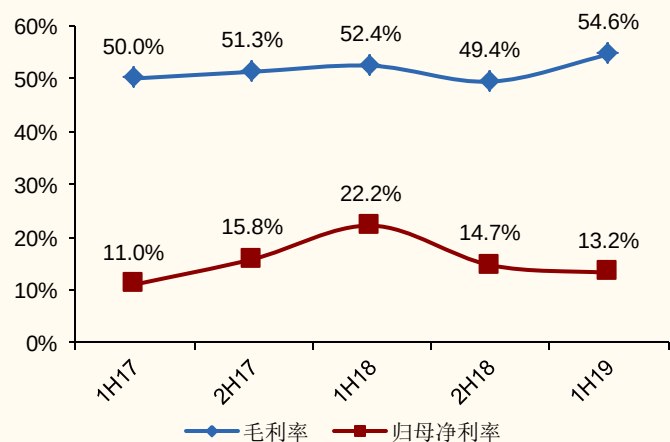
图表 42：阅文集团 2014 年至 2018 年年度归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

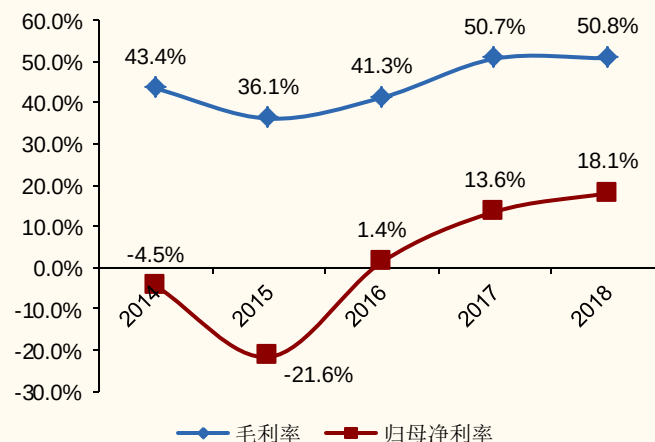
- 阅文集团 1H19 毛利率同比提升 2.2pct，受布局免费阅读新业务以及游戏推广影响销售费用率同比提升 9.8pct。1H19 在线业务和版权运营及其他业务毛利率分别为 57.7%和 50.6%，分别同比提升 1.0pct 和 16.4pct。公司营业成本中内容成本占比较高，内容成本占总营业成本比重在 2018 年和 1H19 分别为 61.7%和 41.2%。公司 2018 年和 1H19 归母净利率分别为 18.1%和 13.2%，分别同比提升 4.5pct 和下降 8.9pct。而公司因布局新业务销售费用率有明显提升。公司 2018 年和 1H19 销售费用率分别为 25.7%和 32.9，同比提升 2.1pct 和 9.8pct。公司 2018 和 1H19 管理费用率控制较好，分别为 14.4%和 15.9%，同比降低 2.9pct 和提升 1.3pct。

图表 43：阅文集团 1H17 至 1H19 半年度盈利能力指标



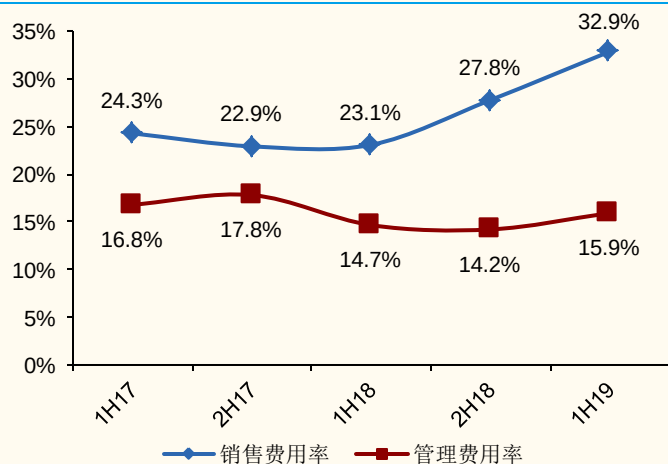
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：阅文集团 2014 年至 2018 年年度盈利能力指标



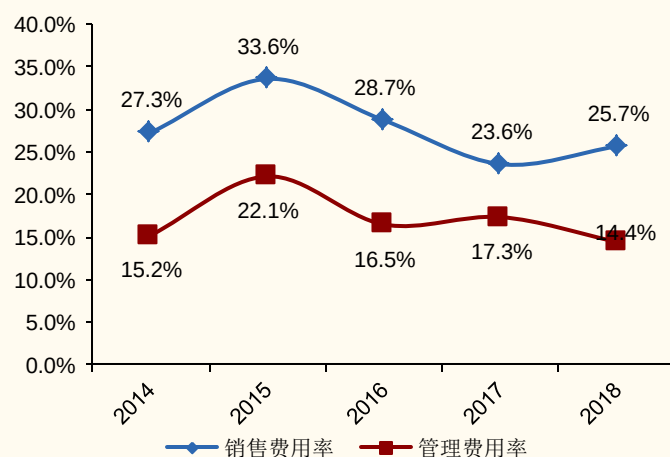
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：阅文集团 1H17 至 1H19 经营费率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：阅文集团 2014 年至 2018 年经营费率

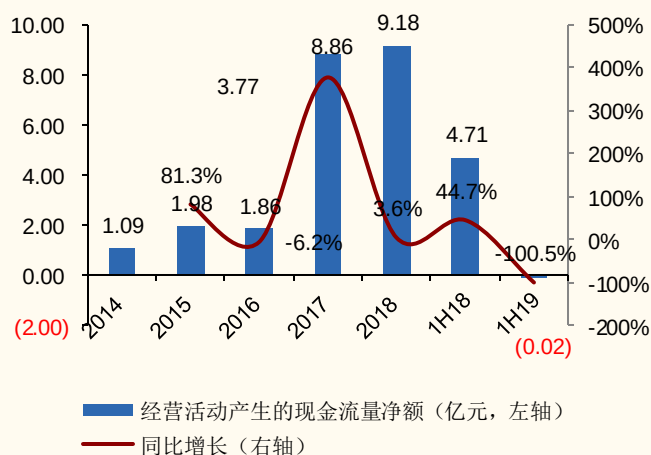


来源：公司公告，国金证券研究所

原业务上下游议价能力较强，并入新丽后经营周转天数预计延长

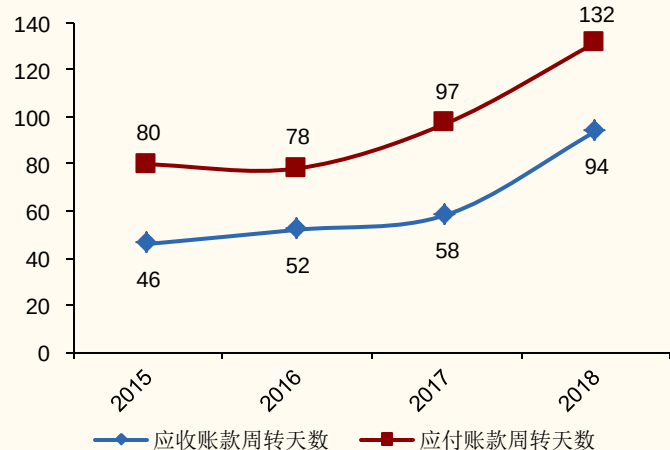
- 阅文集团并购新丽传媒后，整体经营性现金流和应收应付账款周转天数情况会有影视剧制作公司的特征加成，即回款周期拉长，重资产（存货和电视剧及电影版权）属性明显。公司 2018 年实现经营活动现金流量净额 9.18 亿元，同比增长 3.6%；1H19 实现经营活动现金流量净额为-0.02 亿元，同比下降 100.5%。
- 从应收账款层面来看，公司通过腾讯平台自营渠道和第三方平台确认收入会有一定时间差，第三方平台分销信贷期为 1 至 2 个月。而公司 2018 年应收账款周转天数提升至 94 天，约 3.1 个月，其中 2 年以上的应收账款为 3778 万元，同比增长 981%，主要因为并入的新丽传媒影响，新丽传媒 2015 年和 2016 年应收账款周转天数就较长，分别为 306 天和 277 天，而阅文并入的新丽传媒应收账款为 15.27 亿元，占期末总应收账款 83.4%。因影视剧制作公司的行业特征，预计 2019 年及以后阅文集团应收账款周转天数相较以前或将有较大幅度增长。
- 从应付账款层面来看，公司应付账款主要包括应付作家款、应付腾讯款以及应付内容分销合作伙伴款项。公司 2018 年应付账款周转天数提升至 132 天，约 4.4 个月，其中 3 至 6 个月内的应付账款为 2.59 亿元，同比增长 297%。考虑到新丽传媒 2015 年和 2016 年应付账款周转天数分别为 110 天和 114 天。

图表 47：阅文集团 2014 至 1H19 经营性现金流



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：阅文集团 2015 年至 2018 年经营周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

财务预测

营业收入

- 2019 年上半年，阅文集团的在线阅读业务受到了内容监管和竞争环境的双重不利影响，付费渗透率、ARPU 均有同比下降。但是，我们预计 2019 年下半年，付费阅读各项经营指标环比将有回升。在内容监管“常态化”之后，阅文面临的竞争格局其实是边际改善的；免费阅读在短期的冲量之后，也将恢复平衡状态。2020-21 年，在线阅读业务将有温和的复苏。我们尚未计入阅文自有免费阅读 App 可能产生的广告收入。
- 版权运营业务在游戏、动画改编以及并购新丽传媒的双重影响下，在 2019 年预计会有较大幅度增长，并且在 2020 年以后维持平稳较快增速；不过，我们预计新丽传媒难以完成业绩承诺。综上所述，我们预计阅文集团 2019/2020/2021 年的营业收入分别为 66.44/76.45/87.74 亿元，同比分别增长 31.9%/15.1%/13.8%。

图表 49：阅文集团 2019 年至 2021 年营业收入拆分预测

百万元，RMB	2018	2019E	2020E	2021E
在线业务	3,828	3,843	4,278	4,735
YoY	11.9%	0.4%	11.3%	10.7%
MAU (百万)	214	224	233	242
付费率	5.1%	4.7%	4.9%	5.1%
付费用户数 (百万)	11	11	11	12
ARPU (元/人)	289	289	298	307
自有平台及腾讯平台自营	3,165	3,047	3,403	3,794
YoY	7.1%	-3.7%	11.7%	11.5%
第三方平台	663	796	875	941
YoY	42.6%	20.0%	10.0%	7.5%
版权运营业务	1,003	2,608	3,182	3,786
YoY	173.9%	160.0%	22.0%	19.0%
其他	207	194	186	183
YoY		-6.6%	-4.2%	-1.6%
总计	5,038	6,644	7,645	8,704
YoY	23.0%	31.9%	15.1%	13.8%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

营业成本

- 我们预计阅文集团因并入新丽传媒影响，内容制作成本会有大幅增长，而内容成本（在线阅读作者分成）和分销成本占比均将基本保持稳定。综合看来，版权运营业务的毛利率比较高，而占收入的比重将提升；在线业务的毛利率比较低，而占收入的比重将下降。虽然版权运营业务自身的毛利率有下滑的趋势，但是阅文集团的整体毛利率仍将呈现上升。

图表 50：阅文集团 2019 年至 2021 年营业成本拆分预测

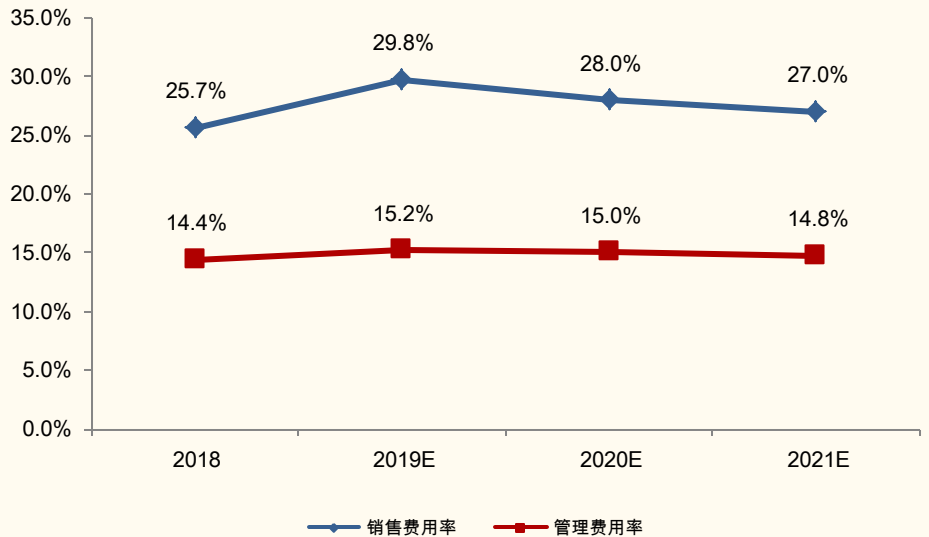
百万元，RMB	2018	2019E	2020E	2021E
内容成本	1,529	1,417	1,555	1,719
占在线业务收入比重	48.3%	46.5%	45.7%	45.3%
分销成本	196	192	214	237
占在线业务收入比重	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
内容制作成本	273	1,017	1,228	1,439
占版权运营收入比重	27.2%	39.0%	38.6%	38.0%
其他	482	532	612	696
占总营收比重	9.6%	8.0%	8.0%	8.0%
总计	2,480	3,158	3,609	4,090
占总营收比重	49.2%	47.5%	47.2%	47.0%
毛利率	50.8%	52.5%	52.8%	53.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

经营费用率

- 2019 年上半年，阅文集团的销售费率同比大幅上升，我们估计主要是由于推广免费阅读 App 飞读导致的。截止今年 7 月，飞读已经成为全国 MAU 排名前列的免费阅读平台，而且用户增速持续快于竞争对手。因此，我们估计从 2019 年下半年开始，公司的销售费率将出现回落。与此同时，公司的管理费率将基本保持稳定，只是因为海外扩张、并购整合等因素而相比 2019 年略有提高。

图表 51：阅文集团 2019 年至 2021 年经营费用率预测



来源：公司公告，国金证券研究所预测

净利润与 EPS

- 综上所述，我们预计 2019-21 年阅文集团的归母净利润分别为人民币 9.82 亿/12.49 亿/13.95 亿元，同比分别增长 8.5%/28.9%/19.4%。2018 年，公司的 Non-GAAP 净利润与 GAAP 相差不大，我们预计未来几年也是如此：Non-GAAP 净利润加回了股权激励费用和一些无形资产摊销，但是也会减去金融资产的公允价值变动收益（其中一部分与收购新丽有关）。我们预计公司 2019-21 年的 EPS 为人民币 0.97/1.25/1.49 元。

图表 52：阅文集团 2019 年至 2021 年营业成本拆分预测

百万元, RMB	2018	2019E	2020E	2021E
归母净利润	911	988	1,273	1,520
YoY	63.7%	8.5%	28.9%	19.4%
归母净利润率	18.1%	14.9%	16.6%	17.5%
Non-GAAP 归母净利润	891	1,006	1,259	1,466
YoY	23.4%	13.0%	25.2%	16.4%
EPS	1.01	0.97	1.25	1.49
Non-GAAP EPS	0.99	0.99	1.24	1.44

来源：公司公告，国金证券研究所预测

投资建议

- 对于阅文集团这样的数字阅读巨头，究竟应该如何估值？我们认为，有三个原则。首先，阅文自身掌握流量入口，而且依托腾讯强大的流量与财务资源，理应按照互联网平台型公司估值，而不应参照单纯的内容型公司（例如游戏产品公司、影视制作公司等）。其次，阅文在数字阅读领域经营多年，具备极高的内容壁垒和丰富的运营经验，虽然 2018 年以来受到了监管和竞争两方面的压力，但是仍然应该予以同类公司的较高估值。再次，

阅文的巨大 IP 版权库，具体变现时间、变现方式都不确定，但肯定是有价值的，在估值时应该予以一定的溢价空间。

- 我们认为，对阅文集团有两种估值方法。第一种是按照成长股的一般逻辑，按照 P/E/G 估值，可以适当给予溢价。第二种是 SOTP（分部估值），将新丽传媒与原有业务分拆。我们更倾向于采用前者，因为阅文和新丽的融合将日益紧密，而且阅文的版权运营业务将远不仅限于新丽。
- 按照上述第一种估值法(P/E/G)，我们预计 2020 年阅文集团 EPS 为人民币 1.23 元，2020-21 年净利润 CAGR 为 24.1%，赋予 1.1 倍 P/E/G，即 26 倍 2020E P/E，得到目标价 35.50 港元。
- 按照上述第二种估值法，我们和预计 2020 年阅文集团的 EPS 当中，约有 35%来自新丽传媒的贡献；参考市面上的可比影视公司，赋予该业务 15 倍 P/E，折合每股 7.12 港元。其余 65%来自阅文原有业务的贡献，参考可比在互联网内容平台公司，赋予该业务 24 倍 P/E，折合每股 21.20 港元。此外，我们预计到 2020 年底，公司拥有约 57 亿元人民币的净现金，折合每股 6.18 港元。以上三项相加，得到目标价 34.50 港元。
- 按照 P/E/G 或 SOTP 估值法，各有道理和局限性，所幸两者的结论差距不大。取两种估值的平均数，得到目标价 35.00 港元，对应 25 倍 2020E P/E，首次评级“买入”。

风险提示

- **因互联网娱乐方式多样性增多，公司用户增长或许乏力。**互联网娱乐方式层出不穷，各品类产品如长视频、短视频等对于文字阅读的替代效应和正向溢出效应尚未被完全证实。阅文集团免费阅读 App 的防御产品尚未完全推行，对竞品的对抗力度仍有待证实。如未来出现对文字阅读较好的替代产品，在获客成本走高下，对于公司用户基数发展可能造成一定的冲击。
- **盗版打击具有周期性，打击力度较难准确预估。**网络文学行业付费率的提升，在很大程度上受到国家对于盗版文学作品打击力度的影响。但是政策发布具有一定不确定性，故而付费率可能受到影响。
- **作者留存跟进具有不确定性，可能对内容产出有影响。**阅文集团在线阅读业务依赖内容的持续创作和新生作者的跟进，如果作者大量流失可能对公司发展产生负面影响。
- **内容监管的政策风险。**阅文集团旗下在线阅读业务和版权运营业务受到外在内容监管的影响，小说、影视剧、动漫等作品最终上线也需要考量政策的风险。新丽传媒主营是影视剧的内容制作，而影视剧的发行许可审批进度以及播出上线时间安排具有一定不确定性，重点剧目的收入确认可能低于预期。
- **人口红利基本见顶，在线阅读获客增长可能受到一定制约。**目前，移动互联网人口红利基本耗尽，公司在线阅读业务主要依赖于移动应用端的用户数量增长和付费率提升或流量变现（广告），未来公司获客广度层面可能受到一定制约。
- **免费阅读竞争激烈，公司在线阅读业务可能面临一定挑战。**公司 2019 年 5 月免费阅读 App 正式上线尚属初期阶段，而竞争对手米读小说等发展较快，虽然短期内竞争对手面临较强政策打压，但长期竞争对手的策略和发展情况具有不确定性，可能对公司在在线阅读业务经营和费用投放有一定影响。
- **商誉减值风险。**阅文集团于 2018 年 10 月 31 日完成收购新丽传媒，如业绩波动致其业绩不达预期，公司或面临商誉减值风险。
- **数据准确性差异。**本文中有关 MAU 和 DAU 数据来自国金证券研究创新中心自有技术检测，因统计方法和口径差异，数据不排除与官方数据存有出入。我们力求在已有技术层面上较为客观公允地进行数据分析。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14425	13910	15174	16603	营业额	5038	6644	7645	8704
现金及现金等价物	8824	7340	8299	9480	销售成本	2480	3158	3609	4090
交易用投资	27	27	27	27	毛利	2558	3487	4037	4613
应收款项	1830	1966	2166	2297	销售、一般性和行政开支	2020	2990	3287	3638
其他应收款	610	621	633	657	研究发展费用	-	-	-	-
存货	130	889	915	944	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	13409	13614	13809	14007	EBITDA	1226	1315	1626	1908
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	-	216	224	232
联营和共同控制实体的投资	681	787	887	993	EBIT	1226	1099	1402	1676
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-148	65	99	116
固定资产	48	53	61	70	分占联营和共同控制实体的溢利	111	106	100	106
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	1078	1164	1501	1792
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	165	175	225	269
无形资产	12141	12234	12321	12404	除所得税后溢利	912	990	1275	1523
总资产	27835	27523	28983	30610	非控制性股东应占溢利	2	2	3	3
流动负债	6596	5310	5494	5598	股息	-	-	-	-
短期借款	1385	-	-	-	母公司股东应占溢利	911	988	1273	1520
应付款项	1131	1208	1370	1451	EPS	0.89	0.97	1.25	1.49
预收账款	-	-	-	-					
其他	4080	4102	4124	4146					
非流动负债	2823	2809	2809	2809	主要财务比率				
长期借款	380	380	380	380	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	2443	2429	2429	2429	成长性				
负债合计	9420	8119	8303	8406	营业额增长率	23.0%	31.9%	15.1%	13.8%
股本	1	1	1	1	EBIT 增长率	77.7%	7.2%	27.6%	19.6%
储备	898	898	898	898	净利润增长率	62.1%	8.5%	28.9%	19.4%
保留溢利	1048	2036	3309	4829	盈利能力				
非控制性股东权益	12	14	16	19	EBIT/营业额	20.4%	16.5%	18.3%	19.3%
总权益	18415	19405	20680	22203	EBITDA/营业额	20.4%	19.8%	21.3%	21.9%
总负债和总权益	27835	27523	28983	30610	毛利率	50.8%	52.5%	52.8%	53.0%
					净利率	18.1%	14.9%	16.7%	17.5%
					ROE	4.9%	5.1%	6.2%	6.9%
					偿债能力				
					资产负债率	33.8%	29.5%	28.6%	27.5%
					流动比率	2.19	2.62	2.76	2.97
					速动比率	1.73	1.90	2.05	2.26
					营运能力				
					资产周转率	0.18	0.24	0.26	0.28
					应收账款周转率	3.89	3.50	3.70	3.90
					应付账款周转率	5.64	5.68	5.93	6.17
					存货周转率	14.09	6.20	4.00	4.40
					每股资料				
					每股收益	0.90	0.97	1.25	1.49
					每股经营现金流	0.90	0.14	1.15	1.36
					每股净资产	18.10	19.07	20.32	21.81
					估值比率(倍)				
					P/E	26.17	24.25	18.93	15.92
					P/B	1.30	1.23	1.15	1.08
					P/OCF	28.28	170.51	21.76	18.19

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH