

中长期逻辑下，阅读与变现潜力有待重估

投资要点

- **投资逻辑:** 短期看阅文战略调整，布局免费阅读；中期看新丽传媒众多精品剧后续上线带来业绩提升、对估值的催化，以及在线阅读用户数的提升；长期看与腾讯关系愈加紧密带来的更深度渠道支持、对 IP 工业化运营的探索。
- 在腾讯 2020 一季报公开电话会议中，腾讯的管理层对于阅文的规划包括：1) 探索免费阅读模式，通过免费模式的广告支持+付费模式，为作家创造更多价值；2) 通过打击盗版、多元货币化、帮作品获得更多用户等来提升作品价值，继续推动阅文集团核心价值的提升。**腾讯或能加速阅文对免费阅读的布局，以及最大化 IP 内容的开发。**
- **内容找读者、外部获取用户成本提升，阅文背靠腾讯 10 亿级用户基数，竞争后期用户获取优势凸显。** 18/19 年，番茄、米读等免费阅读 APP 依靠内外部流量，短时间内快速获得了千万级用户。目前 BBAT 等玩家均已入局、外部流量成本提高，2020 年以来，免费阅读 APP 格局、用户数较为稳定，20 年 4 月，在线阅读行业广告投放数量 TOP5 的 APP 75% 以上的广告都投在腾讯广告平台，阅文背靠腾讯流量池，在竞争趋缓的背景下，无论是免费还是付费阅读，用户获取优势都更明显。
- **免费阅读为行业带来新增量（习惯盗版阅读的用户+无阅读习惯的用户），随着审美水平的提升，或能向阅文的主阵地-付费阅读转化，带来用户数的提升。** 19 年 6 月，免费平台米读和七猫与付费平台 QQ 阅读、掌阅的用户交叉率仅在 4.8%-8.0% 之间，免费阅读超 90% 的用户是非付费用户。由于免费阅读内容质量存在短板、付费阅读价格不贵（付费阅读 75% 的用户月花费在 30 元以下），而阅文是付费阅读行业龙头，在头部作家与作品占比方面具有压倒性优势，免费阅读培养的正版用户长期来看或会向阅文倾斜。
- **20 年底，影视剧需求端料将旺盛，新丽传媒精品剧储备丰富，或能有更高售价。** 在影视政策和资本寒冬背景下，叠加疫情延迟开工的影响，2020 下半年到 2021 年，电视剧行业或面临剧荒。与此同时，快手、西瓜视频、B 站等入局长视频，头部内容的争夺或将卷土重来。新丽作为市场上为数不多精品剧频出的影视内容公司，曾出品《我的前半生》、《庆余年》等爆款影视剧，目前已杀青的作品包括大 IP 剧《新鹿鼎记》《新天龙八部》《斗罗大陆》，以及具备爆款品相的都市情感剧《他其实没有那么爱你》；20 年 5 月，拍摄中的剧集包括：大 IP 剧《青簪行》《流金岁月》，以及谍战剧《叛逆者》，筹备中的剧集包括《庆余年 2》等，公司后期影视剧储备充足，在需求端旺盛的背景下，或能获得更高议价权。
- **我国处于 IP 运营体系工业化的探索期，阅文背靠腾讯有望率先出成果：** 1) IP 筛选：阅文的订阅、付费模式能够快速筛选出好内容；2) 理念角度：阅文 2018 年生态大会上提出的“IP 全链服务”的具体操作已经初步可以看出系统化、流程化操作的雏形，阅文集团提出的“IP 共营合伙人制度”已处于 IP4.0 的理念：以 IP 本身的世界观为主导，基于同一世界观的多个内容 IP 进行深入挖掘和多角度的纵横开发；而行业内的大多数公司仍然处于寻求全产业链的高效联动的 IP3.0 理念；3) 产业链角度：阅文背靠腾讯互娱生态体系，拥有漫影游资源，

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：张闻宇
电话：021-58351917
邮箱：zwy@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)	23.8-49.05
3 个月平均成交量(百万)	5.78
流通股数(亿)	10.16
市值(亿)	457.61

相关研究

打造了 IP 全产业链孵化的基石；4) IP 打造的经验角度：《斗罗大陆》的纸质书、单行本漫画、动漫、页游、手游陆续推出，漫影游同步联动，目前由公司旗下新丽传媒出品的《斗罗大陆》电视剧也正在筹备中，达到 IP 精品化开发。

- **盈利预测与评级：**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.3/13.9/15.9 亿元，同比增速分别为 13%/12%/15%，对应估值分别为 34/31/27 倍，考虑到：新丽精品剧储备丰富，免费阅读竞争趋缓，公司是内容的绝对龙头，公司 IP 工业化运营有望率先出成果，享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 54.87 港元。
- **风险提示：**在线阅读新进竞争对手增加投入风险；影视项目进展不及预期风险；网文、影视剧政策趋严风险；海外业务拓展风险。

指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	5,038	8,348	9,102	9,798	11,133
增长率	23.0%	65.8%	9.0%	7.6%	13.6%
归属母公司净利润(百万元人民币)	911	1,096	1,234	1,386	1,587
增长率	63.8%	20.4%	12.6%	12.3%	14.5%
每股收益 EPS	1.00	1.08	1.22	1.37	1.57
净资产收益率	5.9%	5.8%	6.1%	6.4%	6.8%
PE	41.7	38.7	34.3	30.6	26.7

数据来源：wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 阅文+新丽，搭建顶级 IP 生产、培养、变现平台	1
2 内容找读者、外部获取用户成本提升，阅文背靠腾讯 10 亿级用户基数，竞争后期用户获取优势凸显	5
3 免费阅读为行业带来新增量，随着审美水平的提升，或能向阅文的主阵地——付费阅读转化	8
4 新丽传媒精品剧储备充足，供需不匹配的背景下，议价权或更高	12
5 在 IP 运营体系工业化探索初期，阅文背靠腾讯互娱生态体系，拥有影漫游资源禀赋，或能率先出成果	16
6 盈利预测与估值	20
7 风险提示	20

图 目 录

图 1: 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、影视制作、出版发行	2
图 2: 阅文集团股权结构图 (截至 2019 年 12 月 31 日)	2
图 3: 阅文集团发展历程	3
图 4: 2015-2019 年阅文平台平均 MAU 及付费用户比率	3
图 5: 2016-2019 年阅文集团作家、作品数飞速增长	3
图 6: 2015-2019 年阅文集团毛利率、净利率保持稳定	4
图 7: 2015-2019 年阅文集团归母净利润稳定增长	4
图 8: 2015-2019 年阅文集团营业收入高速增长 (亿元)	4
图 9: 2019 年阅文集团营业收入组成	4
图 10: 在线阅读 APPMAU: QQ 阅读领先, 咪咕、米读、追书神器高增速 (百万)	5
图 11: 在线阅读 APP 新装量: 米读、七猫、追书神器新装量增速高 (百万)	5
图 12: 免费阅读 APP 均背靠流量池, 前期导流效果明显	6
图 13: 在线阅读 APP MAU: 格局基本稳定	6
图 14: 腾讯系的 QQ、微信月活账户数量: 微信及 WeChat 合并月活账户突破 11 亿大关	8
图 15: 2019 年 6 月在线阅读典型 APP 月活跃用户规模 (MAU>1000 万)	9
图 16: 2019 年 6 月米读、七猫与付费代表的用户交叉率	9
图 17: 2018.06-2019.06 用户付费&免费阅读日均时长	9
图 18: 2019 年中国移动阅读用户对免费小说阅读平台的评价	9
图 19: 2015-2018 数字阅读作品品类数量变化情况	10
图 20: 2017-2018 用户对数字阅读作品质量变化感知	10
图 21: 作品排行——付费 vs 免费阅读前 100 名数量占比	10
图 22: 2019 年中国数字阅读用户付费原因	10
图 23: 付费&免费阅读用户地区分布——城市等级 (TGI)	11
图 24: 2019 年中国数字用户每月付费价格区间	11
图 25: 2019 年中国网络文学男作家影响力 TOP50 来源	11
图 26: 2019 年中国网络文学女作家影响力 TOP50 来源	11
图 27: 电视剧制作备案数量在 20 年以来大幅下降	12
图 28: 西瓜视频、快手、B 站纷纷布局长视频	13
图 29: 2018-2020 新丽传媒“业绩对赌”承诺和实际对比图	16
图 30: 阅文、新丽历年营收	16
图 31: 哈利波特与鬼吹灯版权改编对比	16
图 32: 2017 年哈利波特与鬼吹灯改编总商业价值对比	16
图 33: IP 工业化的四个流程	17
图 34: 中美日 IP 开发运营对比	18
图 35: 腾讯互动娱乐生态情况, 包括 IP 内容源头、游戏、动漫、影视等作品	19
图 36: 公司玄幻题材网文《斗罗大陆》的版权运营分析	19

表 目 录

表 1: 公司业务介绍.....	1
表 2: BBAT+趣头条+中移动已入局在线阅读.....	7
表 3: 2020 年 4 月, 在线阅读行业广告投放 TOP5 的 APP 中, 腾讯广告的占比靠前.....	7
表 4: 主流版权方平台内容授权情况.....	11
表 5: 新丽传媒历年精品电视剧情况.....	13
表 6: 新丽传媒历年具有代表性的电影情况.....	14
表 7: 新丽传媒影视项目储备情况.....	15
表 8: 分业务收入及毛利率.....	20
表 9: 可比公司估值情况.....	20
附: 财务报表.....	21

腾讯助力阅文探索免费阅读模式，持续推动阅文核心价值的提升。在腾讯 2020 一季报公开电话会议中，腾讯的管理层对于阅文的规划包括：1) 探索免费阅读模式，通过免费模式的广告支持+付费模式，为作家创造更多价值；2) 通过打击盗版、多元货币化、帮作品获得更多用户等来提升作品价值，继续推动阅文集团核心价值的提升。

1 阅文+新丽，搭建顶级 IP 生产、培养、变现平台

阅文集团由腾讯文学与原盛大文学整合而成，成立于 2015 年 3 月，作为国内引领行业的正版数字阅读平台和文学 IP 培育平台，阅文旗下囊括 QQ 阅读、起点中文网等知名品牌。截至 2019 年 12 月 31 日，拥有 810 万名作家、1220 万部作品储备，触达数亿用户，成功输出《鬼吹灯》、《盗墓笔记》、《琅琊榜》等大量优秀网文 IP，改编为影视、动漫、游戏等多业态产品。阅文亦引领网文出海，布局全球市场。2018 年，公司以 155 亿元完成对新丽传媒 100% 股权的收购，阅文已搭建以在线业务+版权运营双轮驱动的文创生态。2017 年 11 月阅文在香港联交所主板公开上市。

表 1：公司业务介绍

公司业务	2019 年营收(占比)	业务介绍	盈利模式
在线阅读	44% (37.10 亿元)	读者在公司自有/腾讯/第三方平台上阅读内容并付费	1) 对于渠道(起点中文网等)上的内容采取免费与付费相结合的模式，通常是免费提供文学作品的前几章，然后余下部分每 1000 个汉字收取 5 分钱；粗算一本 20 万字的作品，需付费 10 元能看完。 2) 包月套餐，读者可以无限次阅读特定作品库的内容，同时可以在购买其他非免费作品上获得 20% 的折扣。
版权运营	53% (44.23 亿元)	将平台内容改编成其他形式(电影、电视剧、动漫、游戏等)的作品	1) 只收取预付固定版权金或既收取固定版权金也对改编娱乐产品的收入/利润进行分成，例如票房收入、网络游戏收入； 2) 与内容改编伙伴订立共同投资或共同开发安排，从版权开发中获取更多收益； 3) 通过旗下子公司新丽传媒进行内容的改编，从而获得收入
其他产品	3% (2.14 亿元)	通过公司旗下两家民营纸质图书公司，将文学作品进行线下纸质图书生产	图书发行收入

数据来源：公司官网、公司年报，西南证券整理

阅文多平台共同发展，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，包括小说平台如 QQ 阅读、起点小说网、创世中文网、潇湘书院等，二次元漫画小说平台元气小说、海外英文网站及移动平台 Webnovel 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百度等第三方平台，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，公司通过收购新丽传媒拓展影视制作业务，成立阅文听书品牌，拥有天方听书网、懒人听书两大音频听书平台，以及 QQ 阅读电子书的硬件终端；5) 其他版权业务：包括参投动画公司，做阅文 IP 改编的动画联合制作；自营游戏业务：发行运营游戏，包括《新斗罗大陆》等。除此之外，背靠腾讯平台，公司能够通过与腾讯动漫、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。

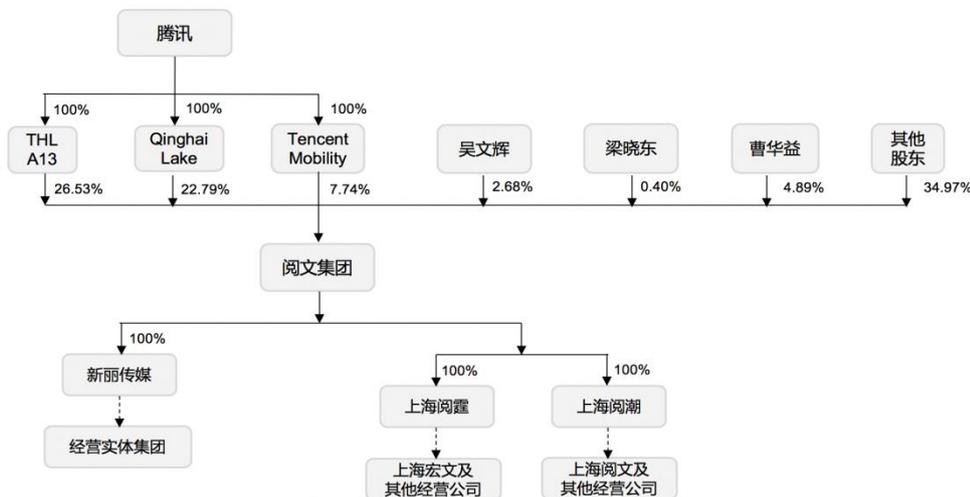
图 1：阅文集团业务布局情况：涵盖内容端、分发渠道、音频听书、硬件终端、影视制作、出版发行



数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

2017 年 11 月，阅文集团从腾讯分拆后登陆资本市场。截至 2019 年 12 月 31 日，腾讯持有约 57.06% 的控股权，腾讯仍将继续作为公司的控股股东，实际控制人为马化腾。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，公司原管理层、现任阅文集团董事会副主席、非执行董事的吴文辉先生持股 2.68%，现任集团顾问梁晓东先生持股 0.40%，新丽传媒董事长曹华益先生持股 4.89%，体现出对公司的坚定信心。2018 年，阅文集团以总价约 155 亿人民币收购新丽传媒，开拓影视制作版图，助力精良 IP 影视化。

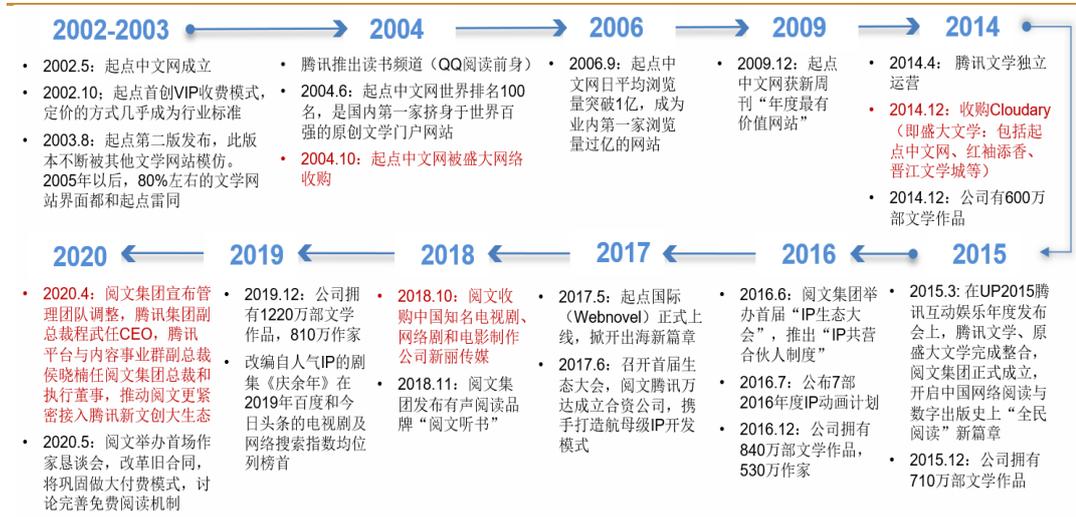
图 2：阅文集团股权结构图（截至 2019 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

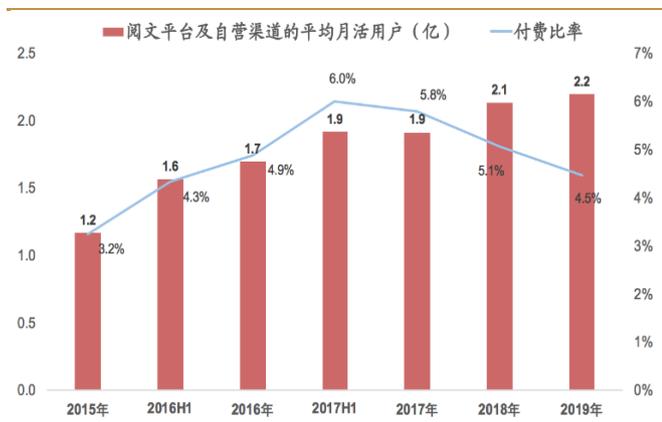
根据 Cloudary（即盛大文学，运营的原创文学网站包括起点中文网、红袖添香网、小说阅读网、榕树下、言情小说吧、潇湘书院六大原创文学网站以及天方听书网、悦读网、晋江文学城（50%股权））向美国证券交易委员会披露的公开数据，2011 年，Cloudary 按收入计在中国网文市场的市场份额为 72.1%。2014 年 12 月，阅文集团收购 Cloudary，成为内容实力最强的阅读平台。截至 2019 年 12 月 31 日，阅文平台有 810 万作家，1220 万部文学

作品,包括自有平台的 1150 万部原创作品,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,合作推出多部精良 IP 改编的动漫、影视剧、游戏作品。

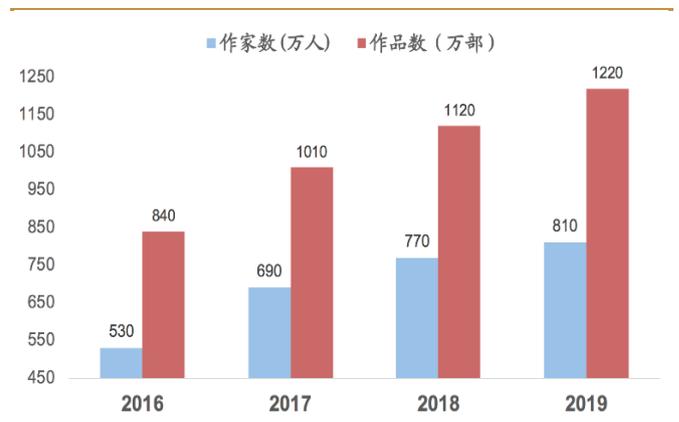
图 3: 阅文集团发展历程


数据来源: 公司官网、公司公告, 西南证券整理

公司在线阅读 APP 月活跃人数达行业顶尖,旗下作家与作品数量持续稳定增长。1) 在线阅读月活跃用户数方面: 阅文集团月活跃用户数从 2015 年的 1.2 亿飞速提升至 2019 年的 2.2 亿,实现 MAU 的稳定增长。根据 2020 年 4 月月活人数数据,对比其他移动阅读产品,阅文旗下的 QQ 阅读、懒人听书月活跃人数均处于龙头地位,且环比增幅维持较高。2) 作品数量方面: 阅文集团提供的文学作品总数由 2016 年的 840 万部提升至 1220 万部,包括来自阅文自有平台的 1150 万部原创文学作品、来自第三方在线平台的 40 万部作品以及 28 万部电子书。3) 作家方面: 2019 年阅文集团作家总数达到 810 万人,其中 27 位作家获得了国家新闻出版广电总局和作家协会以及下属省市部门和单位的荣誉和奖项。4) 付费用户方面: 由于阅文推出了免费阅读服务,在短时间内吸引了数百万用户,付费用户数有所下降,平均月付费用户数由 2017 年的 1110 万下降至 2019 年的 980 万人次。

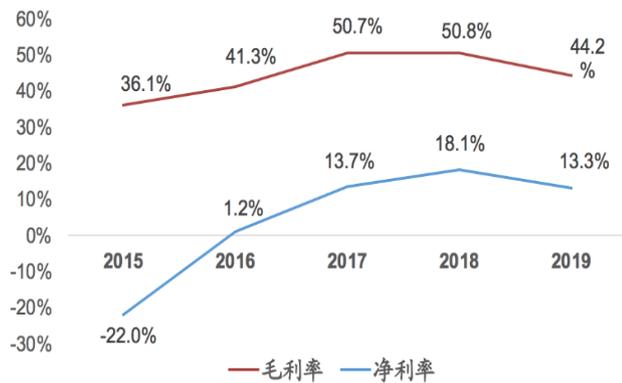
图 4: 2015-2019 年阅文平台平均 MAU 及付费用户比率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 2016-2019 年阅文集团作家、作品数飞速增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业绩状况：归母净利润稳定增长。2016年，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。2018年10月31日至12月31日，新丽传媒并表合计为集团贡献6790万元净利润，带动公司业绩整体向上。2019年，公司归母净利润达11.0亿元，同比增长20.4%，其中新丽传媒全年并表5.5亿元净利润，毛利率方面，2015年之后，公司营收的大幅增长带来的营运杠杆效应使公司毛利率呈逐年提升趋势。2019年，公司毛利率下降至44.2%，主要由于版权运营占营业收入比重提升，而其毛利率低于在线阅读业务所致。

图 6：2015-2019 年阅文集团毛利率、净利率保持稳定


数据来源：公司公告，西南证券整理

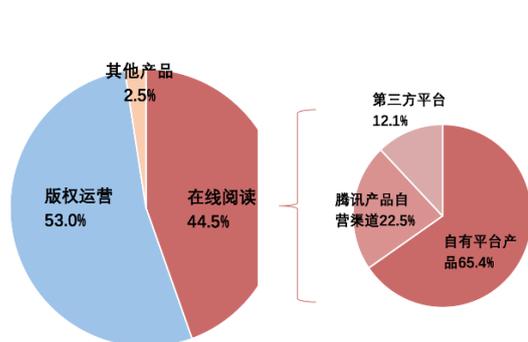
图 7：2015-2019 年阅文集团归母净利润稳定增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：版权运营反超在线阅读收入，成第一大收入组成部分。公司营收从15年的16.1亿元提升至2019年的83.5亿元，处于增长的快车道中。2019年，公司营收大幅提升主要得益于版权运营业务的提升，该板块收入高达44亿元，同比增长341.0%。版权运营收入的高增长主要来自：1) 新丽传媒2019年确认32亿元收入，制作发行《庆余年》《芝麻胡同》《精英律师》《惊蛰》等影视剧，上映《诛仙》等电影，进一步扩展了阅文集团版权运营业务。2) 2019年阅文实现160部作品的授权，包括版权授权、联合动画制作、参投影视剧、自营游戏，合计实现12亿元的营收。2019年在线阅读业务贡献37亿元收入，同比减少3.1%，其下降归因于若干腾讯产品自营渠道的付费阅读收入持续减少，以及来自若干第三方平台合作商的收入减少。

图 8：2015-2019 年阅文集团营业收入高速增长 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2019 年阅文集团营业收入组成


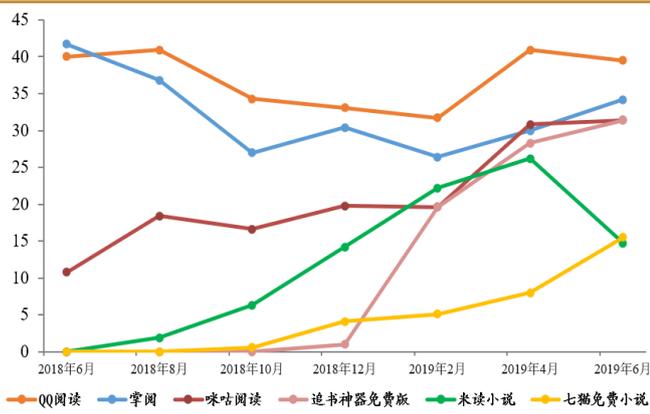
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 内容找读者、外部获取用户成本提升，阅文背靠腾讯 10 亿级用户基数，竞争后期用户获取优势凸显

结论：网文市场内容与受众众多，各家在线阅读 APP 的排版、阅读体验相似，差异化主要在于网文资源、渠道推广的曝光力度等。前期新进玩家，包括七猫（百度系）、米读（趣头条系）、番茄小说（头条系）等利用背后的资源池进行低成本用户拓展，迅速打开市场。目前，在线阅读的推广平台集中在腾讯广告平台，成本高于原先的内部流量池。在外部流量获取成本加大的背景下，免费阅读格局在 2020 年以来较为稳定，且由于 BBAT+趣头条+中移动+硬件端（小米多看阅读、华为阅读）均已入局，后期能够新进去大额投入的竞争者也有限。阅文背靠腾讯 10 亿级流量池，预计随着腾讯对阅文战略的调整、支持力度的增大，阅文后期在用户获取上的优势有望凸显。

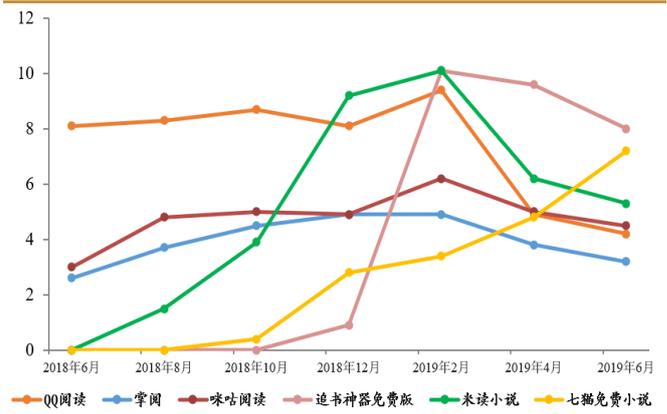
18 年 6 月-19 年 6 月，在线阅读行业玩家发生大变革：QQ 阅读、掌阅虽仍保持领先水平，但以七猫、米读、追书神器等为首的免费阅读 MAU 迅速崛起。2018 年 6 月，七猫、追书神器、米读等免费阅读 APP 均处于起步阶段，到 2019 年 6 月，追书神器 MAU 已经与咪咕、掌阅同一水平，MAU 过 3000 万，七猫、米读也成为 MAU 过 1500 万的免费阅读 APP。

图 10：在线阅读 APP MAU：QQ 阅读领先，咪咕、米读、追书神器高增速（百万）



数据来源：MobTech、西南证券整理

图 11：在线阅读 APP 新装量：米读、七猫、追书神器新装量增速高（百万）



数据来源：MobTech、西南证券整理

2018 年以来崛起的免费阅读多采用：外采版权+自有渠道引流的模式，迅速提升用户数。米读背靠趣头条，番茄小说背靠头条系，七猫背靠百度，内部均有过亿级别的流量池，由于内部结算成本更低，因此在导流前期，免费阅读平台的用户获取成本较低。2019 年下半年以来，在内部导流或抵天花板，外部导流高成本的压力下，七猫、番茄、米读的用户增速均出现放缓。

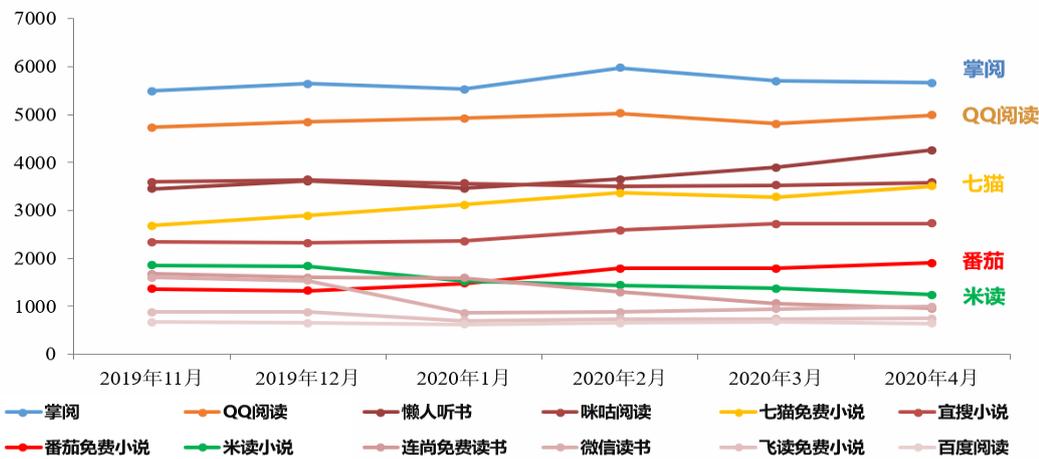
图 12: 免费阅读 APP 均背靠流量池, 前期导流效果明显



数据来源: 公司官网、公司公告, 西南证券整理

2019 年下半年以来, 在线阅读市场趋于稳定, 掌阅+QQ 阅读 MAU 均在 5000 万左右, 七猫领先其他免费阅读 APP, MAU 逼近 4000 万, 番茄、米读稳定在 1000-2000 万 MAU 之间。根据易观的数据, 2020 年 4 月活跃人数 TOP12 的在线阅读 APP 中, 大部分是近两年涌现的新玩家, 包括: 米读、番茄、七猫、飞读等头部免费阅读 APP 的格局基本已经稳定, 七猫、番茄 MAU 缓慢提升。BBAT+趣头条+中移动+硬件端 (小米多看阅读、华为阅读) 均已入局, 能够高额投入的新进竞争者数量有限, 在线阅读头部格局趋向于稳定。截至目前头条系、百度系、阿里系、腾讯系、趣头条、中移动均已发展各自的在线阅读平台, 未来能够新进行业大额投入的玩家数量有限。

图 13: 在线阅读 APP MAU: 格局基本稳定



数据来源: 易观, 西南证券整理

表 2: BBAT+趣头条+中移动已入局在线阅读

公司	免费阅读平台
今日头条系	番茄免费小说
百度系	七猫免费小说 (37.36%)、爱奇艺阅读 (爱奇艺旗下)、掌阅 (8.8%)
阿里系	书旗小说
腾讯系	飞读小说、QQ 阅读、起点中文网等
中移动	咪咕阅读
趣头条	米读小说、米读极速版

数据来源: 公司官网、公司年报, 西南证券整理

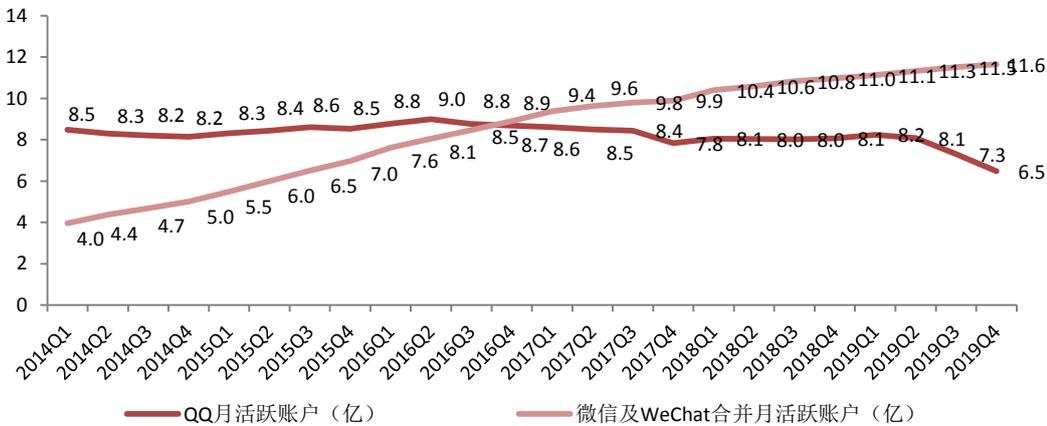
与游戏广告投放主选头条系平台不同的是,在线阅读 APP 广告投放主选腾讯平台。2020 年 4 月,在线阅读行业广告投放数量 TOP5 的 APP,他们 75%以上的广告都投放在了腾讯广告平台。百度旗下的七猫免费小说,2020 年 4 月在腾讯广告的投放占总投放的 97.1%,掌阅科技旗下的得间免费小说,2020 年 4 月在腾讯广告的投放占总投放的 99.4%。

表 3: 2020 年 4 月,在线阅读行业广告投放 TOP5 的 APP 中,腾讯广告的占比靠前

在线阅读 APP	2020 年 4 月投放广告数 (同比增加)	投放平台占比
七猫免费小说 (百度旗下)	164947 (88%)	腾讯广告 (97.1%) 巨量引擎 (1.6%) 阿里汇川 (1.1%)
得间免费小说 (掌阅旗下)	51394 (136%)	腾讯广告 (99.4%) 巨量引擎 (0.5%) 快手 (0.1%)
常读小说	27437 (200%)	腾讯广告 (88.5%) 巨量引擎 (10.5%) 阿里汇川 (0.9%)
必看免费小说	10890 (92%)	腾讯广告 (89.2%) 巨量引擎 (9.9%) 快手 (0.8%)
疯读小说	9720 (32%)	腾讯广告 (76.1%) 巨量引擎 (18.2%) 趣头条 (3.6%)

数据来源: App Growing, 西南证券整理

近水楼台先得月,阅文的在线阅读 APP 有望借助腾讯平台迅速推广,竞争后期用户获取优势凸显。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。在目前腾讯广告平台成为在线阅读 APP 首选广告投放平台的背景下,阅文与腾讯更紧密的联系或能助力阅文旗下新 APP 的推广。

图 14: 腾讯系的 QQ、微信月活账户数量: 微信及 WeChat 合并月活账户突破 11 亿大关


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 免费阅读为行业带来新增量, 随着审美水平的提升, 或能向阅文的主阵地——付费阅读转化

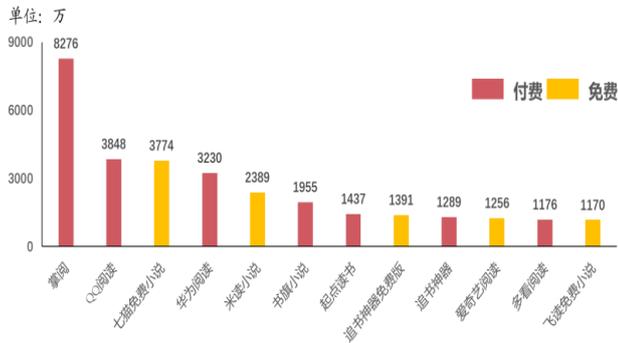
结论: 90%以上的免费阅读用户为有盗版阅读习惯+无在线阅读习惯等的用户, 仅不到10%是原先的付费阅读用户, 因此, 免费阅读真正的竞争对手是原先的盗版网站。免费阅读模式、以及多看多送的激励, 迅速培养了一大批原先没有正版阅读习惯的用户, 免费阅读平台在“圈粉”的同时, 用户长期留存成为他们的痛点。艾瑞数据显示, 40%的阅读用户认为免费阅读平台的主流小说较少, 31%的阅读用户认为作品的质量一般。

与此同时, 付费阅读具备更优质的内容(2020年5月底, 恒言中文网收藏排行总榜的前100名的作品中, 99部均是VIP付费阅读), 培养了正版阅读习惯的用户或会向内容更优质的付费阅读流动。阅文是付费阅读行业龙头, 在头部作家与作品占比方面具有压倒性优势(根据《2019年中国网络文学作家影响力榜》, TOP50的男作家和女作家中, 分别有96%和98%以上来自阅文), 若后期阅文发力免费阅读, 我们预计在同样免费的模式下, 其他免费平台的用户或会向阅文流动。与此同时, 75.5%的付费阅读用户月花费不超过30元, 在用户承受范围内, 部分免费阅读用户或能向付费用户转化。

免费阅读的用户90%以上是有盗版阅读习惯+无在线阅读习惯等的用户, 仅不到10%是原先的付费阅读用户。根据QuestMobile的数据, 2019年6月, 付费模式APP的MAU前两名为掌阅和QQ阅读, 月活跃用户规模为8276万、3848万, 免费模式APP的MAU前两名为七猫和米读, 月活跃用户规模为3774万, 2389万。将其分别作为免费和付费模式的代表对比其用户数, 发现米读和七猫的用户交叉率均在8%以下, 说明免费阅读超90%以上的用户不是之前的付费用户, 而是免费模式吸引的新流量, 这部分新流量包括没有在线阅读习惯的用户, 以及前期通过盗版阅读的用户。

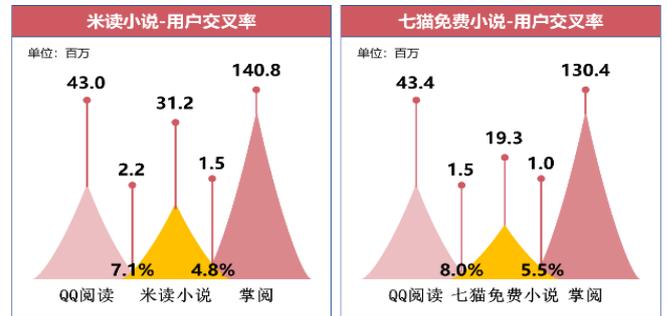
若按照2019年6月的数据测算, 米读小说拥有2389万用户, 其中92.9%为非QQ阅读用户, 假设米读小说的这92.9%非QQ阅读用户中, 有30%流向了QQ阅读, 粗略计算, QQ阅读从米读小说处仍有666万用户的提升空间。

图 15: 2019 年 6 月在线阅读典型 APP 月活跃用户规模 (MAU>1000 万)



数据来源: QuestMobile Truth, 西南证券整理

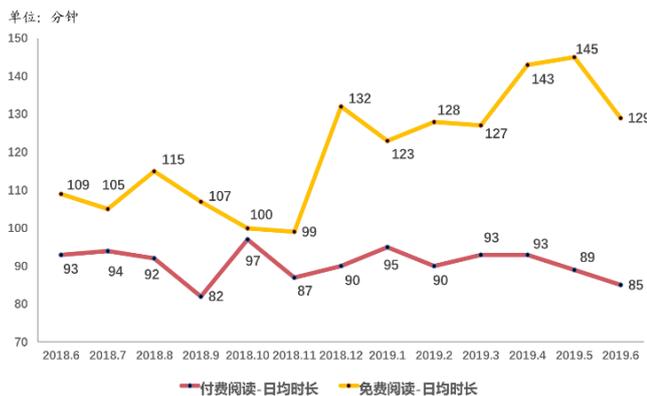
图 16: 2019 年 6 月米读、七猫与付费代表的用户交叉率



数据来源: Mobtech, 西南证券整理 (注: 米读与 QQ 阅读的用户交叉率=二者交叉用户数/米读用户数的比例)

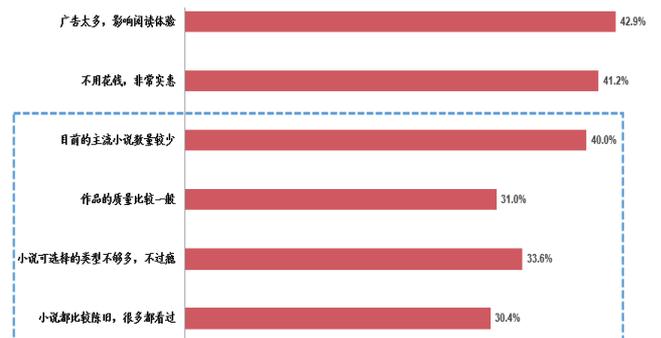
持续增加的阅读时长以及高频的阅读习惯提升用户对内容质量的要求, 免费阅读出现内容短板, 主流小说较少、作品质量一般等问题浮现。据艾瑞 mUserTracker 数据, 在线阅读用户月平均使用时长持续增加, 2018 年比 2017 年增长 8.2 小时, 2019 年比 2018 年增长 1.2 小时。其中免费阅读用户时长增加更明显, 据 MobTech 数据, 2018 年 6 月至 2019 年 6 月期间, 免费阅读用户日均时长呈波动上升趋势, 自 2018 年 12 月以来, 免费阅读用户日均时长增长至 2 小时以上。在阅读频率方面, 2019 年, 占比高达 64.3% 的用户几乎每天都会在线阅读。免费阅读模式、以及多看多送的激励, 迅速培养了一大批原先没有正版阅读习惯的用户, 免费阅读平台在“圈粉”的同时, 用户长期留存成为他们的痛点。根据艾瑞咨询的数据, 40% 的阅读用户认为免费阅读平台的主流小说较少, 31% 的阅读用户认为作品的质量一般, 免费阅读内容短板凸显。

图 17: 2018.06-2019.06 用户付费&免费阅读日均时长



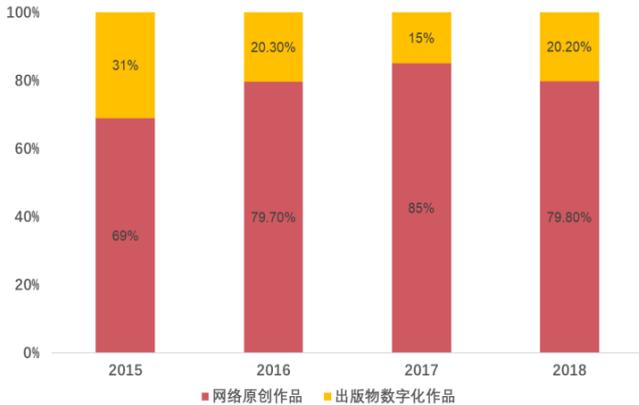
数据来源: Mobtech, 西南证券整理

图 18: 2019 年中国移动阅读用户对免费小说阅读平台的评价

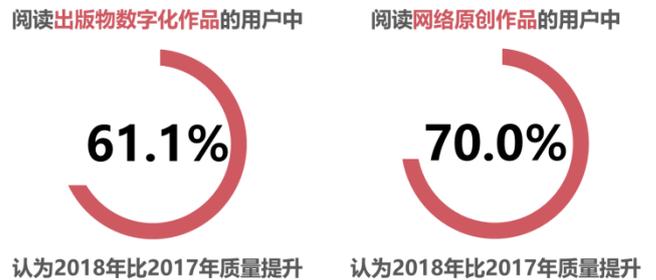


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理 (样本: N=984, 于 2019 年 10 月通过艾瑞 iClick 社区联机调研获得)

用户对质量变化感知更明显、要求更高。质量方面, 随着 2015-2018 年数字阅读作品品种数量的持续增长, 在阅读出版物数字化作品的用户中, 61.1% 的用户认为 2018 年比 2017 年质量提升, 在阅读网络原创作品的用户中, 70% 的用户认为 2018 年质量比上年有所提升, 表明用户对作品的质量提升有明显感知, 也从侧面反映出用户提高作品质量的要求在阅读过程中得到满足。

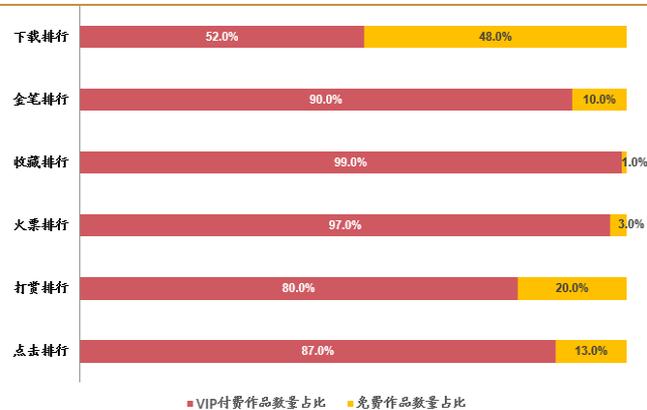
图 19: 2015-2018 数字阅读作品品类数量变化情况


数据来源: 中国音像与数字出版协会, 西南证券整理 (来自中国音像与数字出版协会数字阅读工委会员单位调研、数字阅读企业访谈及数字阅读企业公开财报)

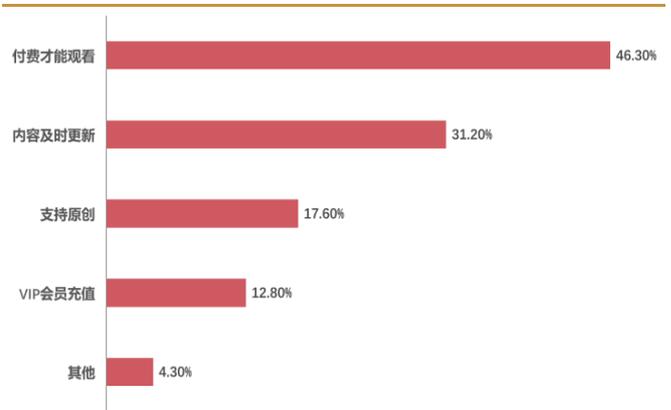
图 20: 2017-2018 用户对数字阅读作品质量变化感知


数据来源: 中国音像与数字出版协会, 西南证券整理 (数据来自中国音像与数字出版协会数字阅读工委用户调研)

付费阅读不仅具备更优质的内容, 且能够更高效的为读者筛选出优质内容。在整体的内容质量方面, 从收藏、火票、打赏、点击排行的角度, 前 100 名占比中, VIP 付费作品的占比均远高于免费阅读, 尤其是收藏排行方面, 收藏排行前 100 名的作品中, 99 部作品均来自付费阅读。根据阅读时长来给予相应的激励, 因此用户的阅读时间不仅与内容质量有关, 还与时长激励有关。而付费阅读则不同, 阅读时长、付费情况与内容质量高度相关, 通过付费、追更人数等能够快速筛选出高质量的作品。

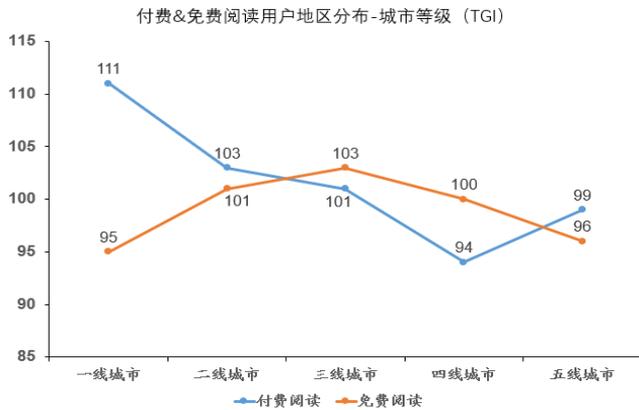
图 21: 作品排行——付费 vs 免费阅读前 100 名数量占比


数据来源: 恒言中文网, 西南证券整理 (截至 20200527)

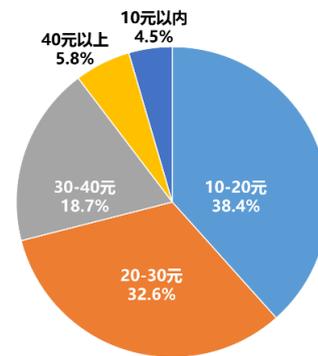
图 22: 2019 年中国数字阅读用户付费原因


数据来源: 比达咨询, 西南证券整理

75.5% 的付费阅读用户月花费不超过 30 元, 在用户承受范围内, 部分免费阅读用户或能向付费用户转化。据比达咨询数据, 2019 年, 75.5% 的用户每月为数字阅读付费 30 元以内, 其中, 4.5% 的用户每月付费 10 元以内, 38.4% 的用户每月付费 10-20 元, 32.6% 的用户每月付费 20-30 元。根据 MobTech 数据, 免费阅读用户主要分布在三四线城市, 每月不超过 30 元的花费对于三四线城市用户来说, 在用户的承受范围内。

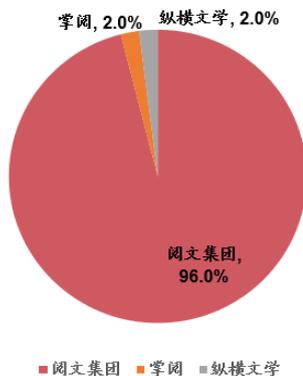
图 23: 付费&免费阅读用户地区分布——城市等级 (TGI)


数据来源: Mobtech, 西南证券整理 (2019.6)

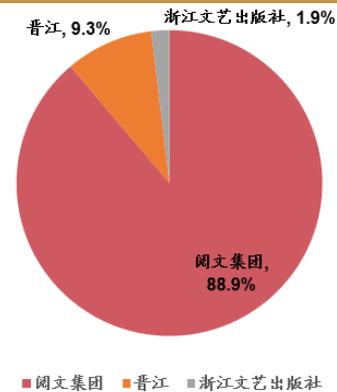
图 24: 2019 年中国数字用户每月付费价格区间


数据来源: 比达咨询, 西南证券整理

阅文是付费阅读行业龙头, 在头部作家与作品占比方面具有压倒性优势。根据《2019 年中国网络文学作家影响力榜》, TOP50 的男作家和女作家中, 分别有 96% 和 88% 以上来自阅文, 且阅文还拥有晋江 50% 的股权; 根据 2020 年 2 月百度小说风云榜的排名, 前 30 部的网络文学作品中, 有 25 部出自阅文平台, 占比达 83%; 根据《2018-2019 年度文化 IP 评价报告》, 网络文学占 10 席, 阅文集团的《妖神记》、《全职高手》、《斗罗大陆》、《天盛长歌》、《扶摇》、《斗破苍穹》、《武极天下》等 7 部作品上榜, 占比高达 70%。

图 25: 2019 年中国网络文学男作家影响力 TOP50 来源


数据来源: 《2019 年中国网络文学作家影响力榜》, 西南证券整理

图 26: 2019 年中国网络文学女作家影响力 TOP50 来源


数据来源: 《2019 年中国网络文学作家影响力榜》, 西南证券整理

阅文头部内容的免费阅读模式仍为处女地, 放开后流量吸引效果料将明显。目前主流在线阅读版权方包括掌阅科技、中文在线、阿里文学、黑岩文学等的版权部分已经授权给米读小说、七猫免费小说、红果免费小说等免费阅读平台。

表 4: 主流版权方平台内容授权情况

公司名称	版权需求方	授权情况
掌阅科技	米读小说	2019 年 6 月, 米读小说与掌阅达成深度合作, 掌阅将 2 万本出版物授权米读; 百度持股七猫免费小说 37.36% 的股权, 2020 年 3 月, 百度 7 亿战略投资掌阅, 占公司 8.8% 的股权;
	七猫免费小说	
	红果免费小说	
中文在线	米读小说	中文在线为米读小说提供版权
	红果免费小说	中文在线旗下 17K 小说网给红果免费小说提供版权

公司名称	版权需求方	授权情况
阿里文学-书旗小说	红果免费小说	阿里文学为红果免费小说提供版权
黑岩文学	红果免费小说 七猫免费小说 米读小说	

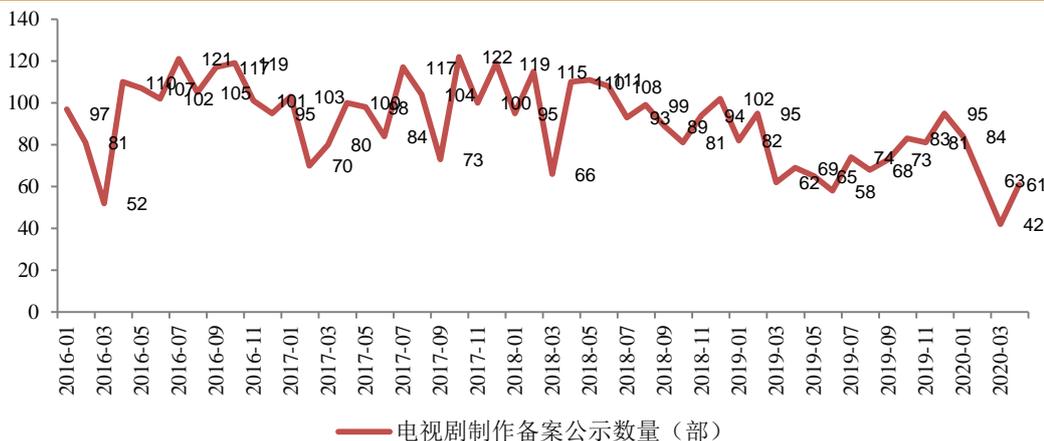
数据来源：百度百科、公司公告、wind，西南证券整理

4 新丽传媒精品剧储备充足，供需不匹配的背景下，议价权或更高

结论：电视剧供给侧改革、疫情影响复工的背景下，电视剧供给受压制，2020 下半年到 2021 年，电视剧行业或面临剧荒。快手、西瓜视频、B 站等入局长视频，头部剧需求端提升。新丽作为市场上为数不多精品剧频出的影视内容公司，曾出品《我的前半生》、《庆余年》等爆款影视剧，目前已杀青的作品包括大 IP 剧《新鹿鼎记》《新天龙八部》《斗罗大陆》，以及具备爆款品相的都市情感剧《他其实没有那么爱你》；20 年 5 月，拍摄中的剧集包括：大 IP 剧《青簪行》《流金岁月》，以及谍战剧《叛逆者》，筹备中的剧集包括《庆余年 2》等，公司后期影视剧储备充足，在需求端旺盛的背景下，或能获得更高议价权。

在影视政策和资本寒冬背景下，叠加疫情延迟开工的影响，2020 下半年到 2021 年，电视剧行业或面临剧荒。根据广电总局的数据，2018 年电视剧制作备案数量每个月平均是 97 部，到 2019 年下降到了 75 部，到 20 年 1-4 月又下降到了 63 部，制作备案数量几乎是腰斩了。由于一部电视剧从拍摄到播出的制作周期一般在 1 年左右，因此，我们预计 19 下半年以及 20 上半年剧集延迟以及减少开机会影响到 20 下半年到 21 年的供给。

图 27：电视剧制作备案数量在 20 年以来大幅下降



数据来源：广电总局，西南证券整理

快手、西瓜视频、B 站等入局长视频，头部内容的争夺或将卷土重来。对各类短视频平台来说，长视频可丰富平台的内容矩阵，形成差异化竞争优势。提供更多元选择以满足不同用户需求喜好，通过拉长用户平台停留时长增强用户和平台的粘性，增加用户留存。目前头条系、快手等纷纷入局长视频：1) 西瓜视频与 BBC Studios 达成内容合作，双方将共同出品《哈勃三十年：揭示宇宙奇观》与《灵长王国》两部新纪录片，同时包括上百部 BBC 纪录片也将在西瓜视频上线，招揽优质 UP 主，上架大量动漫番剧与中外电影等等(并推出会员

业务), 拓宽原本高龄化男性用户群。2) B 站: 持续投入纪录片, 开始自制综艺、自制电影等; 3) 快手近期出品电影《空巢》并独家上线。

图 28: 西瓜视频、快手、B 站纷纷布局长视频

	综艺	电影	电视剧	纪录片
资本拦截 全面出击	西瓜视频投入 40亿元 , 全面进军自制综艺包括《考不好没关系?》《大叔小馆》《头号任务》等	2020年字节跳动独家购买院线电影版权《囡妈》《大赢家》 西瓜视频共有电影 811部	2020年西瓜视频独家播出BBC年度巨制《德古拉》, 与Netflix全球同步播出 西瓜视频共有电视剧 863部	2020年西瓜视频与BBC Studios共同出品《哈勃三十年:揭示宇宙奇观》与《灵长王国》 西瓜视频共有纪录片 637部
小试牛刀 谨慎布局		2020年5月初快手上线自制短剧《百里挑一》 2020年母亲节期间快手在其快手放映厅独家发行并播放院线电影《空巢》 快手自制的电影《他是我兄弟》已在拍摄计划中	2018年快手收购A站, 双方资源共享 A站共有动画番剧 579部	2020年快手上线纪录片《新留守青年》《回望的温度》和《球蟒和异宠贸易背后的真相》 出品纪录片《心声》
战略出圈 步步为营	B站成功出品两季自制综艺《故事王》, 第三季将于2020年6月播出 2020年4月24日B站自制新综艺《说唱新世代》开始招募选手	B站自制电影《滚蛋吧, 大魔王》, 购买《哈利波特》《指环王》和DC电影等大IP电影 B站共有电影 2703部 (含动漫电影)	B站在其日本文化圈内购买 41部 日剧版权, 购买 6部 美剧和 30部 英剧版权 B站共有电视剧 2636部	B站靠《我在故宫修文物》走红后, 自制纪录片《人生一串》进一步出圈 B站率先与Discovery合作购买其 162部 纪录片 B站共有纪录片 3253部

数据来源: 各视频门户网站、搜狐网, 西南证券整理

新丽传媒是市场上为数不多精品剧频出的影视内容公司, 曾出品《我的前半生》、《庆余年》等爆款电视剧。新丽传媒成立于 2007 年, 是行业领先的电视剧、电影内容制作公司, 自 2008 年以来爆款频出。

表 5: 新丽传媒历年精品电视剧情况

年份	剧集	主创	剧集表现
2008	《血色迷雾》	柳云龙、史可、周海媚、王丽坤	全国播出后, 收视情况十分火爆, 荣获浙江电视台科教频道 2008 年度收视第一名。2008 年度南方盛典颁奖典礼, 《血色迷雾》同时包揽了“最佳电视剧”及“最佳电视剧出品公司”两个奖项。
2010	《你是我兄弟》	邓超、张嘉译、董洁	《你是我兄弟》在北京卫视的收视率排行榜居第一位, 当时《你是我兄弟》的收视人群超过了北京卫视的春节联欢晚会和北京新闻。
2012	《北京爱情故事》	陈思诚、李晨、张译、佟丽娅、张歆艺、杨幂	安徽卫视 2012 国剧盛典, 2012 年度十佳电视剧
2013	《辣妈正传》	沈严、孙俪、张译、明道	开播两天收视爆红, 以收视率平均破一的成绩, 远胜其他同档期电视剧。
2014	《二炮手》	康洪雷、孙红雷、海清	2017 年 2 月, 该剧获得第十一届电视制片业“电视剧优秀作品”奖。
2015	《虎妈猫爸》	姚晓峰、赵薇、佟大为	该剧于 2015 年 5 月 3 日在东方卫视、天津卫视首播, 获得第 17 届华鼎奖, 第 2 届文荣奖, 第三十届电视剧飞天奖“剧目奖”, 第 19 届华鼎奖, 平均收视率为 1.37%。
2016	《小丈夫》	姚晓峰、俞飞鸿	2016 年 5 月 1 日在湖南卫视金鹰独播剧场播出。平均收视率为 1.22%。该剧获得中国百强名单的前十名电视剧, 优秀作品奖。

年份	剧集	主创	剧集表现
2017	《我的前半生》	靳东、马伊琍、袁泉、雷佳音	2017年7月4日在东方卫视、北京卫视首播,获得优秀电视剧奖,2016-2017年度最具价值电视剧。
2018	《如懿传》	汪俊、周迅、霍建华, 张钧甯、董洁、童瑶	18年8月20日在腾讯视频独播,18年12月底在江苏卫视、东方卫视上星播出。19年1月12日,该剧在第三届金骨朵网络影视盛典中获得年度品质网络剧奖。
2019	《庆余年》	孙皓, 张若昀、李沁、陈道明、辛芷蕾、肖战	2019年11月底在腾讯视频、爱奇艺首播。豆瓣评分7.9分,腾讯视频累计播放量67亿次、爱奇艺热度高达8800的超亮眼成绩,并在网播大获成功的基础上,实现34天内四轮卫视上星。

数据来源: 百度百科、豆瓣、爱奇艺, 西南证券整理

表 6: 新丽传媒历年具有代表性的电影情况

年份	电影名称	参与方式	主创	票房	电影表现
2010	《山楂树之恋》	出品	张艺谋、周冬雨、窦骁	1.4 亿	入围柏林国际电影节水晶熊和香港金像奖最佳亚洲电影,并获得华表奖优秀故事片奖。2018年8月,被评为改革开放40周年中国十大优秀爱情电影。
2011	《失恋33天》	出品	滕华涛、文章、白百何	3.5 亿	上映4天票房成功突破亿元大关,首周票房达到1.9亿,夺得当周票房冠军。总票房为3.5亿元,成为2011年度票房市场的最大“黑马”,也是2011年中小成本最卖座的国产电影。
2012	《搜索》	出品	陈凯歌、高圆圆、姚晨、陈红	1.8 亿	2012年7月在内地上映,获得年度电影最佳故事片,获得2013年华表奖:优秀故事片奖,打破《山楂树之恋》创下1.4亿国产文艺片最高票房纪录,成为当时新一任国产文艺片票房之王。
2013	《101次求婚》	出品	陈正道、黄渤、林志玲、秦海璐	2 亿	电影于2013年情人节期间在中国大陆上映并取得了超过2亿元的票房,创下了内地电影市场情人节当日爱情片的票房纪录。
2015	《夏洛特烦恼》	出品	闫非、沈腾, 马丽, 尹正, 艾伦	14.4 亿	于2015年9月30日全国公映,2015年10月22日晚,跻身内地华语片票房排行榜前三名,内地影史第八名,获得最佳处女作奖(提名),最受关注的院线电影(提名)。
2016	《情圣》	出品	宋晓飞、董旭、闫妮、小沈阳	6.5 亿	该片于2016年12月30日在中国上映,以1.7亿元的成绩拿下当年元旦档票房冠军,获得年度电影突出贡献奖。
2017	《悟空传》	出品	郭子健、彭于晏、倪妮、余文乐	6.9 亿	该片于2017年7月在中国内地上映,上映20小时票房破亿,获得第54届台湾电影金马奖中最佳视觉效果与最佳动作设计、第37届香港电影金像奖中最佳视觉效果、最佳动作设计。
2018	《来电狂响》	出品	佟大为、马丽	6.4 亿	2018年年底上映,成为2019元旦档综合票房冠军
2018	《西虹市首富》	出品发行	闫非、彭大魔、沈腾、宋芸桦	25.5 亿	于2018年7月底在中国大陆上映,首日票房就破2亿,总票房25.5亿元。
2019	《诛仙1》	出品	肖战、孟美岐	4.1 亿	2019年古装片综合票房冠军

数据来源: 猫眼电影, 西南证券整理

新丽传媒后期影视项目大多为 IP 作品+知名演员, 剧情保证+演员知名度+IP 粉丝, 具备爆款潜质。受前期新冠疫情影响, 部分影视作品的复工拍摄延期, 20 年下半年及 21 年或将面临剧集荒, 新丽传媒作品中《斗罗大陆》、《新鹿鼎记》、《新天龙八部》、《他其实没有那么爱你》、《欲望之城》等均已拍摄完成, 预计将填补市场空白, 获得更高议价权。

表 7: 新丽传媒影视项目储备情况

序号	剧集名称	预计播出时间	主创	项目进展	播放平台	项目介绍
1	《斗罗大陆》	2020	肖战 / 吴宣仪等	已成品	腾讯视频	改编自同名 IP 小说, 2018 年 12 月正式开机。2019 年 12 月, 《斗罗大陆》官微发布电视剧海报。
2	《新鹿鼎记》	2020	张一山 / 唐艺昕	已杀青	/	2017 年 9 月电视剧备案, 2019 年 2 月正式开拍, 并预计于 2020 年开播。
3	《新天龙八部》	2020	杨佑宁 / 张天阳等	已杀青	腾讯视频	2018 年 3 月电视剧备案, 于 2019 年 1 月在云南大理举办开机仪式, 并首次发布概念海报和剧照。
4	《狼殿下》	2020	王大陆 / 李沁 / 辛芷蕾 / 肖战等	已成品	腾讯视频、爱奇艺、优酷	2017 年 4 月初开机, 2017 年 5 月, 首度曝光剧照。
5	《他其实没有那么爱你》	2020	宋茜 / 郑恺等	已杀青	爱奇艺	2019 年 10 月首爆预告, 2019 年 12 月杀青。
6	《渴望生活》, 又名《欲望之城》	2020	刘进 / 吴秀波 / Angelababy 等	已杀青	腾讯视频、爱奇艺、优酷	2018 年 2 月发布概念海报, 于 4 月杀青。
7	《青簪行》	/	吴亦凡 / 杨紫等	拍摄中	腾讯视频	2019 年 10 月腾讯 V 视界大会, 腾讯视频副总裁韩志杰宣布主演为吴亦凡和杨紫。
8	《流金岁月》	/	刘诗诗 / 倪妮 / 陈道明等	拍摄中	爱奇艺	2020 年 4 月正式官宣演员阵容, 并正式开机, 5 月发布剧照。
9	《叛逆者》	/	朱一龙 / 童瑶等	拍摄中	爱奇艺	2020 年 3 月电视剧备案, 4 月在上海开机。
10	《庆余年 2》	/	张若昀等	前期筹备	/	2019 年 12 月第四届金骨朵网络影视盛典, 张若昀在采访中透露第二部正在计划中, 且表示“应该是原班人马”出演。
11	《岁岁青莲》, 又名《熹妃传》	/	何润东 / 何泓姗 / 陈瑶等	前期筹备	腾讯视频	/
12	《赘婿》	/	/	前期筹备	/	2017 年 9 月腾讯影业年度发布会上, 程武与新丽传媒董事长曹华益宣布双方合作《庆余年》《赘婿》《我真是大明星》三部剧集开发。
13	《我真是大明星》	/	/	前期筹备	/	2017 年 9 月腾讯影业年度发布会上, 程武与新丽传媒董事长曹华益宣布双方合作《庆余年》《赘婿》《我真是大明星》三部剧集开发。
14	《雪中悍刀行》	/	/	前期筹备	/	2016 年 9 月电视剧备案。
15	《风起陇西》	/	/	前期筹备	/	电视剧、电影都尚在剧本的筹备工作中。
16	《婚姻进化论》	/	刘涛 / 靳东等	前期筹备	/	2018 年 2 月电视剧备案。
17	《不信蜜糖便信盐》	/	/	前期筹备	/	2018 年 4 月电视剧备案
18	《阳光先生》	/	/	前期筹备	/	2018 年 10 月电视剧备案
序号	电影	预计上映时间	主创	项目介绍	是否 IP 改编	项目介绍
1	《秘密访客》	2020	陈正道 / 郭富城 / 段奕宏等	已成品	否	由陈正道执导的《秘密访客》官宣定档 6 月 25 日, 成为第一部定档今年端午的电影。
2	《你好, 李焕英》	2020	贾玲 / 沈腾 / 陈赫	——	是	2019 年 9 月 25 日开机

数据来源: 公司官网、wind, 西南证券整理

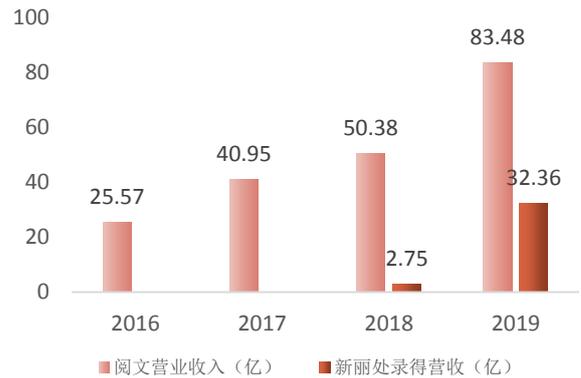
阅文集团于2018年10月以155亿元收购新丽传媒，按照双方的业绩承诺，新丽传媒2018-2020年的净利润分别不低于5/7/9亿元，受行业不景气的影响，2018、2019年实际实现3.24/5.48亿元。2019年，新丽传媒贡献32.4亿元的收入，占阅文集团总收入的38.8%，贡献5.5亿元的净利润，主要来自《庆余年》、《精英律师》、《惊蛰》、《芝麻胡同》、《诛仙1》等的收入确认。2018年10月，新丽传媒业绩并表，2018年阅文集团从新丽传媒处取得2.8亿元营收及6790万元净利润。

图 29：2018-2020 新丽传媒“业绩对赌”承诺和实际对比图



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 30：阅文、新丽历年营收



数据来源：公司年报，西南证券整理

5 在 IP 运营体系工业化探索初期，阅文背靠腾讯互娱生态体系，拥有影漫游资源禀赋，或能率先出成果

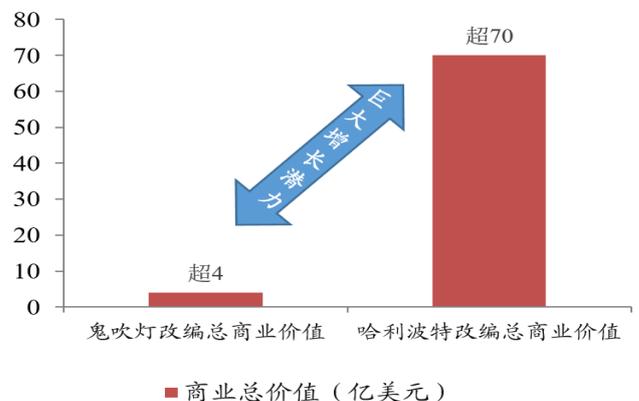
以哈利波特和鬼吹灯为例看国内外 IP 改编的差距：二者都是顶级 IP，拥有广泛的读者群。哈利波特如今已有风格、主演统一的 8 部电影、主题公园和其他衍生品，改编总商业价值超 70 亿美元（约合人民币 463 亿元），鬼吹灯虽有网剧《鬼吹灯：精绝古城》、《鬼吹灯：黄皮子坟》、《鬼吹灯：牧野诡事》，但风格、主演并不统一，改编水准也不稳定。电影方面，鬼吹灯的改编电影包括《寻龙诀》、《云南虫谷》等，改编商业价值与哈利波特存在巨大的差距。但在网剧《鬼吹灯怒晴湘西》之后，腾讯逐渐开始重视统一人物、统一世界观、剧集价值观的塑造等，更注重 IP 打造的前期规划。

图 31：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 32：2017 年哈利波特与鬼吹灯改编总商业价值对比



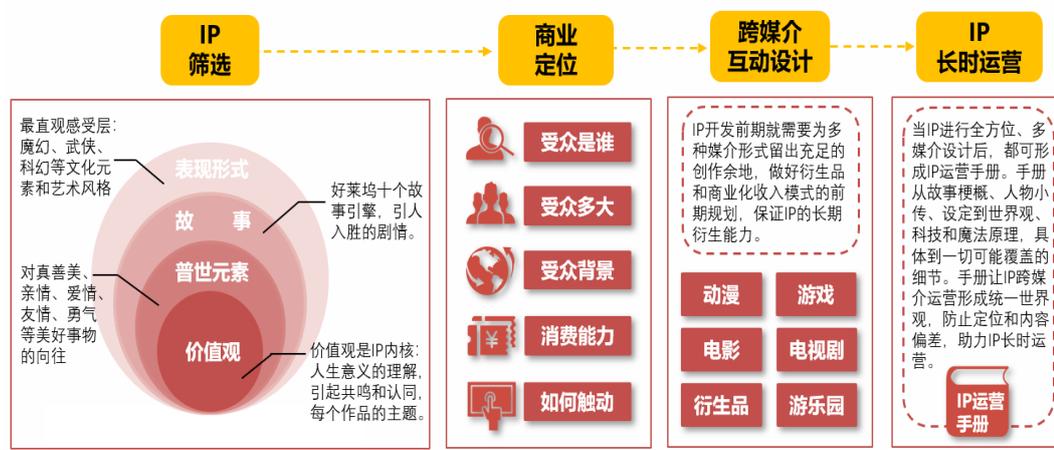
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

IP 运营体系工业化是指围绕 IP，实现工业化流水线式的内容生产，将 IP 执行变为像工业生产流水线一般的制作流程，让成功的经验可以复制。国内整个 IP 产业目前处于成长期，正向着更深层次方向发展，伴之而生的是产业精细化、专业化程度的加深，文化 IP 的开发向着立体化的方向发展。**整个文学 IP 产业需要的是强运营、强供应链需求的行业，是需要建立在科学合理的开发标准及专业化分工的基础上，从而提供规模化、标准化、专业化高品质的内容产品。**与国外成熟的文化产业工业化开发体系相比，我国处于 IP 运营体系工业化的探索期，未来文学 IP 产业会逐渐深化建构自身高效运行的供应链体系，从而为文学 IP 版权成功开发提供保障。

根据时光网的数据，IP 工业化开发涵盖 4 个流程：

- 1) IP 筛选：**主要从 IP 是否具备打造潜力去判断，或者发现好的 IP 创意后，去设计构建一个完整的可常青的 IP 设计：从表现形式的极致、故事构架的引人入胜、具备普世元素的世界观、和具备长期生命力的价值观四个方面判断。文学 IP 成为上游内容来源的支柱性供给。
- 2) IP 的商业定位：**确定 IP 受众，针对作品对应的人群特征，开发相应的价值观、世界观、故事设计、艺术风格和流行元素等，为媒介互动设计做好准备。考虑受众是谁，受众有多大，受众背景是什么，他们想要什么，怎么触及他们，怎么让他们买单，他们消费能力有多强。
- 3) 跨媒介互动设计：**IP 开发前期就需要为网剧、电视剧、电影、游戏、出版物、社交、衍生产品，甚至地产和教育等多种媒介形式留出充足的创作余地，做好衍生品和商业化收入模式的前期规划，保证 IP 的长期衍生能力。新时代 IP 尤其需要具备超强的传播能力，要在社交媒体、移动游戏、短视频间相互互动，将内容产业链延伸至更多的商业变现途径。
- 4) IP 的长时运营：**每一个 IP 进行全方位、全流程、多媒介商业定位和互动设计后，都可形成详细的 IP 运营手册，在好莱坞一般叫做 Bible，这是好莱坞目前使用的“制片人中心制”的核心。IP 在创作和制片过程中，会有很多创意环节，每个环节执行过程中操作者都有自己的想法，如果没有一个统一的执行手册，就很容易跑偏。

图 33：IP 工业化的四个流程



数据来源：时光网，西南证券整理

国外文学 IP 与中国文学 IP 开发对比：美日 IP 开发较为成熟，中国工业模式开发亟待完善。美国注重单一内容产品的 IP 化和 IP 全产业链运营，迪士尼主营业务涵盖动漫、影视、游戏、图书、主题公园等各种文化领域，而好莱坞巨头打造的 IP 续集电影无论在粉丝基础、观众接受度、品牌内容影响力上，都取得巨大成功。日本文化产业主要以动漫为起点，通过融合影视、游戏、图书、杂志及与动漫有关的衍生品等文化领域。在日本，一个 IP 往往由多个版权方共同拥有，通过谈判联合成立授权委员会，提升变现效率。反观中国，“泛娱乐”概念最早由程武于 2011 年提出，以 IP 为核心的全产业链运营仍在不停磨合发展过程中，并未对 IP 开发进行统一规划管理及形成成熟的工业化开发体系，整个 IP 开发生态圈还需未来进一步打造和完善。

图 34：中美日 IP 开发运营对比

	美国	中国	日本
IP 开发历程	IP 开发历程久，内容制作精良，积累丰富经验。	泛娱乐历程较短，处在发展期，产品质量参差不齐。	IP 开发起源早，有着成熟的跨媒介模式，产业积累深厚。
全产业链开发	注重单一内容产品 IP 化及反复开发利用，打造“品牌乘数”，形成“轮次收入”。	结合内容属性有针对性开发，但未形成体系化开发的工业模式，IP 生态圈亟待完善。	主要以动漫为起点，以单载体或者架构总体世界观的模式进行多样化改编。
IP 管理授权	IP 开发的规划管理由版权方掌控，自主决定开发模式。	初步上线官方 IP 交易平台，还在探索期，授权开发仍归版权方各自进行管理。	版权方联合成立授权委员会，对 IP 进行统一合作及操作，IP 整体开发过程监督严格。
担保信托服务	金融体系渗透 IP 开发，提供完整担保、信托等服务，降低开发风险。	金融服务深入 IP 开发较少，产业与资本未进行深入的资源整合。	整个 IP 开发基本自行承担风险，金融相关的担保和信托服务较少。

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

按照前述 IP 工业化的定义，国内还没有公司能够实现工业化流水线式的内容生产，没有公司能够形成系统的流程、建立起统一合理的生产标准来批量复制成功经验。与国外成熟的文化产业工业化开发体系相比，我国处于 IP 运营体系工业化的探索期。但相对来说，我们认为**阅文背靠腾讯，最有潜力率先出成果**，原因如下：

- 1) IP 筛选角度：**付费阅读的阅读时长、付费情况与内容质量高度相关，通过付费、追更人数等指标能够快速筛选出高质量的作品。
- 2) 理念角度：**阅文 2018 年生态大会上提出的“IP 全链服务”的具体操作已经可以看出系统化、流程化操作的雏形。阅文集团提出的“IP 共营合伙人制度”已处于 IP4.0 的理念：打造一体化的世界观，合纵连横。阅文提出的“IP 共营合伙人制”是以 IP 为核心，链接起产业上下游，将作家、粉丝、影视游戏动漫开发方、资本方等串联起来，以“漫威”模式为参照，打造“泛娱乐”化的中国 IP 产业，合伙人模式可以有很多种合作形式，如下游厂商针对高端 IP 成立 IP 运营公司，一起构建 IP 的世界观。而行业内的大多数公司仍然处于寻求全产业链的高效联动的 IP3.0 理念。在 IP3.0 的阶段，精品 IP 完成了多领域、跨平台的商业扩展，但却可能因为各个合作者想法不同而产生偏差，难以形成合力，从而对 IP 造成损耗。比如《鬼吹灯》每一部的演员、剧组都是不同的，观众容易混乱而没有鲜明系列记忆点。但 IP4.0 以 IP 本身的世界观为主导，是基于同一世界观的多个内容 IP 进行深入挖掘和多角度的纵横开发，如《鬼吹灯怒晴湘西》之后的鬼吹灯系列。

3) 产业链角度: 阅文背靠腾讯互娱生态体系, 拥有漫影游资源, 打造了 IP 全产业链孵化的基石。IP 的全版权开发涉及到文学、出版、影视和游戏等产业链各端的相互协作, 包括上游内容资源授权的取得, 中游各分发渠道平台构建及下游版权延伸的多元化营销, 拥有完善产业链的公司在此方面具有优势。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, 向其他多种形态的产品、领域延伸。

图 35: 腾讯互动娱乐生态情况, 包括 IP 内容源头、游戏、动漫、影视等作品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4) IP 打造的经验角度: 从《斗罗大陆》的纸质书、漫画、游戏、电视剧等全版权运营看腾讯与阅文的 IP 打造能力。2008 年末, 唐家三少所著《斗罗大陆》首发于阅文集团旗下品牌起点中文网。此后, 《斗罗大陆》的纸质书、单行本漫画、动漫、页游、手游陆续推出, 漫影游同步联动, 达到 IP 精品化开发。目前由公司旗下新丽传媒出品的《斗罗大陆》电视剧也正在筹备中。游戏方面, 2018 年公司根据 IP 定制改编手游《新斗罗大陆》开始测试, 荣获“年度人气 IP 类游戏”, 位列卡牌游戏榜前十, 斩获金口奖、金陀螺奖等多项游戏业内大奖。2018 年公司联合企鹅影视、玄机科技出品网络动画, 成为国内唯一年番国漫, 并于腾讯视频独家上线, 截至 2020 年 5 月 18 日, 动漫累计播放量达 170.1 亿, 累计弹幕数 373 万, 累计评论 205 万。2019 年《斗罗大陆》获 2018-2019 年度中国 IP 海外评价榜第九名。

图 36: 公司玄幻题材网文《斗罗大陆》的版权运营分析



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

假设 1：版权运营：假设公司版权运营业务中的授权版权数量在 20-22 年维持在 160 个左右，单版权价格维持 15% 以上的增长；新丽传媒业务保持平稳，毛利率稳中有升。

假设 2：在线阅读：假设公司在线阅读业务中阅文自有平台产品保持平稳增长，腾讯产品自营渠道支持力度加大。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
版权运营	收入	4,423.1	4,924.2	5,137.8	5,883.5
	增速	341.0%	11.3%	4.3%	14.5%
	毛利率	34.10%	43.0%	43.0%	43.0%
在线阅读	收入	3710.42	3952.4	4423.8	5001.4
	增速	-3.1%	6.5%	11.9%	13.1%
	毛利率	56.9%	52.0%	53.0%	53.0%
其他	收入	214.3	225.0	236.2	248.0
	增速	3.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%
合计	收入	8,347.8	9,101.5	9,797.8	11,132.9
	增速	65.7%	9.0%	7.6%	13.6%
	毛利率	44.2%	46.7%	47.3%	47.3%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.3/13.9/15.9 亿元，同比增速分别为 13%/12%/15%，对应估值分别为 34/31/27 倍，考虑到：免费阅读竞争趋缓，公司是内容的绝对龙头，新丽精品剧储备丰富，公司 IP 工业化运营有望率先出成果，享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 54.87 港元。

表 9：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	所属行业	股价 (元)	市值 (亿元)	PE		
					2019A	2020E	2021E
603533.SH	掌阅科技	在线阅读	30.54	122	42.2	45.3	30.7
300133.SZ	华策影视	影视制作发行	7.40	130	-8.9	24.4	19.5

数据来源：Wind，西南证券整理

7 风险提示

在线阅读新进竞争对手增加投入风险；影视项目进展不及预期风险；网文、影视剧政策趋严风险；海外业务拓展风险。

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	5,038	8,348	9,102	9,798	11,133
毛利	2,558	3,692	4,249	4,634	5,265
EBIT	877	1,061	1,517	1,569	1,829
財務收入(費用)	52	-15	-190	-83	-127
聯營公司	37	-25	-27	-29	-33
非經常性項目	0	0	0	1	1
稅前利潤	1,078	1,180	1,300	1,458	1,670
稅項	-165	-68	-78	-87	-100
非控股權益	2	16	13	16	18
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0
淨利潤(归屬母公司)	911	1,096	1,234	1,386	1,587

資產負債表

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
現金及現金等價物	8,971	6,587	8,732	9,659	10,425
應收賬款	1,830	3,366	2,656	3,047	3,811
存貨	130	606	466	502	551
其他流動資產	3,494	1,776	1,740	2,297	3,075
物業、廠房及設備	48	42	-3	-45	-56
無形資產	12,141	12,169	12,169	12,169	12,169
其他非流動資產	1,221	1,704	1,677	1,647	1,614
總資產	27,835	26,250	27,437	29,276	31,589
應付賬款	1,131	1,021	1,130	1,217	1,399
短期借款	2,085	1,303	2,594	2,161	2,814
其他流動負債	3,380	3,590	1,788	2,757	2,490
長期借款	380	0	200	200	300
遞延稅項負債	2,443	926	1,431	1,263	1,319
其他非流動負債	0	0	0	0	0
總負債	9,420	6,839	7,143	7,597	8,322
股本	0.65	0.64	0.64	0.64	0.64
儲備	18,403	19,396	20,278	21,664	23,252
股東權益	18,403	19,397	20,279	21,665	23,252
非控股權益	12	14	14	14	14
總權益	18,415	19,411	20,293	21,679	23,267
淨現金(負債)	6,506	5,284	5,938	7,298	7,311

現金流量表

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	1,078	1,180	1,300	1,457	1,669
稅項	2,085	-1,350	-182	363	-651
營運資本變動	-1,471	-430	-104	-147	-668
經營現金流量	1,831	-411	1,268	1,940	618
資本開支	-188	-158	-182	-196	-223
自由現金流量	1,643	-569	1,086	1,744	395
股息	0	0	0	0	0
其他非流動資產變動	-7,528	-568	-300	-400	-400
股本變動	0.1	-0.0	0	0	0
	4,710	-84	13	16	18
其他	-1,175	-1,222	799	1,360	13
淨現金流量	7,681	6,506	5,284	5,938	7,298
期初淨現金(負債)	6,506	5,284	5,938	7,298	7,311
期終淨現金(負債)	-1,471	-430	-104	-147	-668

財務比率

12月31年结	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
增長(%)					
收入	23.0	65.7	9.0	7.6	13.6
EBITDA	51.6	26.7	32.2	3.6	14.2
EBIT	71.8	20.9	43.0	3.4	16.6
淨利潤	63.7	20.4	12.6	12.3	14.5
每股盈利	63.7	7.8	12.6	12.3	14.5
利潤率(%)					
毛利	50.8	44.2	46.7	47.3	47.3
EBITDA	20.7	15.8	19.2	18.4	18.5
EBIT	17.4	12.7	16.7	16.0	16.4
淨利潤	18.1	13.1	13.6	14.1	14.3
其他比率					
ROE(%)	4.9	5.6	6.1	6.4	6.8
ROA(%)	3.3	4.2	4.5	4.7	5.0
淨負債率	(34.8)	(26.7)	(29.3)	(33.7)	(31.4)
利息覆蓋率(倍)	5.9	6.1	4.5	5.9	5.5
應收賬款周轉天數	132.6	147.2	106.5	113.5	124.9
應付賬款周轉天數	166.4	80.0	85.0	86.0	87.0
存貨周轉天數	19.1	47.5	35.1	35.5	34.3
有效稅率(%)	15.3	5.7	6.0	6.0	6.0

数据来源：公司资料，西南证券

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，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn