

【广发海外】阅文集团 (0772.HK)

网文领导平台，IP 运营起航

核心观点:

一、阅文是中国最大的正版数字阅读平台和最大的文学 IP 输出平台。旗下囊括 QQ 阅读、起点中文网、创世中文网等业界领先品牌，根据最新财报，截至 2018H1，拥有 2.14 亿月活、730 万位作家、1,070 万部作品。

二、阅文凭借旗下自有平台+腾讯渠道+第三方渠道，全面覆盖数字阅读用户，搭建了囊括作家、文学内容、读者、渠道、内容改编合作伙伴的完整网络文学生态体系，形成以文学内容为核心，以用户付费阅读、与作家分成、IP 改编运营为盈利模式的商业生态。

内容：业务核心，覆盖市场 70% 网络文学作品和 50% 以上热门出版书（根据招股书和腾讯 UP2016 发布会）。公司中报显示 18 年 6 月百度搜索排名前 20 部网文作品中，有 16 部出自阅文平台。作家：囊括行业近 9 成的作家量，以及 8 成的头部独家作家。2016 年百度搜索查询量排名，中国前 50 位最受欢迎原创网络文学作家中的 41 位已与公司订立独家许可合约。平台：自有平台+腾讯渠道+第三方渠道，其中手机预装/腾讯视频/微信读书是新用户重要来源。截至 18H1，2.14 亿月活中自有平台月活 1.06 亿，腾讯渠道 1.07 亿。

三、中国网文沉淀深厚，网文 IP 是国内泛娱乐产业重要源头，阅文凭借在网文领域的领导地位，逐步挖掘并放大中国网文的价值，致力于打造中国“漫威”。1、付费阅读业务经过过去几年快速增长，成长为稳健的现金流业务，实现付费用户约 1,100 万，付费率约 5.0%，预计未来付费用户提升、新渠道价值挖掘驱动付费业务增长。2、IP 运营业务刚开始发力，是未来增长点。公司延伸产业链，从每年授权百余部 IP 作品，逐步发力内容投资和制作，参投《庆余年》等多部头部剧，收购新丽大幅提升内容制作实力、提升产能，与腾讯生态（腾讯影业、社交、视频等）形成用户和渠道的强协同效应。从业内公司看 IP 运营空间：财务方面，头部影视剧公司华策和头部电影公司光线 2017 年归母净利润分别为 6.3 亿元和 8.2 亿元；从产能看，华策 17 年首播 15 部 654 集，光线 17 年上映 13 部电影。

四、投资建议：不考虑收购新丽，预计 2018~2020 年归母净利润分别为人民币 8.12 亿元、11.33 亿元、14.97 亿元，2018~2020 年 EPS 分别为人民币 0.90 元、1.25 元、1.65 元，当前股价对应 2018~2020 年 PE 分别为 44 倍、32 倍和 24 倍。假设收购新丽于 18Q4 完成并于 19Q1 开始并表，考虑股本摊薄，2019~2020 年阅文备考净利润为 18.33 亿元和 23.97 亿元，当前股价对应备考 PE 分别为 23 倍和 18 倍。公司付费阅读仍增长，IP 运营开始发力，内容投资和制作“阅文+新丽”两条腿走路，是未来增长点。18H2 将有 3~5 部投资影视剧开播并有望确认收入，另储备 8 个投资项目，拥有充裕资金做影视项目投资。阅文作为网文龙头且业绩稳健增长，享有高于行业的估值溢价，考虑到目前披露的关于新丽的最新储备剧目信息较少，尚不能确定是否有充足项目支撑其承诺业绩，首次给予“谨慎增持”评级。

五、风险提示：网文阅读时长可能下降；付费转化不达预期，盗版影响付费意愿；重点剧目延播导致业绩波动；新丽能否完成承诺业绩有不确定性。

盈利预测:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万RMB)	2,557	4,095	4,794	5,926	7,120
增长率(%)	59.1%	60.2%	17.1%	23.6%	20.2%
EBITDA(百万RMB)	106	576	841	1,345	1,752
净利润(百万RMB)	37	556	812	1,133	1,497
增长率(%)	-110.6%	1416.0%	46.1%	39.5%	32.1%
EPS (元/股)	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
市盈率 (P/E)	978	64	44	32	24
市净率 (P/B)	7	3	3	2	2
EV/EBITDA	460.6	85.0	58.3	36.4	28.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

45.2 港元

报告日期

2018-10-09

基本数据

总股本/流通股本 (百万 HKD)	906/906
流通港股市值 (百万 HKD)	42,511
每股净资产 (港元)	13.92
资产负债率 (%)	16.35
一年内最高/最低 (港元)	110.0/43.0

相对市场表现



分析师：杨琳琳，S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】互联网行业中 2018-09-11

报总结—18H1 收入同比增 37%，利润下降，向头部集中

【广发海外】腾讯控股 2018-07-23

(0700.HK) 首次覆盖—社交+商业帝国，C 端稳健增长，B 端生态加速

【广发海外】互联网行业 2018-05-07

2018 年中期策略报告—信息流+AI 升级流量分发方式，生存类手游海外变现提速

注:报告中汇率为 1 元人民币=1.14 港元

目录索引

核心观点	5
一、行业：网络文学是重要 IP 源头	9
1、网络文学市场保持快速增长，付费意愿不断增长	9
2、网络文学沉淀深厚，是泛娱乐各领域创作重要源头	11
3、阅文位居网络文学市场领导地位	12
二、阅文生态：网文为基，全渠道覆盖，深挖 IP 价值	14
1、内容：优质内容是核心动力和基础	14
2、渠道：全渠道覆盖	16
3、IP 运营：战略地位提升，从 IP 授权到投资制作，挖掘优质 IP 的多维度价值 ...	18
4、新丽传媒：一线内容制作公司，助力阅文内容板块跨出一大步	20
5、与腾讯：背靠巨头，获多方位支持，签 3 年上限合计逾 60 亿协议	24
三、业务：在线阅读稳健增长，IP 运营是未来发力点	25
1、在线阅读：稳健增长的现金流业务	25
2、IP 运营：从授权到参投，收入贡献提升明显	28
3、纸质图书：收入结构转变，占比逐年递减	30
4、其他业务：游戏、广告、懒人听书	30
5、成本：内容成本占收入近 1/3	31
四、财务分析、股权结构	32
1、财务分析：处于商业变现期，收入和利润快速增长	32
2、股权结构	34
五、网文平台公司对比	35
六、盈利预测与估值	41
1、盈利预测	41
2、估值	47
七、风险提示	49

图表索引

图 1: 阅文集团运作模式	7
图 2: 2013 年-2017 年网络文学市场规模	9
图 3: 2015~2017 年网络文学行业收入结构	9
图 4: 2012~2018.6 网络文学读者累计规模	9
图 5: 2017 年网文读者年龄分布: 30 岁以下占 73%	9
图 6: 网文读者地域分布相对均衡	10
图 7: 网文读者人均单日投入时长 73 分钟, 仍增长	10
图 8: 网文付费: 72% 读者产生过付费行为	10
图 9: 网文读者平均每月花费分布	10
图 10: 2015-2017 网络文学作品累计规模	11
图 11: 2017 年网络原创作品中现实题材占 52.5%	11
图 12: 网络文学作家收入榜	11
图 13: 2016 年 Top50 作品改编自文学作品数量	12
图 14: 数字阅读电子书 APP 月活用户	17
图 15: 阅文自有平台+腾讯渠道+第三方渠道, 协同改编作品, 全渠道覆盖用户	18
图 16: 新丽传媒收入和归母净利润	23
图 17: 新丽归母净利率及电视剧业务毛利率	23
图 18: 2014-2017 公司营业收入	25
图 19: 2016H1-2018H1 公司营业收入	25
图 20: 2014-2017 收入构成	25
图 21: 2016H1-2018H1 收入构成	25
图 22: 月度活跃用户增长情况	28
图 23: 月均付费用户增长情况	28
图 24: 付费率变化	28
图 25: 付费用户 ARPU 值	28
图 26: 2014-2017 公司营收成本	31
图 27: 2016H1-2018H1 公司营收成本	31
图 28: 公司营业收入及增速	33
图 29: 归母净利润及 NonGAAP 归母净利润变化	33
图 30: 公司毛利率及净利率变化	33
图 31: 公司费用率及所得税率变化	33
图 32: 销售及营销开支及成本/收入比	33
表 1: 利润表预测简表	7
表 2: 分业务预测简表	8
表 3: 中美代表性 IP 改编创收对比	12
表 4: 阅文集团作家级别定义	15
表 5: 男频白金作家名单	15
表 6: 女频白金作家名单	15

表 7: 自有品牌文学平台	17
表 8: 阅文集团授权或参投的部分网文改编影视作品.....	19
表 9: 阅文集团部分全版权运营 IP	20
表 10: 收购新丽支付方式	21
表 11: 此次收购前, 新丽传媒股权结构及收购对价	21
表 12: 新丽传媒主要影视剧和电影作品	22
表 12: 与新丽传媒签订长期合约的编剧(截至 2017 月 6 月).....	22
表 12: 与新丽传媒签订长期合约的导演、制片人及演员(截至 2017 月 6 月).....	23
表 13: 阅文与腾讯关联交易金额及预期上限	24
表 14: 阅文(含新丽)与腾讯订立 3 项合作协议及关联交易金额上限.....	24
表 15: QQ 阅读会员等级、收费标准及权益.....	26
表 16: 2017 年中国原创文学风云榜女生作品 TOP10	26
表 17: 2017 年中国原创文学风云榜男生作品 TOP10	26
表 18: 2018 年 8 月部分 IP 改编进展(影视篇)	29
表 19: 2018 年 8 月部分 IP 改编进展(动漫篇)	30
表 20: 2018 年 8 月部分 IP 改编进展(游戏篇)	30
表 21: 2018 年 8 月部分 IP 改编进展(跨界篇)	30
表 22: 公司利润表简表.....	32
表 23: 股权结构(截至 2017 年 12 月 31 日)	34
表 24: 2017 年高管持股情况.....	34
表 25: 员工构成(截至 2017H1)	34
表 26: 网文平台公司对比	35
表 27: 网文平台公司对比(续)	36
表 28: 阅文相关经营数据	38
表 29: 掌阅相关经营数据	39
表 30: 网文平台收入及同比增长对比	39
表 31: 网文平台毛利率对比.....	40
表 32: 网文平台归属于母公司净利润对比.....	40
表 33: 阅文参投/授权改编的部分重点剧目	42
表 34: 优秀内容制作公司财务情况及内容产能	43
表 35: 新丽储备的影视剧及进展	44
表 36: 新丽储备的影视剧及进展	44
表 37: 阅文(含新丽)与腾讯订立 3 年逾 60 亿元合作协议.....	45
表 38: 分业务预测简表.....	46
表 39: 利润表预测简表.....	47
表 40: 收购新丽完成后, 阅文备考业绩及备考 PE.....	48
表 41: 可比网文平台公司和泛娱乐公司估值对比.....	48

核心观点

一、阅文是国内最大的正版数字阅读平台和最大的文学IP输出平台。旗下囊括QQ阅读、起点中文网、创世中文网等业界领先品牌，根据最新财报，截至2018H1，拥有2.135亿月活、730万位作家、1,070万部作品。阅文于2017年11月8日在香港主板上市，募集资金总额约75亿港元。

二、阅文凭借旗下自有平台+腾讯渠道+第三方渠道，全面覆盖数字阅读用户，搭建了囊括作家、文学内容、读者、渠道、内容改编合作伙伴的完整网络文学生态体系，形成以文学内容为核心，以用户付费阅读、与作家分成，以及IP改编运营为盈利模式的商业生态。

内容：业务核心，覆盖市场约70%网络文学作品和50%以上热门出版书（数据来自招股书和腾讯UP2016发布会）。根据财报，截至2018H1，平台有730万位作家（环比新增40万位），作品总数达到1,070万部（环比新增60万部），包括自有平台原创作品1,020万部+第三方平台作品34万部+电子书17万部。2018H1平台新增字数217亿字。根据公司中报，2018年6月在百度搜索排名前20部的网络文学作品中，有16部出自阅文平台，上半年平台新增15位白金级别作家。

作家：囊括行业近9成的网文作家量，以及8成的头部独家网文作家。根据招股书，按照Frost & Sullivan于2016年基于在百度在线搜索引擎上的互联网搜索查询量的排名，中国前50位最受欢迎原创网络文学作家中的41位已与公司订立独家许可合约。2016年中国五大网络文学公司（按截至2016年12月31日于相关平台发布网络文学作品的作家总数排名）为：阅文集团、中文在线、掌阅、百度文学及阿里巴巴文学，占作家总数的份额（按相关平台作家数目占中国网络文学作家总数的百分比计）分别为88.3%、41.6%、33.3%、8.3%及5.0%。

渠道：公司用户获取渠道不断拓宽，包括自有平台（如QQ阅读、起点中文网等）、腾讯渠道（如微信读书、腾讯视频、手Q、QQ浏览器等）、第三方渠道（如小米多看、百度），自有渠道+腾讯渠道是主要用户来源，通过拓展第三方渠道触达更广泛用户。根据财报，截至18H1，公司自有平台及腾讯渠道平均月活用户为2.14亿，其中自有平台产品平均月活用户1.06亿，腾讯渠道平均月活用户1.07亿。

公司采取多种方式进一步提升壁垒，包括系统性培育并推广作家提高作家黏性，拓展新的文学体裁，特别是小众类别（如军事、体育、轻小说以及二次元等），以及引入畅销电子书（如2017年引入《芳华》和中文版的《冰与火之歌》等），扩大用户覆盖度。

三、阅文收入主要来自在线阅读、IP运营、纸质图书、及其他业务（游戏、广告等），根据财报，在线阅读用户付费收入占比在80%以上，IP运营收入占比有提升趋势，18H1占比提升至14%。用户付费是在线阅读平台稳健增长的业务，而IP运营是未来具有比较大增长潜力的业务。业务成本主要包括内容成本、在线阅读分销平台分销成本、无形资产摊销、雇员福利开支、及确认为开支的存货成本，其中近几年内容成本约占总收入30~33%，腾讯渠道分成约占收入的5%~6%（约占腾讯渠道收入的21~23%左右）。

四、收购新丽助力阅文内容制作板块向前跨出一大步，从投资到主投主控，同时借助阅文充裕的头部IP供应和资金支持，有望快速提升新丽的内容产能。

新丽传媒是国内一线电视剧和电影制作公司，年产电视剧 3~5 部左右，拥有丰富电影制作投资经验，在多部电影中担任执行制片方，签约 10 多位优秀编剧、导演、制片人。代表作包括《如懿传》、《我的前半生》、《虎妈猫爸》、《女医明妃传》、《余罪》等影视剧，以及《道士下山》、《妖猫传》、《情圣》等电影，签约陈凯歌、于正等创作人才。

五、中国网络文学沉淀深厚，网络文学IP是国内泛娱乐产业重要源头，阅文凭借在网络文学领域的领导地位，逐步挖掘并放大中国网络文学的价值，致力于打造中国“漫威”。

1、付费阅读业务经过过去几年快速增长，成长为稳健的现金流业务，实现付费用户约1,100万，付费率约5.0%，手机预装、腾讯视频、微信读书等渠道带来新增量，将驱动付费用户增长。

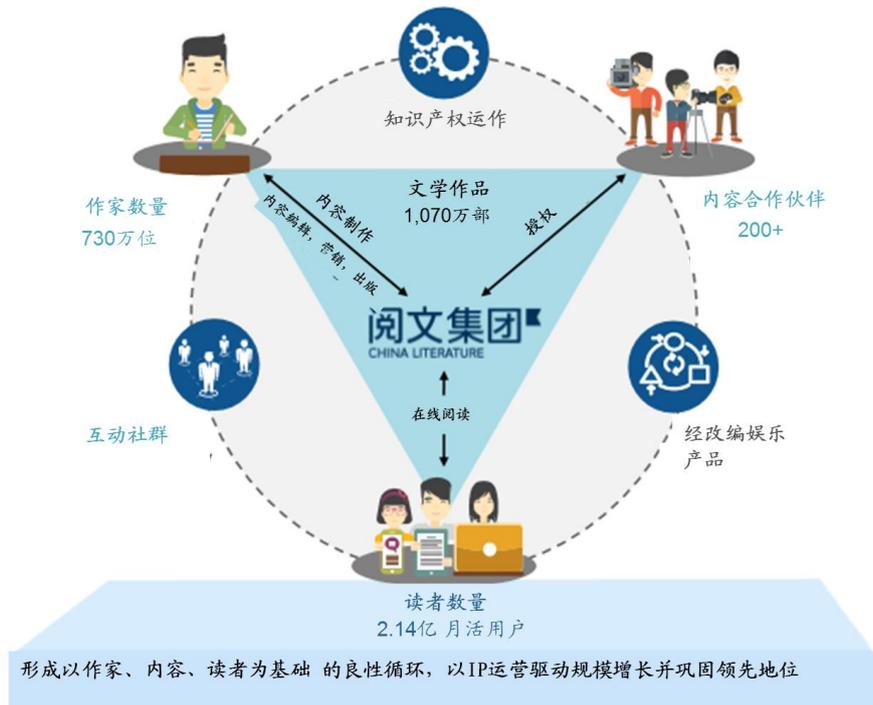
2、IP运营业务刚开始发力，是未来增长点。公司延伸产业链，从每年授权百余部IP作品，逐步发力内容投资和制作，参投《庆余年》等多部头部剧，收购新丽大幅提升内容制作实力、提升产能，与腾讯生态（腾讯影业、社交、视频等）形成用户和渠道的强协同效应。从业内公司看IP运营空间：财务方面，头部影视剧公司华策和头部电影公司光线2017年归母净利润分别为6.3亿元和8.2亿元；从产能看，华策17年首播15部654集，光线17年上映13部电影。

六、投资建议：不考虑收购新丽，预计2018~2020年归母净利润分别为人民币8.12亿元、11.33亿元、14.97亿元，2018~2020年EPS分别为人民币0.90元、1.25元、1.65元，当前股价对应2018~2020年PE分别为44倍、32倍和24倍。假设收购新丽于18Q4完成并于19Q1开始并表，考虑股本摊薄，2019~2020年阅文备考净利润为18.33亿元和23.97亿元，当前股价对应备考PE分别为23倍和18倍。

公司付费阅读仍增长，IP运营开始发力，内容投资和制作“阅文+新丽”两条腿走路，是未来增长点。18H2将有3~5部投资影视剧开播并有望确认收入，另储备8个投资项目，拥有充裕资金做影视项目投资。阅文作为网络文学龙头且业绩稳健增长，享有高于行业的估值溢价，同时考虑到目前披露的关于新丽的信息较少，尚不能确定是否有充足项目支撑其承诺业绩，首次给予“谨慎增持”评级。

七、风险提示：网络文学阅读时长可能下降；付费转化不达预期，盗版影响付费意愿；重点剧目延期播出致业绩波动；新丽能否完成承诺业绩具不确定性。

图1: 阅文集团运作模式



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 注: 图中数据截至2018H1。

表1: 利润表预测简表

(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,557	4,095	4,794	5,926	7,120
营业成本	1,502	2,020	2,296	2,791	3,325
其他收益净额	134	111	170	100	100
销售费用	734	965	1,151	1,156	1,282
管理费用	421	710	738	853	968
除税前溢利	38	646	982	1,371	1,789
归属母公司净利润	37	556	812	1,133	1,497
Non-GAAP 归母净利润	85	722	855	1,168	1,522
EPS(元/股)	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
Non-GAAP EPS(元/股)	0.09	0.80	0.94	1.29	1.68
主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	41.3%	50.7%	52.1%	52.9%	53.3%
销售费用率	28.7%	23.6%	24.0%	19.5%	18.0%
管理费用率	16.5%	17.3%	15.4%	14.4%	13.6%
税前利润率	1.5%	15.8%	20.5%	23.1%	25.1%
所得税率	20.8%	12.9%	16.9%	16.5%	15.5%
归属母公司净利率	1.4%	13.6%	16.9%	19.1%	21.0%
NonGAAP 净利率	3.3%	17.6%	17.8%	19.7%	21.4%
YoY	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	59.1%	60.2%	17.1%	23.6%	20.2%
归属母公司净利润		1416.0%	46.1%	39.5%	32.1%
Non-GAAP 归母净利润		746.7%	18.5%	36.6%	30.3%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 分业务预测简表

营业收入(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线阅读	1,974	3,421	3,864	4,706	5,605
自有平台+自营渠道	1,724	2,955	3,255	3,939	4,641
第三方平台	250	465	609	768	963
版权运营	247	366	625	898	1,174
销售纸质图书	224	201	200	212	226
其他产品	111	107	105	110	115
合计	2,557	4,095	4,794	5,926	7,120
收入增速	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线阅读	103.3%	73.3%	12.9%	21.8%	19.1%
自有平台+自营渠道	118.6%	71.4%	10.1%	21.0%	17.8%
第三方平台	37.2%	86.0%	31.0%	26.0%	25.5%
版权运营	52.0%	47.9%	70.8%	43.6%	30.8%
销售纸质图书	-2.0%	-10.3%	-0.5%	6.0%	6.6%
其他产品	-54.4%	-3.9%	-1.9%	4.8%	4.5%
合计	59.1%	60.2%	17.1%	23.6%	20.2%
收入占比	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线阅读	77.2%	83.5%	80.6%	79.4%	78.7%
自有平台+自营渠道	67.4%	72.2%	67.9%	66.5%	65.2%
第三方平台	9.8%	11.4%	12.7%	13.0%	13.5%
版权运营	9.7%	8.9%	13.0%	15.1%	16.5%
销售纸质图书	8.8%	4.9%	4.2%	3.6%	3.2%
其他产品	4.4%	2.6%	2.2%	1.9%	1.6%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
营业成本/总收入	2016	2017	2018E	2019E	2020E
内容成本	32.8%	31.3%	32.8%	32.6%	32.4%
在线阅读分销成本	6.0%	5.8%	4.6%	4.2%	4.0%
无形资产摊销	5.0%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
确认为开支的实物存货成本	5.9%	3.5%	3.0%	2.8%	2.7%
其他成本	5.9%	6.0%	5.0%	5.1%	5.2%
合计	58.7%	49.3%	47.9%	47.1%	46.7%
毛利率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	41.3%	50.7%	52.1%	52.9%	53.3%
GAAPEPS	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
NonGAAPEPS	0.09	0.80	0.94	1.29	1.68

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

一、行业：网络文学是重要 IP 源头

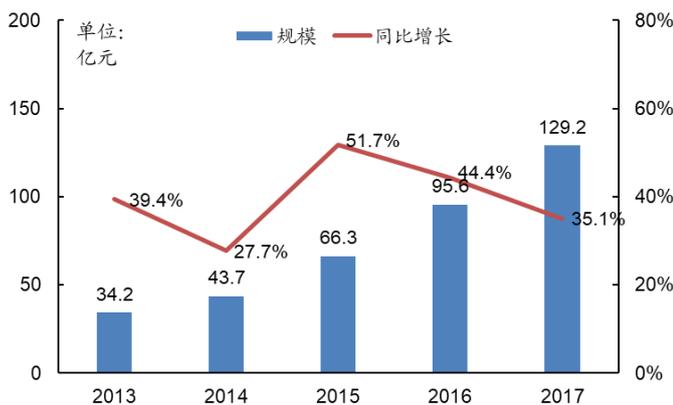
1、网络文学市场保持快速增长，付费意愿不断增长

2017年中国网络文学市场规模约130亿元，其中付费阅读占88%。根据中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》，2017年中国网络文学市场规模129.2亿元，受用户订阅和版权运营增长驱动同比增长35.1%。盗版网络文学市场仍具有较大规模，根据阅文招股书和Frost&Sullivan数据，2016年盗版网文内容的收入损失约为正版市场收入的2倍以上，随着付费习惯形成和版权监管趋严，逐步回归正版市场。

网络文学用户规模达4亿，增速放缓；人均每日阅读时长达73分钟，仍增长。根据《2017年中国网络文学发展报告》，2017年网络文学用户规模为3.78亿人，截至2018年6月用户规模达4.06亿人。从年龄看，18~30岁人群是主要用户群体占比54.9%；从地域分布看，一线城市和二线城市分别占比20.3%、24.7%，三线及以下城市和农村占比55%。2017年网络文学读者日均阅读时长达73.4分钟，同比增长9.6%。

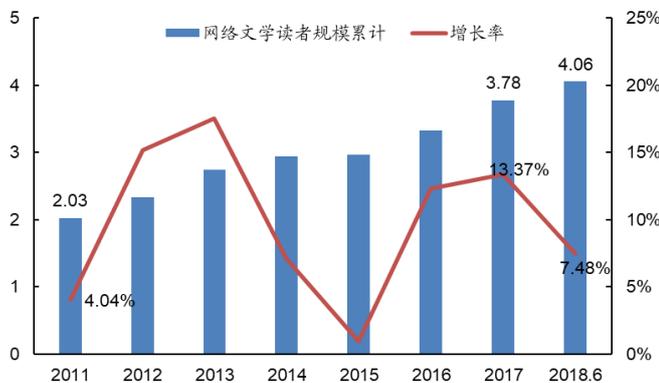
在线阅读付费率不断提升。根据阅文招股书和Frost&Sullivan数据，移动端付费率由2013年的3.3%提升至2016年的7.0%，并预计于2020年进一步上升至14.5%。PC端付费率由2013年的1.3%上升至2016年的2.0%，并预计于2020年进一步上升至4.8%。

图2：2013年-2017年网络文学市场规模



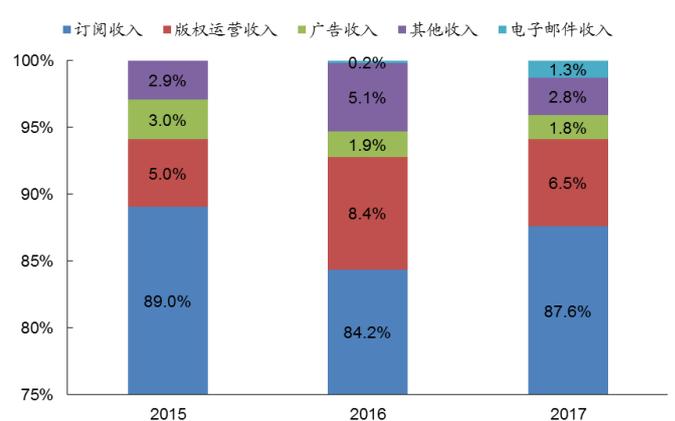
数据来源：中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》，广发证券发展研究中心

图4：2012~2018.6网络文学读者累计规模



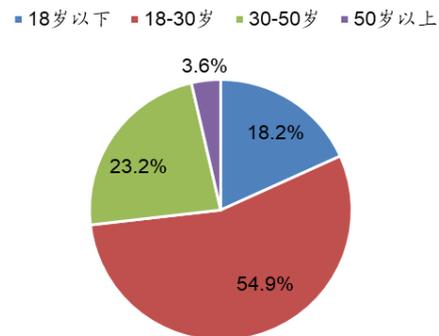
数据来源：中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》，广发证券发展研究中心

图3：2015~2017年网络文学行业收入结构



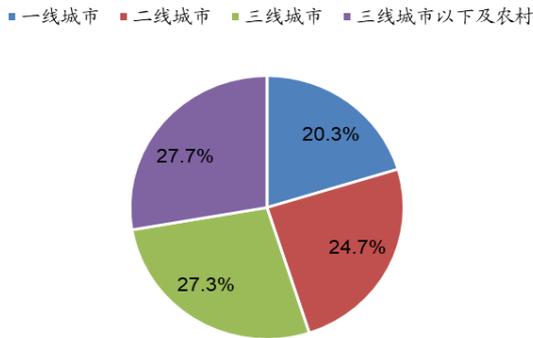
数据来源：中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》，广发证券发展研究中心

图5：2017年网文读者年龄分布：30岁以下占73%



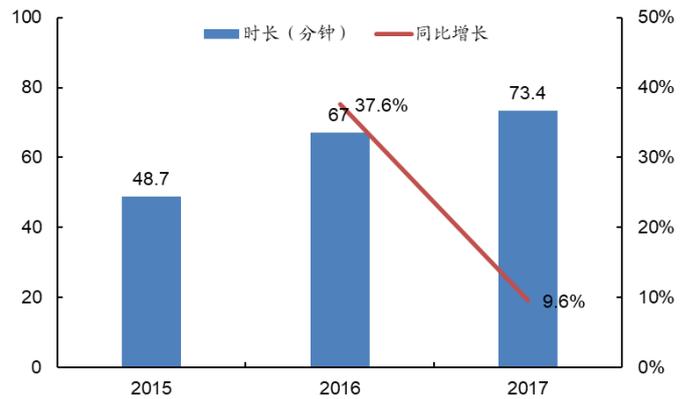
数据来源：中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》，广发证券发展研究中心

图6: 网文读者地域分布相对均衡



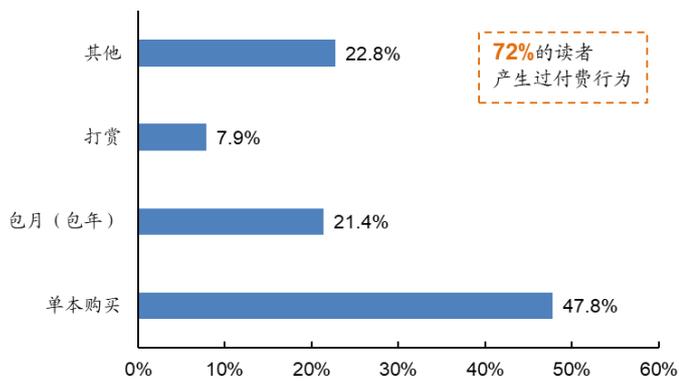
数据来源: 中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 广发证券发展研究中心

图7: 网文读者人均单日投入时长73分钟, 仍增长



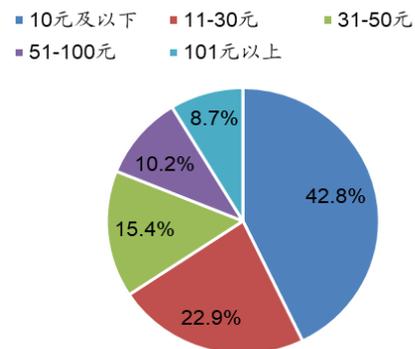
数据来源: 中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 广发证券发展研究中心

图8: 网文付费: 72%读者产生过付费行为



数据来源: 中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 广发证券发展研究中心

图9: 网文读者平均每月花费分布

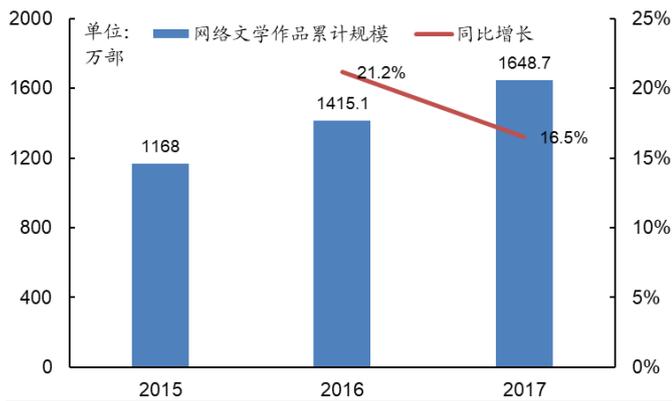


数据来源: 中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 广发证券发展研究中心

网络文学作品库积累丰富并持续增长。根据《2017年中国网络文学发展报告》, 2017年网络文学作品达1,649万部(2017年新增234万部), 其中现实类题材占52.5%, 非现实类类题材占比47.5%。

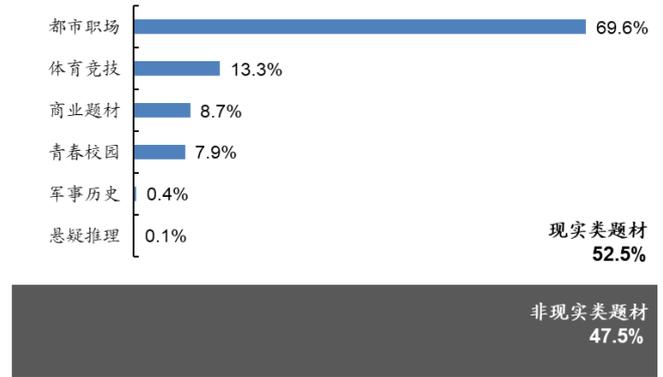
网文作者进入门槛低、数量大, 头部作家数量少、收入占比高。阅文2017年拥有690万作家, 根据阅文发布的“2018年原创文学白金、大神名单”, 男性原创文学36位白金作家、151位大神作家, 女性原创文学20位白金作家、168位大神作家。在2017年1月举办的2016“福布斯·中国原创文学风云榜颁奖盛典”上, 阅文CEO吴文辉表示, 2016年阅文向旗下作家发放稿酬近10亿元, 年收入过100万元的作家超100位, 其中新人作家比率达50%。在掌阅文学第二届作家年会上, 掌阅科技联合创始人、掌阅文学负责人王良表示, 2017年掌阅全年发放稿酬超3亿元人民币, 其中电子收入过100万的作家超40位。根据华西都市报-封面新闻、大星文化、作家榜阅读APP发布的第12届作家榜之“网络作家榜”(2017年1月~2018年1月), 唐家三少版税收入达1.3亿(2013年版税收入仅为2,650万)、天蚕土豆版税收入为1.05亿。

图10: 2015-2017网络文学作品累计规模



数据来源: 中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 广发证券发展研究中心

图11: 2017年网络原创作品中现实题材占52.5%



数据来源: 中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 广发证券发展研究中心

图12: 网络文学作家收入榜

榜单出品: 大星文化 作家榜阅读APP 华西都市报 封面新闻

排名	作家	籍贯	版税(¥)	年龄	经典代表作
1	唐家三少	北京	13000万	37	《斗罗大陆》
2	天蚕土豆	四川德阳	10500万	29	《元尊》
3	无罪	江苏无锡	6000万	39	《流氓高手》
4	月关	辽宁沈阳	5000万	46	《大运河》
5	天使奥斯卡	江苏南京	4930万	42	《盛唐风华》
6	骷髅精灵	山东烟台	3900万	37	《斗战狂潮》
7	跳舞	江苏南京	3400万	37	《恶魔法则》
8	柳下挥	河南信阳	2600万	30	《天才医生》
9	藤萍	福建厦门	2500万	37	《中华异想集》
10	何常在	河北石家庄	2500万	42	《问鼎记》
11	水千丞	海南海口	2000万	31	《深渊游戏》
12	高楼大厦	山东淄博	2000万	38	《太初》
13	鱼人二代	黑龙江哈尔滨	1650万	35	《校花的贴身高手》
14	白姬莹	山东青岛	1600万	22	《蝶影》
15	妖夜	湖南郴州	1500万	34	《不灭龙帝》
16	小刀锋利	黑龙江牡丹江	960万	35	《弑天刃》
17	雨魔	江苏南京	700万	36	《少年幻磨师》
18	犁天	江西上饶	660万	37	《三界独尊》

备注: 1) 作家榜是反映全民阅读的超级文化品牌, 旨在推动全民阅读时代到来与文化产品繁荣发展, 自2006年创立至今已成功举办十二届, 吸引全球读者关注华语文学。2) 本榜单数据源自作家榜阅读APP调研数据完成, 采集了2017年1月至2018年1月期间, 中国网络作家通过网络连载以及由此产生的纸质书版权加上游戏、影视改编版权收入总和, 其收入根据多方数据调查折算所得。

数据来源: 大星文化, 作家榜阅读APP, 华西都市报, 封面新闻, 广发证券发展研究中心
备注: 该榜单收入为2017年1月到2018年1月网络作家的版税加上影视、游戏改编的收入。

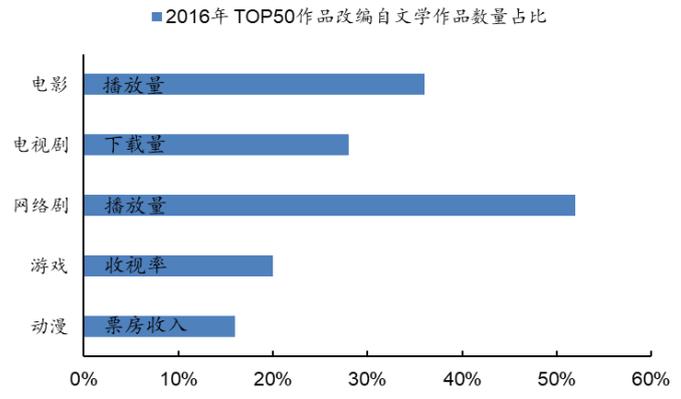
2、网络文学沉淀深厚, 是泛娱乐各领域创作重要源头

网络文学经过20年发展, 沉淀众多具有大世界观和丰富题材的文学作品, 以及背后高黏性粉丝, 网络文学IP成为泛娱乐各领域的重要创作源头。据中国音像与数字出版协会《2017年中国网络文学发展报告》, 截至2017年12月由网络文学改编的电影、电视剧、游戏、动漫作品数量分别达到1195部、1232部、605部、712部。

网络文学被改编为电影、电视剧、网络剧、网络游戏及动画等形式, 广受欢迎。根据招股书, 2016年中国票房收入最高的50部国产电影中有 36%改编自文学作品; 收视率最高的 50部国产电视剧中有 28%改编自文学作品; 播放量最高的 50部国产网络剧中有 52%改编自文学作品; 下载量最高的 50个国内网络游戏中有 20%改编自文学作品; 网络播放量最高的 50部国产动漫作品中有 16%改编自文学作品。与美

国等发达国家相比，中国的版权授权产业方兴未艾，仍存在巨大改进及增长潜力。

图 13: 2016年Top50作品改编自文学作品数量



数据来源: 阅文集团招股书, 广发证券发展研究中心

表 3: 中美代表性 IP 改编创收对比

	2016 年总票房最高的 50 部电影	
	美国出品	中国出品
由文学/动漫作品改编成电影的 2016 年国内总票房	38 亿美元	11 亿美元
占国内电影前 50 名国内总票 房的百分比	45.60%	33.80%
	文学/动漫改编案例	
	美国出品	中国出品
案例	哈利波特	鬼吹灯
改编形式	线下出版、电影、DVD 及有线电视播放 权、网络游戏、主题公园、其他衍生产品	线下出版、电视剧、动漫、网络游 戏、电影
改编总商业价值	逾 70 亿美元	逾 4 亿美元

资料来源: 阅文集团招股书, 广发证券发展研究中心

3、阅文位居网络文学市场领导地位

按移动日活用户，阅文渗透率近50%。根据招股书和Frost & Sullivan数据，按2016年日均移动日活跃用户数计的中国5大网络文学公司为阅文、掌阅、阿里文学、中文在线及百度文学。根据招股书和Frost & Sullivan数据，于2016年，阅文在移动网络文学市场占 48.4%的份额，在个人计算机网络文学市场占 46.5%的份额。

按平台可提供的文学作品总数，公司市占率72%。根据招股书和Frost & Sullivan数据，2016年中国五大网络文学公司为阅文、中文在线、掌阅、百度文学、阿里巴巴文学，各自占文学作品总数的份额为 72.0%、27.5%、5.2%、3.4%及 1.7%。

按作家总数，阅文渗透率88%以上。根据招股书和Frost & Sullivan数据，2016年中国五大网络文学公司(按截至2016年底相关平台发布网络文学作品的作家总数排名)为阅文、中文在线、掌阅、百度文学及阿里巴巴文学，占作家总数的份额(按相关平台作家数目占中国网络文学作家总数的比例)分别为88.3%、41.6%、33.3%、8.3%及5.0%。

按日均使用时长，17Q1中国五大移动网络文学产品为QQ阅读、起点读书、掌阅、咪咕阅读及搜狗阅读。

按在线阅读收入，阅文市占率2016年为43%。根据招股书和Frost & Sullivan数据，按所产生的在线阅读收入计的五大网络文学公司为：阅文、掌阅、中文在线、百度文学及阿里文学，市场份额（按各公司的在线阅读收入占总在线阅读市场规模的百分比计）分别为 43.2%、14.9%、6.6%、1.8%及 1.4%。根据阅文和掌阅财报，2017年阅文在线阅读收入为34.2亿，掌阅为15.7亿。

二、阅文生态：网文为基，全渠道覆盖，深挖 IP 价值

阅文凭借旗下自有平台+腾讯渠道+第三方渠道，全面覆盖数字阅读用户，搭建了囊括作家、文学内容、读者、渠道、内容改编合作伙伴的完整网络文学生态体系，形成以文学内容为核心，以用户付费阅读、与作家分成，以及IP改编运营为盈利模式的商业生态。

1、内容：优质内容是核心动力和基础

(1) 作品：拥有超1千万部作品

截至2018H1，公司内容库共有1,070万部（环比新增60万部），包括自有平台原创作品1,020万部+第三方平台作品34万部+电子书17万部。跨越公司独特主题平台以及自营渠道的200多种体裁组成的庞大且不断扩大的出版物标志着公司文学创作的集成。原创文学内容大多是虚构且连载性质、作家定期更新。电子书主要是纸质书转成的电子书，包括国内及国外的畅销书，以及古典文学、文化、历史及励志书籍。

内容覆盖的体裁丰富多样，涵盖现实题材，及奇幻/武侠/科幻/悬疑/言情等。截至2017年底，公司内容库涵盖200多种体裁的文学作品，包括成熟体裁，如奇幻、武侠（有关武术英雄冒险的故事）、科幻小说、悬疑小说、都市言情，以及新兴体裁如重生流（有关主人公获得重生从而改变自己命运的虚构故事）、洪荒流（有关年轻人穿越时间到古代及因其成为不死神祇而邂逅神仙的虚构故事）、体育及动漫等。**仍在拓展新的文学体裁，特别是小众类别。**2017年推出军事、体育、轻小说以及二次元等诸多新类别，还引进更多影视相关的电子书，如《芳华》和中文版的《冰与火之歌》等。

持续更新内容保持平台和用户的活跃度。2017年平台新增字数达430亿；2018H1平台新增字数217亿字。2018年6月在百度搜索排名前20部的网络文学作品中，有16部出自阅文平台。

(2) 作家：拥有最庞大的作家规模和头部独家作家资源

截至2018H1，平台拥有730万位作家（环比新增40万位）。按 Frost & Sullivan排名，2016年在中国前 50位最受欢迎原创网络文学作家中，41位作家已与公司确立独家出版关系。

通过建立系统地吸引、培育并推广新作家及现有作家体系，提升作家黏性。采用定制化的方案与作家合作，提高其作品知名度和商业潜能，并通过一系列线下作家培训和研讨会、在线编辑互动、微信公众号专题讲解等开展作家培育。同时为核心作家提供有针对性的营销支持，通过诸如电视节目、新闻发布会、奖项表彰等多种方式来提升其曝光率，帮助作家塑造个人品牌。

作家分为4大级别。运用专有数据（包括读者反馈）以及内部编辑团队的专业判断按多个标准（包括但不限于作家作品的商业质量、作家活跃度及粉丝热度）将平台作家分为4大级别。**1、签约作家：**定期更新其文学内容，他们可通过公司的作家福利计划申请每月基本津贴；签约作家包括**白金作家**（已创作多本畅销书、拥有庞大粉丝群的中国最著名网络文学作家）、**大神作家**（已表现出强大文学创造力及商业潜力的作家）、**普通作家**（初涉著述网络文学作品的有抱负的作家）。**2、非签约作家（公众作家）：**初涉著述网络文学作品的有抱负的作家。

头部作家数量少、影响力大。根据阅文发布的“2018年原创文学白金、大神名单”，男性原创文学36位白金作家、151位大神作家，女性原创文学20位白金作家、168位大神作家。男性白金作家包括辰东、耳根、猫腻、唐家三少、我吃西红柿等。女性白金作家包括丁墨、苏小暖、叶非夜、吱吱、希行等。

表4: 阅文集团作家级别定义

作家级别	描述
签约作家	
白金作家	·已创作多本畅销书、拥有庞大粉丝群的中国最著名网络文学作家
大神作家	·已表现出强大文学创造力及商业潜力的作家
普通作家	·有前途的公众作家
非签约作家	
公众作家	公众作家

数据来源：阅文集团招股书，广发证券发展研究中心

表5: 男频白金作家名单

男频白金作家（36位）			
辰东	高楼大厦	zhhtty	牲己
耳根	蝴蝶蓝	爱潜水的乌贼	石三
猫腻	子与2	傲无常	石章鱼
唐家三少	净无痕	蚕茧里的牛	忘语
我吃西红柿	骷髅精灵	尝谕	写字板
血红	犁天	丛林狼	小刀锋利
鱼人二代	林海听涛	鹅是老五	宅猪
打眼	录事参军	跳舞	瑞根
乱	七十二编	风凌天下	三戒大师

数据来源：阅文集团《2018年原创文学白金、大神名单》，广发证券发展研究中心

表6: 女频白金作家名单

女频白金作家（20位）			
丁墨	绛美人	夜北	十月初
苏小暖	安知晓	MS 芙子	姒锦
叶非夜	梵缺	公子衍	夏染雪
吱吱	连珞	水千澈	萧七爷
希行	穆丹枫	恍若晨曦	寻君

数据来源：阅文集团《2018年原创文学白金、大神名单》，广发证券发展研究中心

与签约作家合作：一般通过作品约或作者约许可内容。作品约为公司提供特定作品的授权，作者约则使公司有权获得签约作家在合约期限内撰写的所有主要作品的授权。有时，公司的作者合约亦包括作者在与公司签约之前撰写的作品。**公司通常按独家基准许可内容。**此外，在签约期限内签约作家仅获准在公司的平台上出版合约下的作品。

作品约一般持续20年或更长，而作者约期限一般为5~10年。合约通常有买断和收益分成两种安排，收益分成模式让作者从在线付费阅读收入中收取版权以及通过其作

品的其他变现形式（例如版权许可）获取收入。**账期：**对在线阅读收益分成，按照与作者的协议，通常须就某一个月的付款在下一个月的第**15个营业日之前**向作者支付。对收益分成的其他形式而言，通常会在公司收取相关收益当日起计的**3个月内**向作者支付。

（3）近几年内容成本占比趋于提升。内容成本是公司所获版权的无形资产摊销，随着优质原创内容变现前景向好，版权所有人的预期可能继续上升，公司在扩大内容库的同时，版权费也会随之增长。2014~2017年及2018H1，内容相关成本分别占公司营业成本的 78.8%、52.9%、64.4%、68.8%及68.5%。

公司一般按固定价格或收入共享独家购买公司平台上所发布内容的版权。除公司网络平台原创的文学作品外，公司也从外部当红作家、主要出版商及其他第三方文学平台获取优质内容。

2、渠道：全渠道覆盖

公司用户获取渠道不断拓宽，包括自有渠道、腾讯渠道、第三方渠道，自有渠道+腾讯渠道是主要用户来源，通过拓展第三方渠道触达更广泛用户。

截至18H1，公司自有平台及腾讯渠道平均月活用户同比增长11.3%至2.135亿，其中自有平台产品平均月活用户同比增长20.4%至1.063亿，腾讯渠道平均月活用户同比增长3.6%至1.072亿。平均月付费用户同比下降7.0%至1,070万，主要由于腾讯渠道（包括手Q、QQ浏览器）付费用户自2017年下半年起减少，且该减少被自有平台产品的付费用户增加所部分抵销；付费率同比下降1个百分点至5.0%。

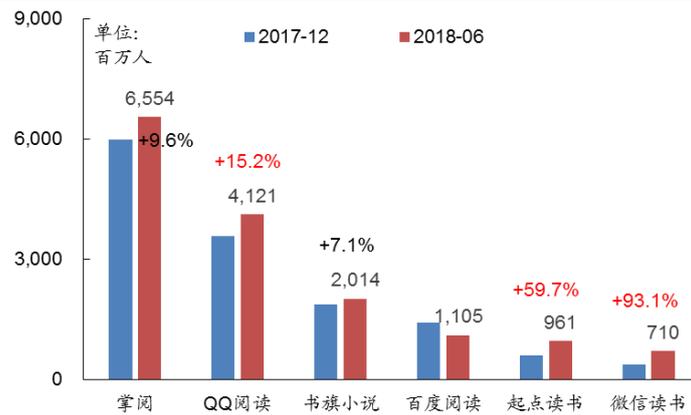
自有平台：包括QQ阅读、起点为主的9大平台（涵盖APP/网页等），以及手机预装白牌版本。根据Questmobile数据，2018年6月QQ阅读APP月活用户数为0.41亿，用户持续增长，起点读书APP月活用户数为961万，较17年12月增长60%，随着PC端用户向移动端转移，预计还将保持较快增长。**新开拓手机预装，拓宽用户来源：**公司2017年切入预装市场并快速拓展，目前是重要新增用户来源，已合作的厂商包括Oppo Find X系列、华为荣耀 10系列和 Vivo Y67系列等。

腾讯渠道：公司是微信读书、腾讯视频、手机QQ、QQ浏览器、腾讯新闻的独家内容提供商。腾讯渠道阅读用户会受腾讯渠道自身用户数变化和导流策略调整影响，来自手机QQ、QQ浏览器的用户数自去年下半年下滑，目前跌幅放缓，微信读书、腾讯视频渠道是腾讯渠道增量用户，微信读书2018年6月月活用户710万，较17年12月增长93%（根据Questmobile），腾讯视频于2018年3月接入阅读，由于强协同性用户快速增长。

第三方分销渠道：通过百度、搜狗、京东商城、小米多看、快猫等第三方渠道分销内容。公司与第三方发布渠道的发布协议的期限通常在1~3年。公司从第三方发布合作伙伴收取的在线阅读收入的分成比例为20%~60%，公司按分成后净额确认收入。

公司通过不断改善功能和服务来提升用户体验。通过作家问答功能加深作家和读者之间的社交互动及沟通；增加章节评论功能，使得读者在阅读时可以对每个段落进行评论，促进读者间的互动。重视数据分析，2017年利用数据分析及人工智能技术，强化读者内容推荐算法，并通过更好地整合平台基础架构及优化内容标注，升级产品的导航功能。

图14: 数字阅读电子书APP月活用户



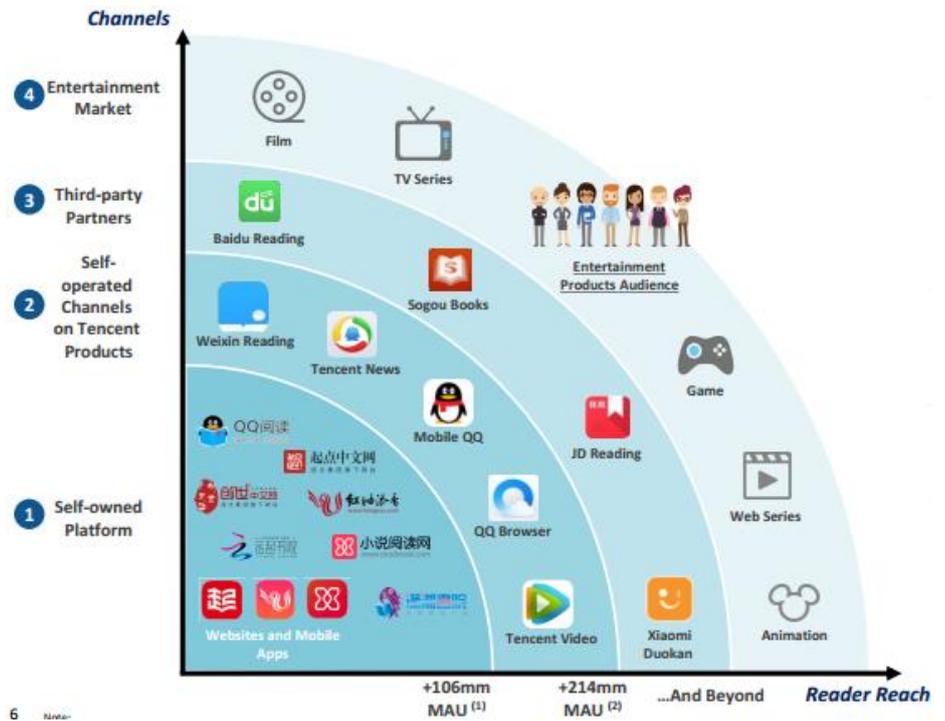
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

表7: 自有品牌文学平台

名称	形式	摘要
QQ 阅读	手机应用程序	<ul style="list-style-type: none"> 综合产品优质内容的一站式商店 主要吸引各年龄群体的男性读者
起点中文网	手机应用程序、WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 各主要网络文学类型的全面领导者, 尤其因玄幻、都市、仙侠及历史小说而出名 典型作品包括《盗墓笔记》、《斗破苍穹》及《全职高手》
起点女生网	手机应用程序、WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 起点中文网的姐妹网站, 专注于女性读者 因古代及玄幻言情小说而出名 典型作品包括《凤囚凰》
创世中文网	WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 专注于年轻男性读者最感兴趣的内容 因都市及玄幻类型而出名 典型作品包括《择天记》
云起书院	WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 迎合各年龄群体的女性读者 迎合各年龄群体的女性读者 典型作品包括《国民老公带回家》
潇湘书院	手机应用程序、WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 专注于古代言情小说 典型作品包括《凰权》及《特工皇妃楚乔传》
红袖添香	手机应用程序、WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 主要吸引白领女性读者 因现代言情及家庭类型而出名 典型作品包括《路从今夜白》
小说阅读网	手机应用程序、WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 主要吸引校园女性读者 因校园生活及现代言情文学作品而出名 典型作品包括《你好消防员》
言情小说网	手机应用程序、WAP 及网站	<ul style="list-style-type: none"> 主要吸引年轻女性读者 因现代言情小说而出名 典型作品包括《七年顾初如北》

数据来源: 阅文集团招股书, 广发证券发展研究中心

图15: 阅文自有平台+腾讯渠道+第三方渠道, 协同改编作品, 全渠道覆盖用户



数据来源: 公司业绩会材料, 广发证券发展研究中心

3、IP 运营: 战略地位提升, 从 IP 授权到投资制作, 挖掘优质 IP 的多维度价值

目前行业头部改编网络文学作品中大部分来自阅文。根据 Frost & Sullivan 报告, 于 2016 年在中国发行的网络文学改编的国内娱乐产品中, 按票房计 20 大电影的 13 部, 20 大最高收视率电视连续剧的 15 部, 20 大最高收视率网剧的 14 部, 20 大最高下载网络游戏的 15 部及 20 大最高收视率动画的 16 部, 是基于阅文平台的文学作品而制作。

公司以往主要通过授权第三方改编为主, 未来对重点项目的投资和主导权将逐渐提升。公司于 2015~2017 年及 2018 年上半年分别再授权 97 部、122 部、100 余部及 60 余部网络文学作品供第三方合作伙伴改编为其他娱乐形式, 同时公司有选择地主导制作了多部动画片。

授权改编: 公司已与电影公司 (例如万达及光线传媒)、电视制作公司 (例如腾讯企鹅影业、柠萌影业、爱奇艺及新丽传媒) 及游戏开发商 (例如巨人网络集团) 合作, 创作多个成功的改编作品。改编作品包括电影《鬼吹灯之寻龙诀》及《鬼吹灯之九层妖塔》, 电视剧、动画及网络游戏《择天记》, 动画《全职高手》, 网络连续剧《校花的贴身高手》, 以及网络游戏《星辰变》及《我欲封天》。

从授权到投资: 2016 年开始参与影视剧投资, 通常投资比例不大, 上市后逐步提升投资比例、加大投资数量。2017 年参投剧目包括《你和我的倾城时光》、《武动乾坤》、《将夜》等; 正在制作中的《庆余年》是公司投资的重点项目。

自主改编: 公司已开发游戏《傲世九重天》以及动画片《斗破苍穹》。

衍生品: 此外, 公司开始就热门文学作品开发相关商品。例如, 公司曾与 Hobby

Max 合作为在线消费者制作《全职高手》相关衍生商品。

公司以固定价格或收入分成方式独家购买平台上的作品版权，收入分成是主要方式。对商业潜力大的文学作品，公司倾向于以固定价格购买其版权，作者的许可范围通常涵盖一般版权，包括附属权，允许公司将受版权保护的内容再授权给公司的内容改编伙伴，以改编为其他媒体形式。对于受欢迎程度偏低的文学作品，公司从相关作者处获授权特定版权，从而有权以指定的方式发布内容或从中获利。作者版权许可的期限通常为20年或更长。对于未与公司签订许可合同的公众作家在公司平台上发布的任何内容，公司不拥有版权。

版权价格：2016年公司前20单一版权的历史授权价值在人民币300万~2,900万元不等；2015~2016年单一版权的历史授权价值在人民币5,000元~2900万元不等。前20份版权的出版收入由2015年至2016年增加21.7%。

公司授权内容改编伙伴改编期通常介于2~10年。**影视或网络剧：**许可协议一般规定开始拍摄的最后期限。**网络游戏：**协议通常规定beta测试的最后期限。许可有效期届满后，协议通常规定，被许可人不得再基于公司受版权保护的材料进行进一步改编，亦不得进一步修改现有改编作品。

收入确认：对改编游戏，公司获得全渠道总流水的若干比例，再减相关分销成本及相关税项后的款项；对改编电影，公司获得票房分成减制片成本及相关宣传和出版成本的款项。**账期：**按照与内容改编伙伴的协议公司一般须每月或每3个月结算分获许可人应付的款项。**捆绑授权：**公司有时会将各项改编自相同文学作品的衍生娱乐产品改编权捆绑在一起，就该等捆绑改编权向分获许可人收取单一费用。

表8：阅文集团授权或参投的部分网文改编影视作品

影视剧作品	出品合作方	主演	看点
《庆余年》	阅文集团联合腾讯影业、新丽传媒、深蓝影业等联合打造	张若昀、李沁、陈道明、吴刚	以“五年三季”新模式演绎东方古典气韵与现代意识的结合
《将夜》	阅文集团联合金色传媒、猫片、天神娱乐、企鹅影视、腾讯影业共同出品	陈飞宇、宋伊人	著名导演杨阳执导，以专业团队还原“一观一寺一宗二层楼”的“将夜”世界
《武动乾坤》	阅文集团联手深蓝影业、优酷视频等共同打造	杨洋、张天爱	著名导演张黎执导，炫酷的视觉特效令人耳目一新
《斗破苍穹》	阅文与腾讯、万达合资公司的首个开发项目	吴磊、林允	导演为于荣光，先有动画版珠玉在前，还将推出电视剧版，呈现出“东方血统”的奇幻世界
《黄金瞳》	阅文集团联合腾讯影业等打造	张艺兴、王紫璇	开创了都市鉴宝探险新题材，将打造出具有电影级水准的“异瞳”世界
《扶摇》	柠萌影业、柠萌悦心、企鹅影视联合出品	杨幂、阮经天	改编自天下归元小说《扶摇皇后》
《凰权·弈天下》	华策克顿集团辛迪加影视、东申影业、好麦文化、中文在线、新影联文化共同出品的中国古装剧	陈坤、倪妮	改编自天下归元小说《凰权》，讲述了前朝遗孤凤知微背负身世意图复国，女扮男装几经宦海沉浮，与当朝倍受倾轧却雄心深潜的六皇子宁弈相识相知的故事。

数据来源：腾讯2018UP发布会，广发证券发展研究中心

表9: 阅文集团部分全版权运营IP

作品名称	作者	首发文学平台	改编形式
《琅琊榜》	海宴	起点女生网	电视剧
《盗墓笔记》	南派三叔	起点中文网	网剧、电影
《全职高手》	蝴蝶蓝	起点中文网	动漫
《圣墟》	辰东	起点中文网、创世中文网	游戏
《鬼吹灯》	天下霸唱	起点中文网	漫画、游戏、电影、网络电视剧
《择天记》	猫腻	创世中文网	影视、游戏、动漫
《扶摇皇后》	天下归元	潇湘书院	电视剧
《诛仙》	萧鼎	幻剑书盟	电视剧
《半月传》	蒋胜男	腾讯文学	电视剧、游戏
《从前有座灵剑山》	国王陛下	创世中文网	漫画、动画
《斗破苍穹》	天蚕土豆	起点中文网	动漫、游戏、电视剧、电影
《武动乾坤》	天蚕土豆	起点中文网	电视剧
《步步惊心》	桐华	晋江文学城	电视剧
《将夜》	猫腻	起点中文网	电视剧
《一念永恒》	耳根	起点中文网	电影、游戏

数据来源: 阅文集团官网, 广发证券发展研究中心

4、新丽传媒: 一线内容制作公司, 助力阅文内容板块跨出一大步

新丽是国内一线电视剧和电影制作公司, 签约国内优秀编剧、导演及制片人, 保证内容高品质和高产出。阅文收购新丽, 使阅文内容板块向前跨出一大步, 从投资到主投主控, 同时借助阅文充裕的头部 IP 供应和资金支持, 有望快速提升新丽的内容产能。

2018年8月13日, 阅文公告拟以155亿元人民币收购新丽传媒100%股权。拟以股份方式向腾讯支付52.90亿元, 以50%现金+50%股份方式向标的公司管理层支付102.10亿元。股份对价发行价格为80港元/股, 合计发行1.54亿股股份, 发行完成后公司股本为10.6亿股。交易完成后, 新丽传媒创始人曹华益将通过旗下公司持有阅文集团2.24%的股权, 新丽传媒其他股东将共持有阅文集团1.45%股权, 而腾讯对阅文集团的持股将进一步增加至54.34%。

对腾讯和标的管理层支付的对价差异化: 腾讯0.23亿股A优先股转换为0.73亿股普通股(按1:3.15), 对应持股比例为44.1%, 支付对价为52.9亿元人民币(收购价格为72.81元/股); 管理层合计0.92亿股普通股, 对应持股比例55.9%, 支付对价为102.1亿元人民币(收购价格为110.66元/股)。

2018~2020年新丽净利润基准(承诺业绩)分别为人民币5亿元、7亿元(+40%YoY)、9亿元(+28.6%YoY)。新丽2016年和2017年税后净利润分别为1.61亿元、3.77亿元(+134%YoY)。管理层现金对价51.05亿元将分3年4期支付, 交易完成后, 2018~2019年4期分别支付15.32亿元、15.32亿元、10.21亿元、10.21亿元。

新丽传媒是优质的头部剧制作公司, 年产电视剧3~5部左右。2015~2017年播出10部电视剧及1部网络剧, 2018年亦有多部大剧播出。这些电视剧大多由新丽传媒担任执行制片方, 包括《如懿传》、《我的前半生》、《斗破苍穹》、《白鹿原》、《风筝》、《女医明妃传》及《余罪》等。新丽传媒影视剧主要在领先电视渠道(如东方

卫视、湖南卫视)及领先在线视频平台(如腾讯视频、爱奇艺)等平台首播,也通过于其他渠道广播其内容、广告及外围商品等途径获得额外收益。

新丽传媒具有丰富的优质电影制作经验,在多部电影中担任执行制片方。2015~2017年新丽传媒参与的9部电影,包括《悟空传》(票房6.96亿元)、《情圣》(票房6.57亿元)、《羞羞的铁拳》(票房22.13亿元)及《夏洛特烦恼》(票房14.42亿元)等,其中2/3为执行制片方。新丽传媒亦参与推广及发行电影,而该等电影一般于全国的领先戏院及在线视频平台上映。

新丽传媒签约国内优秀编剧、导演及制片人,保证内容高品质和高产出。根据新丽招股书,截至2017年年中,新丽传媒影视剧业务签约编剧13人:王力扶、申捷、黄珂、李小明、马伯庸(马力)、高雅楠、李潇、彭扬、于淼、陈彤、秦雯、吴雪岚(流潋紫)、张挺;签约资深制片人2人:于正(余征)、陶昆;签约导演12人:陈凯歌、刘惠宁、沈严、姚晓峰、宋晓飞、简洵钊、陈玉珊、刘进、董富来、董旭、杨庆、于淼。

新丽传媒储备丰富剧目,涵盖古装、都市、谍战、玄幻、喜剧及其他主要类型。储备《庆余年》、《斗罗大陆》、《余罪3、4》、《血色浪漫》等项目。

表10: 收购新丽支付方式

(百万元人民币, 百万股)	合计	腾讯	新丽管理层
支付对价	15,500	5,290	10,210
现金	5,105		5,105
股份对价	10,395	5,290	5,105
拟发行股份数量	154	78	76
发股价格(港元/股)	80	80	80

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表11: 此次收购前, 新丽传媒股权结构及收购对价

	持有普通股份 数量(百万股)	股份 占比	收购对价 (百万元)	每股收购价 格(元/股)	初始股份数 量(百万股)	持股份额
Tencent Mobility	73	44.1%	5,290	72.81	23	系列 A 优先股的 100%
标的公司管理层	92	55.9%	10,210	110.66	92	
创办人特殊目的公司	56	34.0%			56	普通股的 60.73%
曲女士特殊目的公司	25	15.3%			25	普通股的 27.30%
管理层特殊目的公司	11	6.7%			11	普通股的 11.97%
合计	165	100%	15,500			

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表12: 新丽传媒主要影视剧和电影作品

作品名称	集数	投资身份	获发行许可证时间	作品名称	投资身份	获公映许可证时间	总票房(亿元)
电视剧:				电影:			
一仆二主	43	执行制片方	2014年	我的早更女友	执行制片方	2014年	1.62
风筝	47	执行制片方	2014年	道士下山	执行制片方	2015年	4.01
神探包青天	41	执行制片方	2014年	煎饼侠	非执行制片方	2015年	11.63
二炮手	39	执行制片方	2014年	夏洛特烦恼	非执行制片方	2015年	14.42
虎妈猫爸	45	执行制片方	2014年	杜拉拉追婚记	执行制片方	2015年	0.50
女医明妃传	50	执行制片方	2015年	火锅英雄	非执行制片方	2016年	3.71
大猫儿追爱记	58	非执行制片方	2015年	情圣	执行制片方	2016年	6.59
小丈夫	43	执行制片方	2016年	悟空传	执行制片方	2017年	6.97
胭脂	45	非执行制片方	2016年	妖猫传	执行制片方	2017年	5.30
剃刀边缘	48	执行制片方	2016年	西虹市首富		2018年	25.46
如懿传	87	执行制片方	2017年				
我的前半生	42	执行制片方	2017年				
斗破苍穹	45	执行制片方					
网络剧:							
余罪	24	执行制片方					
初恋女友俱乐部	20	执行制片方					

资料来源: 新丽招股书, 新丽官网, 广发证券发展研究中心

表13: 与新丽传媒签订长期合约的编剧(截至2017月6月)

序号	签约方	代表作	签订合同情况	序号	签约方	代表作	签订合同情况
1	王力扶	《家常菜》《团圆饭》	7年7部剧本, 工作室14部剧本	8	李潇	《小丈夫》《麻辣婆媳》《大女当嫁》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本
2	申捷	《重案六组》《虎妈猫爸》	7年共计7部剧本	9	于淼	《火线兄弟》《余罪》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本
3	黄珂	《黎明之前》《苍穹之卵》	7年共计7部剧本	10	陈彤	《一仆二主》《离婚律师》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本
4	李小明	《金婚》、《辣妈正传》(策划)	每年5部剧本策划, 7年共计35部; 7年7部剧本	11	秦雯	《我们无处安放的青春》《辣妈正传》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本
5	马伯庸(马力)	《风起陇西》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本	12	吴雪岚(流潋紫)	《甄嬛传》	5年排他合作, 5年不少于3部剧本
6	高雅楠	《如果不能好好爱》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本	13	张挺	《道士下山》	5年排他合作, 5年10部影视剧剧本
7	彭渤	《北京甜心》《麦麦的旅程》	5年排他合作, 每年不少于1部剧本				

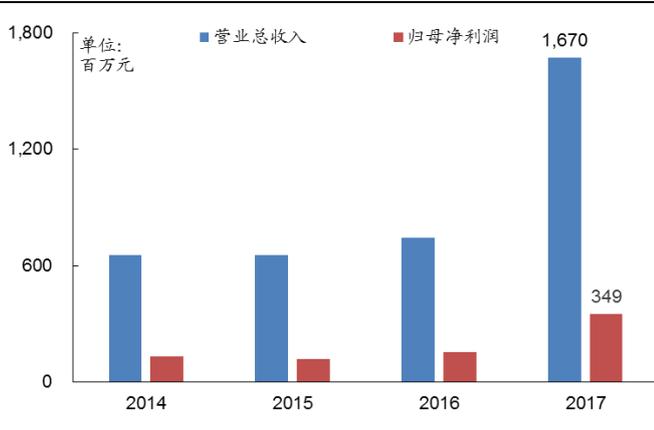
资料来源: 新丽招股书, 广发证券发展研究中心

表14: 与新丽传媒签订长期合约的导演、制片人及演员(截至2017月6月)

姓名	合作方式	签约内容	已完成作品情况	代表作品
曹华益(资深制片人)	自有	--		《辣妈正传》、《虎妈猫爸》
于正(余征)(制片人)	合作	7年共7部影视剧	已完成1部作品	《美人心计》、《宫锁心玉》
陶昆(制片人)	合作	7年共7部影视剧	已完成1部作品	《风声》、《寻龙诀》、《火锅英雄》
凯歌(导演)	自有(排他)	独家合作方式, 7年7部电影(导演)	已完成2部电影	《霸王别姬》《梅兰芳》《道士下山》
刘惠宁(导演)	合作	5年共5部影视剧	已完成2部作品	《相爱十年》、《我的父亲母亲》
沈严(导演)	合作	7年共4部影视剧	已完成1部作品	《手机》、《辣妈正传》
姚晓峰(导演)	合作	5年共5部影视剧	已完成4部作品	《大丈夫》、《虎妈猫爸》
宋晓飞(导演)	自有(排他)	5年排他合作, 每年不少于1部电影	已完成1部作品	《一代宗师》(摄影师)、《情圣》
简洵钊(导演)	自有(排他)	5年排他合作	已完成1部作品	《杜拉拉追婚记》
刘进(导演)	自有(排他)	5年共5部影视剧	尚未完成作品	《白鹿原》、《一仆二主》
陈玉珊(导演)	自有(排他)	5年共5部影视剧	尚未完成作品	《我的少女时代》(电影)、《命中注定我爱你》
董富来(导演)	自有(排他)	5年共5部影视剧	尚未完成作品	《我姥爷的1945》
董旭(导演)	自有(排他)	4年共4部影视剧	尚未完成作品	《情圣》(导演)、《泰囧》(录音)
杨庆(导演)	合作	3部电影	尚未完成作品	《火锅英雄》
于淼(导演)	自有(排他)	2部影视剧	尚未完成作品	-
张嘉译(张小童)(演员)	合作	5年共3部影视剧	已完成1部作品	《蜗居》《一仆二主》、《白鹿原》
胡军(演员)	合作	5年共3部影视剧	已完成1部作品	《金婚风雨情》《让子弹飞》
海清(黄怡)(演员)	合作	5年共6部影视剧	已完成4部作品	《王贵与安娜》、《蜗居》
李光洁(演员)	合作	3年共3部影视剧	已完成1部作品	《杜拉拉升职记》、《山楂树之恋》

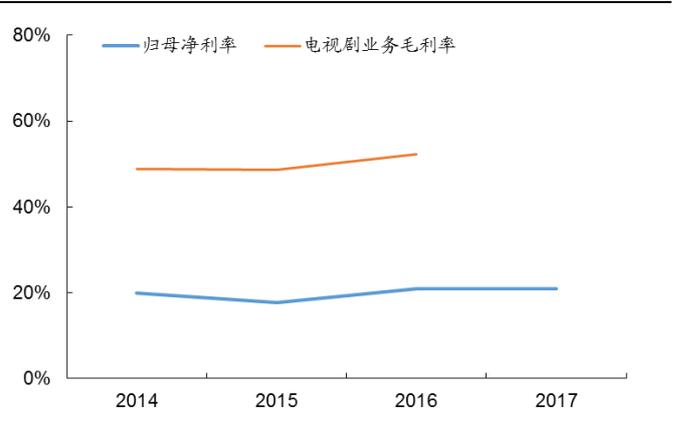
资料来源: 新丽招股书, 广发证券发展研究中心

图16: 新丽传媒收入和归母净利润



数据来源: 新丽招股书, 光线公告, 广发证券发展研究中心
注: 2017年数据为净利润。

图17: 新丽归母净利率及电视剧业务毛利率



数据来源: 新丽招股书, 广发证券发展研究中心

5、与腾讯：背靠巨头，获多方位支持，签3年上限合计逾60亿协议
 腾讯为阅文控股股东，收购新丽完成后，腾讯将直接持有阅文54.34%的股权。阅文作为腾讯泛娱乐战略的重要一环，与腾讯视频、腾讯社交平台（用户）、腾讯动漫、游戏等均有强协同性。

阅文与腾讯关联交易：主要包括网络平台费、版权合作收入、推广营销费、支付、云服务费。**网络平台费用：**阅文作为腾讯渠道独家内容提供方，腾讯分成比例不超过30%，2014~2017年关联交易金额分别为0.16亿元、0.38亿元（+145%）、1.85亿元（+386%）和2.98亿元（+62%），2016~2017年网络平台合作持续关连交易的平均收入分成比例分别为23%、25.1%。**版权合作收入：**包括授权腾讯改编公司网文作品，及授权腾讯动画及电视剧播放权，2014~2017年关联交易金额分别为100万元、0.19亿元、0.47亿元、1.11亿元，腾讯版权收入占阅文版权运营业务收入比例分别为8.2%、11.7%、18.9%、30.5%，腾讯收入贡献快速提升，根据最新签的合作协议，未来还将会大幅提升。

表15：阅文与腾讯关联交易金额及预期上限

单位：百万元人民币	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2018H1
推广合作框架协议（费用）	0	36.1	99.6	52.9	100.0	120.0	19.8
付费服务合作框架协议（费用）	0.0	0.3	2.1	11.2	18.9	26.4	5.0
云服务及技术服务框架协议（费用）	6.6	8.8	24.9	42.8	70.0	98.0	18.3
网络平台合作框架协议（费用）	15.5	38.0	184.5	297.9			140.8
版权合作框架协议（收入）	1.0	19.0	46.8	111.2			56.6

资料来源：阅文招股书，广发证券发展研究中心

阅文（含新丽）与腾讯订立3项合作协议，腾讯2018~2020年3年合计支付给阅文逾60亿元(上限)：1、发行合作协议，腾讯向阅文支付的影视内容播映授权许可费3年上限分别为14亿元、21亿元、23亿元，由于阅文正拓展电视剧、电影及网络剧制作业务，阅文与腾讯之间的发行合作预期将加强，而腾讯应付阅文的许可费预期未来将迅速增加；2、版权采购协议，阅文将向腾讯购买版权（包括改编权）；3、委托拍摄制作协议，阅文已同意为腾讯制作影音作品。

表16：阅文（含新丽）与腾讯订立3项合作协议及关联交易金额上限

(百万元人民币)	2018E	2019E	2020E
发行合作协议：			
腾讯向阅文支付的授权许可费（注1）	1,400	2,100	2,300
版权采购协议：			
阅文向腾讯支付的授权许可费（注2）	50	50	50
委托拍摄制作协议：			
腾讯向阅文支付的代价（注3）	0	100	150

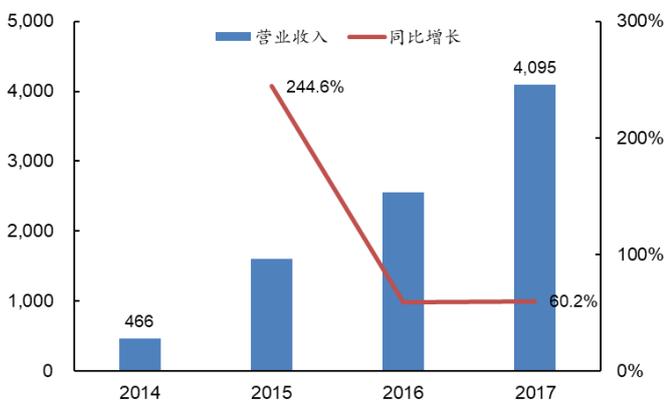
资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三、业务：在线阅读稳健增长，IP运营是未来发力点

公司收入主要来自在线阅读、IP运营、纸质图书、及其他业务（游戏、广告等），其中在线阅读收入占比超80%，IP运营收入占比逐渐提升，占比增至近15%，未来预计还将提高。2015~2017年公司收入分别实现16.07亿（YoY+244.6%）、25.57（YoY+59.1%）和40.95亿（YoY+60.2%）。2018H1公司收入达到人民币22.83亿元（YoY+18.6%）。

业务成本主要包括内容成本、在线阅读分销平台分销成本、无形资产摊销、雇员福利开支、及确认为开支的存货成本，其中内容成本约占收入30~33%、腾讯渠道分成约占收入的5%~6%。

图18：2014-2017公司营业收入



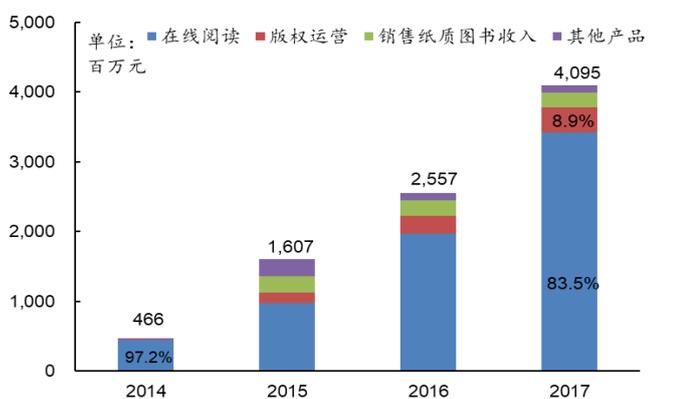
数据来源：阅文集团招股说明书，广发证券发展研究中心

图19：2016H1-2018H1公司营业收入



数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

图20：2014-2017收入构成



数据来源：阅文集团招股说明书，广发证券发展研究中心

图21：2016H1-2018H1收入构成



数据来源：阅文集团招股说明书，广发证券发展研究中心

1、在线阅读：稳健增长的现金流业务

付费在线阅读：对于公司和腾讯产品的自营渠道上的内容，公司采取免费与付费相结合的模式，以章节付费为主，包月为辅。通常免费提供文学作品的前几章，余下部分为每千字收取人民币5分钱；公司还提供约每月10~18元的包月套餐，读者可以无限次阅读特定作品库的内容，同时可在购买其他非免费作品上获得20%的折扣。其他增值服务，如：社交互动功能，如奖励和红包。

表17: QQ阅读会员等级、收费标准及权益

VIP等级	升级条件(累计消费书币)	千字订阅价格	保底月票	订阅月票	打赏月票	送推荐票	签到送成长值	签到额外送成长值
VIP1	任意消费	5书币	0	2500书币/张		0	5	--
VIP2	6,000	5书币	0	2500书币/张		1张	5	5
VIP3	18,000	5书币	1张	2000书币/张		1张	10	5
VIP4	36,000	5书币	2张	2000书币/张		2张	10	10
VIP5	72,000	4书币	2张	1500书币/张		2张	15	10
VIP6	128,000	4书币	3张	1500书币/张		3张	15	15
VIP7	240,000	3书币	3张	1000书币/张		3张	20	15
VIP8	480,000	3书币	4张	1000书币/张		4张	20	20
VIP9	960,000	3书币	4张	800书币/张		4张	25	20

数据来源: QQ阅读官网, 广发证券发展研究中心 注: 人民币1元可兑换100书币

表18: 2017年中国原创文学风云榜女生作品TOP10

排名	小说名称	作者	连载状态	截至目前总字数(百万)	购买目前所有章节价格区间(元)	会员总点击量(百万)	会员总推荐(百万)
1	《亿万星辰不及你》	叶非夜	完本	1.1	30~50	7.8	0.3
2	《一世倾城》	苏小暖	连载中	10.6	315~525	74.4	0.5
3	《卦妃天下》	锦凤	连载中	4.7	137~228	6.5	0.2
4	《神医弃女》	MS 芙子	连载中	10.0	296~494	18.4	0.2
5	《许你万丈光芒好》	囡囡有妖	完本	2.3	66~110	31.8	0.1
6	《大帝姬》	希行	完本	1.8	50~83	6.9	4.7
7	《慕南枝》	吱吱	连载中	2.5	73~121	3.8	4.6
9	《国民校草是女生》	战七少	连载中	2.5	73~121	11.9	0.1
10	《覆手繁华》	云霓	完本	1.7	49~82	3.1	1.0

数据来源: 起点中文网, 广发证券发展研究中心 注: 数据截至2018年9月5日; 章节购买价格为以章节付费形式(每千字)计算。

表19: 2017年中国原创文学风云榜男生作品TOP10

排名	小说名称	作者	连载状态	截至目前总字数(百万)	购买目前所有章节价格区间(元)	会员总点击量(百万)	会员总推荐(百万)
1	《圣墟》	辰东	连载中	4.3	115~191	60	24
2	《一念永恒》	耳根	完本	3.7	98~163	30	17
3	《不朽凡人》	鹅是老五	完本	3.7	103~171	13	9
4	《天道图书馆》	横扫天涯	连载中	4.3	120~200	27	5
5	《修真聊天群》	圣骑士的传说	连载中	6.2	185~309	53	99
6	《斗战狂潮》	骷髅精灵	连载中	3.5	99~164	31	27
7	《我的1979》	争斤论两花花帽	连载中	3.2	90~150	22	5
8	《美食供应商》	会做菜的猫	连载中	2.7	74~124	17	5
9	《重生之都市修仙》	十里剑神	连载中	3.6	96~161	12	3
10	《放开那个女巫》	二目	连载中	2.8	77~128	18	6

数据来源: 起点中文网, 广发证券发展研究中心 注: 数据截至2018年9月5日; 章节购买价格为以章节付费形式(每千字)计算。

ARPU值和付费率共同驱动在线阅读收入增长。2014~2017年在线阅读收入分别为4.53亿、9.71亿(YoY+114.3%)、19.74亿(YoY+103.3%)、34.21亿(YoY+73.3%)，收入占比分别为97.2%、60.5%、77.1%、83.6%。2018H1在线阅读收入为18.5亿(YoY+13.3%)，收入占比为81.1%。

在线阅读收入包括自有平台、腾讯渠道、及第三方平台收入，占总收入比例分别约为47%、22%、12%，其中自有平台及腾讯渠道，除微信读书外，收入按总额入账，第三方平台收入按分成后净额入账。自有平台和腾讯渠道各拥有1亿余用户，产生的收入大概为2:1，腾讯渠道用户价值仍有挖掘空间。

自有平台：2014~2017年收入分别为3.17亿、5.91亿(YoY+86.6%)、10.58亿(YoY+79.0%)、18.74亿(YoY+77.2%)，收入占比分别为67.9%、36.9%、41.2%、45.8%。2018H1自有平台年收入为10.68亿元(YoY+22.6%)，收入占比提升至46.8%。

腾讯渠道平台：2014~2017年收入分别为1.25亿、1.98亿(YoY+57.9%)、6.66亿(YoY+236.7%)、10.81亿(YoY+62.2%)，收入占比分别为26.8%、12.3%、26.1%、26.4%。2018H1腾讯渠道收入同比减少8.5%至人民币5亿元，主要因为腾讯渠道付费用户减少。

第三方平台：2014~2017年收入分别为0.11亿、1.82亿(YoY+1562.0%)、2.50亿(YoY+37.2%)、4.65亿(YoY+86.0%)，收入占比分别为2.4%、11.3%、9.8%、11.4%。2018H1，第三方平台收入增长至人民币2.83亿元(YoY+30.8%)，收入占比为12.4%。

月活用户保持增长，整体增速自然放缓。2015~2017年及2018H1在线阅读(自有平台产品及自营腾讯渠道)平均月活用户分别为1.17亿、1.70亿、1.92亿和2.14亿。其中16~17年及18H1自有平台月活用户分别为0.81亿、0.91亿和1.06亿，18H1自有平台月活用户同比增速为20.4%；**腾讯渠道**月活用户分别为0.89亿、1.01亿和1.07亿，18H1腾讯渠道月活用户同比增速为3.6%，扭转17H2下降趋势。

付费率约5%左右，15至17年呈上升态势；腾讯渠道(主要是手Q、QQ浏览器)付费用户减少，以及新增用户(预装、腾讯视频导量用户)尚需时间转化为付费用户，导致18H1有所回落，但仍有提升空间。2015~2017年及2018H1年付费率分别为3.2%、4.9%、5.8%和5.0%，月均付费用户分别为380万、830万、1,110万和1,070万人。

分渠道看，公司自有渠道用户定位更精准，且融合智能推荐，付费率相对更高，腾讯渠道除微信读书是垂直用户外，其他渠道由于内容分散，付费率较低。

从行业角度看，根据 Frost & Sullivan的资料，网络文学的付费率预期由2016年的4.1%上升至2020年的8.3%。

跨行业横向对比看，根据 Frost & Sullivan数据，2016年在线视频、在线游戏及在线音乐等类似行业的付费率分别为8.1%(目前提升至约12%~15%)、13.6%及4.0%。

续费率：付费用户次年续费率约40%左右。对QQ阅读，在2015年的付费用户之中，于2016年及2017年上半年仍为付费用户者分别占52.6%及27.9%；在2016年的QQ阅读付费用户之中，于2017年上半年仍为付费用户者占37.9%。对起点中

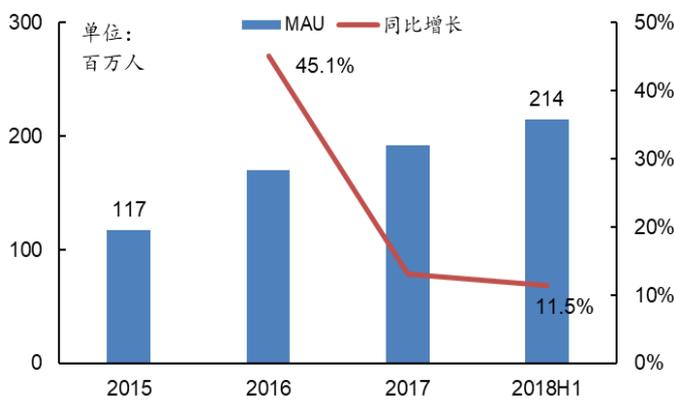
文网而言，在2015年的付费用户中，于2016年及2017年上半年仍为付费用户者分别占 44.9%及 35.5%。在2016年的起点中文网付费用户中，于2017年上半年仍为付费用户者占 42.9%。

ARPU值呈提升态势，年ARPU值266元相当于1年看2~3本网络文学书。

2015~2017年付费用户月均ARPU值分别为17.3元、17.4元、22.3元/月，16H1~18H1的5个半年月均ARPU值分别为15.2元、20.1元、20.5元、24.2元和24.4元/月。网络文学平均每本书的字数约200~300万字，按千字5分钱计算，平均每本书价格约100~150元。

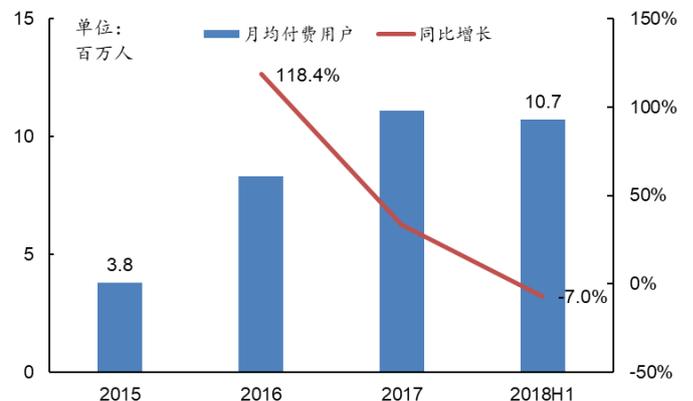
自动化内容推荐，提升用户黏性，提升付费率。以用户为中心的战略的关键环节是公司已开发且会不断强化的自动化推荐算法。公司利用用户大数据预测用户可能感兴趣的内容，集合并了解来自不同作者内容的关系，促进平台上的读者及不同元素之间的互动。

图22: 月度活跃用户增长情况



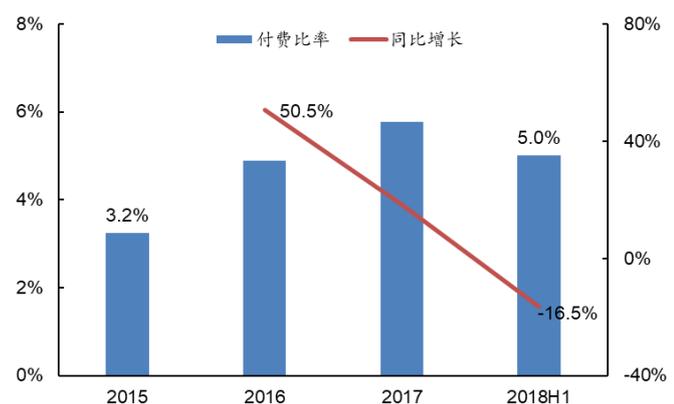
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图23: 月均付费用户增长情况



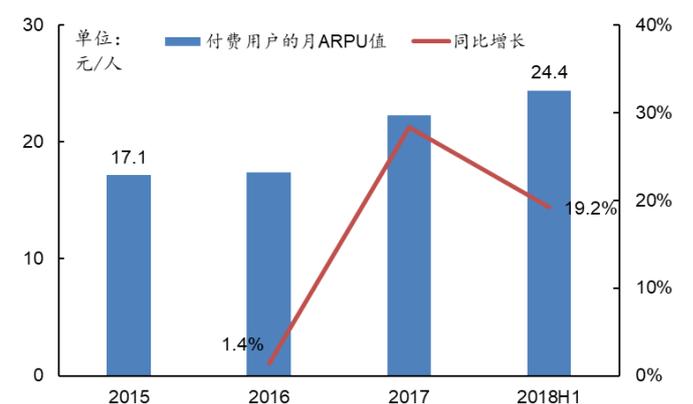
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图24: 付费率变化



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图25: 付费用户ARPU值



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2、IP 运营: 从授权到参投, 收入贡献提升明显

版权运营收入占比不断提升。2014~2017年及2018H1版权运营收入分别为0.12亿、1.63亿 (YoY+1239.8%)、2.47亿 (YoY+52%)、3.66亿 (YoY+47.9%) 和 3.17亿 (YoY+103.6%)，收入占比分别为2.6%、10.1%、9.7%、8.9%和13.9%。

公司通常选择3种合作方式：**1、预付固定版权金；2、固定版权金+收入或利润分成**，如票房收入、电视发布利润及网络游戏收入；**3、参与项目投资，投资比例将趋于提高。**

每年授权100余部网络文学IP改编权。公司于2015~2017年及2018H1分别再授权97部、122部、100余部和60余部网络文学作品供第三方合作伙伴改编为其他娱乐形式，公司有选择地主导制作了多部动画片。

加大电视剧及网络剧的投资力度。截至2017年公司已与200多家内容改编合作伙伴建立了合作关系，并开发了多种版权变现形式。2017年参投剧目包括《你和我的倾城时光》（预计于2018年上线播出）、《武动乾坤》（已于2018年8月7日开播）、《将夜》等；截至2018年6月，投资的重点项目包括《庆余年》和《黄金瞳》，另有8个项目正在筹备，涵盖浪漫喜剧、悬疑、冒险、军事等不同题材。

自制动画数量逐渐增多，领先优势显现。2017年公司共有11部自制动漫开播，多部作品成为国漫新标杆，包括《全职高手》、《斗破苍穹》，以及推出《全职法师》、《择天记》等新番，储备10个动画项目。其中《斗破苍穹》动画第1季全网播放量超14亿，取得2017年国产3D动画播放量第一，《全职高手》动画第1季全网播放量突破11亿，取得2017年国产2D动画播放量第一。

对外合作：公司已与电影公司（例如万达及光线传媒）、电视制作公司（例如腾讯企鹅影业、柠萌影业、爱奇艺及新丽传媒）及游戏开发商（例如巨人网络集团）合作，创作多个成功的改编作品。**改编作品包括**电影《鬼吹灯之寻龙诀》及《鬼吹灯之九层妖塔》，电视剧、动画及网络游戏《择天记》，动画《全职高手》，网络连续剧《校花的贴身高手》，以及网络游戏《星辰变》及《我欲封天》。

自主改编：公司已开发游戏《傲世九重天》以及动画片《斗破苍穹》。此外公司开始就热门文学作品开发相关商品，如公司曾与Hobby Max 合作为在线消费者制作《全职高手》相关衍生商品。

表20：2018年8月部分IP改编进展（影视篇）

原作品名称	改编进展
《武动乾坤》	8月7日开播，登陆东方卫视阅文IP精品剧场和优酷视频；截至9月中旬，优酷独播播放量已经突破30亿。
《庆余年》	8月10日，同名改编剧第一季顺利杀青，并发布首支预告片。
《凰权》	8月14日，改编电视剧《天盛长歌》在湖南卫视金鹰独播剧场上线，爱奇艺、芒果TV双网同步播放。目前，《天盛长歌》已经成为Netflix以“Netflix Original Series (NETFLIX原创剧集)”最高级别预购的第一部中国古装大剧，该剧现在正被NETFLIX翻译成十几种语言，预计将于9月14日在NETFLIX平台冲向全球。
《夜天子》	8月14日，同名改编网剧在腾讯视频独家上线。
《斗破苍穹》	8月27日，同名改编电视剧第一季正式定档，将在9月3日起周一到周三每晚22:00登陆湖南卫视青春进行时剧场，腾讯视频全网独播。
《扶摇皇后》	8月底，改编剧《扶摇》上线韩国，9月将登陆越南胡志明电视台、11月1日将于泰国第九台开播，菲律宾国家台及柬埔寨、缅甸、伊朗、日本等多国电视台也在安排播出中。

数据来源：阅文集团官网，广发证券发展研究中心

表21: 2018年8月部分IP改编进展 (动漫篇)

原作品名称	改编进展
《重生娱乐圈：天后归来》	8月17日，改编漫画《天后归来》在QQ阅读、手机QQ、腾讯动漫、起点读书、元气阅读五大平台上线连载。
《星辰变》	8月17日，同名改编动画正式定档10月5日。
《全职法师》	8月21日，同名改编漫画全网人气突破16亿。
《国民老公带回家》	同名改编动画第四季正式定档10月3日。
《择天记》	8月22日，同名改编动画第四季正式上线。
《朕不会轻易狗带》	8月24日，改编漫画在QQ阅读、手机QQ、腾讯动漫、起点读书、元气阅读五大平台上线连载。
《甜心 V5》	8月27日，改编漫画人气突破1亿。

数据来源：阅文集团官网，广发证券发展研究中心

表22: 2018年8月部分IP改编进展 (游戏篇)

原作品名称	改编进展
《斗罗大陆》	8月22日，改编手游《新斗罗大陆》全平台首发。

数据来源：阅文集团官网，广发证券发展研究中心

表23: 2018年8月部分IP改编进展 (跨界篇)

原作品名称	改编进展
《全职高手》	8月18日，阅文集团联手上海邮政在上海世博邮政支局举办了《全职高手》纪念邮品首发仪式。此次，双方联合推出了《全职高手》主题的精装纪念邮册、简装纪念邮册共2种收藏品，以及特制明信片、杯垫等其他主题周边。作为一部以电竞为核心题材的IP，《全职高手》还将携手刚刚荣获PGI决赛世界冠军的国内著名的“OMG PUBG 战队”，完成对ACG全次元的拓展。未来，阅文集团将联手OMG战队展开一系列的联动，双方将推出一系列基于双方内容的全新合作。

数据来源：阅文集团官网，广发证券发展研究中心

3、纸质图书：收入结构转变，占比逐年递减

公司在中国经营两家领先的民营纸质图书公司。天津华文天下图书：专注于根据公共领域的内容生产图书，包括经典文学、原创作品及儿童读物的选辑。天津中智博文图书：专注于根据公共领域的内容生产纸质图书，包括经典文学、社会科学和生活方式读物的选辑。

2015~2017年及2018H1纸质图书收入分别为2.29亿、2.24亿 (YoY-2.0%)、2.01亿 (YoY-10.3%) 和0.759亿元 (YoY-19.2%)，收入占比分别为14.2%、8.8%、4.9%和3.3%。2014年公司暂未提供纸质图书销售数据。

4、其他业务：游戏、广告、懒人听书

公司于2014年12月收购深圳懒人在线的音频书籍业务，是公司的周边业务之一。截至2016年12月31日止两个年度，深圳懒人在线的互联网视听节目服务所得收入对公

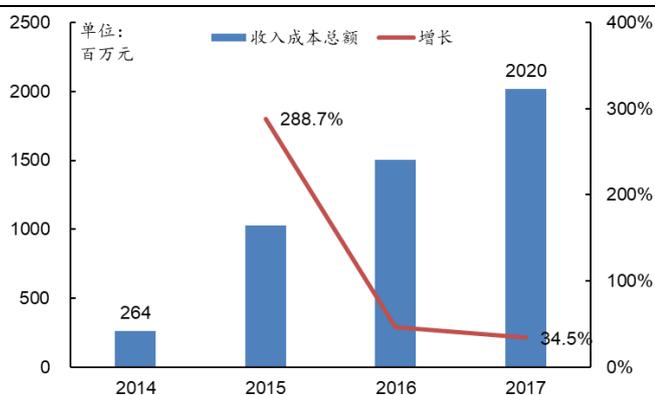
司总收入的贡献分别为0及0.3%。2018H1，公司获得与附属公司深圳市懒人在线科技有限公司有关的视同处置的收益人民币1.279亿元。

2014~2017年及2018H1其他业务收入分别为0.01亿、2.44亿（YoY+22872.6%）、1.11亿（YoY-54.4%）、1.07亿（YoY-3.7%）和0.391亿元（YoY-4.3%），收入占比分别为0.2%、15.2%、4.4%、2.6%和1.7%。

5、成本：内容成本占收入近 1/3

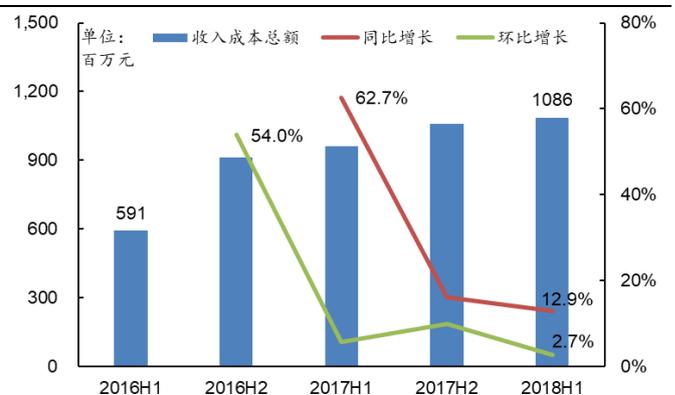
公司收入成本主要包括：内容成本、在线阅读平台分销成本（腾讯渠道分成）、无形资产摊销、雇员福利开支、确认为开支的存货成本。其中近几年内容成本约占总收入30~33%、腾讯渠道分成约占收入的5%~6%（约占腾讯渠道收入的21~23%左右）。另外，手机预装的渠道成本确认在销售成本中的推广与广告开支中。

图26：2014-2017公司营收成本



数据来源：阅文集团招股说明书，广发证券发展研究中心

图27：2016H1-2018H1公司营收成本



数据来源：阅文集团招股说明书，广发证券发展研究中心

内容成本主要包括为获授作家全部或部分文学作品的版权而向其支付的费用（按收入分成形式）。在较小程度上，内容成本亦包括向第三方内容提供商支付的版税。2014~2017年及18H1内容成本分别为1.9024亿、3.91亿（YoY+105.8%）、8.39亿（YoY+114.3%）、12.80亿（YoY+52.6%）和7.44亿（YoY+27.2%），占总收入比例分别为40.8%、24.4%、32.8%、31.3%和32.8%，占总成本比例分别为72.1%、38.1%、55.9%、63.4%和68.5%。

在线阅读平台分销成本主要是腾讯渠道分成款。2014~2017年及2018H1分别为0.154亿、0.374亿（YoY+142.3%）、1.53亿（YoY+308.6%）、2.37亿（YoY+52.6%）和1.05亿（YoY-14.97%），占总成本比例分别为5.9%、3.6%、10.2%、11.7%和9.7%，占腾讯渠道收入比例分别为12.3%、18.9%、23.0%、21.9%、21.1%，近几年呈下降态势，可能由于微信读书收入增长而手Q收入下降。

无形资产摊销主要是公司对以买断的方式从作家获授的文学作品版权的摊销以及域名及软件的摊销，公司内容版权按3~10年直线摊销。2014~2017年及2018H1分别为0.18亿、1.51亿（YoY+749.2%）、1.28亿（YoY-15.3%）、1.10亿（YoY-14.1%）和0.568亿（YoY-1.6%），占总收入比例分别为3.8%、9.4%、5.0%、2.7%和2.5%，占总成本比例分别为6.7%、14.7%、8.5%、5.4%和5.3%。

其他成本：2015年的其他成本主要包括网络游戏平台分销成本，2016年的其他主要包括网络游戏平台分销成本以及宽带及服务器托管费，而截至2017年6月30日止6个月的其他主要包括宽带及服务器托管费以及动漫制作成本。

四、财务分析、股权结构

1、财务分析：处于商业变现期，收入和利润快速增长

总收入：2014~2017年公司总收入为人民币4.66亿元、16.1亿元（+244.6% YoY）、25.6亿元（+59.1% YoY）及40.95亿元（+60.2% YoY）。2018H1公司收入达到人民币22.83亿元（YoY+18.6%）。近几年收入快速增长主要受付费用户快速增长驱动。

净利润：2014~2017年及2018H1公司归母净利润为人民币-0.21亿元、-3.48亿元、0.37亿元、5.56亿元和5.06亿元，2016年实现扭亏为盈，并从在2017年大幅增长。NonGAAP归母净利润分别为人民币-726万元、-0.92亿元、0.85亿元、7.22亿元和4.83亿元。2017年经调整项金额影响较大为1.66亿元，主要是2017年股份酬金支出1.37亿元-被投资公司收益1.58亿元+无形资产摊销0.63亿元+减值拨备1.56亿元+一次性上市开支0.46亿元-首次公开发售认购按金的利息收入0.46亿元-税务影响0.21亿元-非控制权益的损益0.02亿元，其中一次性开支较多。

毛利率：2014~2017年及18H1公司的毛利率分别为43.4%、36.1%、41.3%、50.7%和52.4%，呈稳健增长趋势，主要由于公司业务转向在线阅读及版权运营，公司成本有效控制以及规模经济效益增加。

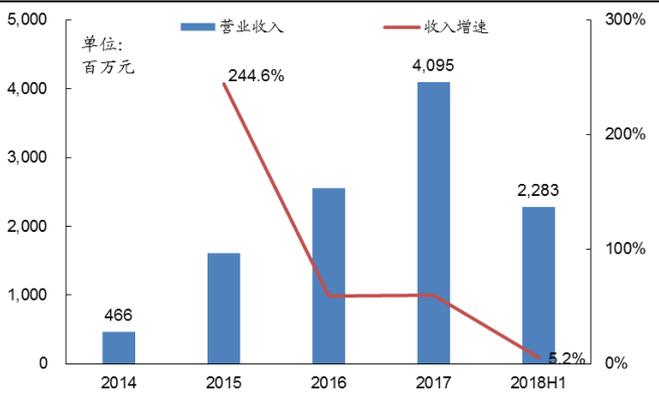
归母净利润率：2014~2017年及18H1公司的净利润率分别为-4.5%、-21.6%、1.4%、13.6%和22.2%。

表24：公司利润表简表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	466	1,607	2,557	4,095	2,283
同比增长		244.6%	59.1%	60.2%	18.6%
营业成本	(264)	(1,026)	(1,502)	(2,020)	(1,086)
同比增长		288.7%	46.4%	34.5%	112.9%
毛利	202	581	1,055	2,075	1,196
销售费用	(127)	(540)	(734)	(965)	(527)
管理费用	(71)	(356)	(421)	(710)	(335)
其他经营净收益	(0)	7	134	111	148
营业利润	4	(308)	33	511	567
财务收入	0	2	4	104	
财务费用	(0)	(17)	(27)	(35)	(12)
财务收入/(费用)净额	0	(15)	(23)	69	
权益法投资减值		6	28	66	51
除税前溢利	4	(317)	38	646	606
所得税	(25)	(37)	(8)	(83)	(102)
净利润(含少数股东权益)	(21)	(354)	30	563	504
归属普通股股东净利润	(21)	(348)	37	556	506
同比增长		1545.0%	-110.6%	1415.7%	238.6%

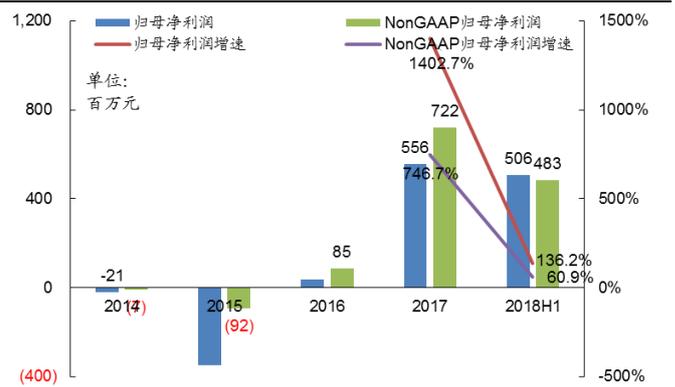
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图28: 公司营业收入及增速



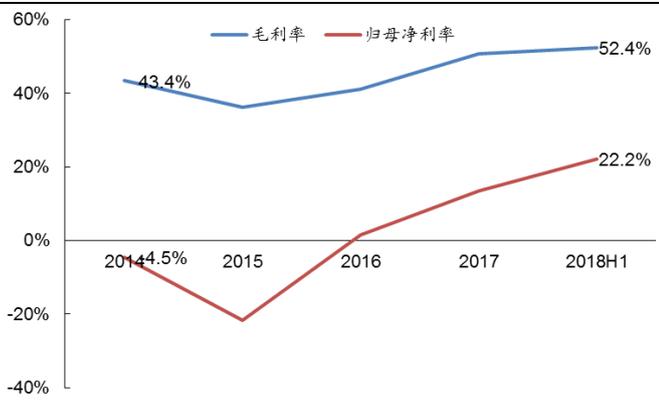
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 归母净利润及NonGAAP归母净利润变化



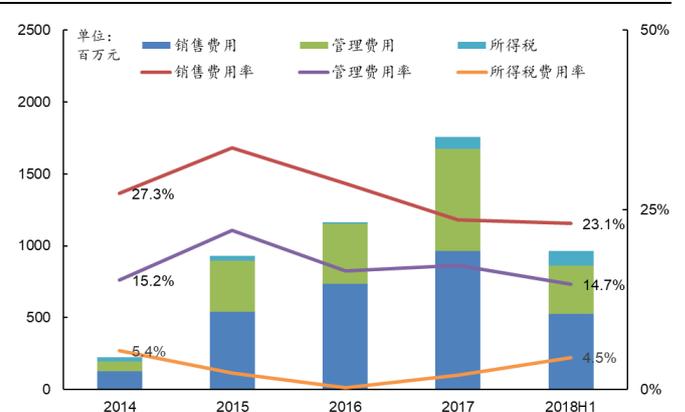
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图30: 公司毛利率及净利率变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

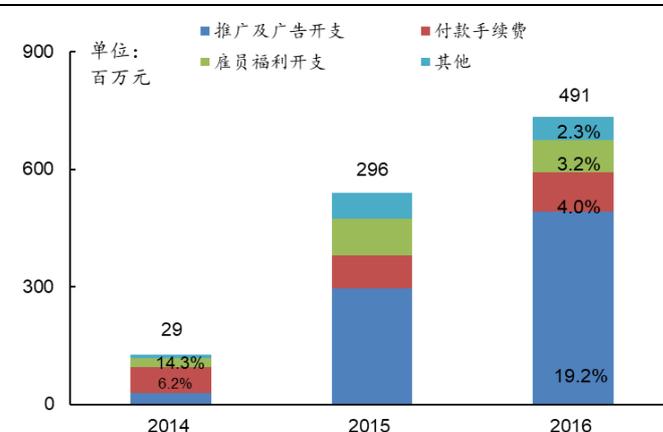
图31: 公司费用率及所得税率变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

销售及营销开支构成: 主要包括 (i)推广及广告开支, 包括手机预装的渠道成本、腾讯渠道推广成本及其他广告成本; (ii)与读者购买公司优质内容或虚拟道具有关的付款手续费; 及 (iii)公司销售及营销员工的雇员福利开支。

图32: 销售及营销开支及成本/收入比



数据来源: 阅文集团招股说明书, 广发证券发展研究中心

2、股权结构

腾讯直接持股和间接持股比例分别为52.66%和4.96%，其中腾讯通过旗下三家全资子公司直接持股52.66%。

表25: 股权结构 (截至2017年12月31日)

股东名称	占已发行普通股比例	持股数(百万股)	控股方
THL A13 Limited	27.21%	247	腾讯控股
Qinghai Lake Investment Limited	24.53%	222	腾讯控股
FMR LLC	5.50%	45	FMR LLC
Luxun Investment Limited	5.48%	50	凯雷集团
Deal Plus Global Limited	4.96%	45	THL A13 持有 48.9%股权 & Trustbridge Partners V, L.P.
Trustbridge Partners V, L.P.	3.72%	34	Trustbridge Partners V, L.P.
Laoshe Investment Limited	2.03%	18	凯雷集团
Tencent Growthfund Limited	0.93%	8	腾讯控股
合 计	74.36%	669	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表26: 2017年高管持股情况

持股人姓名	职务	相对上年增减(万元)	持股数量(万股)	持股比例
吴文辉	执行董事、CEO	162.9	2,710.06	2.99
梁晓东	执行董事、联席 CEO	-508.9	400	0.44
James Gordon Mitchell	董事会主席、非执行董事	--	0.14	0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截至2018H1, 公司拥有约1,500名全职雇员, 绝大部份位于中国, 主要在上海总部, 其余在北京、深圳及中国的多个其他城市。

表27: 员工构成 (截至2017H1)

职能	雇员人数	占总人数的百分比
编辑	340	22.80%
平台运营及客户服务	330	22.20%
技术	340	22.80%
管理、财务及行政	300	20.10%
销售、业务开发及营销	180	12.10%
总计	1,490	100%

数据来源: 阅文集团招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 表中为 2017H1 阅文集团招股说明书数据, 根据最新财报显示, 截至 2018H1 雇员总数为 1,500 人。

五、网文平台公司对比

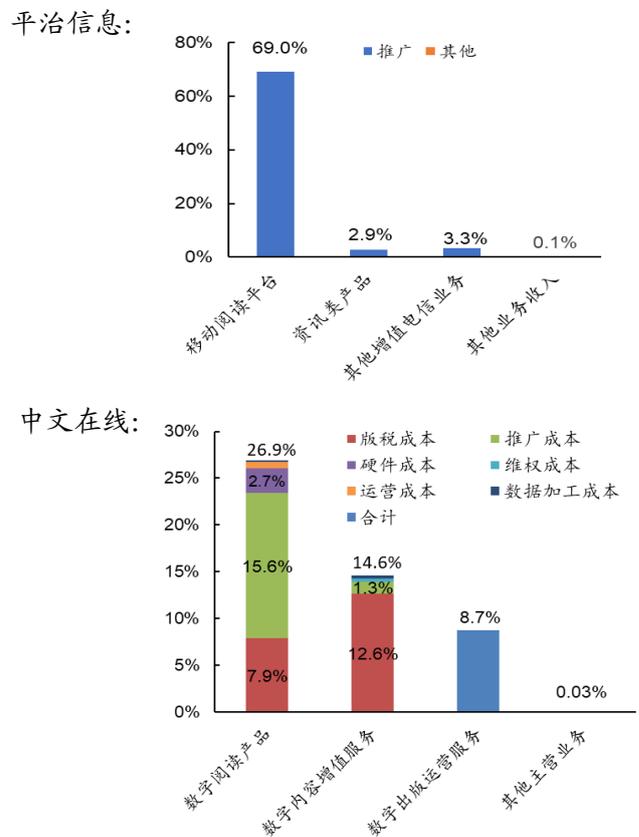
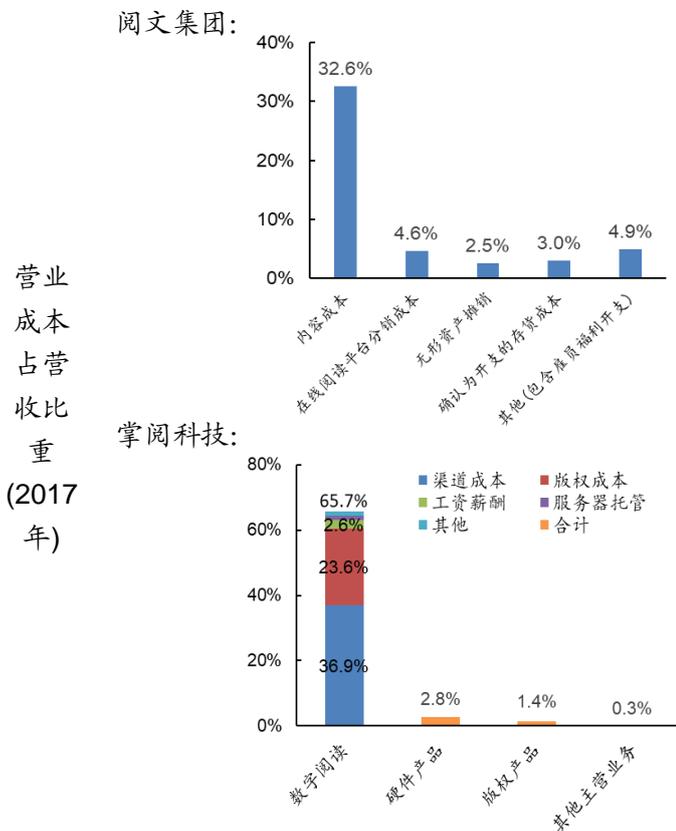
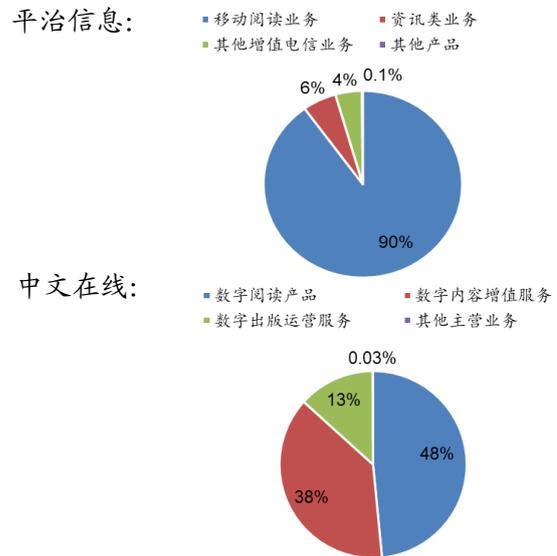
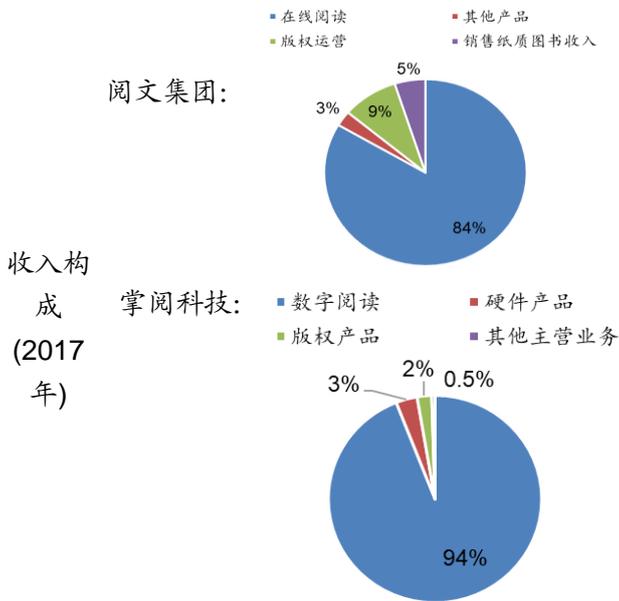
表28: 网文平台公司对比

公司	阅文集团	掌阅科技	平治信息	中文在线
市值				
平台特点	中国最大的正版数字阅读平台和最大的文学 IP 输出平台。旗下囊括 QQ 阅读、起点中文网、创世中文网等业界领先品牌。	旗下主要移动阅读平台为“掌阅”APP，掌阅 iReader 是公司的主打硬件产品。	以提供有声阅读为主，以文字阅读、动漫画等其他服务为辅的移动阅读平台。公司先后组建近 100 个网络阅读平台（超阅小说话匣子听书等），通过微信公众号、小程序等自媒体渠道导流。	旗下主要平台有“17K 小说网”、“四月天小说网”、“汤圆创作”；“书香中国”、“慧读”。
内容数量	截至 2018H1，拥有 730 万位作家，作品总数达到 1,070 万部，其中包括自有平台的 1,020 万部原创文学作品、来自第三方在线平台的 34 万部作品以及 17 万部电子书。2018H1，平台新增字数达到了 217 亿。	截至 2017 年 3 月 31 日，公司拥有数字内容 51.3 万册。	截至 2018H1 报告期末，拥有各类优质文字阅读产品 3 万余本（环比增加 9 千本），签约作者原创作品 2.1 万余本（环比增加 4 千本），引入有声作品近 6300 部，时长近 4 万小时，自制精彩有声内容近 6500 余小时。	2018H1 报告期内，拥有数字内容资源超 400 万种，与 600 余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位，同时公司拥有超 370 万的网络原创驻站作者。
用户数	截至 2018H1，拥有月活 2.135 亿（自有平台 1.063 亿、腾讯渠道 1.072 亿），触达 6 亿用户。	截至 2018H1 报告期末，掌阅月活跃用户数量约 1.1 亿人以上，累计注册用户数量超过 6 亿。	截至 2018H1 报告期末，公司旗下已经拥有超过 4500 万的微信粉丝矩阵。	截至 2018H1，自有渠道覆盖用户超 8 千万，间接覆盖用户数以亿计。其中公司核心的原创内容生产平台“17K 小说网”，拥有注册用户数超 5 千万。汤圆创作累计用户数量近 2 千万。
财务情况对比	2017 年和 18H1 总收入分别达人民币 40.95 亿元和 22.83 亿元； 毛利率分别为 50.68% 和 52.41%； 归母净利润分别为 5.56 亿元和 5.06 亿元。 2017 年和 18H1 在线阅读收入分别为 34.21 亿元和 18.51 亿元	2017 年和 18H1，总收入为人民币 16.67 亿元和 9.37 亿元； 毛利率分别为 29.8% 和 29.3%； 归母净利润为 1.24 亿元和 7,800 万元。 2017 年数字阅读收入为 15.68 亿元。	2017 年和 18H1，总收入分别为人民币 9.1 亿元和 4.66 亿元； 毛利率分别为 24.8% 和 46.9%； 归母净利润为 9,700 万元和 1.1 亿元。 2017 年移动阅读收入为 8.19 亿元。	2017 年和 18H1，公司总收入分别为人民币 7.17 亿元和 4.24 亿元； 毛利率分别为 49.8% 和 48.9%； 归母净利润分别为 4,563 万元和 5,200 万元。 2017 年数字阅读收入为 3.47 亿元。

数据来源：公司财报整理，广发证券发展研究中心

表29: 网文平台公司对比 (续)

公司	阅文集团	掌阅科技	平治信息	中文在线
平台盈利模式	在线阅读、版权运营、纸质图书、其他业务(游戏、广告)	数字阅读服务、增值服务(版权产品、硬件产品、流量增值(游戏、广告))	移动阅读、资讯服务、其它增值电信业务(音乐, 视频, 游戏, 动漫)	数字阅读产品、数字出版运营、数字内容增值服务(即版权衍生服务)



数据来源: 公司财报整理, 广发证券发展研究中心

1) 内容

阅文集团: 阅文旗下拥有起点中文网、创世中文网、云起书院、红袖添香、潇湘书院、起点女生网、小说阅读网、言情小说吧和元气阅读**九大文学原创网站**。截至2018H1, 平台上有730万位作家, 作品总数达到1,070万部, 其中包括自有平台的1,020万部原创文学作品、来自第三方在线平台的34万部作品以及17万部电子书。2018H1, 平台新增字数达到了217亿。

截至2017年底, 公司拥有690万位作家, 1,010万部作品, 包括970万部原创作品+28万部第三方平台作品+14万部电子书, 涵盖200多种体裁。

掌阅科技: 掌阅科技旗下主要的移动阅读平台为“**掌阅**”APP。截至2017年底, 掌阅拥有数字内容五十余万册。在18H1报告期内, 掌阅引入包括《百年孤独》、《三毛典藏全集》、《刘心武爷爷讲红楼梦》等精品内容在内的首发版权, 独家引入人民文学权威版本新课标系列图书, 包括《小王子》、《林海雪原》等精品内容; 2018上半年, 公司成立了掌阅漫画, 进一步丰富了“掌阅文学”的内容品牌。在18H1报告期内, 掌阅举办了第二届掌阅文学创作大赛, 签约了多位优秀作家, 在保证版权内容数量的同时, 不断吸引优质作者, 努力提高内容质量, 构建读者、作者、平台的良性循环。2017年掌阅加大了版权购买力度, 用于版权购买的金额达到了3.94亿元人民币, 相较于2016年增加了37.59%。

平治信息: 在业内率先采用了多团队并行的模式, 俗称“**百足模式**”。通过不断吸收业内精英人才, 短期内孵化了一大批原创阅读内容生产平台。截止18H1报告期末, 已先后组建了超阅小说、盒子小说、知阅小说、麦子阅读、如玉小说、掌读小说、夏至小说、灵书阅读、柚子文学、花生阅读、梦想家中文网、巨星阅读、奇文小说、365好书、七果小说、樱桃阅读、星芒阅读等在内的**近100个原创阅读站**, 相较于2017年底环比新增30家原创阅读网站, 全平台累计点击量过亿IP近三十部。

2018年上半年, 平治信息新增签约机构近50家, 合作机构包括: 塔读文学、中文在线、掌阅科技、3G书城、天翼阅读、咪咕阅读、落尘文学、广东畅读、蜜阅小说、阅庭文化等, 引入了一大批优秀的数字阅读内容。2018年上半年新增原创作品近4000部, 新增签约作者3000余人, 新增的优秀作品如《第一宠婚: 总裁的心肝宝贝》、《我把爱情还给你》、《春风不及你深情》、《以我深情, 与你白首》等吸引了全网大量用户关注。截至2018H1报告期末, 平治信息已拥有各类优质文字阅读产品3万余本(环比增加9千本), 签约作者原创作品2.1万余本(环比增加4千本), 引入有声作品近6300部, 时长近4万小时, 自制精彩有声内容近6500余小时。

截至2017年底, 公司拥有各类优质文字阅读产品2.1万余本, 签约作者原创作品1.7万余本, 引入有声作品近6千部, 时长3万5千多小时, 自制精彩有声内容近6千余小时。2017年度新增签约作者5千余人, 新增原创作品近9千部。

中文在线: 中文在线实行“**文化+**”、“**教育+**”双翼飞翔发展战略。文化行业主要平台有“17K小说网”、“四月天小说网”和“汤圆创作”; 教育行业主要的阅读平台有“书香中

国”和“慧读”。2018H1报告期内，拥有数字内容资源超400万种，与600余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者2,000余位，同时公司拥有超370万的网络原创驻站作者。2017年度，新增签约出版机构67家，新增签约重点作家31位，新签约优秀出版作品2,000余部。在传统出版作品方面，2018H1报告期内，新增签约青年女作家蒋方舟、著名评书表演艺术家田占义、著名心理学家武志红等；新签约优秀出版作品《环太平洋前传》、《环太平洋 1、2》、《历史的天空》等，其中《历史的天空》获得第六届茅盾文学奖。此外，公司旗下子公司鸿达以太拥有27万集部、7.7万小时的有声读物资源和优质原创小说资源。

2017年报告期内，拥有数字内容资源超400万种，与600余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者2,000余位，同时公司拥有超370万的网络原创驻站作者。2017年度，新增签约出版机构67家，新增签约重点作家31位，新签约优秀出版作品2,000余部。

2) 用户及渠道

阅文集团：阅文集团获取用户渠道主要包括自有渠道、腾讯渠道、第三方渠道，自有渠道+腾讯渠道是主要用户来源，通过拓展第三方渠道触达更广泛用户。

自有平台：旗下拥有9大主要平台，定位差异化，拓展预装市场扩大用户来源。其中QQ阅读综合了各产品的优质内容，其余产品分别专注于特定文学体裁且具有不同的读者及作家。

腾讯渠道：公司是微信读书、手机QQ、QQ浏览器、腾讯新闻的独家内容提供商。

第三方分销渠道：包括百度、搜狗、京东商城、小米多看、快猫等渠道。

截至18H1，公司自有平台及腾讯渠道平均月活用户同比增长11.3%至2.135亿，其中自有平台产品平均月活用户同比增长20.4%至1.063亿，腾讯渠道平均月活用户同比增长3.6%至1.072亿。

表30: 阅文相关经营数据

	2015	2016	2017	2017H1	2017H2	2018H1
MAU (百万人)	117.1	169.9	192	192	191	214
月均付费用户 (百万人)	3.8	8.3	11.1	11.5	10.7	10.7
付费比率	3.2%	4.9%	5.8%	6.0%	5.6%	5.0%
付费用户的月 ARPU 值 (元/人)	17.1	17.4	22.3	20.5	24.0	24.4

数据来源：公司财报整理，广发证券发展研究中心

掌阅：掌阅推广营销主要包括渠道推广模式和品牌广告模式。渠道推广采购分为收入分成模式（即CPS计费）和按用户计费模式（即CPA、CPD计费）；品牌广告采购主要包括公司在电视、户外、互联网等媒体进行广告展示，以及组织各类品牌宣传活动，以树立、推广公司品牌。用户最主要的获取渠道为手机硬件终端厂商的硬件预装，并根据用户在应用内的消费情况进行收入分成（即CPS计费）。自2015年8月以来，公司采取优先占领市场的经营策略，将OPPO手机、VIVO手机的渠

道分成比例由 50% 上升至 60%。截至 2018H1 报告期末，掌阅月均活跃用户数量约 1.1 亿人以上，较 2017 年 1.04 亿提升了 600 万人次。

表 31：掌阅相关经营数据

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	2017Q1
MAU (百万人)	42	71	94	104	103	110	103
期间充值用户人数 (百万人)	13	14	24		16		16
期间人均消费金额 (元/人)	32.2	45.1	50.3				24.61
日均阅读时长 (分钟/人)	20.0	25.2	35.2				37.9

数据来源：公司财报整理，广发证券发展研究中心

平治信息：拥有广泛的内容分发渠道，包括超阅、麦子等近 100 个自有运营平台、微信、微博等自营新媒体账号以及电信运营商阅读平台、终端厂商阅读平台、大门户阅读频道、阅读 APP、阅读 WAP 站等。同时，自 2017 年下半年开始开展 CPS 模式，吸引了大量的自媒体和内容供应方入驻公司旗下小说代理分销平台，极大地扩大了文学内容的覆盖范围，同时将优秀的内容以更快的速度传递市场。平治信息平台在微信端具有一定的先发优势，其在微信端的影响力与掌阅、起点中文网等数字阅读领先者相当甚至有所超越。截至 2018H1 报告期末，旗下已经拥有超过 4,500 万的微信粉丝矩阵。

中文在线：主要渠道包括自有渠道和合作渠道，自有渠道覆盖用户超 8,000 万；合作渠道包括三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商，以及其他多种阅读平台。

3) 财务情况对比

整体来看，数字阅读行业在过去 3 年经历了高速增长，阅文集团牢牢占据行业龙头位置，与其它企业拉开了较大差距。2017 年，阅文集团的营业收入是其他同行业公司 2-6 倍，其中是掌阅科技的 2.5 倍。2018H1 行业内大部分公司同比增速有所放缓。

表 32：网文平台收入及同比增长对比

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
阅文集团		466	1,607	2,557	4,095	2,283
同比增长			244.6%	59.1%	60.2%	18.5%
掌阅科技	227	420	640	1,198	1,667	937
同比增长		84.8%	52.4%	87.2%	39.2%	23.3%
平治信息	100	124	168	469	910	466
同比增长	33.7%	23.8%	35.4%	178.8%	94.0%	11.2%
中文在线	220	270	390	602	717	424
同比增长	19.8%	22.4%	44.7%	54.1%	19.2%	42.7%

数据来源：公司财报整理，广发证券发展研究中心

自2014年起，阅文集团毛利率保持稳定扩张态势，并且在2017年及2018H1保持在同业较高水平，2017年阅文集团毛利率为50.7%，2018H1进一步增长至52.4%。掌阅科技和平治信息毛利率自2013年起，呈逐年下降趋势；分别从2013年51.5%和50.5%降低至2017年29.8%和24.8%，2018H1平治信息回升至46.9%。中文在线的毛利率一直保持在较为稳定的水平。2017年掌阅科技收入增长了39.2%，营业成本增长了45.7%。数字阅读收入占掌阅科技总收入的94%，2017年数字阅读收入增长了39.3%，成本增加了45%；其中渠道成本（分别占总成本和数字阅读成本的52.54%和56.2%）上升了52.6%，是2017年掌阅科技毛利率下降的主要原因。

表33：网文平台毛利率对比

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
阅文集团	43.4%	36.1%	40.8%	41.3%	50.7%	52.4%
掌阅科技	51.5%	50.2%	48.5%	32.9%	29.8%	29.3%
平治信息	50.5%	42.3%	38.8%	23.1%	24.8%	46.9%
中文在线	49.8%	46.3%	47.2%	48.3%	49.8%	48.9%

数据来源：公司财报整理，广发证券发展研究中心

2016年和2017年，各公司归母净利润均实现较高增长。2017年和2018H1，阅文集团归母净利润分别增长1416%和138.6%达到5.56亿和5.06亿元；2017年归母净利润为其他同行业公司的4.5~7.1倍，2018H1差距进一步拉大到了4.6~9.7倍。平治信息和中文在线都在2017年和2018H1保持较为高速的增长；掌阅科技在2017年，特别是2018H1，增速有所放缓。

表34：网文平台归属于母公司净利润对比

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
阅文集团		(21)	(348)	37	556	506
					1416.0%	138.6%
掌阅科技	52	57	30	77	124	78
		10.0%	-48.5%	161.1%	60.2%	0.11%
平治信息	23	20	26	48	97	110
	31%	-10.6%	26.8%	87.9%	100.4%	118.71%
中文在线	45	46	31	35	78	52
	-17.50%	2.9%	-32.3%	12.1%	121.2%	140.80%

数据来源：公司财报整理，广发证券发展研究中心

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

网文IP是国内泛娱乐产业重要源头，阅文凭借在网文领域的领导地位，逐步挖掘并放大中国网文的价值，致力于打造中国“漫威”。1、公司付费阅读业务经过过去几年快速增长，成为稳定的现金流业务，实现付费用户约1,100万，付费率约5.0%，预计未来靠付费用户数和ARPPU值提升、渠道价值挖掘驱动付费业务增长。2、IP运营业务刚开始发力，是未来增长点。公司延伸产业链，从每年授权百余部IP作品，逐步发力内容投资和制作，参投《黄金瞳》《庆余年》等多部头部剧，收购新丽大幅提升内容制作能力、提升产能，与腾讯生态（腾讯影业、社交、视频等）形成用户和渠道的强协同效应。公司每年授权百余部网文作品，账上资金充裕，随着内容产能提升，有能力参与甚至主投主控更多影视剧、电影、动漫等项目。

综合分析公司未来增长驱动因素，不考虑新丽并表，预测公司2018~2020年收入分别为人民币47.94亿元（+17.1%）、59.26亿元（+23.6%）、71.20亿元（+20.2%），毛利率分别为52.1%、52.9%、53.3%，归母净利润分别为人民币8.12亿元（+46.1%）、11.33亿元（+39.5%）、14.97亿元（+32.1%），EPS分别为人民币0.90元、1.25元、1.65元。

公司未来增长驱动因素：

1、在线阅读：未来增长主要来自渠道拓展及深化运营带来的月活用户数、付费率、付费用户ARPU值提升，预测2018~2020年收入增速分别为12.9%、21.8%、19.1%。其中，自有渠道收入增速分别为10.1%、21.0%、17.8%，公司从2017年切入预装市场，目前是公司重要增量市场。

月活用户：根据中国音像与数字出版协会数据，网络文学用户规模约4亿（2018.6），阅文18H1月均活跃用户为2.14亿，手机预装、腾讯视频、微信读书等渠道为阅文重要新增用户来源，预测2018~2020年月活用户增速分别为14.0%、7.7%、4.3%。

付费率：预测2018~2020年分别为5.1%、5.6%、6.2%，2018年付费率下降主要是新增活跃用户需要一定时间转化为付费用户。未来增长驱动因素：**1**、部分新增月活用户转化为付费用户；**2**、自有平台和腾讯渠道各拥有1亿余用户，产生的收入比例约为2:1，腾讯渠道用户价值仍有挖掘空间，腾讯视频及微信读书渠道刚开始发力，有较大潜力；**3**、从行业对比看，在线视频、在线游戏及在线音乐等类似行业的付费率分别为12%~15%、13.6%及4.0%（数据来自Frost & Sullivan、爱奇艺财报），阅文18H1付费率为5.0%，相比仍有差距。

ARPU值：2015~2017年呈提升态势，2017年ARPU值266元相当于1年看2~3本网文书，预测2018~2020年增速为9.9%、1.8%、1.4%。目前付费用户主要为按章节付费用户，网络文学平均每本书的字数约200~300万字，按千字5分钱计算，平均每本书价格约100~150元。另外，网文书较出版书要便宜很多，以《盗墓笔记》为例，网文书共144万字，按千字5分钱计算，全套书价格约72.1元，出版书共9本145万字，定价295.2元，折合计算约千字20.4分钱；再参考《鬼吹灯》，出版书约200万字，定价248.4元，折算后约千字12.4分钱。

2、版权运营：从以IP授权为主+少量参投，到逐渐提升项目投资比例，到未来主投

主控重点项目，投资比例和投资制作数量均提升；从内容角度，主要以电视剧投资为主，辅以电影参投，兼具稳健+弹性的成长特点。从公司储备项目、行业可比公司等角度分析，预测2018~2020年版权运营业务收入增速分别为70.8%、43.6%、30.8%。

(1) 储备项目：参与项目数量和投资比重均提升

目前阅文每年授权改编作品达100余部，18H1授权60余部IP，同比多授权20余部作品；18H2预计有3~5部投资影视剧开播，有望确认收入，2018年投资剧目首播数量较2017年增多，已播出《武动乾坤》（已于2018年8月7日开播）、《斗破苍穹》（已于2018年9月3日开播），3部暂未定档《你和我的倾城时光》（有望于18Q4开播）、《黄金瞳》（有望于12月播出）、《将夜》。后续储备重点项目：《庆余年》（5年3季，首季已杀青），另有8个项目正在筹备，涵盖浪漫喜剧、悬疑、冒险、军事等不同题材。

动画储备：公司之前联合制作动画均推出新一季作品，包括《斗破苍穹-第二季》、《全职高手-特别篇》、《CMFU学院-第二季》和《国民老公带回家-第三季》，产品线中还有10个动画项目正在开发中。

阅文有能力参与更多影视剧的投资。近几年我国电视剧年产量（获发行许可证）约在400部左右，阅文每年授权改编的文学作品达100余部，能接触到的优质项目足够丰富；阅文拥有充裕资金做影视项目投资，截至18H1账上现金85亿元人民币，扣除收购新丽预计将支付51亿元现金，账上现金仍充裕。

表35：阅文参投/授权改编的部分重点剧目

原作品名/剧名	播出时间	播出平台	主要制作方	备注
《择天记》	2017年			联合出品
《国民老公》	2018.01	腾讯视频	企鹅影视、领誉传媒、开泰时代、阅文集团等	参投
《萌妻食神》	2018.04	腾讯视频	企鹅影视、兴格传媒	阅文授权 IP
《扶摇皇后》	2018.06	浙江卫视、腾讯视频	柠萌影业、企鹅影视	阅文独家版权
《武动乾坤》	2018.08	东方卫视、优酷	深蓝影业、优酷视频、世纪伙伴、悦凯影视、阅文集团	参投
《凰权》 (《天盛长歌》)	2018.08	湖南卫视; 艺、芒果TV	华策、东申影业、好麦文化、中文在线、新影联文化	阅文授权 IP
《夜天子》	2018.08	腾讯视频	东仑传媒	阅文授权 IP
《斗破苍穹》	2018.09	湖南卫视、腾讯视频	阅文、腾讯、万达	参投
《你和我的倾城时光》	预计 18Q4		光彩影业、御嘉影视、杭州巨鲸、愚恒影业、阅文集团等	参投
《黄金瞳》	预计 18Q4		阅文集团、腾讯影业等	参投
《将夜》	预计 18Q4		阅文集团、金色传媒、猫片、天神娱乐、企鹅影视、腾讯影业	参投
《庆余年》	预计 2019年	8月10日首季杀青	阅文集团、腾讯影业、新丽传媒、深蓝影业等	参投

数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

(2) 业内内容公司财务情况及产能

IP运营是阅文未来战略重点和业务增长点，阅文已陆续投资多部影视剧，而收购新丽意在提升内容板块，我们梳理了行业内多家优秀电视剧或电影制作公司的财务表现、内容产能，以此视角看内容行业公司表现。

财务方面，头部影视剧公司中，华策影视2017年收入和归母净利润分别为人民币52.5亿元和6.3亿元，慈文、欢瑞2017年收入在15~17亿元之间，归母净利润在4亿元出头；头部电影公司中，光线2017年收入和归母净利润分别为人民币18.4亿元和8.15亿元。

制作能力方面，华策影视2017年全网剧首播15部654集，头部剧包括《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《孤芳不自赏》等；慈文传媒2017年首播7部311集电视剧，包括《楚乔传》、《特勤精英》等；光线传媒2017年共上映13部电影，包括《大闹天竺》《嫌疑人X的献身》《春娇救志明》等。

表36: 优秀内容制作公司财务情况及内容产能

公司	总市值 (亿元)	2017年收 入(百万元)	2017年归母净 利润(百万元)	产能	代表作
光线传媒	221	1,843	815	2017年共上映13部电影	《大闹天竺》《嫌疑人X的献身》等
华策影视	168	5,246	634	2017年全网剧首播15部654集	《楚乔传》、《三生三世十里桃花》等
慈文传媒	57	1,666	408	2017年首播7部311集电视剧	《楚乔传》、《特勤精英》等
欢瑞世纪	43	1,567	422	2017年有3部剧取得发行许可证	《天下长安》《天乩之白蛇传说》等
唐德影视	35	1,180	193		
新丽传媒			377	2016年有3部136集剧获得发行许可证	《我的前半生》、《如懿传》等

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心 备注：市值截至2018年9月28日。

(3) 收购新丽与阅文形成互补，提升阅文内容板块能力、提升产能

新丽是国内一线电视剧和电影制作公司，签约国内优秀编剧、导演及制片人，保证内容高品质和高产出。阅文收购新丽，使阅文内容板块向前跨出一大步，从投资到主投主控，同时借助阅文充裕的头部IP供应和资金支持，有望快速提升新丽的内容产能。

新丽旗下制作的影视剧和电影大部分是作为执行制片方。近几年制作的影视剧包括《如懿传》、《斗破苍穹》、《我的前半生》、《虎妈猫爸》、《白鹿原》、《风筝》、《女医明妃传》及《余罪》等，储备的剧目还包括《庆余年》等。同时新丽拥有丰富电影制作经验：2015~2017年参与9部电影，包括《妖猫传》、《悟空传》、《情圣》、《羞羞的铁拳》及《夏洛特烦恼》等，2018年联合出品的《西虹市首富》获票房25.46亿元。

阅文与新丽已有项目展开深度合作：《庆余年》电视剧改编自阅文旗下网文作品，由阅文集团联合腾讯影业、新丽传媒、深蓝影业等联合打造，采取季播模式，分5

年3季播出。

表37: 新丽储备的影视剧及进展

项目	进展情况	播出平台	主创	集数	题材
爱情进化论	2018年8月2日首播	东方卫视、浙江卫视首播; 腾讯视频、爱奇艺	宝卿编剧, 安竹间、董富来执导, 张若昀、张天爱等主演	40	当代都市
如懿传	2018年8月20日首播	腾讯视频	汪俊执导, 流潋紫担任编剧, 周迅、霍建华领衔主演	87	古代其它
斗破苍穹	2018年9月3日首播	湖南卫视; 腾讯视频	于荣光执导, 张挺编剧, 吴磊、林允领衔主演	45	古代其它
欲望之城	2018年4月30日杀青	爱奇艺	刘进执导, 李学政总监制, 吴秀波、Angelababy 领衔主演	45	都市伦理情感剧
雪中悍刀行 I	2018年上半年开机	湖南卫视	郑晓龙导演, 主演李光洁	50	古代武打
斗罗大陆 I	2017年12月开拍		导演杨振宇, 编剧王倦	40	古装玄幻
庆余年 I	2018年8月杀青	腾讯视频	孙皓执导, 王倦改编, 张若昀、李沁、陈道明、吴刚、辛芷蕾、宋轶等主演	52	古代宫廷
哑舍	2018年上半年开机			30	青春
天龙八部	2018年12月开机		于荣光执导, 杨祐宁、白澍等主演	60	武侠
我真是大明星 I					职场科幻
余罪 3、4		爱奇艺	导演刘进, 主演张一山、吴优、常戎	30	犯罪
恋人之街	2018年5月开机			45	当代都市
血色浪漫				42	现代都市
赘婿			腾讯影业、阅文集团与新丽传媒合作		

数据来源: 新丽招股书, 新丽官方, 广发证券发展研究中心 注: 表中剧目储备主要来自招股书(数据截至2017年6月), 并进行更新

表38: 新丽储备的影视剧及进展

电影项目	进展情况
搜神记	
情圣 2	预计 2019 年初一上映
素人特工	2018 年 12 月 21 日上映
一吻定情	预计 2019 年 2 月 14 日
余罪	
雪中悍刀行 I	
将夜 I	
精忠岳飞	
诛仙	预计 2018 年开拍

数据来源: 新丽招股书, 新丽官方, 广发证券发展研究中心

(4) 与腾讯订 3 年合计逾 60 亿 (上限) 合作协议

IP 运营方面，阅文 (含新丽) 与腾讯订立 3 项合作协议，腾讯 2018~2020 年 3 年合计支付给阅文逾 60 亿元(上限)：1、发行合作协议，腾讯向阅文支付的影视内容 (电视剧、网络剧、电影及动画片) 播映授权许可费 3 年上限分别为 14 亿元、21 亿元、23 亿元，由于阅文正拓展电视剧、电影及网络剧制作业务，阅文与腾讯之间的发行合作预期将加强，而腾讯应付阅文的许可费预期未来将迅速增加；2、版权采购协议，阅文将向腾讯购买版权 (包括改编权)；3、委托拍摄制作协议，阅文已同意为腾讯制作影音作品。

表39: 阅文 (含新丽) 与腾讯订立3年逾60亿元合作协议

(百万元人民币)	2018E	2019E	2020E
发行合作协议:			
腾讯向阅文支付的授权许可费 (注 1)	1,400	2,100	2,300
版权采购协议:			
阅文向腾讯支付的授权许可费 (注 2)	50	50	50
委托拍摄制作协议:			
腾讯向阅文支付的代价 (注 3)	0	100	150

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表40: 分业务预测简表

营业收入(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线阅读	1,974	3,421	3,864	4,706	5,605
自有平台+自营渠道	1,724	2,955	3,255	3,939	4,641
第三方平台	250	465	609	768	963
版权运营	247	366	625	898	1,174
销售纸质图书	224	201	200	212	226
其他产品	111	107	105	110	115
合计	2,557	4,095	4,794	5,926	7,120
收入增速	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线阅读	103.3%	73.3%	12.9%	21.8%	19.1%
自有平台+自营渠道	118.6%	71.4%	10.1%	21.0%	17.8%
第三方平台	37.2%	86.0%	31.0%	26.0%	25.5%
版权运营	52.0%	47.9%	70.8%	43.6%	30.8%
销售纸质图书	-2.0%	-10.3%	-0.5%	6.0%	6.6%
其他产品	-54.4%	-3.9%	-1.9%	4.8%	4.5%
合计	59.1%	60.2%	17.1%	23.6%	20.2%
收入占比	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线阅读	77.2%	83.5%	80.6%	79.4%	78.7%
自有平台+自营渠道	67.4%	72.2%	67.9%	66.5%	65.2%
第三方平台	9.8%	11.4%	12.7%	13.0%	13.5%
版权运营	9.7%	8.9%	13.0%	15.1%	16.5%
销售纸质图书	8.8%	4.9%	4.2%	3.6%	3.2%
其他产品	4.4%	2.6%	2.2%	1.9%	1.6%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
营业成本/总收入	2016	2017	2018E	2019E	2020E
内容成本	32.8%	31.3%	32.8%	32.6%	32.4%
在线阅读分销成本	6.0%	5.8%	4.6%	4.2%	4.0%
无形资产摊销	5.0%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
确认为开支的实物存货成本	5.9%	3.5%	3.0%	2.8%	2.7%
其他成本	5.9%	6.0%	5.0%	5.1%	5.2%
合计	58.7%	49.3%	47.9%	47.1%	46.7%
毛利率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	41.3%	50.7%	52.1%	52.9%	53.3%
GAAPEPS	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
NonGAAPEPS	0.09	0.80	0.94	1.29	1.68

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表41: 利润表预测简表

(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,557	4,095	4,794	5,926	7,120
营业成本	1,502	2,020	2,296	2,791	3,325
其他收益净额	134	111	170	100	100
销售费用	734	965	1,151	1,156	1,282
管理费用	421	710	738	853	968
除税前溢利	38	646	982	1,371	1,789
归属母公司净利润	37	556	812	1,133	1,497
Non-GAAP 归母净利润	85	722	855	1,168	1,522
EPS(元/股)	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
Non-GAAP EPS(元/股)	0.09	0.80	0.94	1.29	1.68
主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	41.3%	50.7%	52.1%	52.9%	53.3%
销售费用率	28.7%	23.6%	24.0%	19.5%	18.0%
管理费用率	16.5%	17.3%	15.4%	14.4%	13.6%
税前利润率	1.5%	15.8%	20.5%	23.1%	25.1%
所得税率	20.8%	12.9%	16.9%	16.5%	15.5%
归属母公司净利率	1.4%	13.6%	16.9%	19.1%	21.0%
NonGAAP 净利率	3.3%	17.6%	17.8%	19.7%	21.4%
YoY	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	59.1%	60.2%	17.1%	23.6%	20.2%
归属母公司净利润		1416.0%	46.1%	39.5%	32.1%
Non-GAAP 归母净利润		746.7%	18.5%	36.6%	30.3%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2、估值

不考虑收购新丽, 预计2018~2020年归母净利润分别为人民币8.12亿元、11.33亿元、14.97亿元, 2018~2020年EPS分别为人民币0.90元、1.25元、1.65元, 当前股价对应2018~2020年PE分别为44倍、32倍和24倍。预计2018~2020年NonGAAP净利润分别为人民币8.55亿元、11.68亿元、15.22亿元。NonGAAP EPS分别为人民币0.94元、1.29元、1.68元, 当前股价对应2018~2020年PE分别为42倍、31倍和24倍。

假设收购新丽于18Q4完成并于19Q1开始并表, 考虑股本摊薄, 2019~2020年阅文备考净利润为18.33亿元和23.97亿元, 当前股价对应备考PE分别为23倍和18倍。

阅文付费阅读仍有增长空间, IP运营开始发力, 内容投资和制作“阅文+新丽”两条腿走路, 是未来增长点。18H2将有3~5部投资影视剧开播并有望确认收入, 另储备8个投资项目, 拥有充裕资金做影视项目投资。阅文作为网文龙头且业绩稳健增长, 享有高于行业的估值溢价, 同时考虑到目前披露的关于新丽的信息较少, 尚不能确定是否有充足项目支撑承诺业绩, 首次给予“谨慎增持”评级。

表42: 收购新丽完成后, 阅文备考业绩及备考PE

(百万元人民币; 百万股)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收购前阅文净利润	37	556	812	1,133	1,497
新丽承诺业绩			500	700	900
阅文+新丽备考净利润			1,312	1,833	2,397
收购完成后总股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
收购完成后市值	41,950	41,950	41,950	41,950	41,950
收购后备考 PE				23	18

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表43: 可比网文平台公司和泛娱乐公司估值对比

公司	交易币种	收盘价	总股本 (百万股)	总市值 (亿元 RMB)	EPS (元 RMB)			PE (倍)		
					2017	2018E	2019E	17PE	18PE	19PE
腾讯控股	HKD	299.0	9,521	25,052	7.51	8.61	10.52	35	31	25
掌阅科技	CNY	21.2	401	85	0.31	0.42	0.54	69	50	39
平治信息	CNY	53.6	120	65	0.81	1.79	2.41	66	30	22
万达电影	CNY	34.6	1,761	609	0.86	1.01	1.30	40	34	27
中国电影	CNY	12.4	1,867	232	0.52	0.60	0.69	24	21	18
上海电影	CNY	13.3	374	50	0.69	0.62	0.72	19	21	18
光线传媒	CNY	7.2	2,934	212	0.28	0.90	0.39	26		19
华策影视	CNY	9.5	1,774	168	0.36	0.44	0.55	26	22	17
IMAX	HKD	19.0	359	60	0.80	1.05	1.23	21	16	14
行业平均值								36	28	22

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 1、2018年行业PE均值剔除光线, 主要因为光线2018年归母净利润包含大量投资收益;

2、腾讯EPS来自广发证券盈利预测; 3、股价为截至2018年10月8日最新收盘价。

七、风险提示

- 1、短视频、网络视频、游戏等娱乐应用分流用户和用户时长，导致用户流失，或阅读网络文学时长下降。
- 2、移动互联网行业趋于成熟，新用户获取成本不断提升，以及新获取用户付费转化率可能逐渐下降风险。
- 3、腾讯渠道用户价值挖掘存在不确定性，微信读书付费用户增长低于预期。
- 4、文字盗版成本较低，盗版导致付费意愿下降风险。
- 5、优质内容具有稀缺性，各大公司对头部内容的竞争，造成作家版权分成比例提升，内容成本不断提升。
- 6、影视行业政策监管趋严，可能影响重点剧目的发行许可证获取，或播出时间延后，从而影响公司投资的重点剧目的收入确认，导致IP运营业务增长低于预期。
- 7、近几年版权价格处于上升态势，未来版权价格走势具有不确定性，可能影响公司IP授权业务。
- 8、新丽制作的重点剧目获取发行许可证时间或播出时间具有不确定性，导致业绩波动，业绩不达预期可能导致商誉减值风险。

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,115	9,434	10,631	12,022	13,743
货币资金	405	8,156	9,050	10,400	11,786
应收及预付	1,172	1,056	1,074	1,289	1,548
存货	138	222	276	363	466
其他流动资产	400	0	238	10	12
非流动资产	5,016	5,703	5,765	5,855	6,033
长期股权投资	234	609	762	914	1,097
固定资产	45	36	34	32	31
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	4,682	4,501	4,248	4,007	3,777
其他长期资产	56	557	721	902	1,128
资产总计	7,132	15,137	16,395	17,878	19,776
流动负债	1,658	1,764	2,165	2,515	3,040
短期借款	542	0	100	100	100
应付及预收	420	657	758	893	1,097
其他流动负债	697	1,107	1,311	1,539	1,869
非流动负债	265	710	799	906	1,023
长期借款	0	475	575	675	775
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	265	235	224	231	248
负债合计	1,923	2,475	2,964	3,421	4,063
股本	0	1	1	1	1
资本公积	5,522	12,453	12,453	12,453	12,453
留存收益	(356)	168	894	1,919	3,267
归属母公司股东权益	5,166	12,621	13,347	14,373	15,720
少数股东权益	42	42	51	57	72
负债和股东权益	7,132	15,137	16,395	17,878	19,776

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,557	4,095	4,794	5,926	7,120
营业成本	1,502	2,020	2,296	2,791	3,325
销售费用	734	965	1,151	1,156	1,282
管理费用	421	710	738	853	968
其他收益	134	111	170	100	100
财务费用	23	(69)	(104)	(35)	(24)
利润总额	38	646	982	1,371	1,789
所得税	8	83	166	226	277
净利润	30	563	816	1,145	1,512
少数股东损益	(6)	7	4	11	15
归属母公司净利润	37	556	812	1,133	1,497
EBITDA	106	576	841	1,345	1,752
EPS (元)	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
NonGAAP 净利润	85	722	855	1,168	1,522
NonGAAP EPS(元)	0.09	0.80	0.94	1.29	1.68

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	186	886	697	1,382	1,560
净利润	37	556	807	1,139	1,497
折旧摊销	207	176	232	219	207
营运资金变动	115	411	(4)	298	176
其它	(172)	(258)	(377)	(279)	(217)
投资活动现金流	(464)	(433)	(291)	(306)	(380)
资本支出	(133)	(133)	23	24	25
投资变动	(331)	(300)	(313)	(330)	(405)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	360	6,725	487	275	206
银行借款	(470)	(393)	200	100	100
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	769	6,931	0	0	0
其他	61	188	287	175	106
现金净增加额	82	7,178	894	1,351	1,386
期初现金余额	341	405	8,156	9,050	10,400
期末现金余额	405	8,156	9,050	10,400	11,786

主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	59%	60%	17%	24%	20%
营业利润增长	-111%	1433%	52%	57%	34%
归属母公司净利润增长	-111%	1416%	45%	41%	31%
获利能力(%)					
毛利率	41%	51%	52%	53%	53%
净利率	1%	14%	17%	19%	21%
ROE	1%	4%	6%	8%	10%
ROIC	1%	3%	4%	6%	8%
偿债能力					
资产负债率(%)	27.0%	16.3%	18.1%	19.3%	20.6%
净负债比率	7.6%	3.1%	4.1%	4.3%	4.4%
流动比率	1.3	5.3	4.9	4.7	4.5
速动比率	1.2	5.2	4.8	4.6	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	7.0	6.3	5.7	5.9	5.9
存货周转率	1.0	2.0	0.0	1.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益	0.04	0.61	0.90	1.25	1.65
每股经营现金流	0.20	0.98	0.73	1.57	1.84
每股净资产	5.70	13.92	14.73	15.86	17.34
估值比率					
P/E	977.6	64.5	44.1	31.6	24.0
P/B	6.9	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	460.6	85.0	58.3	36.4	28.0

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究(团队)第六名，2017年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 惠毓伦：海外电子行业首席分析师，34年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，15年证券研究所从业经历。2017年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 廖 凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩 玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩休闲行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名(团队)、第4名(团队)、第2名(团队)。
- 邓崇静：高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王 雯：分析师，美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘 峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究(团队)第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究(团队)第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。