

0772.HK 阅文集团

港股通（沪）

审慎增持（首次）

## 网络文学龙头，IP 变现大有可为

2018 年 12 月 29 日

## 市场数据

日期	2018-12-28
收盘价(港元)	35.30
总股本(百万股)	1023
流通股本(百万股)	1023
总市值(亿港元)	361
流通市值(亿港元)	361
净资产(百万元)	15213
总资产(百万元)	21308
每股净资产(元)	14.77

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4095	4660	8869	10785
同比增长	60.2%	13.8%	90.3%	21.6%
归母净利润(百万元)	556	746	1434	1661
同比增长	1711.0%	33.7%	92.6%	15.9%
营业利润率	12%	15%	20%	20%
净利润率	14%	16%	16%	15%
净资产收益率	4%	5%	9%	9%
每股收益(元)	0.61	0.72	1.37	1.57
每股经营现金流(元)	0.98	0.64	0.13	0.43

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

## 海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

## 投资要点

- **商业模式一: 在线阅读付费增长, 主要来自用户付费率提升和 ARPPU 增加。** 1) MAU 快速增长的概率不大, 付费率提升更为重要, 中短期来看, 腾讯渠道对付费率的负面影响逐渐降低, 而自身渠道的正面影响大概率可以维持, 最后完成公司整体付费率/MPU 的 U 型反转。2) 我们认为未来中国网民付费意愿提升的大逻辑依然存在, 公司通过数据分析的 AI 荐书是提升 ARPPU 的主要手段, 也是网络文学中长期收入增加的核心推动力。
- **商业模式二: “文学 IP 变现” 商业模式, 收入驱动因素为电视剧行业大势和公司具体参投项目品质。** 公司收入来源分为版权费、阅文自身参投影视剧项目、新丽集团自身影视剧项目, 但本质上的收入驱动因素相同: 1) 行业: 我们认为未来电视剧行业保持增长, 但剧情质量相对流量明星的重要性提升, 平台采买将大概率向拥有优秀制作能力的公司和团队集中; 2) 项目品质: 阅文集团在文学 IP 质量方面处于行业领先地位, 新丽传媒电视剧制作水平也属于行业第一梯队, 参投/主投项目品质具有一定保证。
- **盈利预测与评级:** 我们预计新丽集团将在 2019 年实现 100% 并表, 在 2018 年的影响可以忽略, 预计 2018/19/20 年收入分别为 46.6/88.7/107.9 亿元, 归母净利润分别为 7.46/14.3/16.6 亿元, EPS 分别为 0.72/1.37/1.57 元。我们通过 DCF 模型给予公司目标价 40.74 港元, 对应 2018/19/20 年 EPS 的 PE 为 50/26/23 倍。我们认为公司作为在线阅读龙头公司, 可有效通过影视剧增强 IP 变现, 首次覆盖给予“审慎增持”评级。

**风险提示: 网络文学用户/电视剧观众偏好不确定的风险; 宏观经济下行; 行业政策风险; 网络文学 IP 变现不及预期; 影视剧单个项目收益率不确定。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



# Outperform

(Initial Coverage)

## China literature (0772.HK)

Stock Connect (SH)

Internet literature leader, IP revenue will grow

12/29/2018

### TMT

#### Key Data

Dec. 28, 2018

Closing Price (HKD)	35.30
Total Shares (Mn)	1023
Shares Outstanding (Mn)	1023
Market Cap(HKD/Bn)	36.1
Market Float(HKD/Bn)	36.1
Net Assets (RMB /Mn)	15213
Total Assets (RMB /Mn)	21308
BVPS(RMB)	14.77

#### Analyst

Zhang Yidong  
zhangyd@xyzq.com.cn  
SFC: BIS749  
SAC: S0190510110012

#### Contact

An Yifu  
anyf@xyzq.com.cn  
SAC: S0190517090002

Wang Wenzhou  
wangwenzhou@xyzq.com.cn  
SFC: ARO923  
SAC: S0190118060102

#### Key Financial Indicators

FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue (Mn/ RMB)	4095	4660	8869	10785
YoY	60.2%	13.8%	90.3%	21.6%
Net Profit (Mn/ RMB)	556	746	1434	1661
YoY	1711.0%	33.7%	92.6%	15.9%
Operating Margin	12%	15%	20%	20%
Net Profit Margin	14%	16%	16%	15%
ROE	4%	5%	9%	9%
EPS (RMB)	0.61	0.72	1.37	1.57
OCFPS (RMB)	0.98	0.64	0.13	0.43

#### Highlights

Business model one: online reading fee growth, mainly from user payment rate increase and ARPPU increase. 1) The probability of rapid growth of MAU is not great, and the increase of payment rate is more important. In the short and medium term, the negative impact of Tencent channel on the payment rate is gradually reduced, and the positive impact of the positive impact of its own channel can be maintained, and the overall payment rate of the company is finally completed. /MPU U-shaped inversion. 2) We believe that the big logic of increasing the willingness of Chinese netizens to pay in the future still exists. The company's AI recommendation through data analysis is the main means to enhance ARPPU, and it is also the core driving force for the long-term income increase in online literature.

Business Model 2: The "Literature IP Realization" business model, the income driver is the trend of the TV drama industry and the quality of the company's specific investment projects. The company's income sources are divided into copyright fees, reading the text itself, projection projection drama projects, and Xinli Group's own film and television drama projects, but the income drivers are essentially the same. 1) Industry: We believe that the TV drama industry will continue to grow in the future, but the importance of the story quality is higher than that of the traffic star. The platform procurement will bring a high probability to the companies and teams with excellent production capabilities. 2) Project quality: Reading Group in Literature IP The quality is in the leading position in the industry. The production level of Xinli Media TV series is also the first echelon of the industry. The quality of participating projects has certain guarantees.

#### Earnings forecasts and investment recommendations:

We expect Xinli Group to achieve 100% consolidation in 2019. The impact in 2018 is negligible. The estimated revenue for 2018/19/20 is 46.6/88.7/107.9 billion, and the net profit for returning to the mother is 7.46/14.3 respectively. /16.6 billion yuan, EPS is 0.72/1.37/1.57 yuan. We give the company a target price of HK\$40.74 through the DCF model, and 50/26/23 times the PE for 2018/19/20 EPS. We believe that the company, as an online reading leader, can effectively enhance IP realization through film and television dramas, and for the first time, it will give a "Outperform" rating.

**Potential risks:** the risk of network literature users/TV drama viewers' uncertainty is uncertain; macroeconomic downturn; industry policy risk; network literature IP realization is less than expected; film and television drama single project yield is uncertain.

## 目 录

1、商业模型：在线阅读付费增长+文学 IP 变现.....	- 4 -
1.1、在线阅读付费增长模型 .....	- 4 -
1.2、文学 IP 变现模型.....	- 6 -
2、在线阅读：付费提升驱动公司发展.....	- 9 -
2.1、行业限制因素：在线阅读人数天花板已近.....	- 9 -
2.2、阅文集团自身突破：提升付费率和 ARPPU.....	- 12 -
3、电视剧：囊括产业链中上游，看好公司产品质量.....	- 15 -
4、盈利预测与评级 .....	- 18 -
5、风险提示 .....	- 21 -
附录：公司基本情况 .....	- 22 -
图 1、阅文集团“在线阅读付费增长”商业模式.....	- 4 -
图 2、在线阅读收入及收入占比 .....	- 5 -
图 3、阅文集团在线阅读付费率 .....	- 6 -
图 4、阅文集团在线阅读 ARPPU .....	- 6 -
图 5、阅文集团“文学 IP 变现”商业模式.....	- 7 -
图 6、IP 变现+影视剧收入及收入占比.....	- 8 -
图 7、爱奇艺内容成本逐年上升 .....	- 8 -
图 8、整体中国文学市场规模细拆估算（单位：亿元人民币）.....	- 9 -
图 9、网络文学（纯订阅付费阅读）市场规模 .....	- 10 -
图 10、中国数字阅读行业市场规模（亿元）.....	- 10 -
图 11、网络文学用户数在 2017 年起增长渐缓.....	- 11 -
图 12、阅文集团自营+腾讯渠道在线阅读 MAU.....	- 11 -
图 13、QQ 阅读使用人群集中在 35 岁以下.....	- 12 -
图 14、阅文 VS 掌阅作家数和作品数量对比 .....	- 13 -
图 15、阅文集团在线阅读收入各渠道细分情况.....	- 13 -
图 16、阅文集团付费率 .....	- 14 -
图 17、阅文集团 ARPPU .....	- 15 -
图 18、阅文集团“IP 变现+电视剧制作”发展逻辑.....	- 15 -
图 19、娱乐行业市场巨大，网络文学版权授权市场大有发展空间（单位：亿元）.....	- 17 -
图 20、国内网络视频平台三分天下 .....	- 17 -
图 21、阅文集团至 2018-10-31 股权结构.....	- 23 -
图 22、公司收入情况 .....	- 23 -
图 23、公司归母净利润情况 .....	- 23 -
表 1、新丽传媒 2015-2018 年播出电视剧.....	- 16 -
表 2、公司收入预测表 .....	- 18 -
表 3、公司成本预测表 .....	- 18 -
表 4、公司盈利预测表（报表口径） .....	- 19 -
表 5、公司 DCF 模型假设及结果.....	- 20 -
表 6、公司 DCF 敏感性分析.....	- 20 -
表 7、公司相对估值（2018.12.26 收盘价） .....	- 21 -
表 8、阅文集团发展历程 .....	- 22 -
表 7、新丽集团原管理层支付对价情况 .....	- 24 -
附表 .....	- 25 -

报告正文

1、商业模式：在线阅读付费增长+文学 IP 变现

作为中国在线阅读龙头企业，阅文集团未来业绩增长的商业模型可分为两个：

1) 在线阅读付费增长

- 主要来自用户付费率提升和 ARPPU 增加，其中付费率上升主要来自自有渠道（QQ 阅读、起点读书等）的贡献，ARPPU 提升取决于未来公司 AI 智能推荐的发展水平。
- 中长期看，电子书可能成为新的收入增长点。

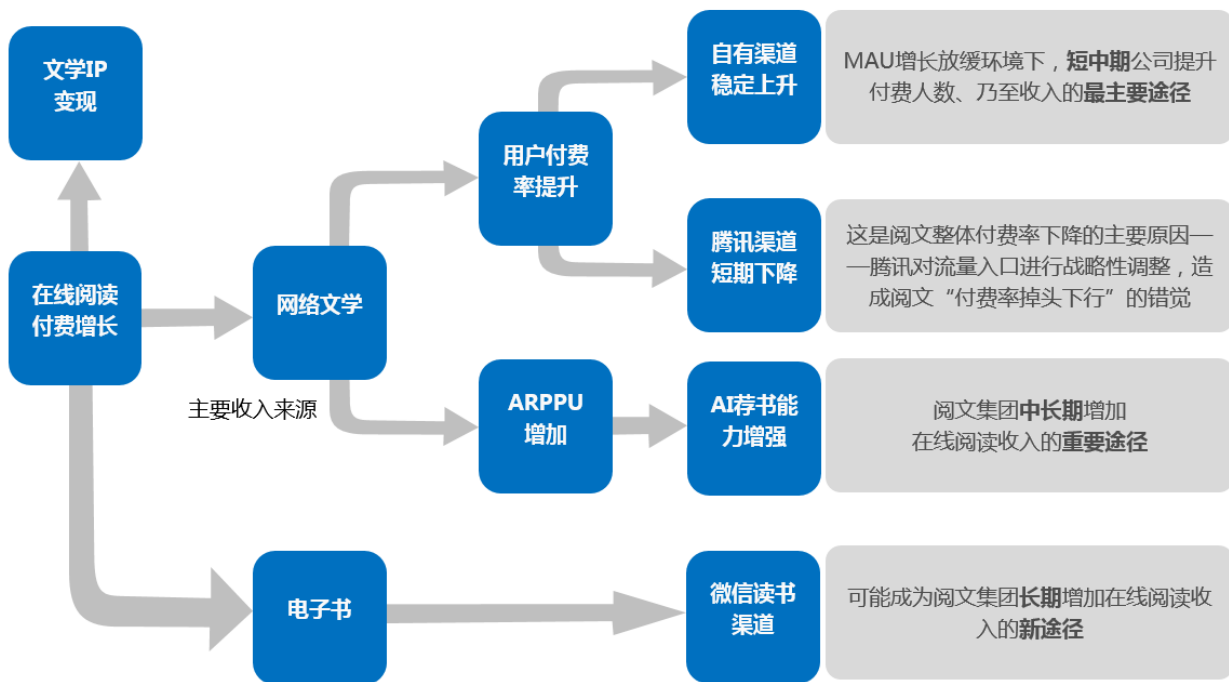
2) 文学 IP 变现

- 包括出售文学 IP 版权的版权金和电视剧投资带来的直接分成，阅文 2017 年下半年上市后对电视剧的参投比例逐渐增加，收入会在 2019 年及之后逐渐显现。
- 公司收购新丽集团 100% 股权后，完整覆盖从文学 IP 到剧目制作的产业链中上游，下游或可和腾讯视频产生紧密联系。

1.1、在线阅读付费增长模型

“在线阅读付费增长”商业模型中，收入增长的两个重要可见指标为：1) 付费率（依靠自有渠道上升）；2) ARPPU（依靠 AI 荐书能力增强）。

图 1、阅文集团“在线阅读付费增长”商业模型



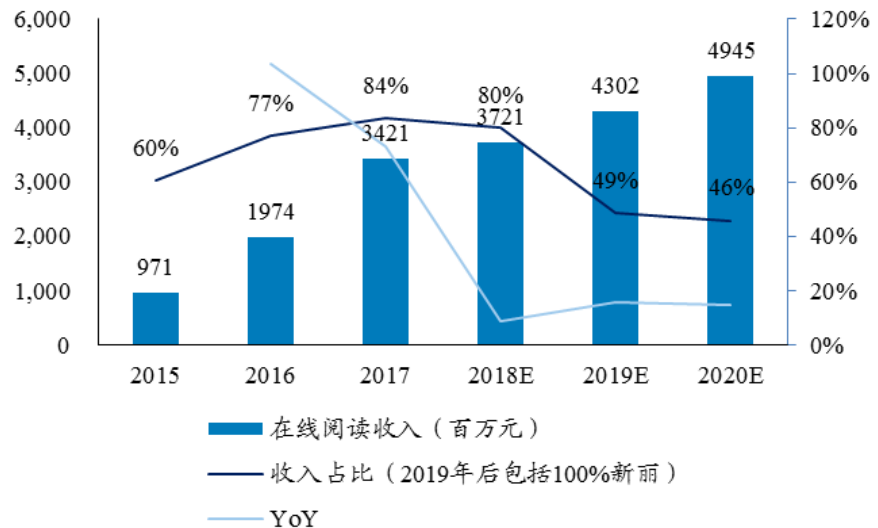
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从该商业模式中，我们可以看出：

- 1) **战略价值分析**：“在线阅读”不仅是公司主要收入来源之一（即使在 2019 年并入新丽传媒 100% 收入后，收入占比仍近 50%），而且是“文学 IP 变现”的来源。是公司业务的基石。

图 2、在线阅读收入及收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2019 年起新丽集团收入开始 100% 并入

- 2) **收入驱动决定性因素**：公司获得收入的方式主要为付费读者订阅付费（0.05 元/千字），读者来自“自有、腾讯、第三方”三个渠道。

公司决定性因素为付费率提升和 ARPPU 增加，同时也是收入的重要可见指标。阅文集团作为网络文学行业的寡头垄断者，竞争优势基本不用怀疑，所以公司发展的矛盾在于公司如何通过自身努力扩大市场，而非同行业竞争，我们从公司自身角度分析这两个因素。

- a) **付费率提升**：首先我们要明确，从整体来看，2017H2 和 2018H1 公司整体付费率都有所下降，但这主要是腾讯渠道（主要是手机 QQ 和 QQ 浏览器）的下降，而根据我们估计，阅文自身渠道的付费率在上升。我们认为盗版影响、00 后对文字兴趣降低、阅文本身人数市占率较大等多因素影响下，公司 MAU 快速增长的概率不大，付费率提升更为重要。中短期来看，腾讯渠道对付费率的负面影响逐渐降低，而自身渠道的正面影响大概率可以维持，最后完成公司整体付费率/MPU 的 U 型反转。阅文自身渠道付费率上升，来源于网民付费意愿自然提升、预装增加等多方面因素。

- b) **ARPPU 增加:** 公司 ARPPU 始终保持增加, 主要原因在于中国网民付费意愿的提升及国家对盗版的打击。根据我们估计, 公司自有渠道 ARPPU 高于腾讯渠道, 因此从 2017H1 到 2018H1 这段时间的 ARPPU 提升有结构性的因素。未来我们认为中国网民付费意愿提升的大逻辑依然存在, 但打击盗版的边际作用有限; 长期来看, 公司通过数据分析的 AI 荐书是提升 ARPPU 的主要手段(即增加读者读书内容量), 也是公司网络文学收入中长期增加的核心推动力。

图 3、阅文集团在线阅读付费率

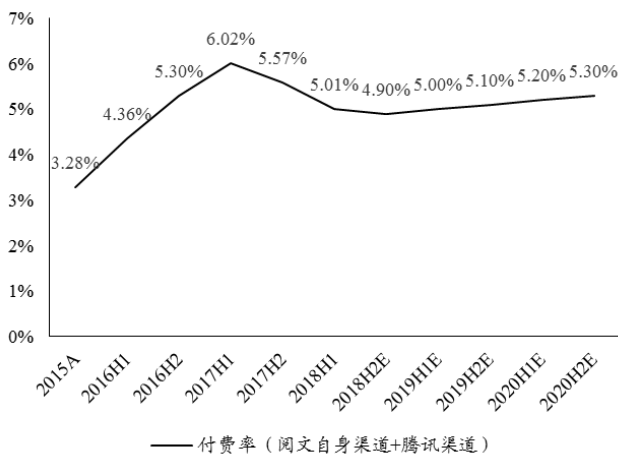
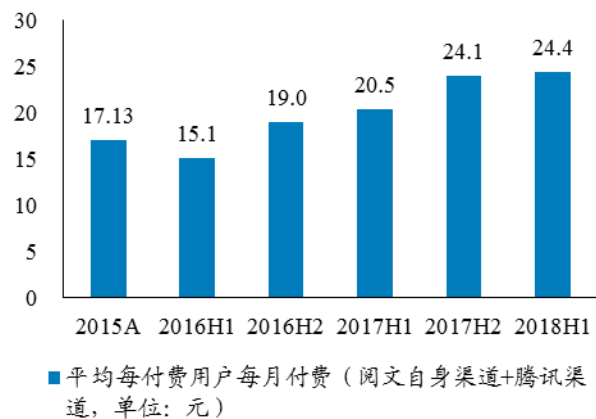


图 4、阅文集团在线阅读 ARPPU



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

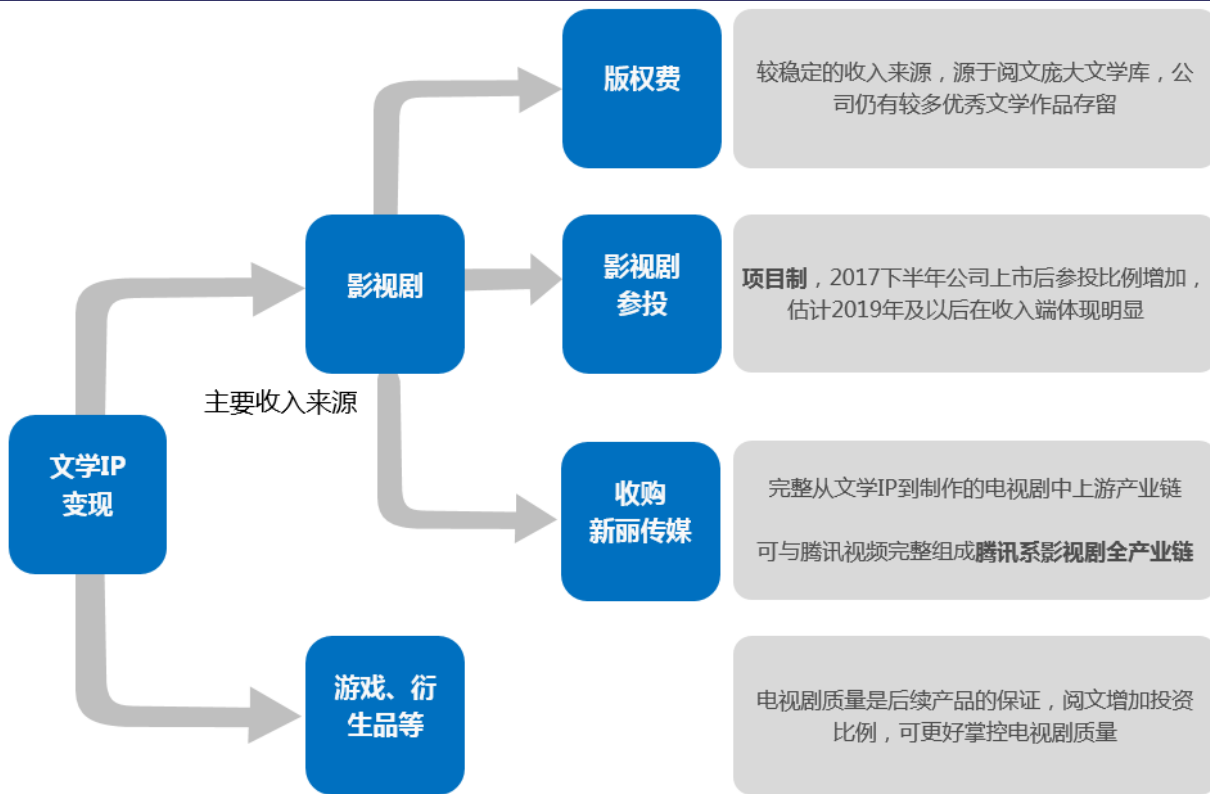
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 3) **长期可能带来变现的业务:** 腾讯“微信读书”渠道主要是已出版的电子书, 与网络文学交叉较少, 其中内容版权都属于阅文, 目前给阅文的收入贡献有限。电子书对纸质书的代替仍在进行中, 未来可能达到百亿行业规模, 目前主要万家为 kindle、iReader 等, 微信读书凭借微信的社交渠道, 有望获得新增市场份额及抢夺他人份额, 成为阅文集团远期的收入新增长点。
- 4) **风险因素:** 其他娱乐内容对付费阅读的冲击最为关键, 新优质娱乐内容的出现可能会降低网民对阅读的投入, 同时影响公司付费率与 ARPPU; 另外, 公司 AI 荐书的实际影响还需要时间验证。电子书层面, 由于该行业边际成本几乎为零的特点, 有可能产生价格战, 延缓收入大幅增长的到来时间。

## 1.2、文学 IP 变现模型

“文学 IP 变现”商业模式中, 收入增长三个重要指标为: 1) 版权金, 2) 阅文自身参投影视剧项目情况, 3) 新丽传媒制作影视剧项目情况; 收入完成情况一方面取决于影视剧行业的未来发展大势(整体内容口碑、网络平台采买等), 另一方面要具体细化到参投/主投的各个影视剧质量上。

图 5、阅文集团“文学 IP 变现”商业模式

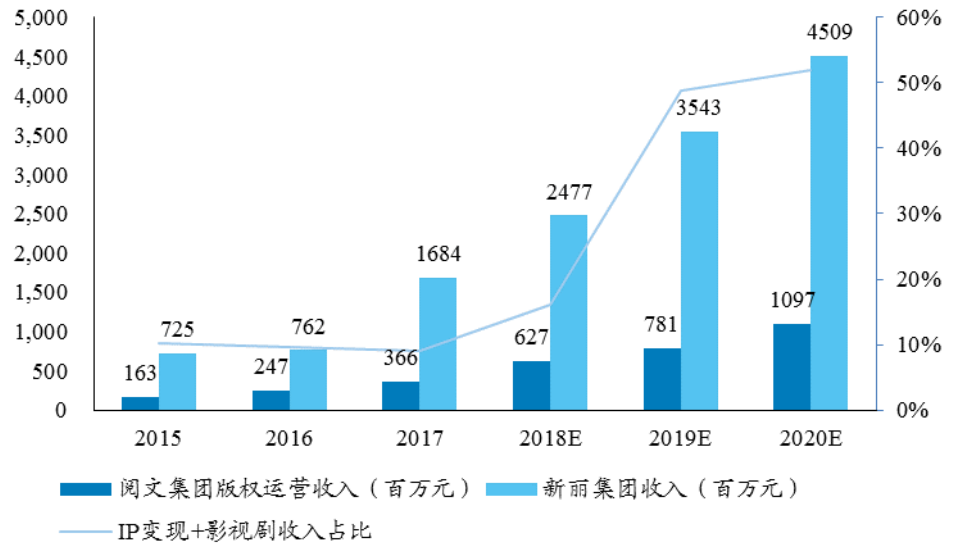


资料来源：兴业证券经济与金融研究院

1) 战略价值分析:

- a) 文学 IP 变现是公司文学作品价值延伸的重要途径，公司以优秀 IP 为筹码，通过影视剧参投/主投的方式，进入影视剧行业（绝大部分为电视剧，少部分为电影），为公司开拓出第二块收入主战场。收购新丽传媒后，公司完善了从文学 IP（上游）到影视剧制作（中游）的产业链，能更好把控 IP 改编影视剧的质量，有效提升收入的同时也为后续产品继续变现打好基础。
- b) 2019 年新丽集团收入 100% 并入后，公司 IP 变现+影视剧收入占比达到 50% 左右（包括阅文集团本身版权费、影视剧参投等版权运营收入，以及新丽集团全部收入），成为公司两项主要收入来源之一。

图 6、IP 变现+影视剧收入及收入占比



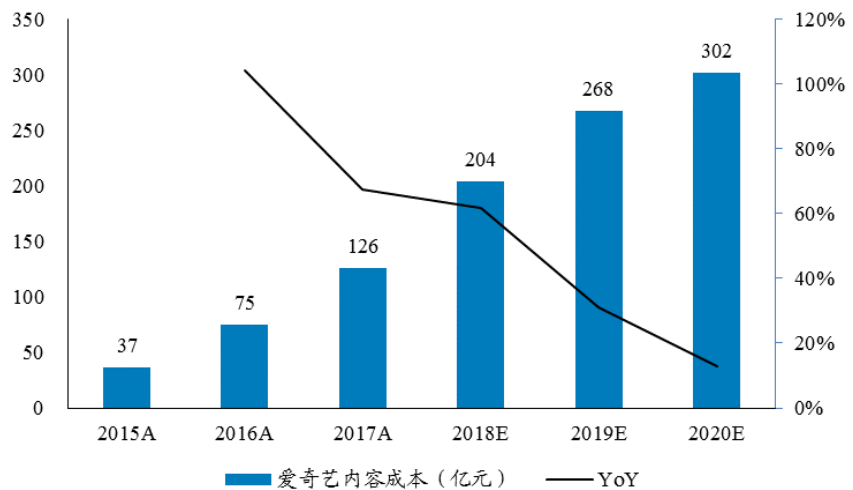
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年起新丽集团收入开始 100% 并入

2) **收入驱动决定性因素**：公司收入来源分为版权费、阅文自身参投影视剧项目、新丽集团自身影视剧项目，但本质上的收入驱动因素相同，为电视剧行业大势和公司具体参投项目品质（电影很少，主要为电视剧）。

a) **电视剧行业大势**：电视剧下游需求方为网络平台（主要是腾讯视频、爱奇艺、优酷）和电视台两方，网络平台已成为主要采买方；BAT 中参看单独上市的爱奇艺，其内容成本 2018 年预计超过 200 亿元，同比增长 62%。我们认为，未来网络平台和电视台仍会保持较高的电视剧采买量，电视剧剧情质量相对流量明星的重要性提升，平台采买将大概率向拥有优秀制作能力的公司和团队集中。

图 7、爱奇艺内容成本逐年上升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



- b) **公司具体参投项目：**从供给端来看，阅文集团在文学 IP 质量方面处于行业领先地位，新丽传媒电视剧制作水平也属于行业第一梯队，从公司本身素质来看，参投项目品质具有一定保证。
- 3) **长期可能带来变现的业务：**电视剧是文学 IP 影响力放大器，电视剧质量高，则后期能更好通过游戏、电影、衍生品等后续产品继续变现。
- 4) **风险因素：行业层面：**三大影视平台都在积极发展自制内容，未来继续增加外购电视剧价格的空间有限；电视剧行业政策较多，可能会有政策风险；短视频等其他娱乐内容会对电视剧行业产生冲击。**公司层面：**版权费风险在于 IP 对电视剧制作方的吸引力；参投/主投电视剧风险在于电视剧为项目制，单项目投资回报率可预测性不高。

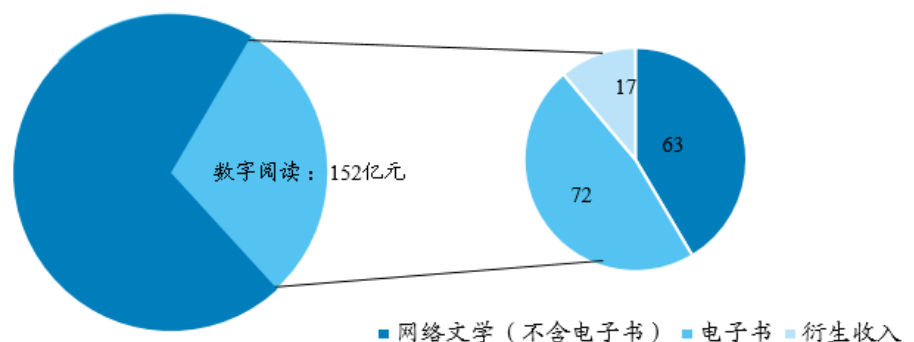
## 2、在线阅读：付费提升驱动公司发展

### 2.1、行业限制因素：在线阅读人数天花板已近

整个数字阅读行业 2017 年行业规模约 152 亿元，其中网络文学（网络小说）部分约 63 亿元，电子书部分约 72 亿元，阅文集团在线阅读收入主要为网络文学。整个中国文学市场可以分为数字阅读和纸质图书，数字阅读行业又可以分为网络文学（纯订阅付费阅读）、电子书、版权授权及其他衍生部分（游戏、广告等）。综合上市公司及多家第三方统计机构数据后，我们认为：

图 8、整体中国文学市场规模细拆估算（单位：亿元人民币）

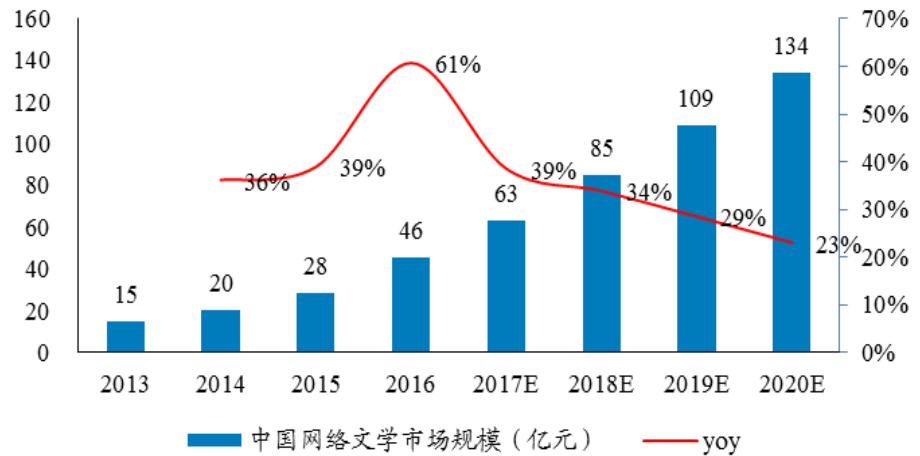
中国文学市场（不包括教育出版物）：440 亿元



资料来源：网络公开资料，兴业证券经济与金融研究院估算及整理

- 根据阅文招股书中对 Frost&Sullivan 数据的披露，估计网络文学（不含电子书）2017 年行业市场规模为 63 亿元，并将于 2020 年达到 134 亿元。网络文学市场中最大的两家公司为阅文集团和掌阅科技，两家公司 2017 年靠订阅服务获得的收入合计为 49.9 亿元，占 Frost&Sullivan 所估测市场规模的 79%，因此我们可以认为 Frost&Sullivan 所估测的市场规模可信度较高。

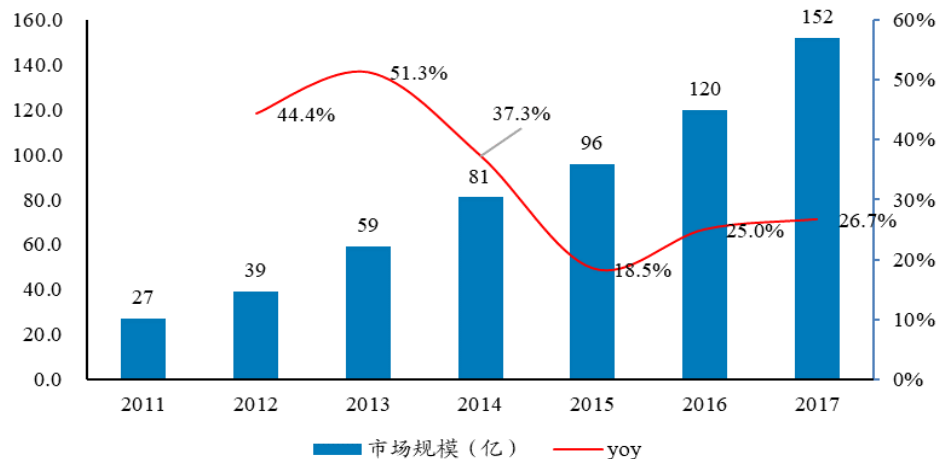
图 9、网络文学（纯订阅付费阅读）市场规模



资料来源：阅文集团招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 包括电子书、版权、其他衍生业务等在内的数字阅读行业市场规模约为 152 亿元。根据艾瑞咨询的统计，2017 年中国数字阅读市场规模为 152 亿元（与《2017 年度中国数字阅读白皮书》数据相同），同比增长 26.7%。
- 电子书市场估计为 72 亿元，版权等衍生市场规模估计为 17 亿元。根据《2017 年中国数字阅读白皮书》，除去版权等衍生产品的行业规模为 135 亿元，按照纯在线阅读部分 63 亿元估算，电子书市场规模大约为 72 亿元；估计 2017 年版权、游戏、广告等部分市场规模为 17 亿元。

图 10、中国数字阅读行业市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

- 整体中国文学市场（不包括教育出版物）规模估计约为 440 亿元。根据 Frost&Sullivan 数据，中国文学整体市场 2016 年规模为 403 亿元（仅包括文学性质的纸质书），并预计到 2020 年增长值 591 亿元，年复合增长率约 10.1%，

因此我们估计 2017 年整体中国文学市场（不包括教育出版物）市场规模约为 440 亿元。

在线阅读总用户规模增长渐缓，对于阅文这样的头部公司，用户快速增长带来 MAU 高速增长很难实现。

- 用户规模增长呈渐缓趋势，阅文覆盖率远超 50%。
  - 中国网络文学用户规模于 2017 年已达 3.78 亿人。根据 Frost&Sullivan 和 CNNIC《中国互联网网络发展状况统计报告》的一致数据，中国网络文学用户规模从 2013 年的 2.74 亿人增长到 2017 年的 3.78 亿人，CAGR 6.69%；预计到 2020 年用户总数将达到 4.21 亿人。2016/17 年用户规模实现 12.3%/13.4% 的快速增长，我们认为可能是网络文学公司大力开拓新用户所致——2015 年阅文集团成立，2016 年和 2017 年通过腾讯渠道快速扩张。
  - 2017 年底阅文自营+腾讯渠道在线阅读 MAU 已超网络文学用户数 50%，且阅文全年覆盖的用户高于其平均 MAU，再考虑阅文第三方渠道覆盖的用户，阅文对在线阅读用户的覆盖率更高。如果进一步考虑到网络文学的盗版问题难以根本解决，这部分盗版用户可能长时间不会被阅文覆盖，阅文集团对“可能覆盖用户”的覆盖率要更高。

图 11、网络文学用户数在 2017 年起增长渐缓

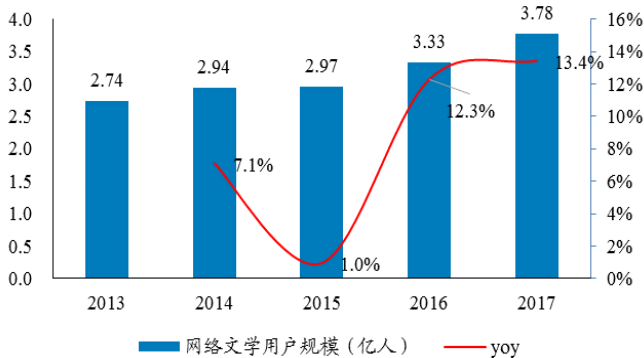
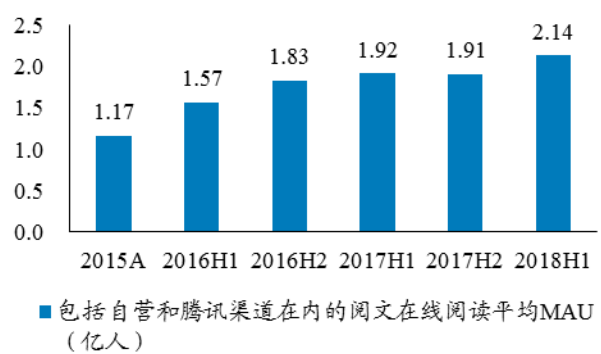


图 12、阅文集团自营+腾讯渠道在线阅读 MAU

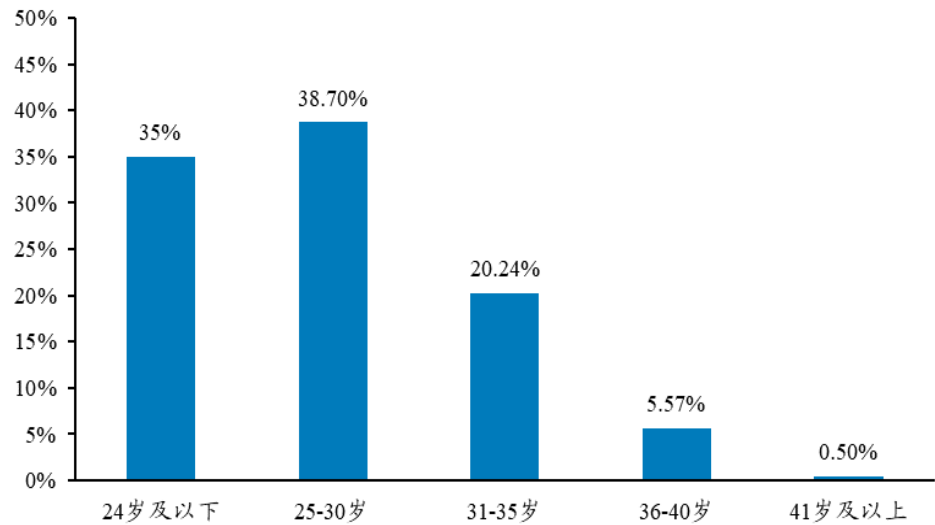


资料来源：阅文集团招股说明书，CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 网络文学用户在目标群体中渗透率已达到较高水平，未来增长有限。由于网络文学用户集中于 35 岁以下，根据 CNNIC 数据，35 岁以下网民规模约为 5 亿人，网络文学用户渗透率已经达到 75%，未来增长空间有限。

图 13、QQ 阅读使用人群集中在 35 岁以下



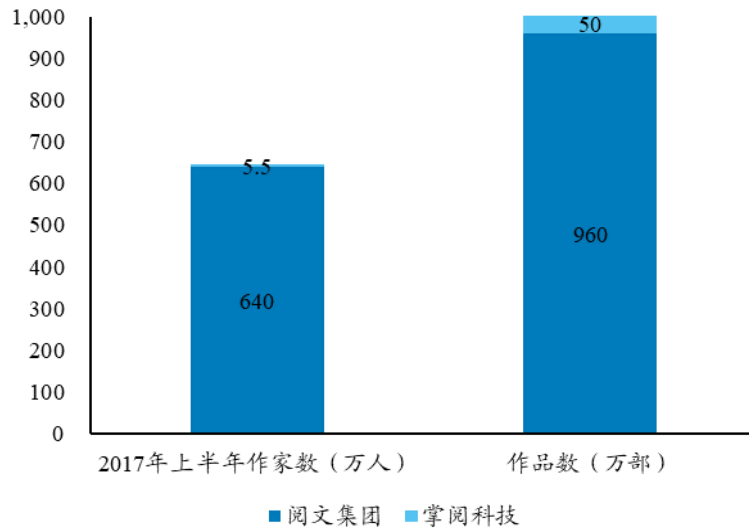
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、阅文集团自身突破：提升付费率和 ARPPU

阅文集团作为行业龙头公司，主要靠自身发展，并推动行业增长。参考简化公式： $收入 = ARPPU * 付费率 * MAU$ ，网络文学用户规模增长放缓情况下，MAU 增速同样放缓，收入增长依靠付费率和 ARPPU 提升

- **阅文龙头地位毋庸置疑。**行业基本处于寡头垄断，只有阅文和掌阅规模较大，而阅文明显优于掌阅。
- **IP 比较：阅文明显优于掌阅。**
  - 目前，阅文已在中国网络文学市场建立了用户基础最大、作家群体最多及内容库最全面的领先市场地位。阅文集团年报数据显示，截至 2017 年上半年，阅文集团旗下共有作家 640 万，作品 960 万部；与之相比，掌阅平台同期共存作家 5.5 万名，作品 50 余万册。同时，截至 2017 年末，阅文集团共有 690 万作家和 1010 万部作品，2017 年新增作品字数 430 亿字。如此海量的内容储备给阅文集团未来的 IP 导向战略打下了坚实的基础。

图 14、阅文 VS 掌阅作家数和作品数量对比

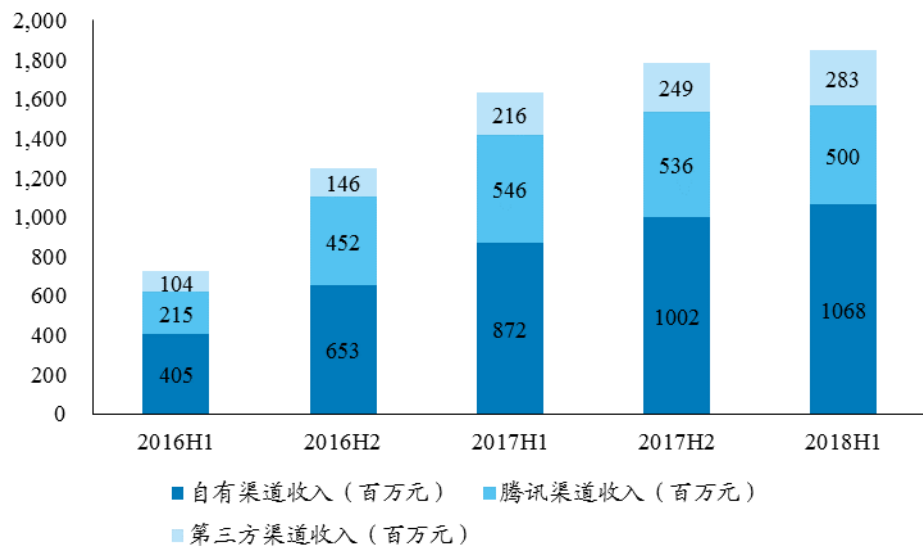


资料来源：阅文集团招股说明书，掌阅科技招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：掌阅科技仅在招股说明书中披露作家作品数量

● **渠道比较：阅文明显优于掌阅。**

- 阅文集团的引流方式包括自有产品、自营产品以及与第三方平台合作。自有产品包括 QQ 阅读、起点小说网、创世中文网等 8 个公司旗下平台，有自然推广也有手机预装；自营产品是指腾讯的发布平台，包括手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、微信读书等；第三方合作伙伴包括百度、搜狗、京东商城、小米多看等。
- 掌阅科技的引流方式主要为自有产品，主要推广方式为预装。

图 15、阅文集团在线阅读收入各渠道细分情况

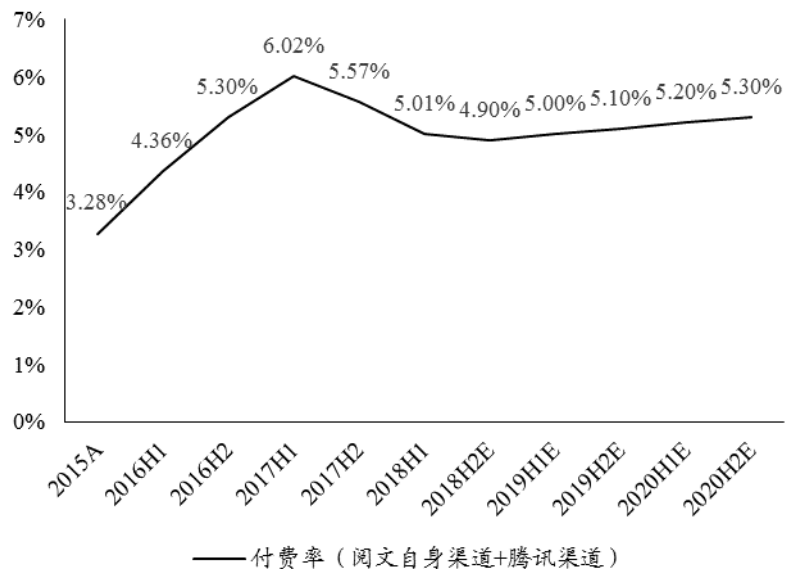


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

预计未来阅文集团付费率保持缓慢上升状态，“AI 荐书”带来的 ARPPU 上升会成为公司在线阅读收入长期增长动力。

- 付费率快速上升的时间窗口已过，预计未来进入缓慢上升区间。行业过去一段时间的发展部分得益于 1) 盗版打击，2) 宏观经济上行+年轻网民收入提升双重周期带来的付费意愿爆发，3) 腾讯集团阶段性大力支持。到现在，上述驱动因素带来的效果已经减弱，付费率上升趋势变缓。
- 以阅文集团付费率来看，2015 年至 2017 年上半年，公司阅文自身+腾讯渠道的付费率快速上升，2017 年下半年起由于腾讯渠道付费率下降，公司整体付费率持续下滑，我们预计 2019 年起公司付费率开始缓慢提升。

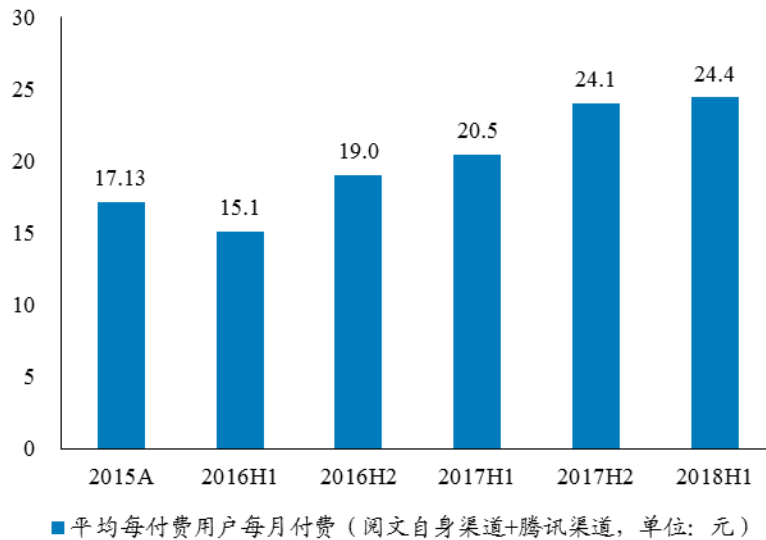
图 16、阅文集团付费率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **ARPPU 提升：公司长期增长驱动力。**
  - 在按照阅读字数付费的收费规则下，**ARPPU 提升的本质是读者阅读小说量的增加**，也大致等价于付费阅读时长的增加。根据阅文集团 ARPPU，按照 0.05 元/千字和一本网络小说 200 万字计算，一个读者平均年化读书量不到 3 本，仍有很大提升空间。“**能否在读者打开软件的时候让读者找到想读的书**”是增加读者阅读量（即 ARPPU）的关键，需要通过“AI 荐书”来解决。
  - “AI 荐书”需要足够数据量、AI 分析及推送功能，需要大量前期投入，只有大型头部公司才能做到，是行业长期增长驱动力。

图 17、阅文集团 ARPPU



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、电视剧: 囊括产业链中上游, 看好公司产品质量

收购新丽集团后, 公司“IP 变现”模型产生变化, 囊括电视剧产业链上中游。我们认为公司有两条主要优势: 1) 本身实力强, 2) 打通产业链, 互补协同。

图 18、阅文集团“IP 变现+电视剧制作”发展逻辑



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院

新丽集团是国内电视剧制作第一梯队公司，能更好保证电视剧产品质量。看新丽 2015-2018 年的电视剧片单，2015-2017 在有多部电视剧同时在两个卫星频道播放的情况下（分流观众），绝大部分电视剧单频道 CSM52 城收视率在 1.0% 附近（一般 1% 以上可达到全年 TOP30，1.5% 以上可达到 TOP10 至 TOP5），个别电视剧近 2%。2018 年《如懿传》仅在网络端播放，播放量及口碑均有优秀表现。

表 1、新丽传媒 2015-2018 年播出电视剧

名称	集数	首播时间	首播 CSM52 城平均收视率 (%)
神探包青天	41	2015.4	-
虎妈猫爸	45	2015.5	同时播出，东方卫视 1.37，天津卫视 0.82
大猫儿追爱记	58	2015.9	同时播出，安徽卫视 0.481，江西卫视 0.476
女医明妃传	50	2016.2	同时播出，东方卫视 1.296，江苏卫视 1.175
小丈夫	43	2016.5	湖南卫视 1.22
胭脂	45	2016.9	同时播出，东方卫视 0.890，浙江卫视 0.711
剃刀边缘	48	2017.3	同时播出，东方卫视 0.943，北京卫视 0.940
白鹿原	77	2017.4	同时播出，江苏卫视 0.879，安徽卫视 0.619
我的前半生	42	2017.7	同时播出，东方卫视 1.895，北京卫视 1.258
风筝	46	2017.12	同时播出，东方卫视 1.179，北京卫视 1.296
如懿传	87	2018.8	仅有网络播放，不适用
斗破苍穹	42	2018.9	湖南卫视 0.687

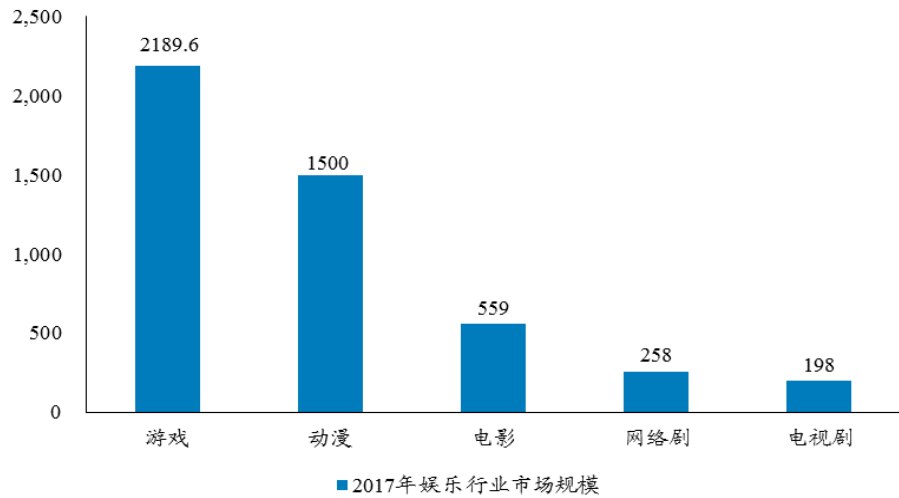
资料来源：互联网公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

阅文集团和新丽传媒合作，打通影视剧产业链中上游，产生协同效应，切入更大的市场。阅文和新丽强强联手，我们预计会产生两方面的协同效应：

- **增强影视剧剧本质量：**好的剧本对电视剧质量的重要性愈加明显，优秀文学 IP 可以在一定程度上保证剧本质量，且有读者基础，但能否由优秀人才改编是剧本质量好坏的关键。网络文学优秀 IP 最多的公司，网文原作者和剧本改编者合作，改编效果更好，但阅文之前参投比例低，对剧本及其他制作过程掌控权太低，随着未来阅文集团参投比例提高，以及新丽集团直接制作电视剧，阅文 IP 剧预计能更好做到“忠于原著”和“适合电视剧语言”的协同。
- **增强版权费定价机制：**阅文自身之前对电视剧制作的参与度不高，对文学 IP 价值了解不够，可能产生“贱卖”现象，新丽可以根据已有成熟经验，为版权金重新定价。
- **通过影视剧切入更大的内容市场。**我们估算 2017 年文学 IP 衍生市场规模为 17 亿元，其中包含游戏、动漫、网/台电视剧、电影等，而以上所述的整个大娱乐行业在 2017 年的总市场规模超过了 4700 亿元。如果大娱乐行业的 0.1% 作为版权金，则 2017 年 IP 授权潜在总市场将达到 4.7 亿元以上。文学 IP 是娱乐内容的起点，网络文学公司可以在出售 IP 版权外，要求参投电视剧/电影/动漫/游戏等改编内容，获取更多收入。



图 19、娱乐行业市场巨大，网络文学版权授权市场大有发展空间（单位：亿元）

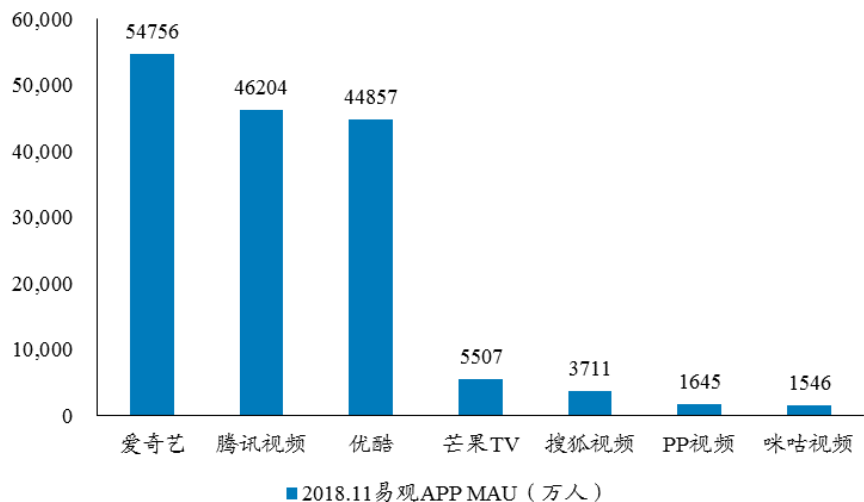


资料来源：网络数据，兴业证券经济与金融研究院整理

阅文和新丽属于腾讯系，在与腾讯视频的合作上至少没有“站队”的劣势。

- **国内网络视频平台三分天下。**电视剧主要播出平台已经在网络端，爱奇艺、腾讯视频、优酷三家 MAU 和使用时长远超其他平台。截至 2018 年 4 月，爱、腾、优三大平台 MAU 均在 4.4 亿以上，而其他平台均不到 7000 万。三大平台中优酷相对弱势，而爱奇艺、腾讯视频两家 MAU 行业渗透率超过 50%，使用时长渗透率也超过 30%。
- **三大视频平台都更加注重自制剧，“站队”影响可能加深。**在 2019 年的电视剧片单中，三大视频平台自制剧比例明显提升。腾讯 2019 年的 50 部重点剧集（完整片单近 200 部）中，腾讯旗下新丽传媒、腾讯影业、企鹅影视、柠檬影业的剧为 20 部（其中企鹅影视和腾讯影业参与的有 16 部），占比 40%；其中新丽传媒有 4 部。

图 20、国内网络视频平台三分天下



资料来源：网络数据，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、盈利预测与评级

收入预测：按照 2019 年新丽 100%并表计算，预计 2018/19/20 年公司收入增速分别为 14%/90%/22%。

- **阅文**：预计 2018 年在线阅读收入增长较 2017 年放缓，主要是腾讯渠道收入增速放缓，未来主要增长点在于自有渠道；随着 2017 年公司上市后电视剧参投比例增加，预计 2020 年及之后开始逐渐确认收入。
- **新丽**：预计收入增长主要动力为电视剧收入增长，电视剧增长在于每年投拍数量增加和单集价格上升。

表 2、公司收入预测表

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>阅文</b>				
在线阅读	3421	3721	4302	4945
YoY	73%	9%	16%	15%
其中：自有渠道	1874	2204	2646	3121
腾讯渠道	1082	936	996	1092
第三方渠道	465	581	660	732
版权运营	366	627	781	1097
YoY	48%	71%	25%	40%
纸质图书	201	167	150	143
其他	107	95	93	90
总计	4095	4610	5326	6275
YoY	60%	13%	16%	18%
<b>新丽</b>				
电视剧	1136	1985	3080	3960
电影及相关业务	519	463	434	521
广告及其他	29	29	29	29
总计	1684	2477	3543	4509
YoY	121%	47%	43%	27%
总营业收入（完全包括新丽）	5779	7087	8869	10785
YoY	74%	23%	25%	22%
总营业收入（报表口径）	4095	4660	8869	10785
YoY	60%	14%	90%	22%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

成本预测：各部分成本基本随相关收入等比例增长。

- **阅文**：内容成本及分销成本随在线阅读收入增长而增长，“其他”主要是由于电视剧收入增加，带来成本确认。
- **新丽**：投拍电视剧及电影增加带来成本增加，预计综合毛利率没有太大改变。

表 3、公司成本预测表

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
--------	-------	-------	-------	-------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

阅文				
内容成本	1280	1493	1721	1978
在线阅读平台分销成本	238	198	211	231
无形资产摊销	110	146	172	171
确认为开支的存货成本	145	145	128	121
其他（包括电视剧参投成本）	247	249	347	618
<b>总计</b>	<b>2020</b>	<b>2230</b>	<b>2578</b>	<b>3119</b>
新丽				
电视剧及电影版权的制作成本及减值亏损	833	1152	1819	2323
<b>总营业成本（完全包括新丽）</b>	<b>2852</b>	<b>3382</b>	<b>4397</b>	<b>5442</b>
<b>总营业成本（报表口径）</b>	<b>2020</b>	<b>2253</b>	<b>4397</b>	<b>5442</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利预测：预计 2018/19/20 年报表口径归母净利润同比增长 34%/93%/16%**。预计随着阅文在线阅读预装增加，销售费用会有小幅增加；新丽传媒适用税率较高，并表后提升总税率，其他变动不大。2019 年新丽集团完成 100% 并表（2018 年并表收入及利润很少），造成 2019 年报表口径净利润增速较大。预计公司 2018/19/20 年 EPS 分别为 0.72/1.37/1.57 元。

**表 4、公司盈利预测表（报表口径）**

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>毛利</b>	<b>2075</b>	<b>2407</b>	<b>4472</b>	<b>5343</b>
毛利率	51%	52%	50%	50%
销售及营销开支	-965	-1140	-1774	-2137
一般及行政开支	-710	-746	-1034	-1214
其它收入净额	111	195	112	131
<b>经营盈利</b>	<b>511</b>	<b>716</b>	<b>1775</b>	<b>2122</b>
<b>经营利润率</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
财务成本	-35	-21	-147	-180
财务收入	104	140	130	132
以权益法入账的投资收益	66	61	60	60
<b>除税前溢利</b>	<b>646</b>	<b>896</b>	<b>1818</b>	<b>2134</b>
所得税	-83	-152	-392	-482
年内盈利	563	744	1425	1652
少数股东损益	7	-2	-9	-9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>556</b>	<b>746</b>	<b>1434</b>	<b>1661</b>
<b>YoY</b>	1711%	34%	93%	16%
<b>归母净利率</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年新丽传媒开始 100% 并表

公司估值：首次覆盖给予目标价 40.74 港元，给予“审慎增持”评级。

- **绝对估值：**根据 DCF 估值（假设及结果见表 5），我们采取三阶段模型，永续增长率假设为 2%，WACC 假设为 7.76%，汇率为 1 港元=0.88 人民币，最后得到公司合理价格为 40.74 港元。
- **相对估值：**对于在线阅读部分，国内唯一可比公司是掌阅科技，根据 wind 一致预期，当前价对应 2018/19 年的 PE 分别是 47/38 倍；对于影视剧制作部分，国内最大的电视剧制作公司是华策影视，根据 wind 一致预期，当前价对应 2018/19 年的 PE 分别是 21/17 倍；阅文集团目标价对应 2018/19 年的 PE 分别是 50/26 倍（2019 年新丽才 100% 并入，2018 年新丽影响可忽略），由于阅文在在线阅读领域是龙头公司，有龙头溢价，电视剧方面有产业链上下游协同，因为我们认为 40.74 的目标价合适。
- 综上，我们给予公司“审慎增持”评级。

表 5、公司 DCF 模型假设及结果

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>FCFF</b>	325	-146	167	1010	1369
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>FCFF</b>	1574	1810	2082	2394	2753

		FCFF 估值	现金流折现值
第二阶段增长率	14%	第一阶段	2156
永续增长率	2%	第二阶段	6029
无风险利率 Rf	2.46%	第三阶段（终值）	23829
Rm	7.00%	企业价值 EV	32013
税率	21%	- 少数股东权益	25
$\beta$ (levered)	1.2263	- 净债务	-4943
Ke	8.03%	总股本价值	36931
Kd	4%	股数(百万)	1030
Ve	36960	每股价值(人民币元)	35.85
Vd	2166		
WACC	7.76%	目标价（港元）	40.74

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 6、公司 DCF 敏感性分析

WACC	长期增长率								
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
2.76%	100.04	118.82	148.28	201.15	323.78	921.86	-950.80	-299.88	-173.02
3.76%	72.32	81.16	93.20	110.58	137.84	186.77	300.26	853.75	-879.30
4.76%	56.37	61.31	67.58	75.76	86.92	103.01	128.26	173.57	278.68
5.76%	46.05	49.12	52.83	57.42	63.22	70.81	81.14	96.06	119.46
6.76%	38.86	40.90	43.29	46.13	49.58	53.83	59.21	66.25	75.84
7.76%	33.58	35.00	36.63	38.52	40.74	43.38	46.58	50.52	55.52
8.76%	29.56	30.58	31.74	33.06	34.58	36.33	38.39	40.84	43.81
9.76%	26.40	27.16	28.01	28.97	30.04	31.27	32.68	34.31	36.22
10.76%	23.86	24.44	25.08	25.79	26.58	27.47	28.47	29.61	30.92
11.76%	21.78	22.23	22.73	23.27	23.87	24.53	25.26	26.09	27.02
12.76%	20.06	20.41	20.80	21.22	21.68	22.18	22.74	23.35	24.04

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 7、公司相对估值（2018.12.26 收盘价）

	市值(亿元)	股价(原始货币元)	EPS (人民币元)				PE			
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
阅文集团 0772.HK	367	40.74	0.61	0.72	1.37	1.57	58	50	26	23
掌阅科技 603533.SH	75	18.77	0.31	0.40	0.49	0.58	61	47	38	32
华策影视 300133.SZ	163	9.17	0.36	0.43	0.55	0.67	26	21	17	14

资料来源：wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注：掌阅科技、华策影视预计 EPS 为 wind 一致预期

## 5、风险提示

- 1) 网络文学用户/电视剧观众偏好不确定的风险;
- 2) 网络文学优秀内容大幅减少;
- 3) 宏观经济下行影响娱乐消费的风险;
- 4) 行业政策风险;
- 5) 网络文学 IP 变现不及预期;
- 6) 影视剧为项目制, 存在单个项目收益率不确定的风险。

## 附录：公司基本情况

阅文集团是中国最大的网络文学公司，收购新丽传媒 100% 股权后，电视剧收入占比大幅上升。

- 阅文集团体系内中文网最早成立于 2002 年，起点中文网是中国网络文学开拓者之一，2009 年盛大集团通过海外控股公司 Cloudary 收购了起点中文网，包括红袖添香网、小说阅读网、榕树下、言情小说吧、潇湘书院、晋江文学城（部分股权）等网站的盛大文学成立，至被腾讯收购前，市占率超 50%。
- 腾讯阅读前身“腾讯阅读中心”成立于 2004 年，于 2013 年在开曼成立有限责任公司，但在收购盛大文学前，其内容积累量远低于盛大文学。2014 年，腾讯文学收购包括起点中文网在内的盛大文学，后腾讯文学于 2015 年与盛大文学正式合并成为阅文集团。
- 2017 年 11 月，公司在香港上市，实现证券化。2018 年 10 月 31 日，阅文集团采取股票+现金的方式完成对新丽集团 100% 股权的收购，新丽集团是国内电视剧制作第一梯队公司，收购完成后公司 IP 变现相关即电视剧收入占比达到约 50%。

表 8、阅文集团发展历程

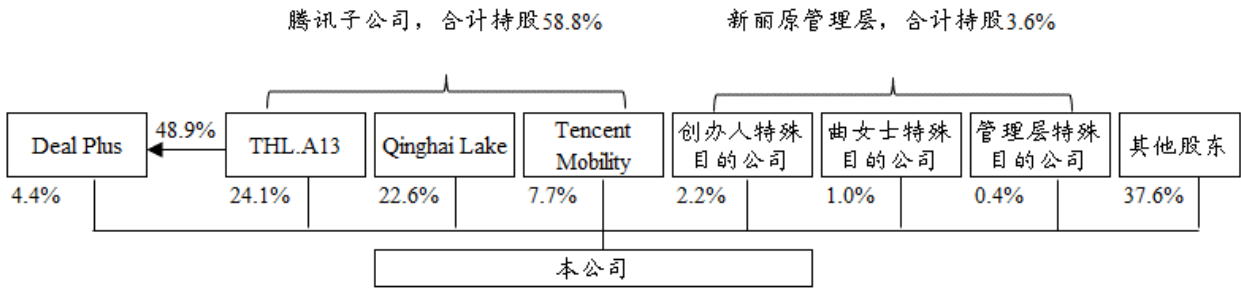
时间	事件
2002	起点中文网创立
2004	腾讯阅读前身“腾讯阅读中心（book.qq.com）”推出
2009	Cloudary（盛大文学海外控股公司）收购起点中文网
2013	腾讯文学在开曼成立有限责任公司
2014	收购 Cloudary（盛大文学）及相关业务
2015	盛大文学与腾讯文学正式合并形成新的阅文集团； 公司推出新一代 QQ 阅读平台
2016	公司与《福布斯杂志》共同推出“中国原创文学风云榜”
2017.11	公司在香港主板上市
2018.10	公司完成对新丽集团的收购

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2018-10-31 完成新丽资产收购后公司股权架构

- 腾讯通过三家子公司 THL.A13、Qinghai Lake、Tencent Growthfund 合计直接及间接持有公司 58.8% 股份，是公司绝对控股人和实际控制人。
- 2018-10-31 公司完成对新丽传媒收购后，原新丽管理人（除腾讯外）发放总收购对价股份的 50%（其余 50% 将在 2018/19/20 年末根据新丽业绩分批次发放），按此口径，原新丽管理层共持有 3.6% 股份。
- 根据公司 2018 年中报披露数据，公司联席首席执行官吴文辉直接及间接持股 2.65%（2018-10-31 总股本），联席首席执行官吴文辉直接及间接持股 0.39%（2018-10-31 总股本）。

图 21、阅文集团至 2018-10-31 股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司收入及利润。**至 2018 年底，公司主要收入为在线阅读收费，按照读者阅读字数收费；2019 年起公司并入新丽传媒 100% 收入利润，新丽传媒主要收入为电视剧销售。公司 2016 年扭亏为盈，2017 年利润大幅增长，由于并表效应，预计 2019 年仍会有大幅增长。

图 22、公司收入情况

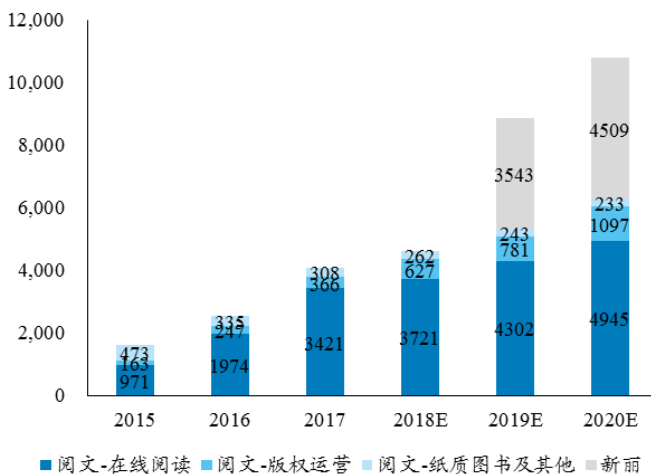
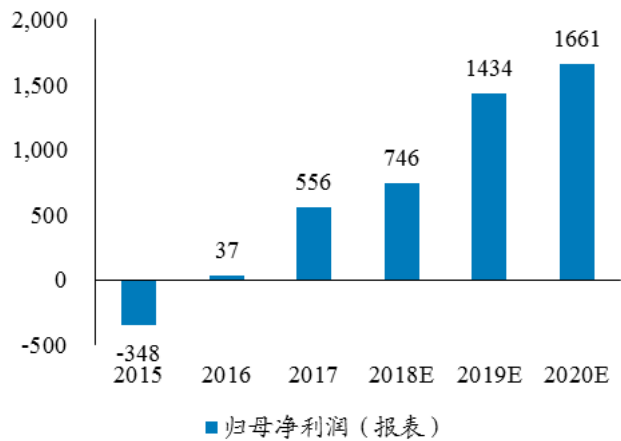


图 23、公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：新丽传媒 2019 年开始 100% 并表

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司收购新丽传媒 100% 股权情况。**

- 2018.10.31，阅文集团完成新丽集团 100% 股权收购，新丽集团原股东为腾讯集团及创始人团队。
- 收购总对价 155 亿元，其中腾讯约占 52.9 亿元，100% 按股权结算（按照股价 80 港元转换股票），于收购完成时支付。
- 其余管理层卖方约占 102 亿元，50% 使用现金结算，50% 使用股权结算（按照股价 80 港元转换股票），于收购完成时支付一部分，其余于 2018/19/20 年底支付。
- 收购完成后若新丽传媒 2018/19/20 年净利润低于 5/7/9 亿元，支付给管理层

卖方的对价将根据实际情况按比例调整（扣除）。

表 7、新丽集团原管理层支付对价情况

管理层卖方	收购完成时支付	至 2018/12/31	至 2019/12/31	至 2020/12/31
以现金支付	15%	15%	10%	10%
以股份支付	25%	5%	10%	10%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



## 附表

资产负债表				
单位: 百万元人民币				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>9434</b>	<b>13707</b>	<b>15434</b>	<b>17803</b>
存货	222	2899	4265	5332
应收账款	760	2120	2489	3210
预付款项	296	867	902	1299
短期银行存款	653	653	653	653
货币资金	7502	7109	7065	7250
<b>非流动资产</b>	<b>5703</b>	<b>7601</b>	<b>8177</b>	<b>8783</b>
物业、设备与器材	36	43	43	45
无形资产	4501	5998	6444	6891
以权益法入账的投资	342	411	471	531
联营公司可赎回股份投资	267	267	267	267
衍生金融资产	38	38	38	38
递延所得税资产	20	76	76	76
预付款项	23	291	361	459
长期银行存款	451	451	451	451
其它投资	25	25	25	25
<b>资产总计</b>	<b>15137</b>	<b>21308</b>	<b>23611</b>	<b>26587</b>
<b>流动负债</b>	<b>1764</b>	<b>5168</b>	<b>6046</b>	<b>7370</b>
应付账款	657	1079	1246	1607
其它应付款及应计费用	720	2197	2267	2650
递延收入	353	353	353	353
即期所得税负债	35	54	54	54
<b>非流动负债</b>	<b>710</b>	<b>927</b>	<b>927</b>	<b>927</b>
借款	475	680	680	680
递延所得税负债	194	194	194	194
递延收入	42	53	53	53
<b>负债合计</b>	<b>2475</b>	<b>6095</b>	<b>6972</b>	<b>8297</b>
股本	1	1	1	1
受限制股份单位计划所持股份	0	0	0	0
股份溢价	12143	12363	12363	12363
其他储备	309	417	417	417
保留盈利	168	2408	3842	5502
少数股东权益	42	25	16	7
<b>股东权益合计</b>	<b>12663</b>	<b>15213</b>	<b>16638</b>	<b>18290</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>15137</b>	<b>21308</b>	<b>23611</b>	<b>26587</b>

现金流量表				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动提供的现金	964	811	530	941
已付所得税	-78	-152	-392	-482
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>886</b>	<b>659</b>	<b>138</b>	<b>459</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-433</b>	<b>-184</b>	<b>-178</b>	<b>-178</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>6725</b>	<b>-808</b>	<b>-4</b>	<b>-97</b>
现金净变动	7502	7109	7065	7250
现金的期初余额	405	7502	7109	7065
现金的期末余额	7502	7109	7065	7250

利润表				
单位: 百万元人民币				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>4095</b>	<b>4660</b>	<b>8869</b>	<b>10785</b>
营业成本	-2020	-2253	-4397	-5442
<b>毛利</b>	<b>2075</b>	<b>2407</b>	<b>4472</b>	<b>5343</b>
销售及营销开支	-965	-1140	-1774	-2137
一般及行政开支	-710	-746	-1034	-1214
其它收入净额	111	195	112	131
<b>经营盈利</b>	<b>511</b>	<b>716</b>	<b>1775</b>	<b>2122</b>
财务成本	-35	-21	-147	-180
财务收入	104	140	130	132
以权益法入账的投资收益	66	61	60	60
<b>除税前溢利</b>	<b>646</b>	<b>896</b>	<b>1818</b>	<b>2134</b>
所得税	-83	-152	-392	-482
年内盈利	563	744	1425	1652
少数股东损益	7	-2	-9	-9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>556</b>	<b>746</b>	<b>1434</b>	<b>1661</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.61</b>	<b>0.72</b>	<b>1.37</b>	<b>1.57</b>

主要财务比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	60%	14%	90%	22%
营业利润增长率	1433%	40%	148%	20%
净利润增长率	1711%	34%	93%	16%
<b>盈利能力 (%)</b>				
营业利润率	12.5%	15.4%	20.0%	19.7%
净利率	13.6%	16.0%	16.2%	15.4%
ROE	4.4%	4.9%	8.6%	9.1%
<b>偿债能力 (%)</b>				
资产负债率	16.3%	28.6%	29.5%	31.2%
流动比率	5.35	2.65	2.55	2.42
速动比率	4.68	1.79	1.58	1.42
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.27	0.22	0.38	0.41
应收帐款周转率	6.25	6.25	3.24	3.85
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.72	1.37	1.57
每股经营现金	0.98	0.64	0.13	0.43
每股净资产	13.97	14.77	15.92	17.25
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	50.4	42.7	22.5	19.8
PB	2.2	2.1	1.9	1.8

# 海外公司深度研究报告

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、旋蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司和朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司和天美（控股）有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。