

阅文集团 (0772) \ 港股行业

——数字阅读领跑者，构建内容新生态

投资要点：

➤ 数字阅读行业保持增长，免费阅读和付费阅读双驱动。

2019年，中国网络文学市场规模达到195.1亿元，同比增长27.1%，根据艾瑞咨询预测，2019-2021年市场规模年复合增速达到20%。数字阅读行业在付费阅读和免费阅读的双推动下增长。付费阅读的增长动力来自四个方面，消费群体的代际演进推动付费意愿增强；内容供给增加，增强用户吸引力并扩大付费市场规模；版权保护力度加强，版权意识提升；支付的便捷性和智能推荐技术提升为移动内容付费提供了支持。同时，免费阅读带来增量用户和广告收入变现，免费阅读用户增速高，但与付费阅读用户重合度低。免费阅读引进了部分新增用户后，一部分用户会出于阅读质量更高的追求转向付费阅读，进而扩大付费阅读用户规模

➤ 优质IP具备稀缺性，随着泛娱乐市场增长，IP运营价值将进一步提升。

优质IP具备稀缺性，网络文学已经成为IP重要的发源地，IP可向图书出版、音频、视频、知识付费、动漫影视、游戏、旅游、文创周边等产业延展，可延展至数万亿规模市场。

➤ 公司竞争优势：新管理层上任，有望加码内容生态构建；作品数和作家数行业最多；渠道流量优势明显，依托庞大IP库及腾讯生态系统，公司IP运营空间大。

2020年4月27日，公司公告程武先生为公司执行董事、首席执行官，侯晓楠先生为执行董事、公司总裁，未来公司有望依托于腾讯的社交和内容平台资源，搭建起强大的衍生品开发能力，充分放大IP价值。阅文集团是中国数字阅读行业龙头公司，在中国网络文学市场中是用户基础最大、作家群体最多、内容库最全面的公司。公司的读者、作家、内容和版权运营形成良性生态。公司的渠道主要分为：自有平台产品、腾讯产品自营渠道和第三方平台三类，渠道流量优势明显，2020H1公司MAU达2.334亿，领先行业。

➤ 盈利预测与估值：

预计公司2020-2022年归母净利润分别为-26.87亿、12.20亿和17.29亿，2021-2022年对应PE分别42x和30x。从单用户估值来看，公司的单用户估值为207元/MAU，与哔哩哔哩、腾讯音乐、Spotify等相比仍有提升空间。我们认为数字阅读行业空间较大，行业集中度有望逐步提升，给予推荐评级。

➤ 风险提示

行业政策发生重大变化的风险；行业竞争加剧的风险。

投资建议：

推荐

上次建议：

推荐

当前价格：

57.6 港币

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1016/1016
流通A股市值（亿港元）	585
每股净资产（元）	16.18
资产负债率（%）	23.43%
一年内最高/最低（元）	62.90/25.60

一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

1、《阅文集团 (0772) \ 港股行业行业》

《在线阅读收入增速短期放缓，版权运营增速高》

2018.08.17

2、《阅文集团 (0772) \ 港股行业行业》

《数字阅读龙头，文学创作未来》

2018.07.18

正文目录

1.	阅文集团：处于高速增长期的数字阅读龙头公司	4
1.1.	数字阅读行业龙头公司	4
1.2.	业绩保持高速增长	5
2.	公司内容版权业内最丰富，渠道流量优势明显，龙头地位稳固	8
2.1.	新管理层上任，有望加码内容生态构建	8
2.2.	作品数和作家数行业最多，护城河深	8
2.3.	渠道流量优势明显	10
2.4.	依托庞大 IP 库及腾讯生态系统，公司 IP 运营空间大	11
2.5.	收购新丽传媒，加码版权运营布局	13
3.	数字阅读行业保持增长，免费阅读和付费阅读双驱动	16
3.1.	数字阅读商业模式主要依靠用户付费、版权增值和广告收入	16
3.2.	数字阅读渗透率提升，用户规模稳健增长	16
4.	内容付费：付费意愿+内容供给+版权加强+支付便利推动内容付费发展	19
4.1.	代际演进推动付费意愿增强	20
4.2.	内容供给增加，增加用户吸引力并扩大付费市场规模	21
4.3.	版权保护力度加强，版权意识提升	21
4.4.	支付的便捷性和智能推荐技术提升为移动内容付费提供了支持	23
5.	免费阅读带来增量用户和广告收入变现	24
5.1.	免费阅读用户规模发展快	24
5.2.	免费阅读用户与付费阅读用户重合度低	25
6.	优质 IP 具备稀缺性，随着泛娱乐市场增长，IP 运营价值将进一步提升	26
7.	盈利预测与估值	29
8.	风险提示	31

图表目录

图表 1：公司主要业务发展里程碑概要	4
图表 2：阅文集团旗下品牌	4
图表 3：阅文集团收入情况	5
图表 4：2016-2019 年阅文集团收入结构	5
图表 5：阅文集团 2016-2020H1 年 MAU、付费率和 ARPU 值	6
图表 6：阅文集团毛利率情况	6
图表 7：2019-2020H1 年阅文集团成本结构	6
图表 8：阅文集团归母净利润情况	7
图表 9：阅文集团净利率	7
图表 10：阅文集团销售费用率和管理费用率	7
图表 11：阅文集团经营活动产生的现金流量净额	8
图表 12：阅文集团期末现金及现金等价物	8
图表 13：公司作者数和作品数持续增长	9
图表 14：作品数各细分类别均在增长	9
图表 15：2016 年作品总数排名前五名	9
图表 16：2016 年作家总数排名前五名	9
图表 17：自有品牌文学产品	10
图表 18：腾讯产品自营渠道	11
图表 19：2016 年十大最高搜索率网络文学作品	12
图表 20：公司 IP 运营成绩	12

图表 21: 中国和美国 IP 改编成电影的票房情况	13
图表 22: 经典 IP 运营情况	13
图表 23: 新丽传媒电影代表作品	13
图表 24: 阅文集团收购新丽传媒支付款项	14
图表 25: 新丽传媒影视储备	14
图表 26: 获得电视剧制作许可证 (甲等) 数量	15
图表 27: 电视剧备案数量	15
图表 28: 2013-2020 中国手机网民规模及占比	17
图表 29: 2013-2019 中国规模以上互联网企业营收	17
图表 30: 中国移动互联网用户月度总使用时长	17
图表 31: 中国移动互联网用户人均单日使用时长	17
图表 32: 中国网络文学市场规模	17
图表 33: 成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率	18
图表 34: 数字阅读商业模式	18
图表 35: APP ANNIE2015 到 2018 年畅销榜 TOP100 非游戏应用	19
图表 36: 90 后 00 后存款金额	20
图表 37: 兴趣付费意愿	20
图表 38: 爱奇艺订阅用户数 (亿人)	21
图表 39: 爱奇艺付费率	21
图表 40: 中国网络文学作者数量及增长率	21
图表 41: 2019 年中国网络文学作者年龄构成	21
图表 42: 中国 PC 端网络文学盗版损失规模测算	22
图表 43: 中国移动端网络文学盗版损失规模测算	22
图表 44: 中国网络文学用户看正/盗版内容频率变化	22
图表 45: 中国网络文学用户对盗版内容的评价	22
图表 46: 版权保护政策	23
图表 47: 2018-2019 年第三方移动支付行业渗透率	23
图表 48: 免费模式的 APP 数量 (MAU>300)	24
图表 49: 在线阅读行业付费及免费模式数量分布	24
图表 50: 2020 年免费阅读 APP 月均下载量	25
图表 51: 中国在线视频市场收入规模增长趋势	27
图表 52: 中国短视频市场收入规模增长趋势	27
图表 53: 中国网络动漫行业规模	27
图表 54: 中国电影行业规模	27
图表 55: 中国网络音频行业用户规模	28
图表 56: 中国移动游戏行业规模	28
图表 57: 阅文集团业务分拆	29
图表 58: 行业估值对比	30
图表 60: 利润表预测	30

1. 阅文集团：处于高速增长期的数字阅读龙头公司

1.1. 数字阅读行业龙头公司

阅文集团是国内引领行业的正版数字阅读平台和文学 IP 培育平台，旗下囊括 QQ 阅读、起点中文网、新丽传媒等业界知名品牌，拥有 780 万名创作者，1170 万部作品储备，覆盖 200 多种内容品类，触达数亿用户，已成功输出《鬼吹灯》《盗墓笔记》《琅琊榜》《全职高手》《扶摇皇后》《将夜》等大量优秀网文 IP，改编为影视、动漫、游戏等多业态产品。

图表 1：公司主要业务发展里程碑概要

年度	事件
2002 年	网络文学市场的开拓者起点中文网成立
2004 年	推出读书频道 (Book.qq.com) (即 QQ 阅读的前身)
2009 年	Cloudary 收购起点中文网
2013 年	在开曼群岛注册成立为获豁免有限责任公司
2014 年	收购 Cloudary 及相关业务
2015 年	公布“全民阅读战略”并推出具有全新内容及功能的最新一代 QQ 阅读产品
2016 年	与《福布斯杂志》共同推出“中国原创文学风云榜”，成为中国网络文学作品、作家及改编娱乐作品的权威排行榜
2017 年	阅文集团海外门户起点国际 (Webnovel) 正式上线，成为中国网络文学海外传播的第一个官方平台； 阅文集团于香港联合交易所正式挂牌上市。
2018 年	阅文集团旗下女性阅读旗舰品牌“红袖读书”上线； 阅文集团正式收购新丽传媒，进一步完善 IP 业务结构，将内容实力向下游延展； 阅文集团发布有声阅读品牌“阅文听书”
2019 年	阅文集团携手微软 (亚洲) 互联网工程院开启 AI 赋能网络文学“IP 唤醒计划”， 基于阅文旗下 100 部小说原著和主人公 IP，赋予全新的可交互“生命”； 阅文集团和迪士尼中国宣布双方就“星球大战”品牌开启内容合作，共同创作推出首部星战中文网络文学
2020 年	吴文辉等创始管理层荣退，程武任 CEO

来源：公司公告 国联证券研究所

公司涵盖多个平台。公司自有平台涵盖起点中文网、红袖添香、创世中文网等顶尖网络文学平台；腾讯自营渠道包括手 Q、QQ 浏览器、腾讯新闻、微信阅读；覆盖第三方平台，如百度、搜狗、京东、小米多看、中国移动等，向数亿用户分销优质网络内容。2017 年，来自阅文集团自有产品和腾讯产品上的自营渠道的平均月度活跃用户数达 1.91 亿。

图表 2：阅文集团旗下品牌



来源：公司官网 国联证券研究所

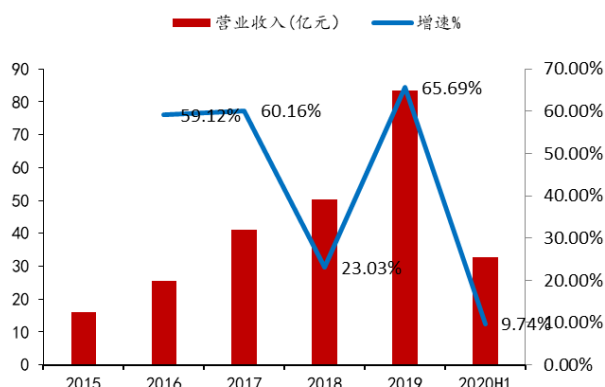
1.2. 业绩保持高速增长

阅文集团收入保持高速增长，14-19 年营业收入 CAGR 达到 78%。2014 年，阅公司营业收入 4.66 亿元，而到 2019 年公司实现营业收入 83.48 亿元，14-19 年营业收入 CAGR 达到 78%。19 年营收同比增长 60.69%。

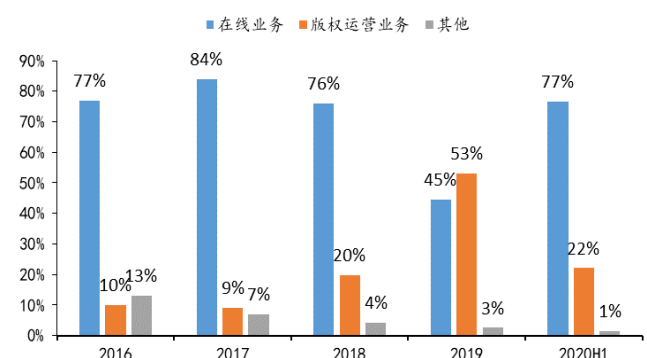
2020 年上半年，在线业务收入实现高速增长，版权运营业务受疫情影响下滑。2020H1 公司实现营业收入 32.6 亿元，同比增长 9.7%，其中在线业务收入高速增长，同比增长 50.1%至 24.95 亿元。版权运营及其他业务收入同比减少 41.5%至 7.19 亿元，主要由于疫情导致电视剧和电影业务制作项目延期，新丽传媒收入减少。

从收入拆分来看，在线业务和版权运营收入是最主要的收入来源，2019 年分别占比 44.5%和 53.0%，2020 年上半年占比分别为 76.5%和 22.1%。

图表 3：阅文集团收入情况



图表 4：2016-2019 年阅文集团收入结构



来源：公司公告 国联证券研究所

来源：公司公告 国联证券研究所

公司在线业务收入增长主要关注用户数、付费率以及 ARPU 值的提升。2020H1 阅文集团公司平台及自营渠道的平均月活跃用户数为 2.334 亿，同比增长 7.5%，增速较 2019 年提升。

用户分拆来看，公司自有平台产品的月活跃用户数 2020 年上半年达到 1.34 亿人，同比增长 16.1%，腾讯产品自营渠道月活跃用户数略降，2020 上半年为 0.99 亿人，同比减少 2.3%。

2020H1 公司平台及自营渠道平均月付费用户 10.6 百万，同比增长 9.3%，扭转了自 2018 年以来付费用户下滑的趋势，我们认为免费阅读对付费阅读的冲击已经缓解，2018 年和 2019 年公司平台及自营渠道平均月付费用户分别下滑了 2.7% 和 9.3%。付费比率 2020H1 为 4.5%，与 2019 年持平。

2020H1 每名付费用户平均每月收入为 34.1 元，同比增长 51.6%，主要由于 2020 年上半年公司加强了内容的深度运营，优化了推广的体系以及扩张了内容分发的渠道。

图表 5：阅文集团 2016-2020H1 年 MAU、付费率和 ARPU 值

	2020H1	2019	2018	2017	2016
公司平台及自营渠道的平均月活跃用户	233.4 百万	219.7 百万	213.5 百万	191.5 百万	169.9 百万
公司平台及自营渠道的平均月付费用户	10.6 百万	9.8 百万	10.8 百万	11.1 百万	8.3 百万
付费比率	4.5%	4.5%	5.1%	5.8%	4.9%
每名付费用户平均每月收入	34.1 元	25.3 元	24.1 元	22.3 元	17.4 元

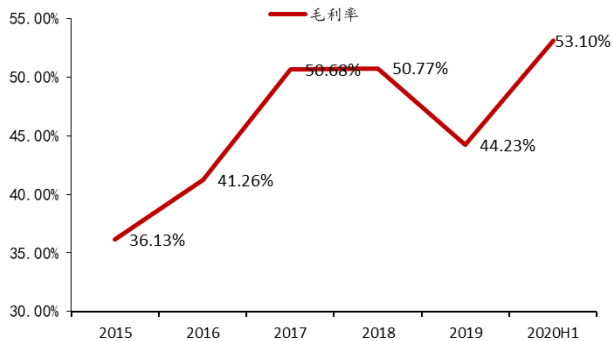
来源：公司公告 国联证券研究所

阅文集团毛利率具备向上趋势。公司毛利率由 2014 年的 43.38% 提升至 2018 年的 50.77%，2019 年收购新丽传媒后，业务结构有所变化，毛利率降至 44.23%，2020H1 毛利率回升至 53.1%，主要由于 2020H1 毛利率较高的在线业务收入占比提升。若从在线阅读业务看，2019 年毛利率较从 2018 年的 55.6% 提升至 56.9%。

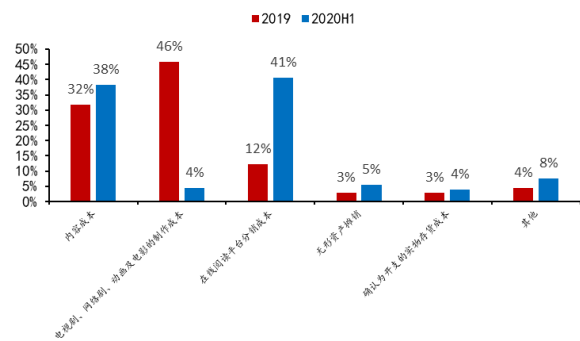
成本结构中，2020H1 在线阅读平台分销成本和内容成本占比最高，在总成本比重达到 79%，电视剧、网络剧、动画及电影的制作成本由于受疫情影响，项目延期，占比下降。平台分销成本的占比提升主要是线阅读渠道以及自营在线游戏扩张收入增长。

图表 6：阅文集团毛利率情况

图表 7：2019-2020H1 年阅文集团成本结构



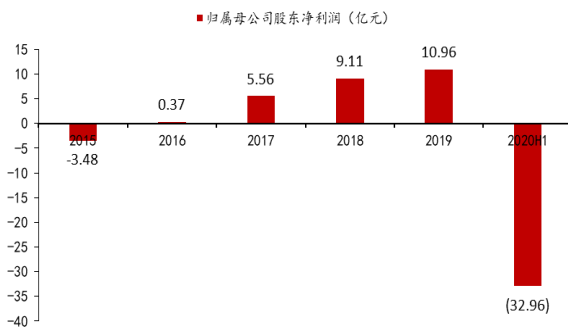
来源：公司公告 国联证券研究所



来源：公司公告 国联证券研究所

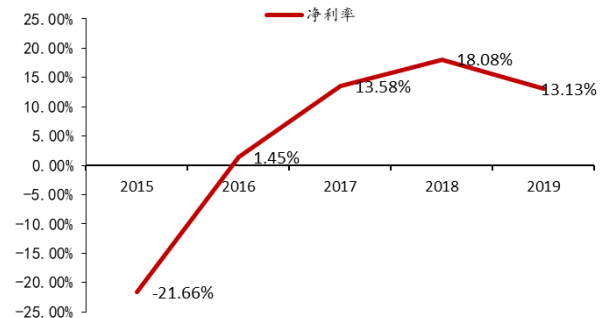
公司 2017-2019 年归母净利润年复合增速为 40%。2020H1 公司归母净利润亏损 32.96 亿元，主要由于公司收购新丽传媒的商誉和商标权减值拨备分别为 40.16 亿元和 3.90 亿元。从净利率来看，2017-2019 年净利率均在 13%以上。

图表 8：阅文集团归母净利润情况



来源：公司公告 国联证券研究所

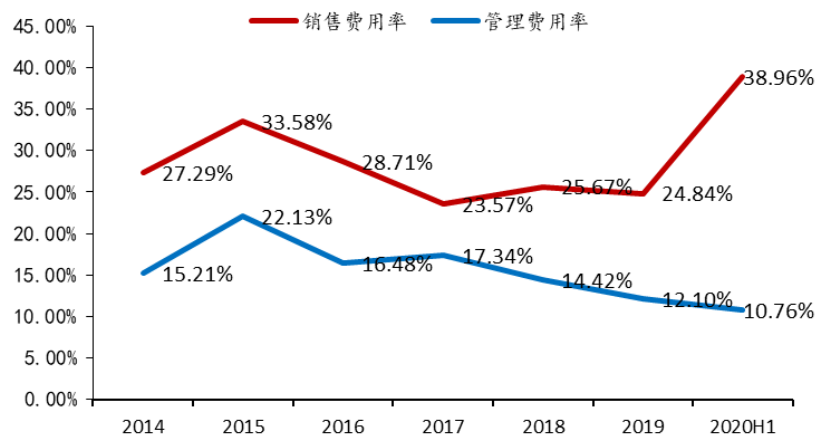
图表 9：阅文集团净利率



来源：公司公告 国联证券研究所

销售费用率提升和管理费用率持续下降。2020H1 年公司销售费用率为 38.96%，较 2019H1 年 32.9%有较大提升，管理费用率为 10.76%，较 2019H1 管理费用率 15.9%下降。我们认为当前行业免费阅读 APP 广告投放大，公司面对免费阅读的竞争也加大了推广力度。

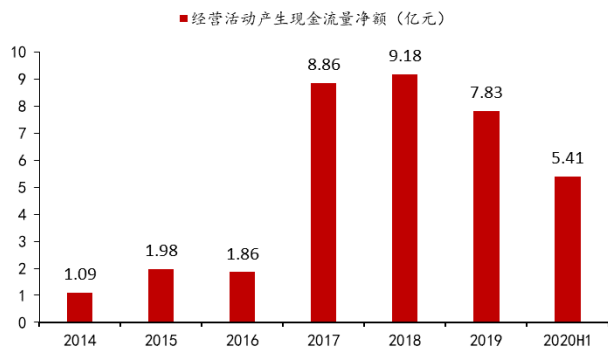
图表 10：阅文集团销售费用率和管理费用率



来源：公司公告 国联证券研究所

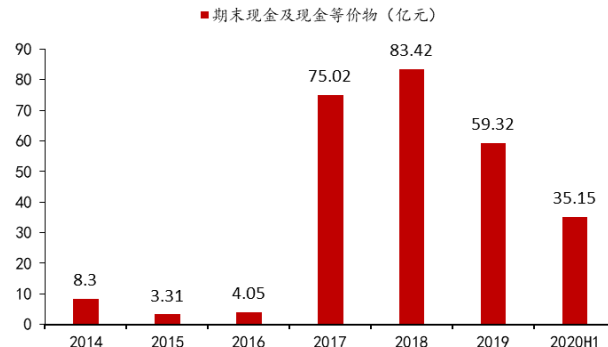
由于公司商业模式主要采取和作家分成模式，前期内容采购少，现金流好。2018 年经营活动产生的现金流量净额为 9.18 亿，收购新丽传媒后影视剧前期需要资金投入，公司经营活动产生的现金流量净额有所下降，2020H1 经营活动产生现金流量净额为 5.41 亿。

图表 11：阅文集团经营活动产生的现金流量净额



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 12：阅文集团期末现金及现金等价物



来源：公司公告 国联证券研究所

2. 公司内容版权业内最丰富，渠道流量优势明显，龙头地位稳固

2.1. 新管理层上任，有望加码内容生态构建

2020 年 4 月 27 日，公司公告程武先生已获委任为公司执行董事、首席执行官，侯晓楠先生已获委任为执行董事、公司总裁。

程武先生自 2013 年 3 月起一直担任腾讯的副总裁及自 2015 年 9 月起一直担任腾讯影业的首席执行官。负责腾讯影业、腾讯动漫及腾讯电竞的战略规划及日常经营。此外，腾讯市场及公关部的管理。

侯晓楠先生自 2018 年 11 月起一直担任腾讯平台与内容事业群副总裁，现担任腾讯的多个管理职务，包括腾讯开放平台、腾讯应用宝、腾讯众创空间、青藤大学及腾讯内容开放平台。在产品策划运营、业务模式创新、资源整合及生态合作方面拥有广泛而深入的管理经验。

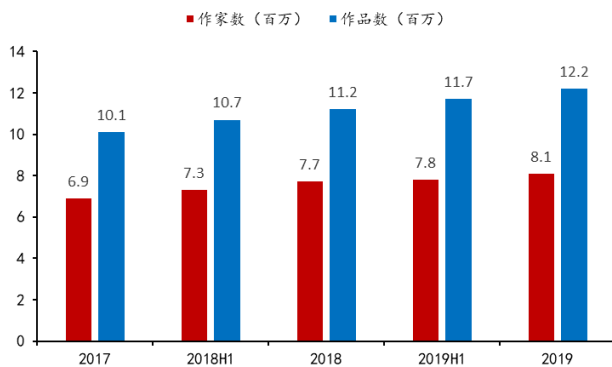
我们认为新管理层上任后，有望整合公司内容资源，加强与腾讯影业、腾讯动漫、腾讯电竞等领域的合作，提升版权运营空间。依托于腾讯的社交和内容平台资源，未来新文创还可以搭建起强大的衍生品开发能力，充分放大 IP 的社会价值，文化价值及商业价值。

在 2020 年 9 月 4 日开幕的第四届中国“网络文学+”大会上，阅文集团首度联动腾讯影业、腾讯动漫、腾讯游戏等共同参展，也展现了构建新文学生态的战略和决心。

2.2. 作品数和作家数行业最多，护城河深

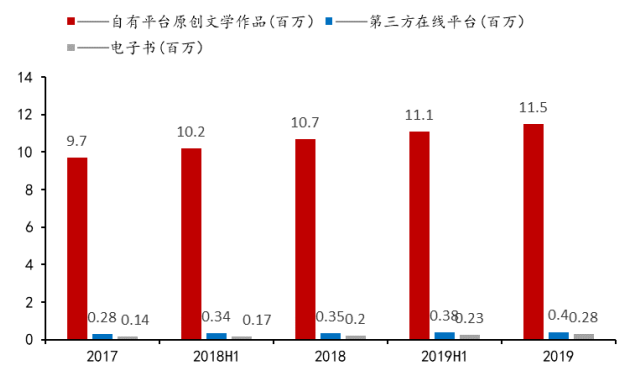
公司作家数和作品数近年来持续提升，内容护城河不断提升。2017-2019 年公司作家数从 690 万增长至 810 万，作品数从 1010 万增长至 1220 万。在作品数各细分类别的数量均在提升。自有平台原创文学作品数量从 2017 年的 970 万增长至 2019 年的 1150 万，第三方在线平台贡献的作品数量从 2017 年的 28 万增长至 2019 年的 40 万，电子书作品数从 2017 年的 14 万增长至 2019 年的 28 万。

图表 13：公司作者数和作品数持续增长



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 14：作品数各细分类别均在增长



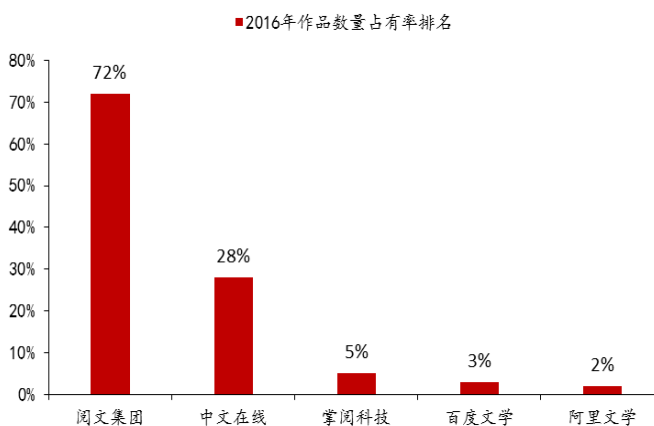
来源：公司公告 国联证券研究所

公司作品数和作家数行业份额第一，领先优势突出。

按照 2016 年作品总数排名，阅文集团、中文在线、掌阅科技、百度文学及阿里文学占据前 5 名，占作品总数的份额分别为 72%、28%、5%、3%、2%。

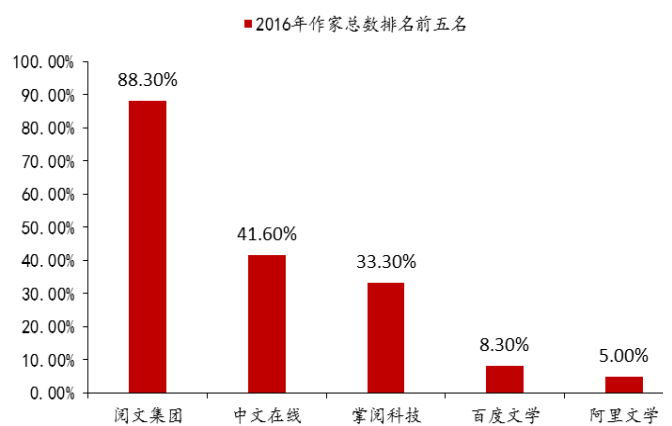
按照 2016 年作家总数排名，阅文集团、中文在线、掌阅科技、百度文学及阿里文学占据前 5 名，占作家总数的份额分别为 88.3%、41.6%、33.3%、8.3%及 5%（按相关平台作家数目占中国网络文学作家总数的百分比计）。

图表 15：2016 年作品总数排名前五名



来源：Frost&Sullivan 公司公告 国联证券研究所

图表 16：2016 年作家总数排名前五名



来源：Frost&Sullivan 公司公告 国联证券研究所

公司能够系统地吸引、培育并推广新作家，现有作家是公司业务和未来增长的核心。公司采用定制化的方案与作家合作，努力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、线上编辑互动、微信公众号专题讲解等开展作家培育。同时，公司为核心作家提供有针对性的营销支援，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作家曝光率，帮助作家塑造个人品牌。

2.3. 渠道流量优势明显

公司的渠道主要分为：自有平台产品、腾讯产品自营渠道和第三方平台三类。

自有平台产品：

图表 17：自有品牌文学产品

名称	形式	摘要
QQ 阅读	手机应用程序	综合产品优质内容的一站式商店
起点中文网	手机应用程序、WAP 及网站	主要吸引各年龄群体的男性读者 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	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	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	迎合各年龄群体的女性读者 因现代言情、玄幻言情及古代言情小说而出名 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	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	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	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》
言情小说吧	手机应用程序、WAP 及网站	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》

来源：公司公告 国联证券研究所

腾讯产品自营渠道。

公司的控股股东及战略合作伙伴腾讯是国内最大的互联网平台公司之一，公司拥有独一无二的地位，能够取得大量广受欢迎的腾讯产品渠道，除了提供内容，公司通常向进入腾讯产品自营渠道的读者提供各种阅读工具及功能，相关腾讯产品的用户可直接通过这些腾讯产品付费阅读公司提供的文学内容。

目前公司已经与腾讯渠道的合作涉及手机 QQ、QQ 浏览器、微信读书、腾讯新闻、

腾讯视频和腾讯游戏等产品。

截至 2017 年底，公司已根据网络平台合作框架协议与包括手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻及微信读书在内的平台进行交易，平均收入分成比例为 25.1%。

图表 18：腾讯产品自营渠道

渠道	简介
手机 QQ	手机 QQ 是中国最广泛使用的手机通讯应用程序。 在手机 QQ 的功能选项卡中，公司是阅读渠道的独家内容提供商。 手机 QQ 阅读渠道提供一套与 QQ 阅读类似的功能。 除 QQ 阅读提供的工具外，手机 QQ 的阅读渠道还提供增强版的社交网络功能，例如手机 QQ 的好友活跃度的排名。
QQ 浏览器	按照 Frost&Sullivan 报告排名，QQ 浏览器是中国领先的手机浏览器（按月活跃用户计）。 QQ 浏览器在界面中心设有导航栏，公司仅仅向导航栏中的小说渠道提供内容。
腾讯新闻	按照 Frost&Sullivan 报告排名，腾讯新闻是中国领先的互联网新闻媒体平台（按用户渗透计）。 腾讯新闻的主要内容显示界面是以兴趣、位置及媒体格式为基础的渠道进行组织。 基于兴趣的渠道是阅读渠道，对此公司是独家的内容供应商。 腾讯新闻读者可以自定义主要内容显示界面，并将阅读添加到默认选项卡。 阅读渠道为书架、图书馆和搜索工具提供单独的页面。
微信读书	微信读书是一个利用微信社交网络能力的网络文学手机应用程序，微信是中国领先的社交网络及手机通讯应用程序。 微信读书是网络文学内容分发商，并无拥有任何网络文学作品，故不会与公司进行竞争。 公司是微信读书的独家内容提供商。 微信读书的主要特点是读者可密切关注微信好友的阅读活动及发布的内容。 微信读书内置增强的社交网络工具，如私信及赠书，来推动社群互动。
腾讯视频	腾讯视频是中国领先的在线视频媒体平台，全平台日均覆盖人数超过 2 亿。截至 2019 年 12 月 31 日，腾讯视频付费会员数突破 1 亿。
腾讯游戏	腾讯游戏是国内规模最大的游戏研发和发行平台，面向中国和海外市场陆续推出了 480 款产品，服务来自 200 多个国家和地区的超过 8 亿用户。

来源：公司公告 公司官网 国联证券研究所

一方面，公司拥有自身平台生成的所有用户数据，另一方面公司也可以取得腾讯产品上公司自营渠道所生成的相关数据。公司后端技术平台与相关自营渠道的后端技术平台相连。这种相连有助于公司实时掌握用户活动产生的用户行为数据，以及在这些自营渠道上的内容消费。

第三方平台。

除自有平台产品和腾讯产品自营渠道以外，公司还积极拓展移动互联网的分销渠道。目前，公司已经和应用商店、手机制造商、百度等第三方流量平台建立了合作关系。

2.4. 依托庞大 IP 库及腾讯生态系统，公司 IP 运营空间大

公司 IP 运营是基于公司庞大的内容库，以及较高的内容影响力。截至 2019 年底，公司已经有 1220 万部作品，其中包括公司自有平台的 1150 万部原创文学作品，

来自第三方在线平台的 40 万部作品以及 28 万部电子书。同时，由于公司能够吸引优秀作家并拥有最大的在线阅读用户群体，内容的影响力大。

根据 2020 年 2 月的百度搜索排名，前 30 部网络文学作品中，有 25 部出自公司平台，占比 83.3%。

截至 2019 年，公司有 45 部文学作品及 27 名作家获得了国家新闻出版广电总局和中国作家协会以及其下属省市部门和单位的荣誉及奖项。

公司 Z 世代作家目前占公司白金及大神作家数量的 25%，也为公司带来了创新。例如，《诡秘公主》的作家创新地结合戏剧及游戏元素，以新奇的方式讲述他的故事。

图表 19：2016 年十大最高搜索率网络文学作品

排名	作品	公司平台	排名	作品	公司平台
1	大主宰	✓	6	择天记	✓
2	完美世界	✓	7	一念永恒	✓
3	雪鹰领主	✓	8	玄界之门	✓
4	龙王传说	✓	9	超品相师	✓
5	武炼巅峰	✓	10	永夜君王	×

来源：公司招股书 国联证券研究所

2016 年，按占改编为主要国产娱乐产品的网络文学作品的份额计，公司排名第一。

图表 20：公司 IP 运营成绩

类别	市场份额
票房成绩 TOP20 国产改编电影	65%
收视率 TOP20 国产改编电视剧	75%
观看量 TOP20 国产改编网络剧	70%
累计下载量 TOP20 国产改编网络游戏	75%
百度搜索排名 TOP20 国产改编动漫作品	80%

来源：公司公告 国联证券研究所

2019 年，公司推出了多个 IP 运营成功案例。如改编自公司人气小说之一的剧集《庆余年》在 2019 年百度和今日头条的电视剧及网络剧搜索指数中均位列榜首，并推动该小说在完结 10 余年后重登阅文平台畅销榜榜首，充分显示出衍生作品反哺原创文学作品的良性循环。公司推出的优质动画《斗破苍穹》第三季及其特别篇 2 播放量达 13 亿次，另动画的累计播放量突破 54 亿。

同时，公司基于股东及战略合作伙伴腾讯完善的泛娱乐生态体系，有望更全面进行 IP 运营。腾讯娱乐业务体系中，包括腾讯游戏、腾讯影业、腾讯动漫、腾讯电竞、QQ 音乐、腾讯视频、企鹅影视等。

我国 IP 运营与美国相比，仍有较大提升空间。2016 年美国出品的由文学/动漫作品改编成电影的 2016 年国内总票房为 38 亿美元，占美国国内电影前 50 名国内总

票房的占比为 45.6%，中国出品的由文学/动漫作品改编成电影的 2016 年国内总票房为 11 亿美元，占中国国内电影前 50 名国内总票房的占比为 33.8%。同时，美国 IP 的改编形式多样，商业价值大。如《哈利波特》通过改编为线下出版、电影、DVD 及有线电视播放权、网络游戏、主题公园、其他衍生产品等，改编总商业价值逾 70 亿美元。

图表 21：中国和美国 IP 改编成电影的票房情况

	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%

来源：Frost&Sullivan 招股书 国联证券研究所

图表 22：经典 IP 运营情况

	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

来源：Frost&Sullivan 招股书 国联证券研究所

2.5. 收购新丽传媒，加码版权运营布局

2.5.1 新丽传媒，精品影视剧制作翘楚

新丽传媒集团有限公司成立于 2006 年，是一家集电视剧、电影、网络剧制作以及全球节目发行、娱乐营销和艺人经纪为一体的专业综合性影视机构。拥有一支素质精良的专业化队伍，具有丰富的影视行业经验，拥有一流的策划、管理、经营运作人才和资深制作人、编剧、导演、演员等丰富的人力资源，与中央电视台及全国各省市电视台等国内主流媒体保持良好的业务合作关系。并与日本、韩国等海外电视台拥有长期合作关系。

新丽传媒虽成立时间不长，但已经迅速发展为业内领先的精品剧制作机构并在中国市场的市场从业者中建立起品牌形象。在 2015-2017 年间播出十部电视剧和一部网络剧，包括《我的前半生》、《白鹿原》、《风筝》、《女医明妃传》、及《余罪》等。在 2015-2017 年参与包括《悟空传》、《情圣》、《羞羞的铁拳》及《夏洛特烦恼》在内的九部电影制作。

图表 23：新丽传媒电影代表作品

	代表电影作品	票房（亿）	上映年份	评分
1	我和我的祖国	32	2019	9.7
2	西虹市首富	25	2018	9.2
3	羞羞的铁拳	22	2017	9.1
4	夏洛特烦恼	14	2015（2020 重映）	9.3

5	煎饼侠	12	2015	8.5
6	悟空传	7	2017	7.6
7	情圣	7	2016	8.6
8	来电狂响	6	2018	8.6
9	李茶的姑妈	6	2018	7.9
10	妖猫传	5	2017	7.5
11	诛仙	4	2019	7.6
12	道士下山	4	2015	6.6
13	火锅英雄	4	2016	8.3
14	失恋 33 天	3	2011	8.2
15	101 次求婚	2	2013	7.5
16	一吻定情	2	2019	8.5
17	搜索	2	2012	8.1

来源：猫眼电影，国联证券研究所

阅文集团于 2018 年 10 月 31 日宣布正式完成收购新丽传媒 100% 股权。根据 8 月 13 日公告在获利计酬机制的规定下，收购事项的最大总代额为人民币 155 亿元。在 155 亿元总对价中，阅文集团将向腾讯支付的对价为 52.9 亿元以股份结算；新丽传媒管理层卖方则持股要价 102.1 亿元，以 50% 现金及 50% 代价股份结算并根据获利计酬机制下的延误支付表支付。倘若 2018-2020 年新丽传媒纯利低于 5 亿/7 亿/9 亿，则管理层的买方的代价要根据获利计酬机制调整。

图表 24：阅文集团收购新丽传媒支付款项

卖方	代价总值（人民币）	结算方式
腾讯	5,289,944,800	于完成时以 100% 代价股份结算
新丽传媒管理层卖方	10,210,055,200	以 50% 现金及 50% 代价股份结算

来源：国联证券研究所

公司通过收购新丽传媒将自身内容实力向下游延展释放其知识产权的变现潜力，获得更多改编过程中的控制权。也将从上游定额授权费转向更多的共同投资、收入分成模式提升其对文学内容改编的盈利机会，向承担内部制作角色改变。进一步加大版权运营收入比重以克服流量红利逐渐消失的困境，避免过度依赖付费阅读市场为。同样，阅文集团也将通过对于新丽新丽传媒的收购提升平台作家的价值定位，用变现能力的提升将进一步吸引、留存顶级作家资源，与此同时还可以扩大产品种类，丰富用户体验，扩大用户基础。

2019 年上映的 IP 改编电视剧《庆余年》的成功进一步证明了阅文集团 IP 运营的实力和新丽传媒的制作实力。该剧在 2019 年百度和今日头条电视剧及网络剧搜索指数中位列榜首，并再度掀起了读者对于原著小说的热情，推动该小说在完结十余年后重登阅文平台畅销榜榜首，收获了 350 万次推荐和 60 余万次打赏。

公司目前储备了多部电影和电视剧。包括《斗罗大陆》《狼殿下》《鹿鼎记》《流金岁月》等。

图表 25：新丽传媒影视储备

	名称	类型	导演	主演
电影	秘密访客	剧情、悬疑	陈正道	郭富城、段奕宏、张子枫、许玮甯、荣梓杉
	情圣 II	喜剧、爱情	宋晓飞、董旭	吴秀波、白百何、肖央
电视剧	狼殿下	古装、传奇	王为	王大陆、李沁、辛芷蕾、肖战
	渴望生活	都市、爱情	刘进	吴秀波、Angelababy、任重
	斗罗大陆（第一季）	古装	杨振宇	肖战、吴宣仪、李燊、刘美彤、刘润南
	鹿鼎记	古装、武侠、喜剧	马进	张一山、唐艺昕
	天龙八部	古装、武侠	于荣光	杨祐宁、文咏珊、白澍、张天阳、苏青、何泓姗
	雪中悍刀行	古代、武侠	宋晓飞	
	流金岁月	都市	沈严	

来源：国联证券研究所

2.5.2 疫情短期影响项目确认进度，中长期有望提升行业集中度

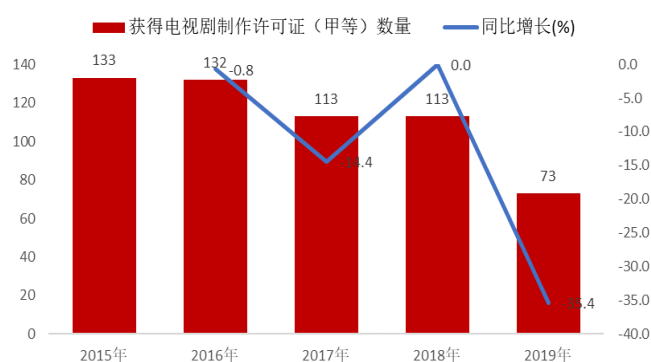
2020 年上半年新丽传媒收入部分受到疫情影响，项目制作和确认进度延后。截止 2020 年 6 月 30 止 6 个月，新丽传媒收入 1.3 亿元，净亏损 0.97 亿元。此外，阅文集团的版权运营业务收入由去年同期的 12.15 亿元下滑四成至 7.19 亿元，占总营收比例也从 40.9%降至 22.1%，主要因新丽传媒收入减少所致。

虽然影视项目受到疫情影响，但前期的剧本创作没有受到疫情影响，而后期制作也基本不受影响。所以我们认为现在疫情对新丽传媒的影响是短期的，长期是不会改变新丽的制作精品剧的能力。

同时，随着政策推动和制作门槛提升，影视制作的行业集中度在提升，疫情加速了该趋势。2018 年到 2019 年间获得电视剧制作许可证（甲等）的公司数量下降了 35%。精品化已经成为影视行业发展的趋势，行业优胜劣汰，门槛提升，但优质内容仍为稀缺资源。

从电视剧备案数来看，2020 年上半年广电总局电视剧备案数为 362，较 2019 年上半年下降 16%。

图表 26：获得电视剧制作许可证（甲等）数量



图表 27：电视剧备案数量



来源：广电总局，国联证券研究所

来源：广电总局，国联证券研究所

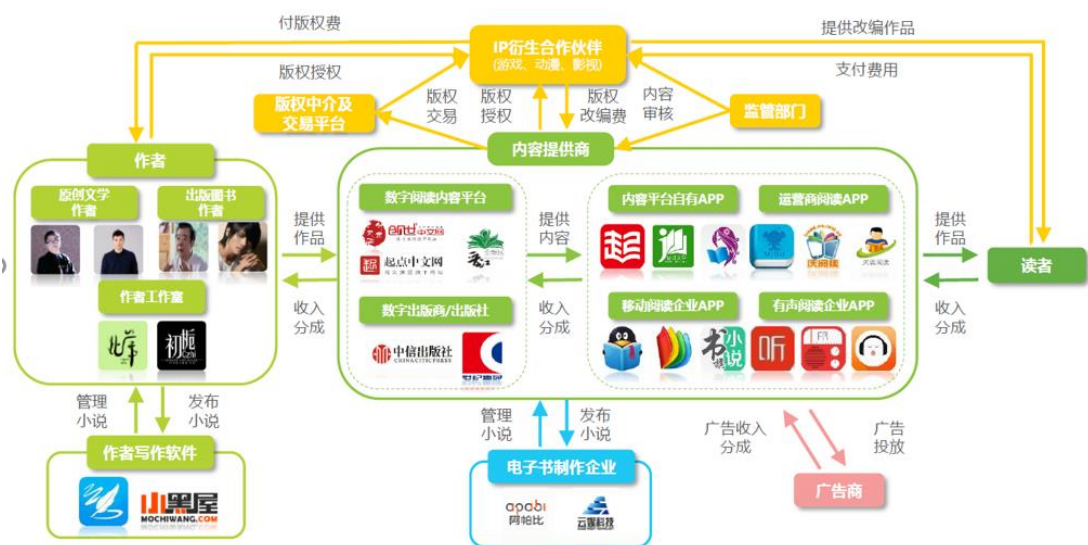
新丽传媒作为国内最大的电影和电视剧的制作发行机构之一，拥有制作精良的影视作品和优质的影视储备。根据新丽传媒影视储备数据可以发现新丽传媒启用大 IP+知名演员的策略，致力于将头部 IP 改编成电视和电视剧、强化以 IP 为中心的生态系统。以其对影视的深耕和敏感度，腾讯的发展渠道和阅文集团强大的 IP 背景，相信在未来相对于其他传媒公司可以带来更大的收入。

3. 数字阅读行业保持增长，免费阅读和付费阅读双驱动

3.1. 数字阅读商业模式主要依靠用户付费、版权增值和广告收入

数字阅读产业链包括内容提供方、内容平台、阅读渠道和读者，内容提供方包括网络文学作者和出版图书作者；内容平台包括网络文学内容平台和数字出版商等；阅读渠道包括网文平台、运营商阅读平台和移动阅读企业 APP。由于上游作家数量多而分散，龙头内容平台和阅读渠道相对上游作家相对强势，内容平台多采用和作家分成模式以及广告分成模式，不需要前期投入大量资本进行内容采购，数字阅读平台现金流较好。

图表 50：中国数字阅读行业产业链



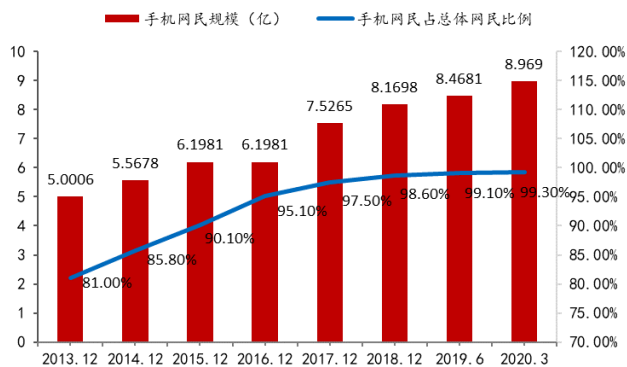
来源：艾瑞咨询 国联证券研究所

3.2. 数字阅读渗透率提升，用户规模稳健增长

近几年来，中国手机网民数量持续增长，占整体网民比例也在不断提升，国内移动互联网的普及率已经较高，为移动内容付费奠定了丰富的用户基础。根据 CNNIC 数据显示，中国手机网民数量在 20 年 3 月达到 9 亿，占整体网民比例达到 99.3%。

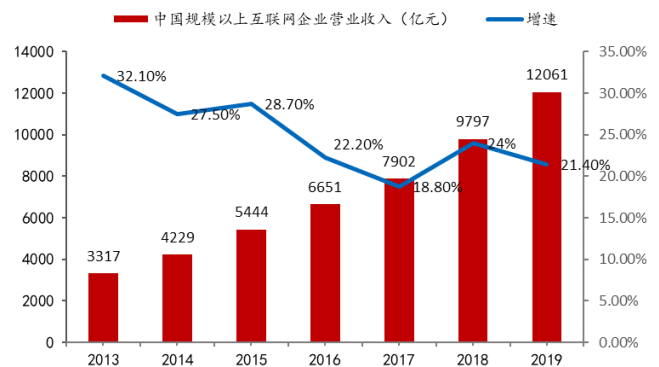
中国移动互联网市场规模也在持续较高速增长。2019 年中国规模以上互联网企业营业收入达到 12061 亿元，同比增长 21.4%。

图表 28: 2013-2020 中国手机网民规模及占比



来源: CNNIC 易观 国联证券研究所

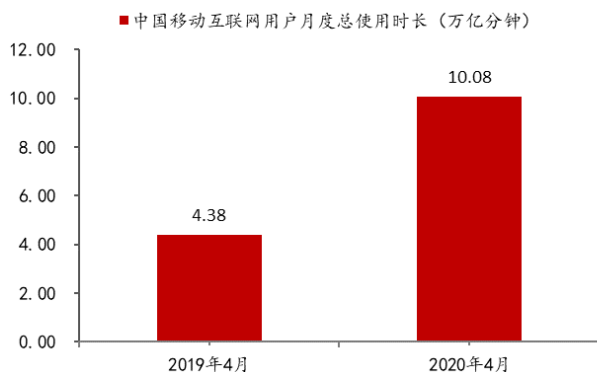
图表 29: 2013-2019 中国规模以上互联网企业营收



来源: CNNIC 易观 国联证券研究所

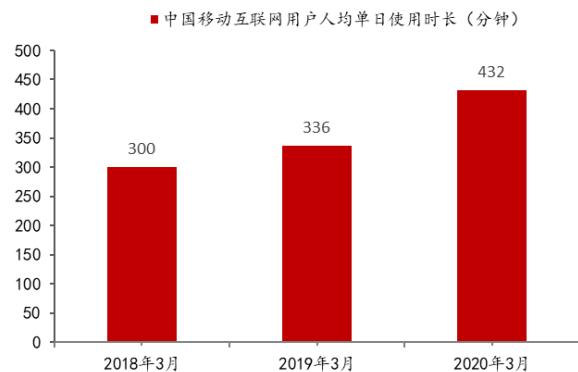
中国移动互联网用户月度总使用时长和用户人均单日使用时长均有增长, 用户对移动互联网的依赖程度进一步提高。根据 QuestMobile 统计, 中国移动互联网用户月度总使用时长从 2019 年 4 月的 4.38 万亿分钟增长到 2020 年 4 月的 10.08 万亿分钟, 同比增长 130%。中国移动互联网用户人均单日使用时长从 2018 年 3 月的 300 分钟增长到 2020 年 3 月的 432 分钟, 同比增长 44%。

图表 30: 中国移动互联网用户月度总使用时长



来源: QuestMobile 国联证券研究所

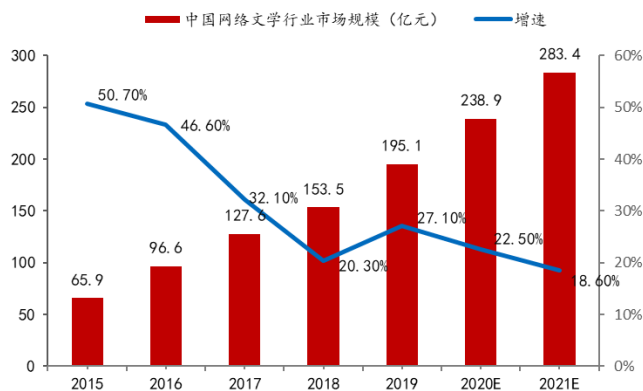
图表 31: 中国移动互联网用户人均单日使用时长



来源: QuestMobile 国联证券研究所

中国网络文学市场规模逐年增长。2019 年, 中国网络文学市场规模达到 195.1 亿元, 同比增长 27.1%, 根据艾瑞咨询预测, 2019-2021 年市场规模年复合增速达到 20%。

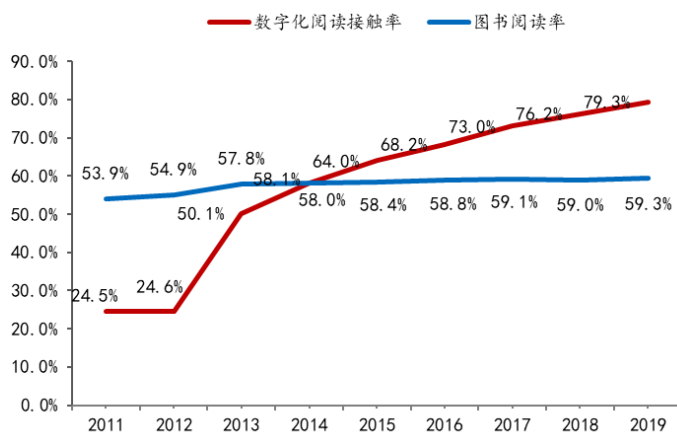
图表 32: 中国网络文学市场规模



来源：艾瑞咨询 国联证券研究所

我国数字化阅读接触率逐步提升，推动数字阅读行业规模稳步增长。随着我国互联网尤其是移动互联网的普及以及数字化硬件的渗透率提升，我国数字化阅读接触率近年来稳步提升，由2011年的24.5%提升至2019年的79.3%。

图表 33：成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率



来源：中国新闻出版研究院 国联证券研究所

数字阅读行业收入来源主要包括六个方面：用户付费阅读是最主要的收入来源，其次是版权增值、广告收入、用户打赏、硬件销售收入和图书出版发行等。

图表 34：数字阅读商业模式



来源: 易观咨询 国联证券研究所

网络文学行业未来增长动力来自四个方面,

- 第一, 随着数字阅读渗透率提升, 用户数增长;
- 第二, 随着消费升级和消费群体的代际演进, 用户付费意愿和能力在提升, 同时版权保护加强, 付费率和 ARPU 值提升;
- 第三, 多元化变现模式, 广告收入增加;
- 第四, 内容供给增加, 推动用户付费市场规模;
- 第五, 优质 IP 由于具备稀缺性, 已经成为下游影视游戏等争夺焦点, 随着下游影视动漫游戏等市场增长, IP 价值有望进一步提升。多重因素推动内容付费发展

4. 内容付费: 付费意愿+内容供给+版权加强+支付便利推动内容付费发展

在移动互联网时代, 内容付费逐步成为内容平台的主流盈利模式, 随着娱乐消费的升级转型, 互联网内容消费需求逐步释放。

几年前, 中国的移动支付主要集中在游戏领域, 近几年来, 移动视频、移动阅读、移动音乐、直播平台等兴起, 付费领域已经从游戏向多个内容平台拓展。

根据 APP ANNIE 畅销榜数据可以看出, TOP 100 中非游戏 APP 数量和排名均在提升。2015 年有 10 款非游戏 APP 进入畅销榜 TOP100, 但没有进入 TOP20 的应用, 2020 年 6 月有 98 款非游戏 APP 进入畅销榜 TOP100, 其中有十四款进入 TOP10。从 APP ANNIE 数据可以看出, 内容付费在移动端已经崛起。

图表 35: APP ANNIE2015 到 2018 年畅销榜 TOP100 非游戏应用

排名	2015. 12. 31	排名	2020. 6. 30
----	--------------	----	-------------

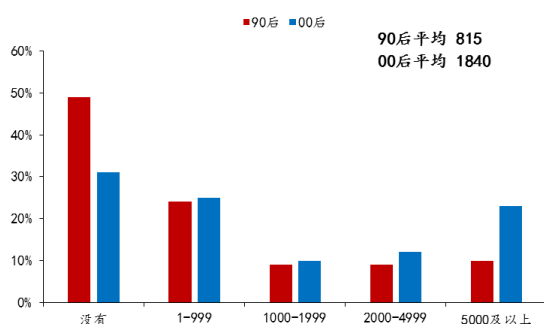
27	QQ	3	抖音短视频
31	爱奇艺	5	腾讯视频
37	腾讯视频	8	爱奇艺
59	陌陌	11	优酷视频
68	QQ 阅读	13	QQ 音乐
75	优酷视频	21	快手
76	乐视视频	23	QQ
87	掌阅读书	25	芒果 TV
92	YY	28	网易云音乐
94	迅雷	34	酷狗音乐
		37	喜马拉雅
		41	BOSS 直聘
		45	哔哩哔哩
		50	百度网盘
		51	探探
		61	全民 K 歌
		63	陌声
		65	微博
		66	王者营地
		68	得到
		69	MOMO 陌陌
		75	Soul
		83	WPS
		86	Keep
		87	起点读书
		88	QQ 阅读
		90	比心陪练
		94	UC 浏览器
		98	樊登读书
		100	珍爱网

来源: APP ANNIE 国联证券研究所

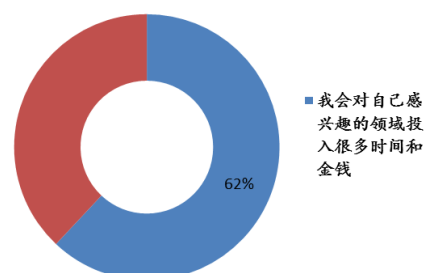
4.1. 代际演进推动付费意愿增强

随着消费群体代际演进, 90 后 00 后逐渐成为付费主力群体, 这部分群体具备较强的付费意愿, 愿意为兴趣买单。

图表 36: 90 后 00 后存款金额



图表 37: 兴趣付费意愿

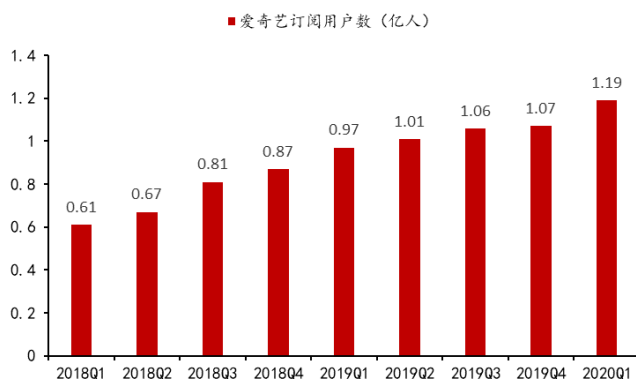


来源：《腾讯 00 后研究报告》《中国青年研究》 国联证券研究所

来源：《腾讯 00 后付费意愿》 国联证券研究所

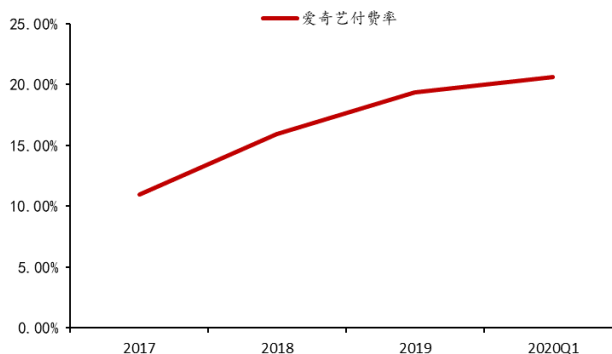
视频龙头爱奇艺的订阅用户数和付费率呈趋势性上涨，体现付费意愿的增强。

图表 38：爱奇艺订阅用户数（亿人）



来源：公司公告， 国联证券研究所

图表 39： 爱奇艺付费率

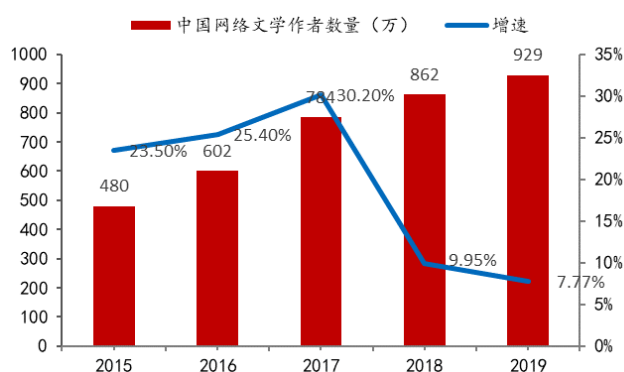


来源： 公司公告， Questmobile， 国联证券研究所

4.2. 内容供给增加，增加用户吸引力并扩大付费市场规模

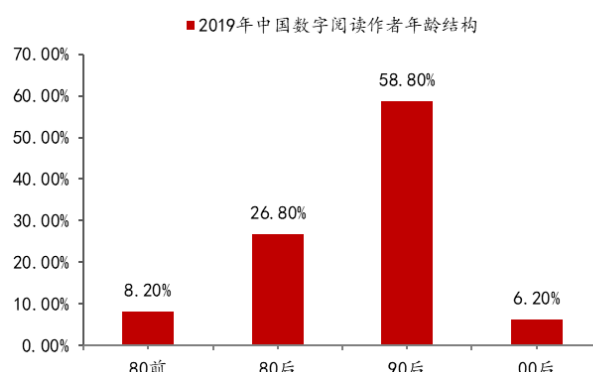
数字阅读行业作家数量持续增长，90后 00后已经进入作家行列，内容供给增加，推动内容付费市场规模增长。近年来，网络文学作者数量一直保持高速增长，2019 年作者数量达到 929 万，同比增长 7.77%，2019 年 90 后的作者占比达到 58.8%，90 后 00 后已经进行写作大军，作者数量的不断增长以及年轻作者的进入为网络文学内容供给奠定了坚实基础。

图表 40：中国网络文学作者数量及增长率



来源：艾瑞咨询 国联证券研究所

图表 41：2019 年中国网络文学作者年龄构成



来源：艾瑞咨询 国联证券研究所

4.3. 版权保护力度加强，版权意识提升

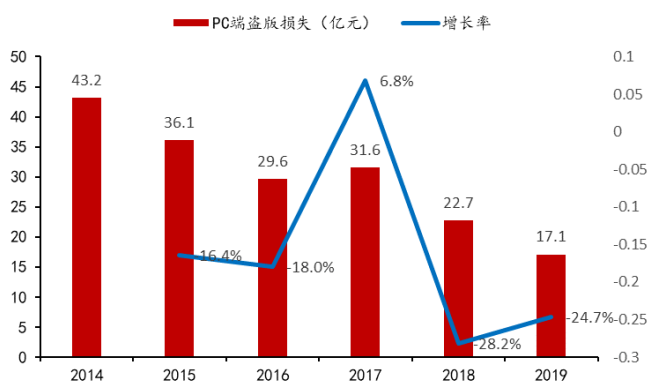
此前阻碍内容付费的一大因素就是盗版问题，从近几年的政策力度和用户版权意识来看，盗版问题逐步得到缓解。

PC 端网络文学盗版损失规模缩减。根据艾瑞咨询中国网络文学盗版损失模型核算，2019 年中国 PC 端网络文学盗版损失规模缩减至 17.1 亿元，同比 2018 年下降 24.7%。延续了此前一批盗版网络文学站点，尤其是大型网站遭到处罚关停带来的市场累积效

应，引发 PC 端盗版内容阅读流量进一步萎缩，最终经济损失也随之下滑的势头。艾瑞咨询分析认为，伴随用户阅读行为习惯向移动端迁移，PC 端阅读空间逐渐被挤占，在如今市场监管力度持续加强的形势下，未来 PC 端网络文学盗版损失还会继续保持下降趋势。

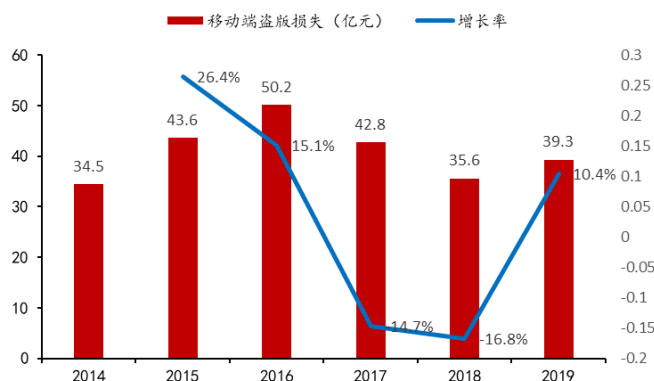
根据艾瑞咨询中国网络文学盗版损失模型核算，2019 年中国移动端网络文学盗版损失规模为 39.3 亿元，同比 2018 年上升 10.4%，但近三年整体低于 2016 年的水平。

图表 42：中国 PC 端网络文学盗版损失规模测算



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 43：中国移动端网络文学盗版损失规模测算

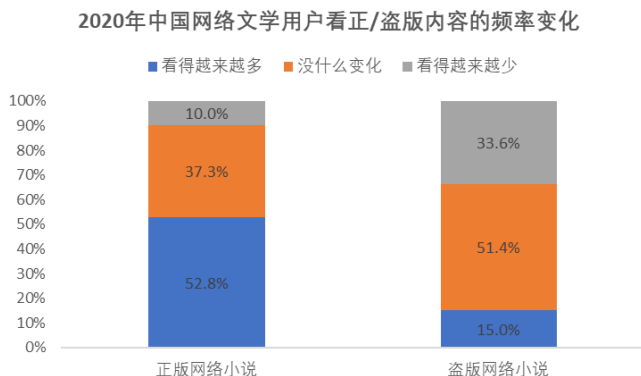


来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

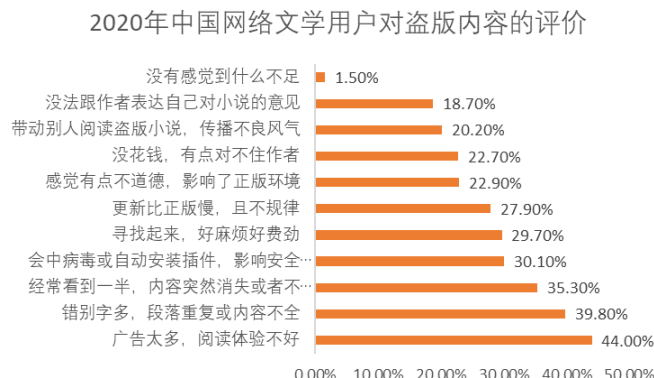
网络文学向好的正版化趋势在用户层面逐渐显现。根据艾瑞咨询 2020 年网络文学用户调研数据显示，52.8%的用户观看正版网络小说越来越多，33.6%的用户观看盗版网络小说越来越少。

广告多干扰阅读，内容粗制滥造不严谨，以及更新不稳定是用户对盗版网络小说评价集中的几个方面。根据艾瑞咨询 2020 年网络文学用户调研数据显示，盗版网络小说广告多影响阅读的提及率最高为 44.0%，其次提及率较高的内容依次为错别字多，段落重复或内容不全以及内容突然下架或不更新，占比分别为 39.8%和 35.3%。盗版网络小说存在的突出问题，反过来看，刚好是正版网络小说的优势。随着网络文学正版化持续推进，盗版网络小说生存空间受到挤压

图表 44：中国网络文学用户看正/盗版内容频率变化



图表 45：中国网络文学用户对盗版内容的评价



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

2019年11月24日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于强化知识产权保护的意见》。知识产权保护是完善产权保护制度最重要的内容，也是提高中国经济竞争力最大的激励。

图表 46：版权保护政策

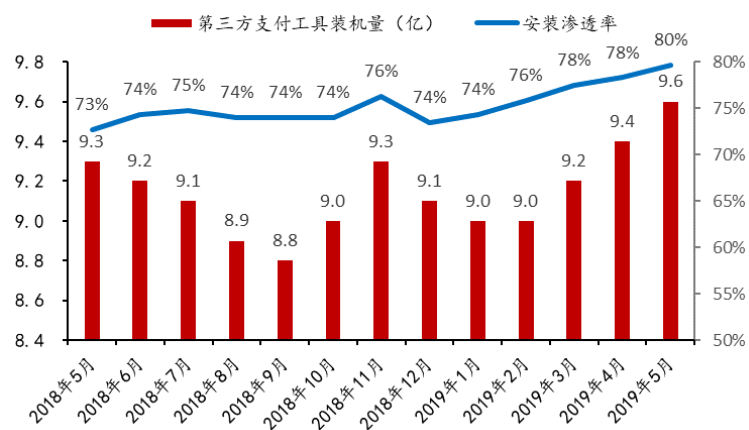
政策	时间	内容
《中华人民共和国刑法修正案（九）》	2015年	明确了网络侵权行为的刑事责任，加强对著作权的保护
《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》	2016年	加大知识产权侵权行为惩治力度，提高知识产权侵权法定赔偿上限，探索建立对专利权、著作权等知识产权侵权惩罚性赔偿制度，对情节严重的恶意侵权行为实施惩罚性赔偿，提高知识产权侵权成本
全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点	2017年	加强网络侵权盗版治理。深入开展“剑网行动”，进一步加大网络文学、影视、动漫、教材等领域和电子商务、软件应用商店等平台版权整治力度，严格新闻作品转载使用，将新型传播方式纳入版权监管范围。
习近平主席博鳌亚洲论坛讲话	2018年	加强知识产权保护。这是完善产权保护制度最重要的内容，重新组建国家知识产权局，完善执法力量，加大执法力度，把违法成本显著提上去，把法律威慑作用充分发挥出来
《关于强化知识产权保护的意见》	2019年	强化制度约束，确立知识产权严保护政策导向，加强基础条件建设、知识产权保护机构建设。健全涉外沟通机制，更大力度加强国际合作。

来源：国联证券研究所整理

4.4. 支付的便捷性和智能推荐技术提升为移动内容付费提供了支持

移动端支付的便捷性为内容付费提供了技术支持。第三方工具安装渗透率提高，扩大第三方移动支付用户。据 MobTech 统计数据，第三方支付工具装机量在 2019 年 5 月达到 9.6 亿，由于巨头在 2019 年年初增加了补贴额度、丰富支付场景，安装渗透率自 2019 年 1 月逐步攀升，5 月达到 80%，建立了庞大的用户群体。

图表 47：2018-2019 年第三方支付行业渗透率



来源：MobTech 国联证券研究所

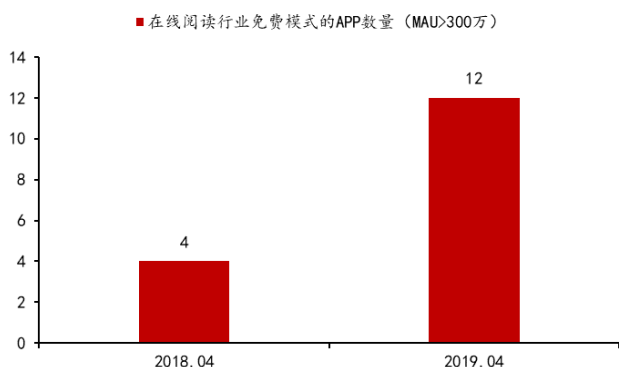
智能推荐技术的提升也刺激了消费者的付费需求。智能推荐技术和算法的提升，为消费者推送了更多感兴趣的内容，也进一步推动了内容消费。

5. 免费阅读带来增量用户和广告收入变现

5.1. 免费阅读用户规模发展快

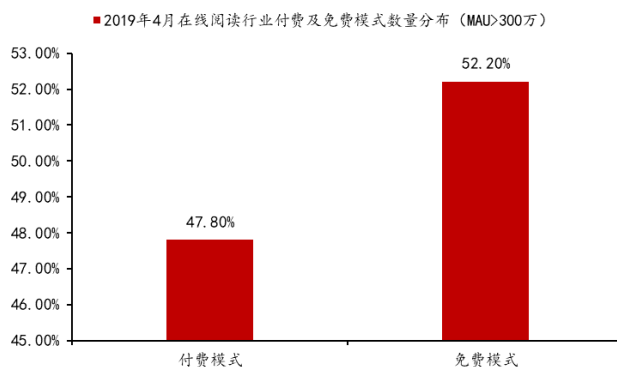
2018年下半年,免费阅读模式兴起,迅速占据了市场半壁江山。根据 Questmobile 的数据,从2018年4月至2019年4月,免费模式的APP数量提高了200%。截至2019年4月,300万用户规模以上的在线阅读类免费模式APP数量已超过50%。

图表 48: 免费模式的 APP 数量 (MAU>300万)



来源: Questmobile 国联证券研究所

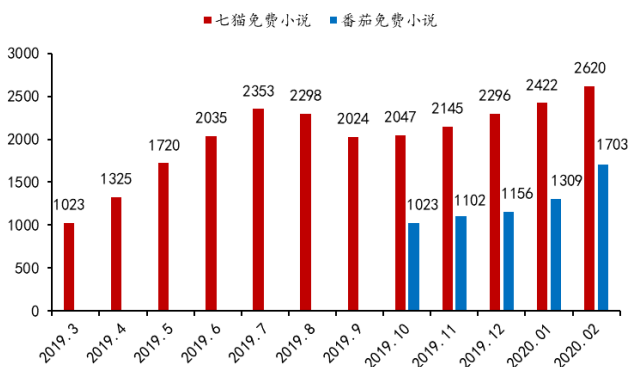
图表 49: 在线阅读行业付费及免费模式数量分布



来源: Questmobile 国联证券研究所

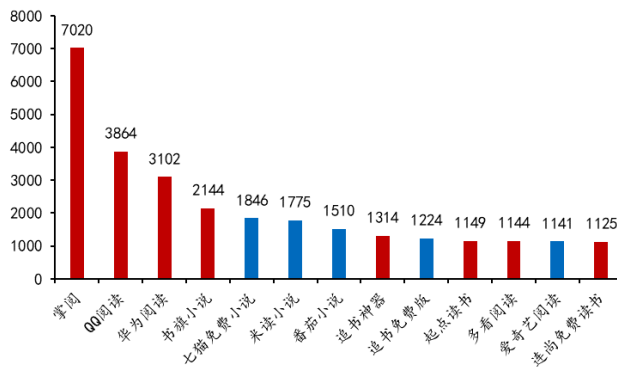
免费模式 APP 改变了数字阅读行业格局,短时间内积累了大量用户,且用户活跃度增长迅速。据艾瑞咨询统计,七猫免费小说自2019年3月开始月独立设备数便逐月增加,而暑假的增长尤为明显;番茄免费小说在2020年2月也有明显的增长,相比1月涨幅30%。此外,据 Questmobile,2019年4月,在千万级以上用户规模的阅读类APP前十名中,免费模式小说APP占据五席。

图表 40: 免费阅读 APP 月独立设备数 (万)



来源: 艾瑞咨询 国联证券研究所

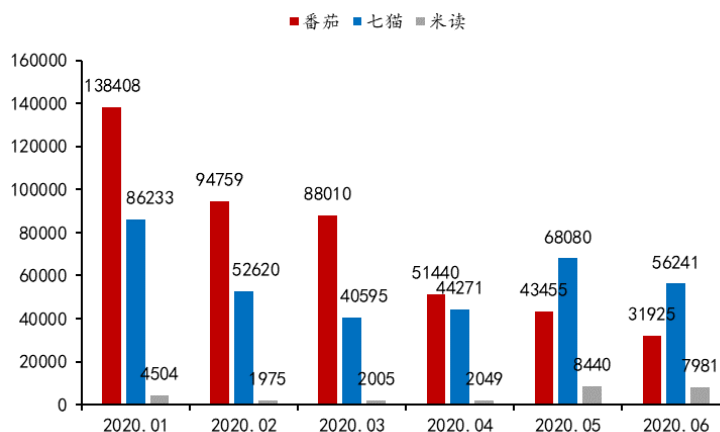
图表 41: 在线阅读典型 APP 月活跃用户规模 (万)



来源: Questmobile 国联证券研究所

在最开始的快速增长后,免费小说月均下载量逐步下降,趋于平稳。据七麦数据,番茄小说的下载量在2020年逐月下降,从1月至6月下降了76.9%,热度趋缓;七猫免费小说总体平稳5月下载量有所上升;米读免费小说下载量较前两者较少,但在5、6月有所上升。

图表 50: 2020 年免费阅读 APP 月均下载量

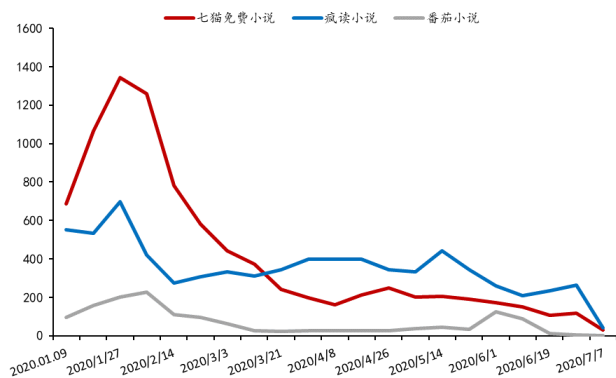


来源: 七麦数据 国联证券研究所

免费小说的下载量和广告投放关联度较大, 广告投放趋缓后下载量也有所下降。据 BigBigAds 数据统计, 七猫免费小说的素材投放量在 1 月末达到顶峰, 之后 5 个月内持续下降; 疯读小说同样具有下降趋势, 在 1 月末和 5 月中旬有所回升; 而番茄小说只在 1-2 月、6 月中上旬曾有素材投放。

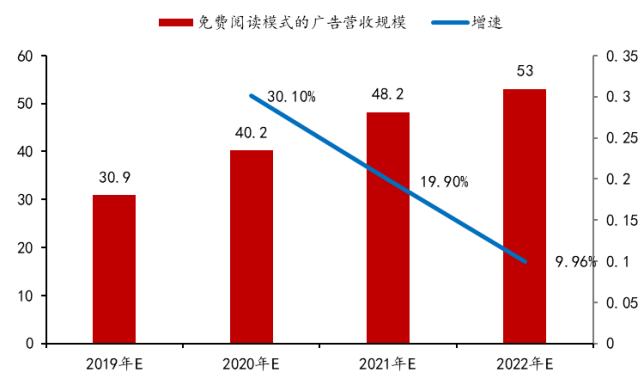
据 Questmobile 预测, 2019-2022 年免费阅读模式的广告营收规模增速将放缓, 这也要求免费阅读模式发掘新的商业化变现模式。

图表 43: 免费小说 APP 素材投放量走势



来源: BigBigAds 国联证券研究所

图表 44: 2019-2022 免费阅读模式的广告营收规模



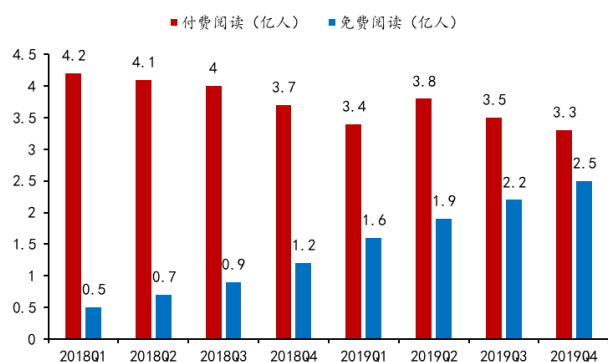
来源: Questmobile 国联证券研究所

5.2. 免费阅读用户与付费阅读用户重合度低

免费阅读一方面对付费阅读用户有所冲击, 但更多的是培养了新增用户对数字阅读的使用习惯。根据艾瑞咨询数据, 2019Q4 付费阅读和免费阅读合计用户数为 5.8 亿人, 而在 2018Q1 时合计用户为 4.7 亿, 增长了 1.1 亿人。

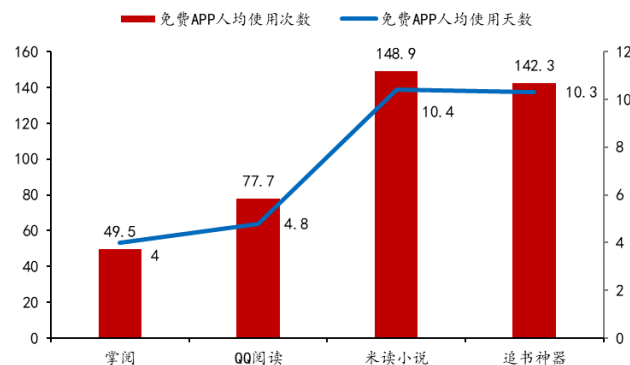
免费阅读提升用户粘性, 为广告变现提供基础。根据 Questmobile 的统计, 2019 年 4 月典型免费模式阅读 APP 月人均使用次数和天数都超过付费模式阅读 APP, 其中米读和追书神器 APP 月人均使用次数超过 140 次, 人均使用天数超过 10 天。

图表 45: 数字阅读付费和免费用户阅读情况



来源: 艾瑞咨询 国联证券研究所

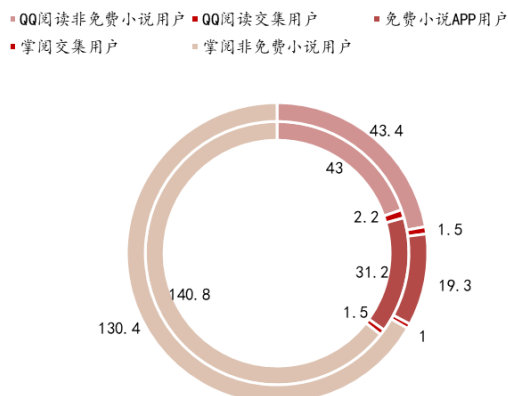
图表 46: 阅读 APP 月人均使用次数和天数



来源: Questmobile 国联证券研究所

我们认为免费阅读吸引的流量大部分来源于盗版网站和非在线阅读用户, 和付费用户整体用户重合度低。根据 Mobtech 的调查, 米读小说中和 QQ 阅读、掌阅的用户交叉率为 7.1% 和 4.8%, 而七猫免费小说和 QQ 阅读、掌阅的用户交叉率更低, 分别为 1.5% 和 1%, 说明免费阅读吸引的流量 90% 以上都不是原有的付费用户, 更多来自原先盗版网站的用户, 因此不会对付费阅读模式产生太大的冲击。

图表 47: 免费小说、付费小说用户交叉情况



来源: Mobtech 国联证券研究所

免费阅读引进了部分新增用户后, 一部分用户会出于阅读质量更高的追求转向付费阅读, 进而扩大付费阅读用户规模。

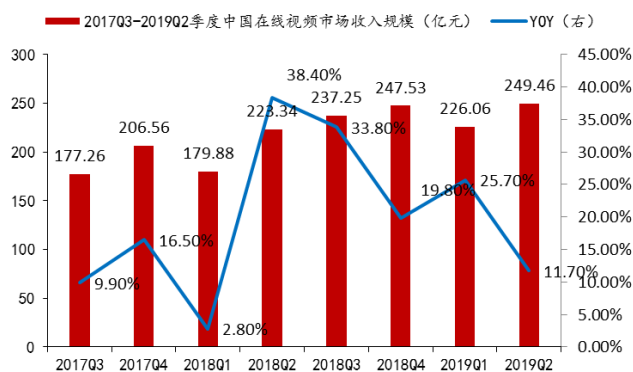
6. 优质 IP 具备稀缺性, 随着泛娱乐市场增长, IP 运营价值将进一步提升

优质 IP 具备稀缺性, 网络文学已经成为 IP 重要的发源地, IP 可向图书出版、音频、视频、知识付费、动漫影视、游戏、旅游、文创周边等产业延展, 可延展至数万亿规模市场。在线视频保持较高速增长。2019 年在线视频行业仍保持同比较高速增长, 2019H1 在线视频行业市场规模达 475.5 亿元, 同比增长 17.9%。

短视频行业迅猛增长。2019H1 短视频市场达 450.6 亿元, 同比增长 186.8%。

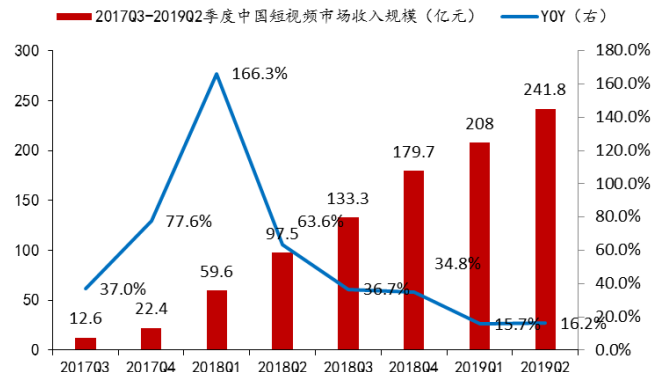
2019Q2，短视频行业市场规模达 241.8 亿元，环比增长 16.2%，2017 年-2018 年短视频行业流量基础增长迅速，从用户规模和用户粘性两方面完成了流量的快速积累。2018 年初，短视频行业市场格局初定，头部平台逐渐开启商业化变现道路，迅速完成了从“流量积累”向“流量变现”的转变。同时其优质的流量资源，得到了广告主、内容方、MCN 机构等不同产业链参与方的认可，全产业链的大量投入保证了短视频行业继续高歌猛进的生命力。

图表 51：中国在线视频市场收入规模增长趋势



来源：艾瑞咨询《中国互联网文娱市场数据发布报告》，国联证券研究所

图表 52：中国短视频市场收入规模增长趋势

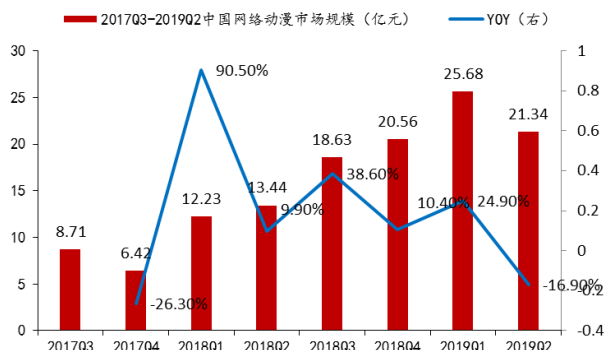


来源：艾瑞咨询《中国互联网文娱市场数据发布报告》，国联证券研究所

网络动漫行业受益内容付费。2018 年后，借助优质动漫内容的进一步涌现，网络动漫市场进入稳步增长期，以用户付费为代表的增值服务增长强势，推动市场规模的增长。2018 年 Q4 中国网络动漫市场规模突破 20 亿元，达到 20.56 亿元。此外网络动漫行业市场规模的增长与寒暑假时间周期呈现出较强的相关性，寒假所在的 Q1 和暑假所在的 Q3 都是网络动漫市场的高速增长期。

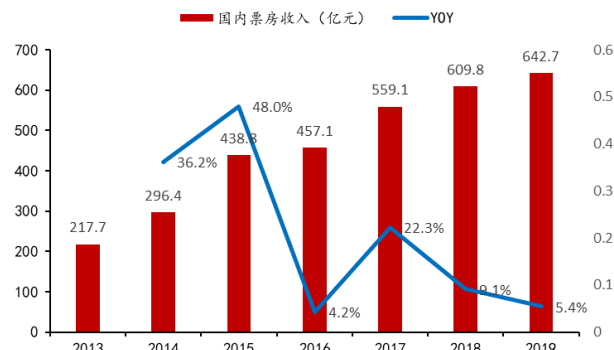
电影行业保持增长势头。2019 年国内电影票房达到 642.7 亿元，2013-2018 年 CAGR 达到 22.9%，2019 年仍保持增长势头。

图表 53：中国网络动漫行业规模



来源：艾瑞咨询《2019 年中国娱乐内容 IP 衍生产业研究报告》，国联证券研究所

图表 54：中国电影行业规模



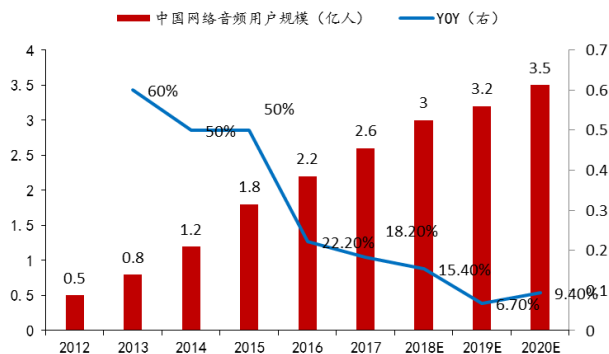
来源：艾瑞咨询《2019 年中国娱乐内容 IP 衍生产业研究报告》，国联证券研究所

网络音频行业受益知识付费和用户规模增长。2017 年中国网络音频行业市场规模为 33.2 亿元，其中广告和用户付费分别占 36.2%和 35.3%，是主要的收入来源。进入到 2017 年后，得益于知识付费的高速发展，大量依托音频媒介的知识付费类课

程和节目纷纷涌现,吸引了更多的用户尝试网络音频服务。而诸多移动阅读 APP 布局有声书的相关业务,也促进了有声书在中国用户中的普及。在这样的背景下,中国网络音频用户规模迎来了新一轮的增长,2017 年中国网络音频用户规模达 2.6 亿,2018 年有望达 3 亿,从而为行业的发展注入了源源不断的活力。

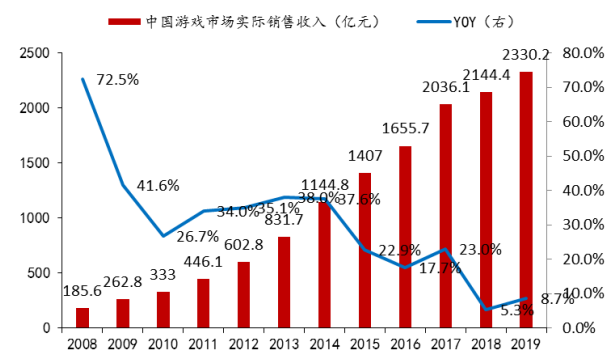
移动游戏行业依然充满韧性。2018 年新游审批暂停,行业增速达到历史低点,即便如此,2018 年移动行业市场同比增长了 15.4%,达到 1339.5 亿元。

图表 55: 中国网络音频行业用户规模



来源: 艾瑞咨询《中国网络音频行业研究报告》, 国联证券研究所

图表 56: 中国移动游戏行业规模



来源: 伽马数据, 国联证券研究所

其中网文 IP 改编网剧已经成为在线长视频的成熟模式, 2020 年 1-4 月 60% 的头部剧集改编自文学 IP, 且网剧的 IP 改编之路拓展出“IP 宇宙世界观联动”模式。在该模式下, 不同的剧集、电影、动漫共享一个 IP 宇宙时间观, 形成联动。数据显示, 拥有 IP 系列宇宙背景的剧集商业价值大于头部网剧整体。

图表 58: 头部网剧 IP 系列统计

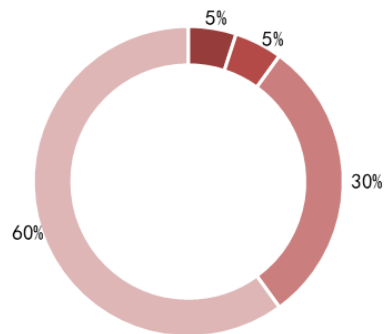
剧集名称	网播平台	题材	相关 IP 宇宙
三生三世枕上书	腾讯	古装言情	三生三世十里桃花
庆余年	爱奇艺/腾讯	古装传奇	计划拍摄 庆余年 2、3
爱情公寓 5	爱奇艺/腾讯	都市言情	爱情公寓 1-4
无心法师 3	爱奇艺/腾讯/优酷	古装言情	无心法师 1、2
将夜 2	腾讯	古装传奇	将夜 1
唐人街探案	爱奇艺	推理悬疑	电影 唐人街探案 1、2
龙岭迷窟	腾讯	推理悬疑	怒晴湘西、鬼吹灯系列
剧集名称	网播平台	题材	相关 IP 宇宙

来源: 艾瑞咨询 国联证券研究所

由于庞大的粉丝群体, 网文改编影视剧具备较强的影响力。从 2020 年 1-4 月 TOP20 剧集 IP 改编占比情况可以看出, 文学作品改编 IP 占比最高, 达 60%。

图表 59: 2020 年 1-4 月 TOP20 剧集 IP 改编占比情况

■ 海外IP ■ 电影IP ■ 原创剧本 ■ 文学IP



来源：易观咨询 国联证券研究所

7. 盈利预测与估值

预计公司 2020-2022 年营业收入 87.36 亿, 102.88 亿, 119.23 亿元, 其中 2020-2022 年在线阅读业务收入同比增长 39.97%、13.70%和 13.46%; 版权业务收入同比增长-25%、25%和 20%; 其他业务收入同比增长 5%、5%和 5%。

2020-2022 年毛利率分别为 47.05%、46.29%和 47.57%; 销售费用率分别为 30%、27%和 25%; 管理费用率分别为 10%、11%和 11%。

图表 57: 阅文集团业务分拆

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入					
在线阅读					
我们自有平台	2213.09	2425.14	4122.74	4782.38	5499.73
产品					
YOY	13.90%	9.58%	70%	16%	15%
腾讯产品自营	951.77	836.03	702.27	772.49	849.74
渠道					
YOY	-12.03%	-12.16%	-16%	10%	10%
第三方平台	663.06	449.25	368.39	349.97	349.97
YOY	42.57%	-32.25%	-18%	-5%	0%
在线阅读统计	3827.93	3710.42	5193.39	5904.83	6699.44
YOY	9.68%	-3.07%	39.97%	13.70%	13.46%
版权运营	1003.03	4423.10	3317.33	4146.66	4975.99
YOY	160.13%	340.97%	-25%	25%	20%
其他	207.29	214.25	224.9625	236.210625	248.0211563
YOY	-5.53%	3.36%	5%	5%	5%
总收入	5038.25	8347.77	8735.68	10287.70	11923.45
YOY	23.03%	65.69%	4.65%	17.77%	15.90%
收入成本					
内容成本	1529.31	1477.08	1329.37	1462.31	1608.54

YOY	19.48%	22.00%	-10.00%	10.00%	10.00%
电视剧、网络剧、动画及电影的制作成本	273.28	2134.06	1600.55	2080.71	2392.81
YOY	373.54%	250.00%	-25.00%	30.00%	15.00%
在线阅读平台分销成本	196.17	569.50	1195.95	1435.14	1650.41
YOY	-17.47%	5.00%	110.00%	20.00%	15.00%
无形资产摊销	111.85	136.50	163.80	188.37	216.63
YOY	1.60%	5.00%	20.00%	15.00%	15.00%
确认为开支的实物存货成本	162.54	130.16	117.1	128.9	141.7
YOY	12.25%	10.00%	-10.00%	10.00%	10.00%
其他	207.13	208.46	218.88	229.83	241.32
YOY	9.42%	8.00%	5.00%	5.00%	5.00%
收入成本	2480.27	4655.74	4625.69	5525.21	6251.45
毛利率	50.77%	44.23%	47.05%	46.29%	47.57%
销售及营销开支	1293.11	2073.94	2620.70	2777.68	2980.86
销售费用率	25.7%	24.0%	30.0%	27.0%	25.0%
一般及行政开支	726.47	1010.28	873.57	1131.65	1251.96
管理费用率	14.4%	13.50%	10.00%	11.00%	11%
除所得税前溢利	1077.80	1179.80	(3099.83)	1457.10	2064.65

来源：公司公告，国联证券研究所

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为-26.87 亿、12.20 亿和 17.29 亿，2021-2022 年对应 PE 分别 42x 和 30x。从单用户估值来看，公司的单用户估值为 207 元/MAU，与哔哩哔哩、腾讯音乐、Spotify 相比仍有提升空间。我们认为数字阅读行业空间较大，行业集中度有望逐步提升，给予推荐评级。

图表 58：行业估值对比

	阅文集团	爱奇艺	哔哩哔哩	腾讯音乐	Spotify	斗鱼
市值（亿元）	484	1068	964	1811	3041	343
MAU（亿）	2.334	5.18	1.716	6.57	2.86	1.65
市值/MAU	207	206	562	276	1063	208
2019 年 PS	5.80	3.68	14.22	7.12	5.55	4.71

来源：Wind，国联证券研究所

图表 59：利润表预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	5038.25	8347.77	8735.68	10287.70	11923.45

收入成本	(2480.27)	(4655.74)	(4625.69)	(5525.21)	(6251.45)
毛利	2557.98	3692.02	4109.98	4762.49	5671.99
利息收入	200.82	157.54	126.03	132.33	138.95
其他收益净额	338.91	453.19	(3700.00)	400.00	400.00
销售及营销开支	(1293.11)	(2073.94)	(2620.70)	(2777.68)	(2980.86)
一般及行政开支	(726.47)	(1010.28)	(873.57)	-1131.65	-1251.96
金融资产减值亏损拨回/ (拨备) 净额	36.82	(24.63)	(198.00)	0	0
经营盈利	1114.95	1193.91	(3156.26)	1385.49	1978.12
财务成本	(148.49)	(172.62)	(103.57)	(98.39)	(93.47)
财务收入			0.00	0.00	0.00
分占以权益法入账的投资 的盈利	111.34	158.51	160.00	170.00	180.00
除所得税前溢利	1077.80	1179.80	(3099.83)	1457.10	2064.65
所得税开支	(165.40)	(67.66)	371.98	(218.57)	(309.70)
年内盈利	912.40	1112.13	(2727.85)	1238.54	1754.95
以下人士应占：					
本公司权益持有人	910.64	1095.95	(2686.93)	1219.96	1728.63
非控制性权益	1.76	16.18	(40.92)	18.58	26.32

来源：公司公告 国联证券研究所

8. 风险提示

- (1) 行业政策发生重大变化的风险；
- (2) 行业竞争加剧的风险；
- (3) 盗版整治不达预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996