

**评级：增持（维持）**

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：宋易潞

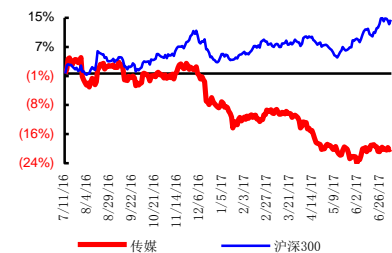
执业证书编号：S0740517010003

Email: songyl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	131
行业总市值(百万元)	2126545.74
行业流通市值(百万元)	1226875.69

**行业-市场走势对比**



**相关报告**

- <<【中泰传媒】粉丝经济产业报告：粉丝的时代，偶像的黎明>>2017.07.05
- <<【中泰传媒】科达股份-战略聚焦打造全行业全能力数字营销龙头>>2017.07.05
- <<【中泰传媒】“限玩”、“限消费”对王者荣耀影响几何？>>2017.07.03

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E		
平治信息	167.31	0.86	1.21	3.10	5.69	195	138	54	29	0.34	买入
思美传媒	23.14	1.01	0.51	1.07	1.39	23	45	22	17	0.20	买入

备注

**投资要点**

- **阅文集团分拆申报港股上市，盈利进入上升通道。**阅文集团于2015年由腾讯文学和盛大文学合并成立，腾讯间接控制65.38%股份，旗下产品包括QQ阅读、起点中文网、创世中文网、云起书院、潇湘书院、红袖添香、榕树下等。2016年，公司收入为人民币25.68亿元，同比增长59.1%；净利润从2015年亏损净额3.542亿增长为盈利3040万元，调整后净利润由2015年亏损9400万增长为盈利8110万。
- **阅文为网文行业绝对龙头，已建立庞大的网文阅读平台、读者与作者互动社区以及运营所属文学的版权改编，多层次生态系统竞争力强：**
  - **公司庞大文学库为核心竞争力，2016年底共管理530万位作家，840万部文学作品（占市场72%），中国10大最高搜索网文中9本来自内容库。**2016年平台作家更新及创作2200万新章节，内容相关成本达9.67亿元。
  - **自有及合作渠道强势，自有平台月活用户数1.75亿，并与腾讯渠道（手机QQ、QQ浏览器、腾讯新闻、微信读书）合作，亦将内容授权予百度、搜狗、京东、小米及中国移动等第三方。**
  - **在线阅读贡献主要收入，IP变现卓有成效。**2016年在线阅读收入达19.7亿元，增长103%，占收入77.1%，其中自有平台及自营渠道贡献占收入67.3%。此外，IP变现收入2.47亿元，占比9.7%，2016年中国网文IP改编中，按票房/收视率/下载计前20大电影/电视剧/网剧/游戏中分别有13/15/14/15部来自公司平台作品改编。
- **未来发展战略：培育作家+提升内容筑基，IP变现+海外探索添花。**通过系统地吸引、培育和推广作家，继续加强公司核心竞争力。通过提升内容质量、优化用户体验、拓宽发行渠道等方法拓展市场份额。通过多产业合作，释放知识产权的变现潜能。探索和扩张国际业务，与第三方合作向国际读者提供自有文学内容的英译本，
- **投资建议：**我们认为阅文集团上市后作为网络文学平台龙头有望带动板块关注度提升，或将带来板块性机会，推荐平治信息，思美传媒（收购掌维科技），建议关注中文在线（停牌中），掌阅科技（已申报IPO）。
  - **平治信息：**公司主打新媒体渠道流量推广，自有阅读平台快速起量，上半年业绩预增高达105-133%，上市后品牌提升及资本运作、自主IP培育变现潜力大，我们预计公司2017/2018年EPS分别为3.10/5.69元。
  - **思美传媒：**收购的掌维科技依托PC时代作品优势及影响力推进移

动阅读，新媒体营销拉动快速增长，与公司影视及营销业务形成协同，我们预计公司整体 2017/2018 年 EPS 分别为 1.07/1.31 元。

- **风险提示：**政策监管趋严风险、人才流失风险、内容成本大幅提升风险。

## 内容目录

公司简介：中国网络文学先锋.....	- 5 -
行业分析：网文市场快速增长，IP 变现迎来热潮.....	- 6 -
中国网络文学市场快速发展、空间仍大.....	- 6 -
多项政策出台，加强版权保护和内容规范.....	- 8 -
网络文学 IP 改编和泛娱乐化浪潮来临.....	- 9 -
公司分析：腾讯旗下文学支柱，网文行业绝对龙头.....	- 10 -
公司运营多层次生态系统，庞大文学库为核心竞争力.....	- 10 -
自有渠道及腾讯渠道合作助力.....	- 12 -
财报亮眼，变现进入上升通道.....	- 12 -
内容成本占比高，产品推广力度加大.....	- 14 -
未来发展战略：培育作家+提升内容筑基，IP 变现+海外探索添花.....	- 14 -
投资建议.....	- 15 -
风险提示.....	- 15 -
政策监管趋严风险.....	- 15 -
人才流失风险.....	- 15 -
内容成本大幅提升风险.....	- 16 -

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	- 5 -
图表 2：公司上市后股权结构.....	- 5 -
图表 3：中国网络文学产业链.....	- 6 -
图表 4：中国网络文学市场规模、增速及预测.....	- 6 -
图表 5：2012-2016 网络文学用户规模及使用率.....	- 7 -
图表 6：2012-2016 手机网络文学用户规模及使用率.....	- 7 -
图表 7：五大网络文学企业综合得分.....	- 7 -
图表 8：网络文学企业市场排名.....	- 8 -
图表 9：移动应用/网站排名及市场份额.....	- 8 -
图表 10：网络文学相关法律法规.....	- 9 -
图表 11：中国娱乐行业市场规模及预测.....	- 9 -
图表 12：阅文集团网文生态系统.....	- 10 -
图表 13：阅文集团旗下品牌.....	- 11 -
图表 14：阅文旗下主要产品介绍.....	- 11 -
图表 15：中国十大最高搜索网络文学作品.....	- 12 -
图表 16：公司总营业收入及利润.....	- 13 -
图表 17：公司分业务收入.....	- 13 -

图表 18: 公司调整后净利润 ..... - 13 -

图表 19: 公司主营成本情况 ..... - 14 -

## 公司简介：中国网络文学先锋

- 近期阅文集团披露将从腾讯拆分在港股申报上市，已披露招股书。当前在线阅读板块在 A 股已有中文在线、平治信息、思美传媒等，阅文作为网络文学平台的龙头，我们进行分析，以资行业借鉴。
- 2015 年 3 月 16 日，由腾讯文学和盛大文学联合成立的新公司“阅文集团”正式挂牌成立。阅文集团统一管理和运营原本属于盛大文学和腾讯文学旗下的起点中文网、创世中文网、小说阅读网、潇湘书院、红袖添香、云起书院、榕树下、QQ 阅读、中智博文、华文天下等网文品牌，是目前全球最大的正版中文电子图书馆、国内最大的 IP 源头。

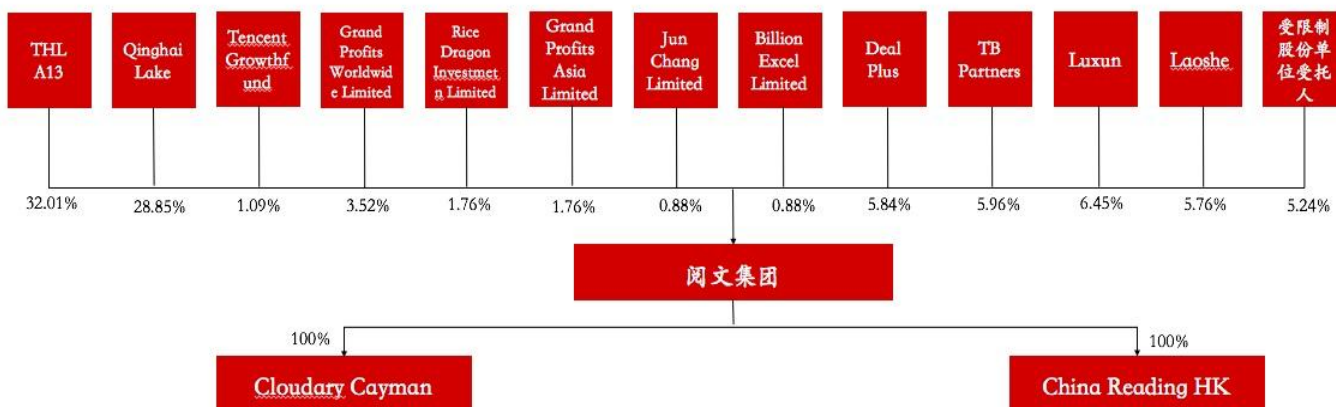
图表 1：公司发展历程

时间	大事记
2002 年	起点中文网成立
2004 年	腾讯阅读中心推出 (book.qq.com)
2009 年	盛大文学 Cloudary 收购起点中文网
2013 年	腾讯文学在开曼群岛注册成立为获豁免有限责任公司
2014 年	腾讯收购盛大文学 Cloudary 及相关业务
2015 年	阅文集团成立，发布“全民阅读战略”
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、作家及改编作品的权威排行榜

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 腾讯集团通过其全资子公司（THL A13、Tencent Growthfund 及 Qinghai Lake）间接控制公司 65.38% 的股份。上市后，公司仍为腾讯附属公司，而腾讯、THL A13、Tencent Growthfund 及 Qinghai Lake 将构成公司的控股股东。
- 此外，Luxun 及 Laoshe 由凯雷集团控制。TB Partners 是挚信资本及其管理公司管理的美元计值开曼群岛有限合伙基金，腾讯的一家全资附属公司为其有限合伙人之一。Grand Profits Worldwide Limited 由阅文集团 CEO 吴文辉全资持有，Rise Dragon Investment Limited 由高级管理层成员商学松全资持有。Billion Excel Limited 由雇员罗立全资拥有。

图表 2：公司当前股权结构



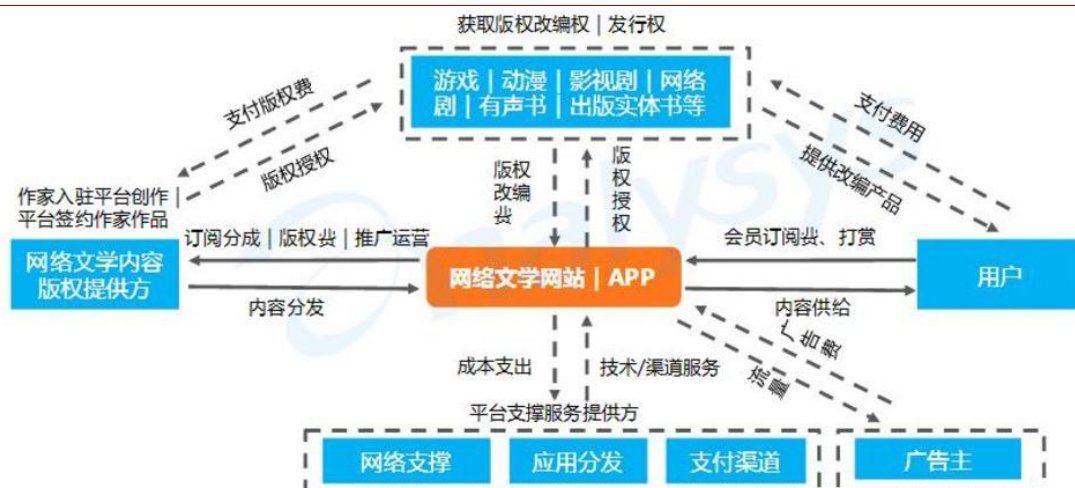
来源：招股书，中泰证券研究所

## 行业分析：网文市场快速增长，IP 变现迎来热潮

中国网络文学市场快速发展、空间仍大

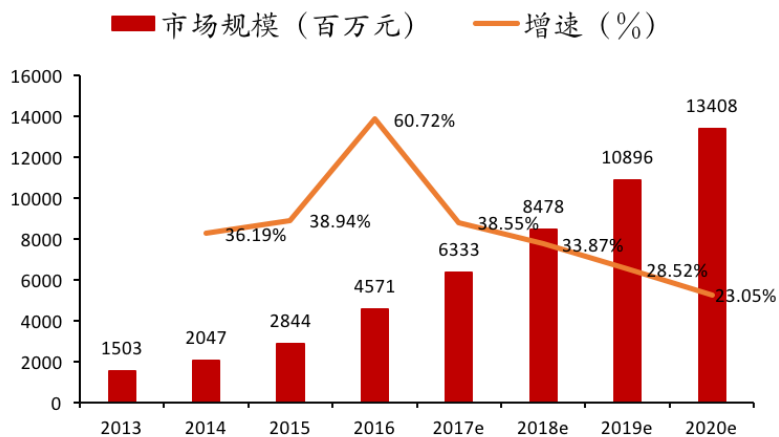
- 随着互联网的发展，网络文学在中国文学市场中占比不断扩大，累积巨额市场规模。与传统文学相比，网络文学的创作环境更自由，创作成本更低，能够产出不同题材多元化的文学作品，满足不同受众的需求，因而广受网络用户喜爱。2013年至2016年，网络文学的复合年增长率达44.9%，2016年至2020年预计将按30.9%的复合年增长率持续增长。2016年，中国网络文学市场规模为人民币46亿元，占中国文学市场总规模的11.4%，该百分比预期于2020年会增至22.7%。

图表 3：中国网络文学产业链



来源：易观智库，中泰证券研究所

图表 4：中国网络文学市场规模、增速及预测



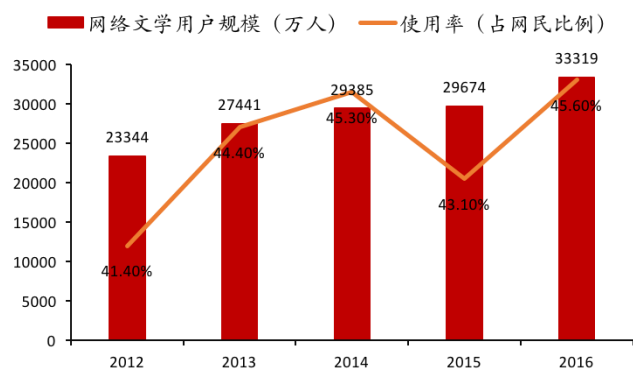
来源：招股书，中泰证券研究所

- 此外，网络文学还具有大量受众基础，其中手机用户占比最大。截至2016年12月31日，中国网络文学用户规模达到3.33亿，较去年底增加3645



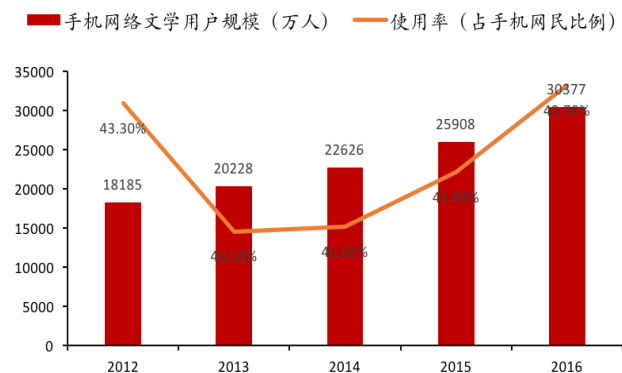
万，占网民总体的 45.6%，其中手机网络文学用户规模为 3.04 亿，较去年年底增加 4469 万，占手机网民的 43.7%。预计于 2020 年 12 月 31 日，网文用户规模将达到 4.21 亿，其中 4.09 万通过移动程式阅读。

图表 5: 2012-2016 网络文学用户规模及使用率



来源：中国互联网络信息中心，中泰证券研究所

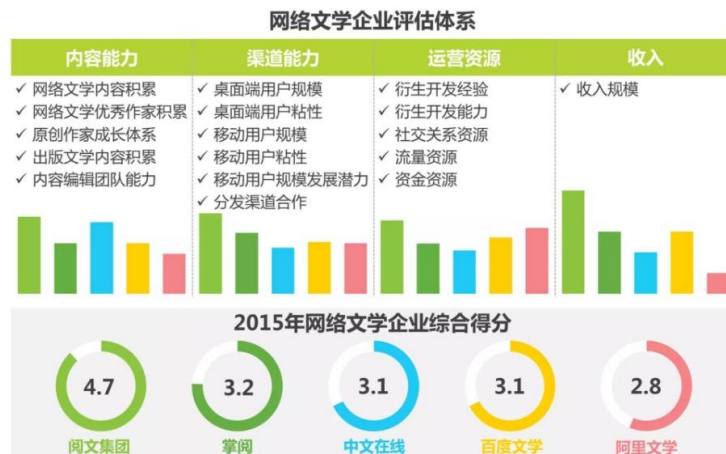
图表 6: 2012-2016 手机网络文学用户规模及使用率



来源：中国互联网络信息中心，中泰证券研究所

- **内容资源上呈现寡头垄断。**2016 年中国五大网络文学公司分别为阅文集团、中文在线数字出版集团、掌阅、百度文学及阿里巴巴文学。上述公司占文学作品总数的份额（按有关平台可提供的网络文学作品数目占中国文学作品总数的百分比计）分别为 72.0%、27.5%、5.2%、3.4% 及 1.7%。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%。

图表 7: 五大网络文学企业综合得分



注释：打分依据艾瑞mUserTracker数据、企业图书资源量、行业访谈以及公开资料等综合得出。由于运营商阅读基地运营模式相对独特，此处未将运营商阅读基地列入对比。

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

**图表 8：网络文学企业市场排名**

排名	名称	市场份额占比			
		文学作品数	作家数	移动端日活跃用户数	电脑端日活跃用户数
1	阅文集团	72.0%	88.3%	48.4%	45.6%
2	中文在线	27.5%	41.6%	2.0%	13.5%
3	掌阅	5.2%	33.3%	25.0%	1.1%
4	百度文学	3.4%	8.3%	0.8%	18.1%
5	阿里巴巴文学	1.7%	5.0%	2.3%	1.5%

来源：Frost&amp;Sullivan，中泰证券研究所

**图表 9：移动应用/网站排名及市场份额**

排名	移动应用	市场份额	排名	网站排名	市场份额
1	QQ 阅读	27.90%	1	起点中文网	18.30%
2	掌阅	24.70%	2	晋江文学城	7.90%
3	起点读书	8.70%	3	云起书院	6.50%
4	咪咕阅读	7.40%	4	17k.com	4.50%
5	书旗小说	4.80%	5	纵横中文网	3.40%

来源：Frost&amp;Sullivan，中泰证券研究所

### 多项政策出台，加强版权保护和内容规范

- **网络文学内容盗版侵权问题在 2016 年受到各方严厉打击，带来正版内容变现价值提升。**业内对于知识产权的保护意识已经逐渐形成，1 月，阅文集团成立“正版联盟”，同时宣布已经遏制侵权违法行为的非法传播作品 4 万部，通过法院起诉并成功维权 193 起。5 月，百度贴吧大规模整顿网络文学侵权问题，大量涉及网络文学作品的贴吧被关停，涉嫌侵权的内容被删除。7 月，网信办、公安部等相关部门联合启动“剑网 2016”专项行动，集中整治网络文学盗版侵权行为，并建立黑白名单制度。打击盗版有利于正版内容释放变现空间，是去年以来行业高增长的原因之一。
- **新《办法》出台，进一步规范网络文学内容。**针对当前网络文学存在的数量大质量低，有“高原”缺“高峰”和片面追求经济效益等突出问题，广电总局于 2017 年 6 月正式印发《网络文学出版服务单位社会效益评估试行办法》，明确提出对从事网络文学原创业务、提供网络文学阅读平台的网络文学出版服务单位进行社会效益评估考核。
- **我们认为，加强监管、引导网文提升思想性艺术性，打压低俗作品，短期可能对当前网文平台和作者生态体系造成一定冲击，中长期来看有利于诞生更多精品内容，同时为影视、游戏提供更多优质 IP，也与当前影视内容加强监管趋势一致，运营规范、内容审核较严格的大中型网文平台将受益。**



**图表 10：网络文学相关法律法规**

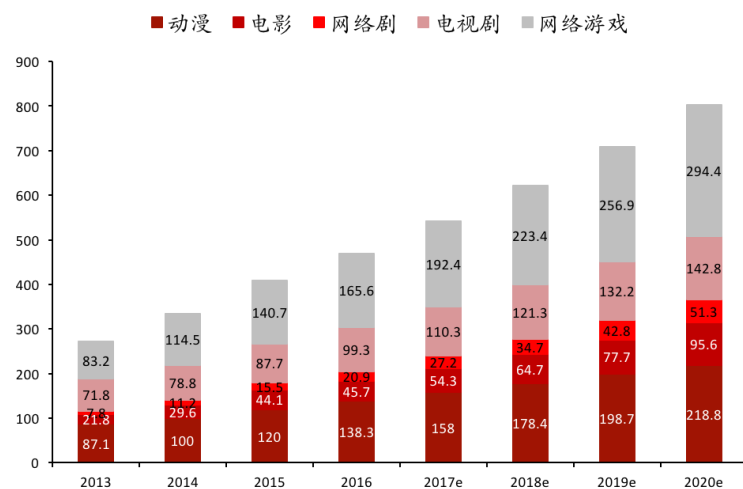


来源：招股书等，中泰证券研究所

**网络文学 IP 改编和泛娱乐化浪潮来临**

■ 近年来，原创网络文学内容的具体变现模式不断多元化。除固定授权费外，原创网络文学内容版权所有方在衍生娱乐产品收入方面的分成也在不断扩大。据统计，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。娱乐媒体更多将原创网络文学作为素材，主要是由于现有观众基础及改编前相关网络文学作品的社会影响力。此外，网络文学作品的连载性为改编成引人入胜的连续剧、网络剧或动漫产品的天然优势。

**图表 11：中国娱乐行业市场规模及预测**



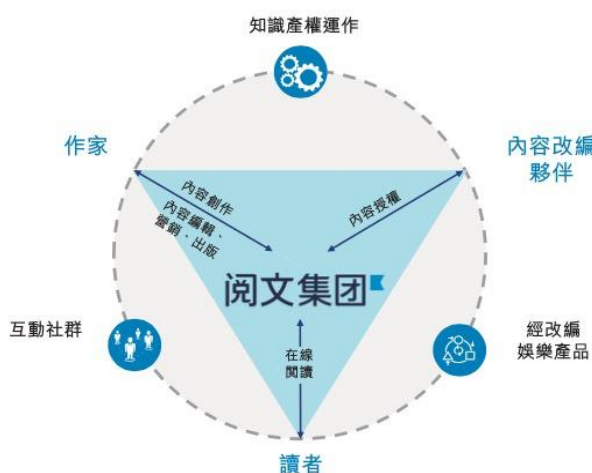
来源：Frost&Sullivan，中泰证券研究所

## 公司分析：腾讯旗下文学支柱，网文行业绝对龙头

公司运营多层次生态系统，庞大文学库为核心竞争力

- 作为最先涉足网络文学的公司，阅文集团通过建立庞大的网文阅读平台、组织读者与作者的互动社区以及运营的所属文学的版权改编，形成一个以内容文学为主的多层次的内容生态系统。根据 Frost & Sullivan 报告，截至 2016 年 12 月 31 日，公司共管理 530 万位作家，840 万部文学作品，2016 年 12 月的平台月活跃用户总数达 1.75 亿，各项数据均为行业首位。

**图表 12：阅文集团网文生态系统**



来源：招股书，中泰证券研究所

- **阅读平台：**公司从起点中文网入手，在国内率先运营在线阅读平台，并首创性地设立了在线付费阅读模式，为作家提供更好的创作环境和待遇，也成为公司的主要收入来源。目前，公司旗下共有 17 个网络文学品牌，其中，起点中文网、创世中文网、潇湘书院、红袖添香等 7 个网站进入 CNPP 发布的中国十大网络文学排行榜。此外，公司也根据自有网络平台，开发出相应的手机应用，以满足移动用户的需求。

**互动社区：**为了使单向的写作及阅读增加互动性和参与性，公司建立了一个成熟而充满活力的阅读社区，社区中作家、读者和编辑可以直接互动，帮助更有效地生产作品。据数据统计，2016 年 12 月，公司旗下 QQ 阅读上超过 30% 的月活跃用户与作家及其它用户进行了互动。

**版权改编：**公司也积极开拓文学版权改编事业，根据 Frost & Sullivan 报告，2016 年中国发行的网络文学改编的娱乐产品中，按票房计 20 大电影中 13 部、20 大最高收视率电视连续剧 15 部，20 大最高收视率网剧中 14 部，20 大最高下载网络游戏中 15 部及 20 大最高收视率境内动画中 16 部均来自公司平台的文学作品改编。

图表 13: 阅文集团旗下品牌



来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 14: 阅文旗下主要产品介绍

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

来源: 招股书, 中泰证券研究所

- 庞大文学作品库及作者库是公司的核心竞争力，提供巨量变现资源。**目前，公司平台共拥有 530 万文学作家，占中国全部网络文学作家的 88.3%。通过与这些作家签订原创内容长期合约（一般 20 年或更长），公司目前已累计了庞大的内容库，包括 800 万部原著文学作品，涵盖 200 多种体裁；另有 37.7 万部作品（包括源自第三方网络平台的作品以及线下纸质作品的电子版）。2016 年，按照百度排名，中国 10 大最高搜索率网络文学作品中的 9 本来自内容库。除多样性及高品质外，公司文学作品的内容大多属连载性质。2016 年，阅文的平台作家更新及创作为 2200 万新章节，共计新增 414 亿字。

**图表 15：中国十大最高搜索网络文学作品**

排行	作品名	阅文平台	排行	作品名	阅文平台
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：招股书，中泰证券研究所

#### 自有渠道及腾讯渠道合作助力

- 借助战略伙伴腾讯及其他第三方伙伴的平台影响力，在扩展市场上再度发力。**公司通过腾讯领先的互联网产品（包括“手机 QQ”、“QQ 浏览器”、“腾讯新闻”及“微信读书”），拥有专用且直接的分发途径。公司已与腾讯集团订立多项交易，未来继续通过腾讯集团拥有的其他网络平台分发公司的文学作品，以及在文学作品的改编及/或改编自这些文学作品的分发方面合作。此外，公司也将内容授权予百度、搜狗、京东商城、小米多看及中国移动等第三方伙伴，使其在各自平台分发公司的内容。
- 2015/2016 年，公司收入中来自自有平台产品及自营渠道的在线阅读收入占总收入的 49.1%/67.3%，同比增长 78%/119%，来自第三方平台的在线阅读收入占 11.3%/9.8%，同比增长 1562%/37%。**

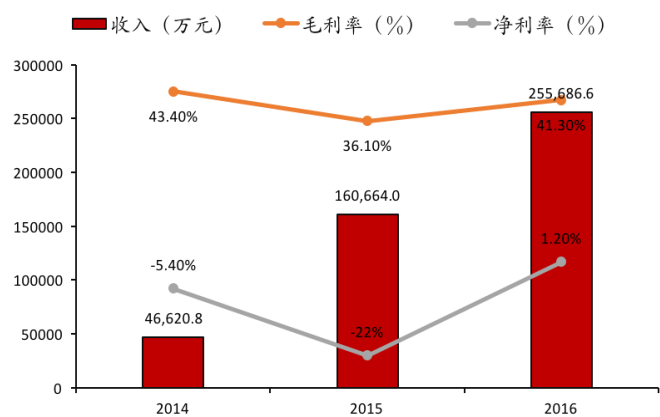
#### 财报亮眼，变现进入上升通道

- 收购盛大文学 Clouday 后，公司增长再添动力，营收增加效果显著。**2016 年，阅文集团总营收为人民币 25.68 亿元，同比增长 59.1%；毛利同比增长 81.7%到 11 亿；净利润从 2015 年亏损净额 3.542 亿增长为盈利 3040 万元，调整后净利润由 2015 年亏损 9400 万增长为盈利 8110 万（调整项包括股份支付、投资收益、商誉摊销、可转债损益、无形资产减值准备等）。
- 公司主要业务包括在线阅读、版权运营、纸质图书、知识产权及网**

络游戏等，其中在线阅读是主要收入来源。

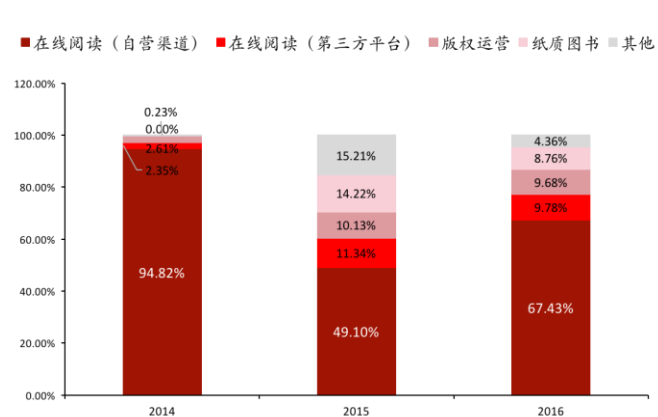
- **在线阅读收入：**阅文通常免费提供文学作品前几章，余下部分每千汉字收费人民币 5 分；也在安卓平台提供每月 10 元以及 iOS 平台每月 12 元的包月套餐。该业务 2015/2016 年占总营收的 60.5%/77.1%，其中 2016 年自有平台产品及自营渠道的在线阅读大幅增长 119%，占总收入比重由 49.2% 上升到 67.3%。
- **版权运营业务：**近年来阅文旗下 IP 在影视游戏授权变现取得突出成果，2014/2015/2016 年收入分别为 0.12/1.63/2.47 亿元，占比 2.6%/10.1%/9.7%，腾讯副总裁、腾讯影业 CEO 程武兼任公司非执行董事，并监督腾讯的动漫业务和游戏的市场营销和公关业务，有望力推优质 IP 持续内外部转化。
- **其他变现业务：**阅文其他的变现业务还包括纸质图书、知识产权（作品对外授权）、网络游戏、销售及营销等。2016 年纸质图书收入占比 8.76%，其余业务占 4.4%。

图表 16：公司总营业收入及利润



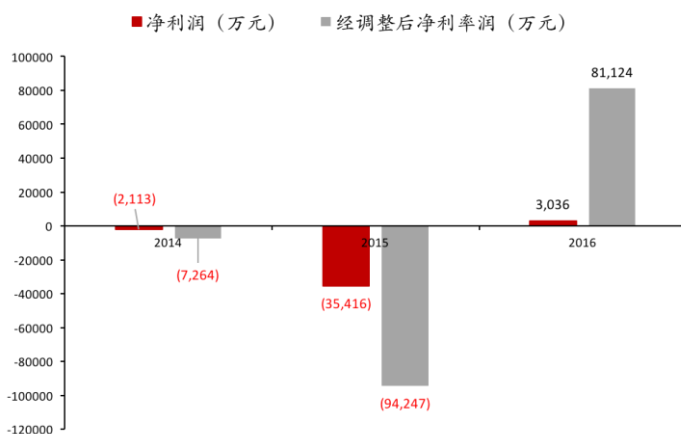
来源：招股书，中泰证券研究所

图表 17：公司分业务收入



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 18：公司调整后净利润



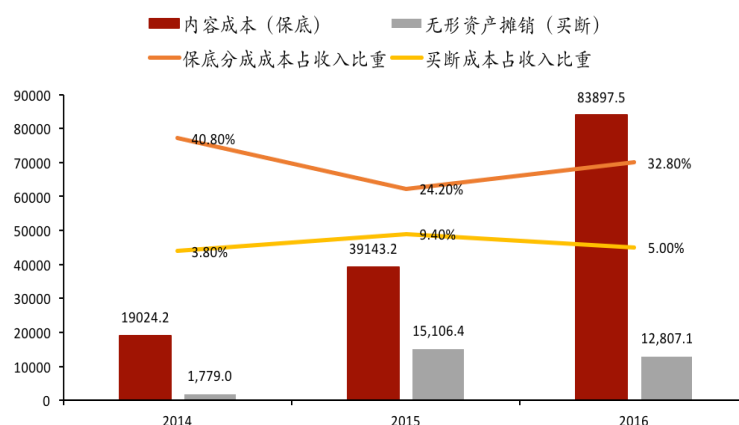
来源：招股书，中泰证券研究所



内容成本占比高，产品推广力度加大

- 公司内容成本在主营业务成本中占比最大。2014、2015、2016年，公司内容成本（即以保底分成形式向作者支付的费用）分别占公司主营业务成本总额的 72.1%、38.1% 及 55.9%。此外，为了优化版权授权费的回报，公司还根据作家受欢迎的程度及内容的盈利潜力决定版权授权的范围及定价，对内容价值整体评估后选择放弃收入分成模式并通过向作家买断获授内容。这一部分在公司财报中表现为无形资产摊销。
- 近两年，公司为扩大影响力，对品牌及 QQ 阅读投入较大力度推广，因此推广及广告费用有所提升，2014 年仅占收入 6.2%，而 2015/2016 年分别提到占收入 18.5%/19.2%，2016 年推广及广告费 4.91 亿，同比增长 65%。
- 随着阅文集团不断扩大文学内容库，公司的内容成本绝对值将增加。鉴于公司行业领先市场份额及不断提升的内容变现能力，预计其有能力控制支付予作家及第三方内容提供商的费用与收入比。此外，公司积累的核心内容资源垄断业内头部作品，未来多产业、多层次变现潜力大。

图表 19：公司主营成本情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

未来发展战略：培育作家+提升内容筑基，IP 变现+海外探索添花

- 通过系统地吸引、培育和推广作家，继续加强公司核心竞争力。为增强对作家的吸引力，公司将与作家建立良好的定制化合作关系，以提高其文学作品的普及受欢迎程度及变现的潜能。此外，公司也将凭借内容改编伙伴的专家知识及商业知识，系统地推广最热卖作家的作品内容。
- 公司还将通过提升内容质量、优化用户体验、拓宽发行渠道等方法拓展市场份额。在提供内容方面，公司将通过内容层级分类及培养用户的阅读行为及喜好以专注扩大长尾及小众文学类别的读者覆盖面。用户体验方面，公司计划改善功能及服务以提升移动应用程序的用户体验，发展数据分析及人工智能科技以优化内容评审流



程，为读者及作家引入更多互动功能以提高社群的粘度。发行渠道方面，公司计划拓宽移动互联网的发行渠道以接触更广大的用户群，加强竞争力。例如，公司有意扩大移动设备制造商伙伴的网络，以拓宽移动应用程序的预装渠道。

- **通过多产业合作，释放知识产权的变现潜能。**公司拟继续扩展自有知识产权及作家知识产权在非书籍娱乐媒体形式方面的产品，主动参与设定制作、发布及推广改编产品的时间表，如电影、电视及网络连续剧、网络游戏及动画等，以接触更多用户及拓收入来源。
- **探索和扩张国际业务。**目前，很多英语国家及东南亚地区均对中文主题的文学作品存在不断增加的兴趣及需求。为满足此需求，公司拟推出更多由中文故事或中国作家的作品翻译成当地语言的国际网络文学平台，并逐步扩大国际内容作品的范围及深度。作为踏出第一步，公司将专注向国际读者提供中国文学内容的优质英文译本。就此而言，公司将与拥有丰富英文翻译作品系列及大量读者群的第三方平台建立战略联盟，以加快我们在海外市场扩展。此外，公司还计划与全球出版、发行及内容改编伙伴合作以当地语言推出自有平台上的优质文学内容。

## 投资建议

- **我们认为阅文集团上市后作为网络文学平台龙头有望带动板块关注度提升，带来板块性机会，推荐平治信息，思美传媒（收购掌维科技），关注中文在线（停牌中），掌阅科技（已申报 IPO）。**
  - **平治信息：**公司主打新媒体渠道流量推广，自有阅读平台快速起量，上半年业绩预增高达 105-133%，上市后品牌提升及资本运作、自主 IP 培育变现潜力大，我们预计公司 2017/2018 年 EPS 分别为 3.10/5.69 元。
  - **思美传媒：**收购的掌维科技依托 PC 时代积累作品优势及影响力推进移动阅读，新媒体营销拉动快速增长，与公司影视及营销业务形成协同，我们预计公司整体 2017/2018 年 EPS 分别为 1.07/1.31 元。

## 风险提示

### 政策监管趋严风险

- 当前网络文学政策监管存在从严趋势，近年来对内容导向不断出台规定，未来若监管持续收紧，可能对网络文学网站当前业务模式形成冲击。

### 人才流失风险

- 编辑和创作者是网络文学平台的重要资源，若优质编辑持续流失，头部作家不再续约或未能创作出足够数量的优质作品，将对公司未来经营造成不利影响。

### 内容成本大幅提升风险

- 内容相关成本（内容成本和版权摊销）2014-2016 年占主营业务成本的 78.8%、52.9%、64.4%，若未来签约作家要求更高分成或保底，或外部采购优质内容的成本大幅提升，将对公司未来经营造成不利影响。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。