

传媒行业

出海专题（二）：网文出海，内容需长期哺育，商业化仍在早期

分析师： 旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 周喆



SAC 执证号: S0260523050003

SFC CE.no: BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

分析师： 徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



021-38003663



xuchengjun@gf.com.cn

请注意，徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **国内网文行业呈现向精品化、IP 转化和出海等方向发展。**从网文出海规模来看，收入、作家数和作品数都较 3 年前有较大的突破，但相较于国内较为成熟的网文行业规模（付费、免费、衍生），海外的发展仍处于早期。根据中国音像与数字出版协会发布的《2023 中国网络文学出海趋势报告》，2022 年中国网文收入达 317.8 亿元人民币，同增 18.94%。22 年网文行业在海外营收规模达 40.63 亿元，同增 39.87%。根据中国社会科学院文学研究所发布的《2023 中国网络文学发展研究报告》，国内的网文作家有 2405 万，海外网文作家为 41 万，国内网文作品数为 3620 万，海外为 62 万。中国平台凭借国内内容体系搭建经验和优质内容出海仍有较大发展空间。
- **我们梳理目前国内平台出海搭建网文平台的参与者，分为三类：**（1）国内传统网文巨头，包括阅文（Webnovel）、掌阅（iReader）和中文在线（Chapters）；（2）新兴平台，例如新闻时代（Goodnovel）、无限进制（Dreame）和点众科技（Webfric）；（3）国内互联网大厂，字节跳动（Fizzo）和小米（Wonderfic）。从 Similarweb 监测的应用流量规模来看，阅文的 Webnovel，新闻时代的 Goodnovel 和无限进制的 Dreame，在海外已经发展初具规模，但相较于海外一些龙头网文平台和翻译网文平台，中国厂商出海平台的规模还未进入第一梯队。从策略来看，不同的平台定位和打法各有不同。以阅文为例，产品策略较为聚焦，主打 Webnovel 单平台策略，向不同国家和地区进行推广，流量的区域分布较为平衡。掌阅、无限进制等公司则采取多产品、分区域的策略形成多点突破，旗舰产品一般来说内容更为聚焦垂直人群和单体市场。
- **目前从海外网文的变现生态来看，仍以付费为主，初创平台为了培育作家创作，以最低创作保底作为激励是主流。**我们对比了主要平台的创作生态，其中 Goodnovel 的最低保底激励较高，有利于在早起培育作家和培养创作习惯。阅文旗下的 Webnovel 的激励机制更为市场化，保底金需要建立在创收门槛的基础上，更有利于激励优质的内容创作。从海外千字收费的定价来看，平均千字在 0.07 美元，高于国内平均 0.05 元的定价，平均一本小说的完本订阅收费高于国内。
- **投资建议。**阅文集团的 Webnovel 在全球多个国家和地区都初具规模，借鉴国内的成功经验深耕海外原创体系，体现为更高门槛的作家签约机制和市场化导向的激励机制，建议关注海外中长期为阅文带来的第二曲线。国内网文龙头掌阅科技、中文在线在 1.0 阶段尝试“网文出海”，借助国内网文资源和成熟运营模式在海外获得了一些用户，但由于市场空间较小且竞争激烈、文化差异明显，未能给上市公司带来明显增量。2.0 阶段网文公司尝试“短剧出海”，借助现有的海外网文 IP 和国内短剧生产模式迭代新业态，中文在线参股公司枫叶互动在 23 年发力打造海外短剧平台 ReelShort，将旗下互动游戏平台 Chapters、数字阅读平台 Kiss 的头部 IP 改编为短剧。短剧出海对比网文出海，用户的理解门槛更低、视听感受更强烈，且海外 PGC 型内容生产体系更容易搭建，关注中文在线、掌阅科技在短剧出海市场的发展空间。
- **风险提示。**海外监管政策趋严、平台之间竞争加剧、以及内容合规触发的潜在监管等风险。

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 | 最近 报告日期 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|--------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|--------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 光线传媒 | 300251.SZ | 人民币 | 9.54 | 2023/10/29 | 买入 | 11.10 | 0.21 | 0.37 | 45.43 | 25.78 | 32.97 | 17.29 | 7.00 | 11.10 |
| 横店影视 | 603103.SH | 人民币 | 15.42 | 2023/10/20 | 买入 | 20.51 | 0.38 | 0.59 | 40.58 | 26.14 | 12.27 | 9.81 | 17.00 | 20.80 |
| 芒果超媒 | 300413.SZ | 人民币 | 24.52 | 2023/10/26 | 买入 | 36.47 | 1.11 | 1.38 | 22.09 | 17.77 | 4.21 | 3.49 | 10.00 | 10.20 |
| 新媒股份 | 300770.SZ | 人民币 | 39.86 | 2024/3/1 | 买入 | 51.23 | 3.06 | 3.42 | 13.03 | 11.65 | 6.67 | 5.47 | 18.00 | 17.50 |
| 蓝色光标 | 300058.SZ | 人民币 | 7.34 | 2024/2/1 | 买入 | 7.70 | 0.05 | 0.19 | 146.80 | 38.63 | 15.93 | 12.77 | 1.80 | 6.00 |
| 完美世界 | 002624.SZ | 人民币 | 11.34 | 2024/2/7 | 买入 | 12.44 | 0.25 | 0.69 | 45.36 | 16.43 | 19.98 | 10.24 | 5.50 | 13.10 |
| 吉比特 | 603444.SH | 人民币 | 210.22 | 2023/10/25 | 买入 | 372.95 | 16.95 | 21.69 | 12.40 | 9.69 | 11.57 | 8.36 | 23.50 | 27.90 |
| 三七互娱 | 002555.SZ | 人民币 | 18.74 | 2023/10/31 | 买入 | 32.26 | 1.47 | 1.67 | 12.75 | 11.22 | 10.68 | 8.74 | 24.60 | 21.80 |
| 恺英网络 | 002517.SZ | 人民币 | 11.64 | 2023/11/10 | 买入 | 17.34 | 0.72 | 0.88 | 16.17 | 13.23 | 13.40 | 11.12 | 26.60 | 25.20 |
| 盛天网络 | 300494.SZ | 人民币 | 14.26 | 2023/11/13 | 买入 | 24.05 | 0.45 | 0.65 | 31.69 | 21.94 | 26.75 | 17.15 | 12.70 | 15.40 |
| 分众传媒 | 002027.SZ | 人民币 | 6.27 | 2024/1/30 | 买入 | 7.65 | 0.34 | 0.38 | 18.44 | 16.50 | 14.25 | 12.22 | 23.60 | 21.90 |
| 天下秀 | 600556.SH | 人民币 | 5.02 | 2023/10/27 | 买入 | 6.85 | 0.08 | 0.14 | 62.75 | 35.86 | 46.87 | 28.41 | 3.70 | 6.00 |
| 兆讯传媒 | 301102.SZ | 人民币 | 15.03 | 2023/10/25 | 买入 | 25.05 | 0.70 | 1.00 | 21.47 | 15.03 | 6.29 | 5.59 | 6.40 | 8.50 |
| 视觉中国 | 000681.SZ | 人民币 | 14.08 | 2022/4/29 | 买入 | 14.26 | 0.39 | 0.47 | 36.10 | 29.96 | 19.06 | 15.13 | 7.40 | 8.40 |
| 博纳影业 | 001330.SZ | 人民币 | 5.75 | 2022/12/4 | 买入 | 15.34 | 0.44 | 0.57 | 13.07 | 10.09 | 10.56 | 9.36 | 8.10 | 9.70 |
| 华策影视 | 300133.SZ | 人民币 | 5.65 | 2023/10/25 | 买入 | 7.88 | 0.26 | 0.32 | 21.73 | 17.66 | 10.76 | 8.60 | 6.80 | 7.60 |
| 新经典 | 603096.SH | 人民币 | 17.70 | 2023/10/30 | 买入 | 25.09 | 0.95 | 1.14 | 18.63 | 15.53 | 10.13 | 8.43 | 7.60 | 8.80 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 人民币 | 13.45 | 2024/2/2 | 买入 | 14.33 | 1.02 | 0.80 | 13.19 | 16.81 | 3.72 | 3.06 | 11.90 | 9.10 |
| 中信出版 | 300788.SZ | 人民币 | 31.00 | 2023/10/27 | 买入 | 32.18 | 0.89 | 1.24 | 34.83 | 25.00 | 10.67 | 8.87 | 7.90 | 9.80 |
| 中国科传 | 601858.SH | 人民币 | 27.09 | 2022/10/30 | 买入 | 9.32 | 0.67 | 0.71 | 40.43 | 38.15 | 4.85 | 3.46 | 9.80 | 9.40 |
| 凤凰传媒 | 601928.SH | 人民币 | 11.83 | 2023/8/29 | 买入 | 15.58 | 0.87 | 0.95 | 13.60 | 12.45 | 6.64 | 5.53 | 12.10 | 12.60 |
| 美团-W | 03690.HK | 港元 | 89.20 | 2023/11/29 | 买入 | 191.56 | 2.58 | 3.94 | 31.38 | 20.55 | 59.38 | 26.36 | 5.74 | 14.28 |
| 心动公司 | 02400.HK | 港元 | 15.66 | 2023/4/3 | 买入 | 42.60 | 0.16 | 0.96 | 88.82 | 14.80 | 37.87 | 12.44 | 4.10 | 20.50 |
| 中手游 | 00302.HK | 港元 | 1.14 | 2023/3/28 | 买入 | 3.93 | 0.23 | 0.28 | 4.50 | 3.69 | 5.75 | 5.50 | 10.00 | 10.90 |
| 泡泡玛特 | 09992.HK | 港元 | 22.45 | 2023/12/27 | 买入 | 34.79 | 0.83 | 1.05 | 24.55 | 19.40 | 14.65 | 11.67 | 12.09 | 12.74 |
| 哔哩哔哩 | BILI.O | 美元 | 11.13 | 2024/3/10 | 买入 | 24.35 | -8.29 | -3.75 | - | - | - | 29.00 | -13.00 | -2.00 |
| 爱奇艺 | IQ.O | 美元 | 3.94 | 2024/2/29 | 买入 | 8.03 | 3.78 | 4.53 | 7.40 | 6.17 | 1.51 | 1.42 | 16.00 | 20.00 |
| 网易 | NTES.O | 美元 | 105.93 | 2024/3/3 | 买入 | 138.20 | 48.99 | 51.68 | 15.35 | 14.55 | 12.30 | 10.00 | 23.50 | 21.40 |
| 腾讯音乐 | TME.N | 美元 | 10.53 | 2023/11/16 | 买入 | 8.90 | 3.63 | 4.02 | 20.59 | 18.59 | 1.86 | 1.64 | 16.00 | 15.00 |
| BOSS直聘 | BZ.O | 美元 | 16.97 | 2023/11/15 | 买入 | 21.46 | 2.20 | 2.80 | 54.74 | 43.01 | 47.00 | 18.00 | 16.00 | 17.00 |
| 微博 | WB.O | 美元 | 9.01 | 2023/11/10 | 买入 | 23.52 | 2.20 | 2.50 | 29.07 | 25.58 | 4.40 | 4.00 | 7.50 | 7.80 |
| 腾讯控股 | 00700.HK | 港元 | 278.60 | 2024/1/7 | 买入 | 460.73 | 16.40 | 19.21 | 15.42 | 13.16 | 14.00 | 12.10 | 12.00 | 13.00 |
| 百度 | BIDU.O | 美元 | 98.27 | 2024/3/1 | 买入 | 167.00 | 82.23 | 84.79 | 8.48 | 8.23 | 7.16 | 6.36 | 7.37 | 8.10 |
| 知乎 | ZH.N | 美元 | 0.75 | 2023/8/25 | 买入 | 1.82 | -1.25 | -0.70 | - | - | - | - | -16.80 | 11.00 |
| 满帮集团 | YMM.N | 美元 | 6.52 | 2024/3/11 | 买入 | 13.83 | 2.60 | 3.30 | 17.80 | 14.02 | 34.20 | 17.00 | 8.40 | 9.60 |
| 京东健康 | 06618.HK | 港元 | 29.75 | 2023/11/27 | 买入 | 65.84 | 1.14 | 1.31 | 23.68 | 20.61 | 42.48 | 37.59 | 5.05 | 5.28 |
| 快手-W | 01024.HK | 港元 | 48.45 | 2024/1/21 | 买入 | 86.03 | 2.17 | 3.53 | 20.26 | 12.46 | 20.67 | 11.85 | 12.00 | 17.00 |
| 云音乐 | 09899.HK | 港元 | 86.95 | 2024/3/3 | 买入 | 110.05 | 3.89 | 4.68 | 20.29 | 16.88 | 22.14 | 18.30 | 8.70 | 9.51 |
| 阿里影业 | 01060.HK | 港元 | 0.44 | 2023/11/14 | 买入 | 0.85 | 0.02 | 0.03 | 19.74 | 13.16 | 14.92 | 13.30 | 0.05 | 0.05 |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|------|----------|----|-------|-----------|----|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 阅文集团 | 00772.HK | 港元 | 25.05 | 2023/8/11 | 买入 | 48.82 | 1.49 | 1.72 | 15.26 | 13.22 | 28.00 | 21.00 | 6.00 | 6.00 |
| 柠萌影视 | 09857.HK | 港元 | 6.45 | 2024/2/8 | 买入 | 9.78 | 0.63 | 0.89 | 9.29 | 6.58 | 4.69 | 2.74 | 8.66 | 10.90 |
| 东方甄选 | 01797.HK | 港元 | 23.85 | 2024/1/25 | 买入 | 37.51 | 1.00 | 1.10 | 21.64 | 19.68 | 48.00 | 43.00 | 32.00 | 28.00 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、网文出海现状：多类型玩家均有参与布局 | 7 |
| （一）网文出海：已初具生态和规模，相较国内仍处于成长期 | 7 |
| （二）出海厂商：传统和新兴平台均有参与 | 10 |
| 二、出海网文作家和内容生态的搭建需长期坚持 | 17 |
| （一）出海平台作家薪酬体系：收益主要靠平台激励和用户付费分成 | 17 |
| （二）各平台的内容生态形成了细分和差异化 | 20 |
| （三）商业化以用户付费订阅为主 | 25 |
| 三、结论和投资建议 | 26 |
| 四、风险提示 | 27 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 中国网文行业营收规模(亿元-左轴)和同比增速(右轴)(2011, 2021-2022) | 7 |
| 图 2: 中国网文行业海外营收规模(亿元-左轴)和同比增速(右轴) | 7 |
| 图 3: 中国网文行业规模以及中国网文平台出海收入规模(亿元)对比(2022年) | 8 |
| 图 4: 海外原创作品(左轴-万部)和三年复合增速(右轴)(2019,2022年) | 8 |
| 图 5: 翻译出海作品(左轴-部)和三年复合增速(右轴)(2019,2022年) | 8 |
| 图 6: 海外网文作家(左轴-万)和三年复合增速(右轴)(2019,2022年) | 9 |
| 图 7: 海外访问用户数(左轴-亿)和三年复合增速(右轴)(2019,2022年) | 9 |
| 图 8: 国内网文作家和出海平台网文作家数对比(万)(2023年) | 9 |
| 图 9: 国内网文作品数和出海平台网文作品数对比(万)(2023年) | 9 |
| 图 10: 国内网文和线下图书规模的对比(2022年) | 10 |
| 图 11: 全球电子书规模和纸质书规模对比(2023年) | 10 |
| 图 12: 海外网文平台访问量(百万)对比(2023年11月-2024年1月) | 13 |
| 图 13: 网平台流量来源对比(2023年11月-2024年1月) | 14 |
| 图 14: 不同平台流量分区域集中度(前五地区占比) | 14 |
| 图 15: 出海网文平台用户性别分布(2023年11月-2024年1月) | 16 |
| 图 16: 出海网文平台用户年龄分布(2023年11月-2024年1月) | 16 |
| 图 17: 作家收益体系一览 | 17 |
| 图 18: Webnovel 和 Chereads 界面一览 | 20 |
| 图 19: Goodnovel 作品按类型数量分布 | 22 |
| 图 20: Webnovel Top10 作品封面 | 24 |
| 图 21: Goodnovel Rising5 作品封面 | 25 |
| 表 1: 主要的出海网文平台母公司一览 | 10 |
| 表 2: 国内传统数字阅读服务商出海平台一览 | 11 |
| 表 3: 国内新兴出海平台一览 | 12 |
| 表 4: 国内大厂出海网文平台一览 | 13 |
| 表 5: 国内大出海网文平台流量数据一览(2023年11月-2024年1月) | 14 |
| 表 6: 主要出海网文平台流量来源分地区一览(2023年11月-2024年1月) | 15 |
| 表 7: 主要出海网文平台作家激励机制对比 | 17 |
| 表 8: 阅文旗下 Webnovel 的作家激励机制一览 | 18 |
| 表 9: 阅文旗下 Goodnovel 的作家激励机制一览 | 19 |
| 表 10: Webnovel 和 Goodnovel 分成比例对比 | 20 |
| 表 11: Webnovel 内容库分类 | 21 |
| 表 12: Webnovel 作品数量推移(2020年-2023年6月30日) | 21 |
| 表 13: Webnovel 年度 top10 内容按题材归类 | 21 |
| 表 14: Webnovel 年度 top10 作品一览 | 22 |

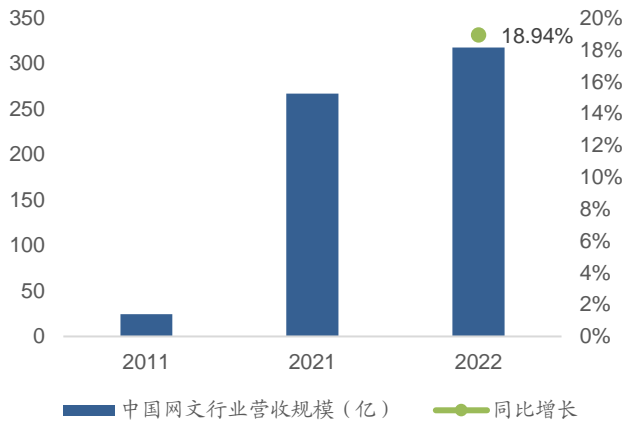
| | |
|--|----|
| 表 15: Goodnovel 年度 Rising 5 作品一览 | 23 |
| 表 16: Dreame 年度 Top10 作品一览 | 24 |
| 表 17: 国内网文付费定价和出海平台对比 | 25 |
| 表 18: Webnovel 充值 Coin 定价一览..... | 26 |

一、网文出海现状：多类型玩家均有参与布局

（一）网文出海：已初具生态和规模，相较国内仍处于成长期

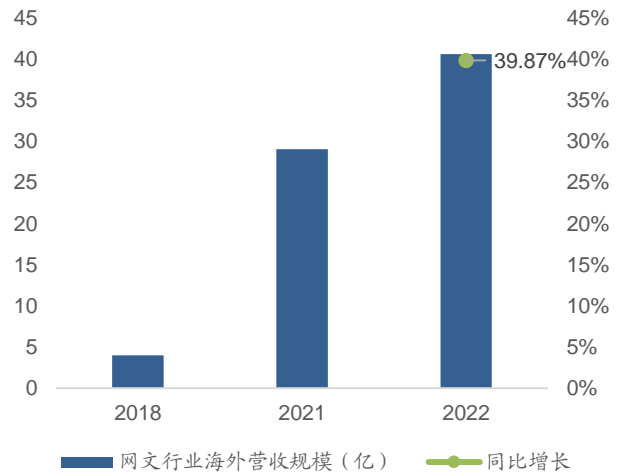
网文行业营收仍保持健康增长，网文行业出海收入近年来也有一定的突破。我们根据中国音像与数字出版协会发布的《2021年中国网络文学发展报告》，以及中国音像与数字出版协会发布的《2023年中国网络文学出海趋势报告》，2022年中国网文行业收入达317.8亿元人民币，同比增长18.94%。网文行业在海外营收规模2022年达到40.63亿元，同比增长39.87%，较国内更快。网文行业呈现向精品化、IP转化和出海等方向发展。

图 1：中国网文行业营收规模（亿元-左轴）和同比增速（右轴）（2011，2021-2022）



数据来源：中国音像与数字出版协会发布的《2021年中国网络文学发展报告》，中国音像与数字出版协会发布的《2023年中国网络文学出海趋势报告》，广发证券发展研究中心

图 2：中国网文行业海外营收规模（亿元-左轴）和同比增速（右轴）



数据来源：中国音像与数字出版协会发布的《2021年中国网络文学发展报告》，中国音像与数字出版协会发布的《2023年中国网络文学出海趋势报告》，广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/257162015050006052>