

# 新丽传媒卖身阅文集团背后：在线阅读营收增长放缓

本报记者 马秀岚 张靖超 北京报道

顶着“网文第一股”的光环，阅文集团2017年在港股高调上市，市值一度逼近千亿港元，而今（截至9月7日）则跌至452亿港元。

近日，阅文集团(00772, HK)公布了半年报及收购新丽传媒的消息，但上述消息反映在股价上，并未成为利好。据悉，自上述消息公布后，阅文集团的股价从67

## 三度IPO失败

新丽传媒在2012年、2014年和2017年三次发起IPO，均主动终止。

成立于2007年的新丽传媒主营业务为电视剧和衍生，2009年开始参与电影投资，并逐步涉及到电影制作业务。

热播电视剧《如懿传》《我的前半生》《白鹿原》《虎妈猫爸》及网剧《余罪》等都由新丽传媒担任主要制片人或者联合制片人，新丽传媒参与的电影包括《羞羞的铁拳》《夏洛特烦恼》等。

新丽传媒也培养了庞大的制作团队。其2017年的招股书显示，截至本招股书签署日(2017年6月16日)，公司与王力扶、申捷、黄河、李小明、马伯庸(马力)、高雅楠、彭扬、李潇、于淼、陈彤、秦雯、吴雪岚(流潋紫)等知名编剧签订长期合约，同时与王宛平、张巍等40余名优秀编剧形成了良好的合作关系。

但在这背后，新丽传媒在2012年、2014年和2017年三次发起IPO，均主动终止。

据媒体报道，有投行人士表示，纵观新丽传媒三次IPO失败，股东之间是否存在代持，新丽传媒与二股东光线传媒是否构成同业竞争，与光线传媒大量的关联交易、存货较高以及补贴占比较大等因素可能是公司IPO屡次失败的原因。

2013年10月，新丽传媒股东王子文与光线传媒签订协议，将其持有的27.64%股权以8.29亿元转让给光线传媒，彼时新丽传媒估值为30亿元。转让后王子文不再持有公司股份，光线传媒成为

港元/股一路跌至49.9港元/股。对此，有分析认为是市场对于此次收购不看好以及估值存在争议所致。

阅文集团近日回复《中国经营报》记者称：“此次交易估值和架构是基于谈判达成的。阅文集团看好新丽传媒的长线、可持续发展，这样的交易结构也能更好地将新丽传媒管理团队和公司的长期利益相结合。阅文集团的内

其第二大股东。

实际上在阅文集团此次收购新丽传媒之前，光线传媒于今年3月10日以33.17亿元的对价将新丽传媒27.64%的股份出售给林芝腾讯科技有限公司，按此推算，新丽传媒估值为120亿元。光线传媒在投资新丽传媒5年后以数倍的收益退出，取得投资收益约为22.66亿元。

影视投资人曹海涛认为，无论是新丽传媒积极寻求IPO还是被阅文集团收购，有一个很重要的上市后股东退出问题。因为不只是光线传媒要退出，新丽传媒的其他股东投资了至少6年以上，都有退出需求。

记者查阅新丽传媒招股书发现，2011年9月其前七大股东为曹华益、王子文、曲雅倩、喜诗投资、世纪凯旋、戴乐克思、融高投资，出资比例分别为34.53%、33.15%、18.65%、9.59%、4.08%、2.04%、2.04%。而在2017年前七大股东为曹华益、光线传媒、曲雅倩、喜诗投资、世纪凯旋、戴乐克思、融高投资，除王子文外，都未退出。

此次阅文收购总价为155亿元，根据公告以现金加发行新股相结合的方式结算。其中，腾讯集团此前拥有的股份以52.9亿元的价格完成新股的结算。同时新丽传媒管理层拥有股份以50%现金、50%新股结算，价值102亿元，分三年在2020年支付完。且规定，新丽传媒2018年到2020年净利润不得低于5亿元、7亿

元、9亿元。

而新丽传媒2016年和2017年税前净利润为2.16亿元、4.19亿元。

对于这一收购价格，业内人士魏霄(化名)认为，真实价值其实没有那么高，因为交易里有50%是新股结算。同时，新丽传媒2017年税前净利润4.19亿元，2018年预计可达到5亿元，如此算下来是30多倍PE，虽然有些高，但比阅文集团低。

而在曹海涛看来，新丽传媒155亿元的估值不高。“新丽传媒基本上是未上市的影视公司中比较优质的股票，现在变成腾讯系的很重要的IP供应方，说明腾讯的战略布局能够跟新丽传媒走到一起去。而就对赌来看，因为腾讯在视频行业处于头部，同时面临爱奇艺和优酷竞争，腾讯未来是它最主要的关联方，所以新丽传媒完成利润问题不大。”

尽管如此，收购消息一出，阅文集团股价仍然下跌。曹海涛告诉记者，阅文集团股价下跌与整个影视市场的估值缩水有关，且由于并购的不确定性，尤其是利润增长的不确定性所致，包括监管层近来对于并购、税务等问题都在进行整治。

同时，曹海涛认为市场对于影视股的估值也存在争议。类似于像博纳影业这样的影视公司虽然从海外退回来，但私募的估值还是很高。而私募的估值和上市后的估值一直存在争议。

## 开辟新战场

阅文集团上市后股价一直未见大的起色，上市首日110港元/股的价格成为历史最高点。

阅文集团回复本报记者：“目前，双方已达成全资收购协议，交易预计将在2018年下半年完成。”新丽传媒方面则表示：“公司现还处于正常运营状态。很多流程还在内部处理阶段，关于收购不便对外表露。”

场恐慌情绪的蔓延，引起了共振。

而陈悦天则认为近千亿市值是因为当时市场对其预期特别好，如今市场预期回调到正常状态，甚至是偏乐观的状态。阅文集团本身的基本面没有多少关系，更多与市场情绪相关。而且因为阅



阅文集团收购新丽传媒，本质上也是在占据视频这个赛道。

本报资料室/图

文集团上市这一年，港股行情不是太好，所以股价下跌也正常。

根据阅文集团8月13日发布的半年报显示，上半年营收22.83亿元，同比增长18.35%，归母净利润5.06亿元，同比增长138.6%。而2017年上半年营收同比增长达到92.82%，归母净利润增速达到193.32%。

尤其值得注意的是，尽管上半年阅文集团月活跃用户由1.92亿户增长至2.14亿户，但月付费用户却由1150万户下降至1070万户，付费率由6%下跌至5%。同时占据八成以上营收的在线阅读收入较2017年同比增长13.3%，呈放缓趋势。

对此，陈悦天对本报记者表示，网文市场整体规模相对有限，网文也受到短视频等新的娱乐媒介的竞争。他认为所有的娱乐媒介形态都在相互挤占用户时间，很早的时候用户总时间就已饱和。魏霄认为用户花在互联网消

费娱乐内容的时间和金钱虽然在上漲，但整体看是相对固定的。而网文很早就开始在付费收入模式上走得较靠前，现在整体行业放缓，影响最大的首当其冲是原来最大的受益者。

而在此情况下，魏霄坦言，网文市场本身的用户规模增长已放缓甚至停滞，阅文集团作为这个行业的垄断者，往原有业务上增加新的产业链上下游的故事是合理的。同时阅文集团也希望培育自己的IP再开发能力，此前阅文集团是抱着金矿却在赚辛苦钱，他们也知道要做影视、动漫等衍生业务，与别人合作了这么多年，还不如自己做这块业务，形成“一菜多吃”的模式。

而阅文集团收购新丽传媒公告也表示，收购将提升本公司文学内容改编盈利机会，从定额授权、被动收入分成及共同投资模式转变为主动担任内部制作的角色，从中国迅速增长的电视剧、网络剧及电影市场中获得较大占有率。

# “征途”坎坷 巨人迟暮

本报记者 周昊 北京报道

8月30日，老牌游戏厂商巨人网络集团股份有限公司(以下简称“巨人网络”，002558.SZ)公布了其上半年财报。《中国经营报》记者注意到，其传统的游戏主业同比出现下滑。

## 引援遇阻 互金抬头

自2016年成功借壳世纪游轮回归A股后，巨人网络便开始计划收购以色列游戏公司Playtika。然而，在等待了近660天后，今年8月10日，巨人网络发布公告称，公司收到证监会通知，此次重组计划被暂停审核。8月13日，巨人网络开盘后立即跌停，当日报收20.12元/股，跌幅为9.66%。

《中国经营报》记者注意到，在重组计划被叫停的前一天，巨人网络发布公告称，负责此次重组的评估机构北京中企华资产评估有限责任公司(以下简称“中企华”)因在两项股权交易项目评估时未勤勉尽责，被证监会处以行政处罚。巨人网络表示，该行政处罚不影响中企华从事证券业务的资格，不影响中国证监会受理其出具的文件，不影响本次重组相关评估报告等文件的效力。然而一天之后，巨人网络的重组计划也被叫停。

值得注意的是，在遭遇证监会二度质询后，巨人网络于2018年7月19日再度修订了此次重组方案，然而重组方案中部分数据信息，如行业数据、可比上市公司财务数据以及相关政策信息等过于陈旧，仍然沿用2016年年末甚至年中的数据。

不仅如此，尽管此次重组

方案在8月10日已被暂停审核，但在8月30日公布的半年报中，巨人网络依旧表示“公司拟收购著名互联网公司Playtika，可推动公司‘布局全球市场’战略的实现，增强公司的持续盈利能力”。

对于此次资产重组被暂停审核的原因，巨人网络方面向《中国经营报》记者表示，一切信息以公司公告为准。

尽管巨人网络在公告中表示，重组被暂停审核对公司生产经营活动不会造成重大不利影响；但从半年报数据来看，传统的游戏业务由于行业整体遇冷已经陷入了停滞，而互联网金融则成为巨人网络的下一个探索对象。

2018年半年报数据显示，巨人网络期内营收19.99亿元，同比增长42.52%；归母净利润7.1亿元，同比增长1.87%。强劲的营收增速背后，是2017年巨人网络成功获得深圳旺金金融信息服务有限公司(以下简称“旺金金融”)51%控制权所致。具体来看，上半年巨人网络游戏业务营收13.57亿元，同比下滑2.96%；互联网金融业务营收6.38亿元，同比增长100%；互金业务几乎贡献了期内业绩的全部增量，但对于巨人网络净利润的拉升作用却并不明显。

另外，互金业务的进驻也大大拉高了巨人网络的营业成本。2018年上半年，巨人网络营业成本达5.65亿元，上年同期只有2.54亿元，同比增长122.44%。其中游戏业务以2.16亿元的成本带来了13.57亿元的营收；而互金相

然时过境迁，英雄亦有迟暮时。8月10日，在经历了600多天之后，证监会决定对巨人网络305亿元收购Playtika的重大资产重组暂停审核。并购失败之后，巨人网络前途未卜。



并购失败之后，巨人网络前途未卜。

本报资料室/图

关业务营业成本为3.46亿元，但仅贡献了6.38亿元的营收，从吸金能力来看，游戏业务也大大强于互金业务。

巨人网络方面表示，目前公司已经先后设立了融资租赁公司、保理公司，以旺金金融为核心的互联网金融科技生态圈已初步形成。不过自今年6月以来，部分网络借贷信息服务平台因其业务不合规、风险不可控，被市场洗牌出局。2018年8月，监管层又针对互联网金融业务接连发布了一系列新政，行业风险也将为巨人网络的互金业绩带来不确定性。巨人网络预测，2018年前三季度公司净利润为10.4亿元，变动区间在9.91亿至10.9亿元之间，与去年同期业绩相比，变化幅度不大。

## 核心产品陷入衰退期

巨人网络游戏业绩承压，与今年开始公司主打游戏步入下行期有关。目前，巨人网络的拳头IP《征途》已有13年高龄，而休闲IO游戏(IO游戏，是指在有限制的地图上，展开的多人对抗可立即复活，并有多变性和操作性的一类简单成长体系网络游戏的简称)的风口也在2018年逐渐逝去。

作为公司的头号IP，《征途》的兴衰对于巨人网络有着极大的意义。2005年前后，初出茅庐的《征途》在行业内普遍采用点卡计费制的时代率先喊出了“免费网游”的口号，随后这种游戏免费、内置道具收费的模式逐渐扩展开来，并最终成为了整个市场的主流。在2006年囊括了国内多个奖项后，《征途》于2007年5月达成了同时在线百万人的成就，成为全球第三款同时在线人数突破百万的网络游戏。

凭借《征途》的优异表现，巨人网络也在2007年11月登陆美国纽交所，总市值达到42亿美元，融资额为10.45亿美元，成为当时在美国发行规模最大的中国民营企业。

然而步入手游时代之后，《征途》却并没有再现当年端游的辉煌。据七麦数据实时APP Store统计，截至9月6日，《征途2》在细分的动作游戏榜与角色扮演榜上排名均在300名开外，巨人网络甚至开始通过将当家IP《征途》授权给其他厂商获利。

有手游从业人员向《中国经营报》记者表示，IP作为游戏厂商的核心资源，轻易不会出售给其他厂商开发游戏，像《魔兽》之于暴雪(Bli-zard Entertainment)、《英雄联盟》之

于拳头(Riot Games)，这类核心IP对于游戏厂商而言，文化与经济意义十分重大；厂商决定向外出售自己的核心IP，意味着该IP在自己手中已经无法持续产生可观价值。

除《征途》外，巨人网络于2015年推出的IO类游戏《球球大作战》，在2018年也面临着风口逝去的困境。相比于前两年各类IO游戏的百花齐放，如今APP Store上仅有《球球大作战》等头部游戏依旧在免费榜中下游的位置徘徊，一系列相关游戏均以下架收场。

艾媒咨询分析师刘杰豪向《中国经营报》记者表示，一方面，游戏通常在一个月或者半年后就会出现明显的衰退现象，虽然部分精品角色扮演类手游有效延长了整个细分领域的热度周期，但最后仍然要归于市场迭代的大趋势下；另一方面，诸如MOBA(多人在线战术竞技游戏)、吃鸡类游戏的火爆也对该类游戏产生了重大的冲击。爆款游戏频现，角色扮演类手游生存空间受到挤压在所难免。同时，角色扮演类手游同质化问题严重，而且往往以IP吸引玩家，但在创新玩法方面未有太大突破，对非核心玩家用户吸引力低。

“而IO游戏陷入衰退期则与休闲游戏本身特点有关，休闲游戏通常上手难度较低，较易通过形成爆款吸引大量玩家。IO类游戏更加突出操作简单的特点，但休闲游戏本身短板在于内容缺乏，且较低的门槛使得除了部分头部游戏外，较长长期留存玩家、沉淀核心用户。”刘杰豪说。