

在线阅读行业走进5G时代，付费+免费迎来变现新周期

——在线阅读跟踪专题报告二

行业深度

● 在线阅读蓬勃发展，进入Z世代变现新周期

在线阅读行业蓬勃发展，2020年我国网络文学市场规模超200亿元，用户规模超5亿人。数字阅读已成为主要的阅读方式，收入以订阅为主，版权收入增幅明显。2019年数字阅读行业版权收入规模为56.6亿元，同比大幅增长164.5%。供给侧题材丰富多样，2019年数字阅读内容作者达到929万人，90后作者占比58.8%。需求侧用户具有高阅读粘性，90后读者占比达55.6%，Z世代付费意愿强烈。衍生产业快速发展，IP改编受到青睐，促进行业多渠道变现。政策持续推动，打击盗版逐步取得成果，知识产权保护升级。

● 移动互联网时代手机阅读成为首选，由单一付费模式走向多种结合

数字化阅读不断发展，手机阅读成为首选。数字阅读行为逐步碎片化，主要集中在上下班途中和休息时间，在碎片化的阅读环境下，网文内容更加轻度。免费阅读兴起，用户规模迅速增长，由2018Q1仅0.5亿人增长至2019Q4的2.5亿人。免费阅读主要通过广告变现，主要针对轻度，付费意愿较低用户，提供新商业模式，网文市场进入付费+免费融合阶段。

● 付费阅读与免费阅读具备互补作用，融合模式有望成为新发展方向

免费阅读兴起对传统付费模式产生一定冲击，但免费阅读更多是一种差异化竞争，付费阅读为免费阅读提供源源不断的优质内容情节，免费阅读带来增量用户，培养用户的阅读习惯，逐步进行付费转化。付费+免费融合的模式有望成为新的发展方向，丰富行业变现方式，提供新动力引擎。

● 阅文集团：2019年版权收入增长341%，管理层调整加强与腾讯联动

2019年阅文集团营收同比增长65.7%，归母净利润同比增长20.31%。收购整合新丽传媒，版权相关收入大幅提升，同比增长341%。管理团队调整，现任腾讯集团副总裁、腾讯影业CEO出任阅文集团CEO和执行董事，腾讯和阅文深度推动IP联动和新文创内容生态发展，有望推动阅文从“最大的行业正版数字阅读和文学IP培育平台”向“更强的文学内容生态”升级。

● 掌阅科技：付费+免费融合逐步成功，迎来在线阅读变现新周期

2019年掌阅科技归母净利润同比增长15.57%，付费与免费阅读模式相结合的运营策略初见成效。2020Q1业绩延续高速增长，归母净利润同比增长78.2%，创单季度新高。公司拟非公开发行募资7亿元，引入百度战略投资并就数字内容授权等展开深度合作，百度将持股8.8%，成为第三大股东。

● 中文在线：一季度扭亏，与咪咕文化达成战略合作，成长后续可期

公司2020年第一季度归母净利润同比扭亏为盈，公司战略止损游戏业务，重新聚焦数字阅读主业，有望迎来业绩拐点，重回增长轨道。2020年4月8日与咪咕文化签订《战略合作协议》，共同打造数字媒体生态产业，持续发展IP运营业务。

● **相关标的：**重点推荐掌阅科技；其他受益标的有阅文集团、中文在线、平治信息、趣头条等公司。

● **风险提示：**行业增速放缓、政策监管风险、付费与免费推进不及预期等。

推荐（维持评级）

胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

马笑（联系人）

maxiao@xsdzq.cn

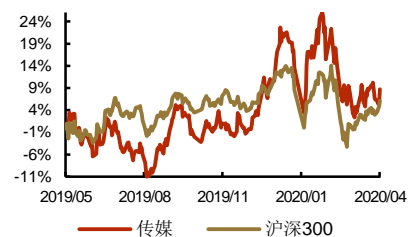
证书编号：S0280117100011

殷成钢（联系人）

yinchenggang@xsdzq.cn

证书编号：S0280120020006

行业指数走势图



相关报告

《影视产业熬过疫情寒冬，政策加码助力春季复苏》2020-04-29

《传媒行业机构持仓比例一季度提升明显，有望全年保持高景气度》2020-04-25

《疫情期间在线阅读大幅增长，付费+免费不断完善商业模式》2020-04-14

《VR游戏《半衰期：爱莉克斯》口碑极佳，带来行业强劲催化剂》2020-03-25

《5G应用有望加速推进，关注国有媒体发展新机遇》2020-03-14

目 录

1、 在线阅读蓬勃发展，进入 Z 世代变现新周期	4
1.1、 2020 年网络文学市场规模超 200 亿元，版权收入大幅增加	4
1.2、 题材丰富多样，Z 世代作家成为主流	5
1.3、 用户粘性增强，Z 世代读者付费意愿强烈	6
1.4、 衍生产业快速发展，促进行业多渠道变现	7
1.5、 政策持续推动，知识产权保护升级	7
2、 移动互联网时代手机阅读成为首选，由单一付费模式走向多种结合	9
2.1、 网文阅读由 PC 走向手机，进入移动互联网时代	9
2.2、 移动互联网时代下，阅读更加碎片化	10
2.3、 免费阅读兴起，网文市场进入付费+免费融合阶段	13
3、 推荐掌阅科技、关注龙头阅文集团和底部中文在线	16
3.1、 数字阅读市场流量竞争激烈，阅文、掌阅为龙头	16
3.2、 阅文集团：2019 年版权收入增长 341%，管理层调整加强与腾讯联动	17
3.3、 掌阅科技：付费+免费融合逐步成功，迎来在线阅读变现新周期	21
3.4、 中文在线：立足数字内容，文学+教育双翼飞翔	24
4、 风险提示	27

图表目录

图 1： 2020 年网络文学市场规模超 200 亿元	4
图 2： 2020 年网络文学用户规模超 5 亿人	4
图 3： 我国国民电子书人均阅读量持续提升	4
图 4： 2018 年我国成年国民数字阅读接触率达 76.2%	4
图 5： 2019 年版权收入占比已达 28.9%	4
图 6： 大众出版作品中 45.1% 为文学小说	5
图 7： 现实题材在网文中占比 65.9%	5
图 8： 2019 年数字阅读作者数量达到 929 万人	6
图 9： 创作者中 90 后作者占比 58.8%	6
图 10： 2019 年每周进行三次以上数字阅读用户占比为 88%	6
图 11： 90 后读者占比达 55.6%，Z 世代付费意愿强烈	6
图 12： 2019 年文学 IP 改编占主要视频平台自制剧的 50%-70%	7
图 13： 影视改编付费意愿强，动漫改编关注度高	7
图 14： 2018 年网络文学因盗版损失 58.3 亿元	8
图 15： 我国知识产权保护不断提升	9
图 16： 中国网络文学发展历程	10
图 17： 2019 年数字阅读用户手机阅读一小时以上占比 69.7%	11
图 18： 2019 年有 76.1% 的成年国民进行过手机阅读	11
图 19： 数字阅读主要集中在上下班途中和休息时间	11
图 20： 2019 年近七成用户每天至少阅读一次	12
图 21： 2019 年 67.9% 用户每日阅读 60 分钟以内	12
图 22： 2009 年 4 月起点月票第一名作品节选	12
图 23： 2020 年 3 月起点月票第一名作品节选	12
图 24： 付费阅读用户下降，免费阅读用户持续增加	13
图 25： 免费阅读独立设备数占比迅速提升	13

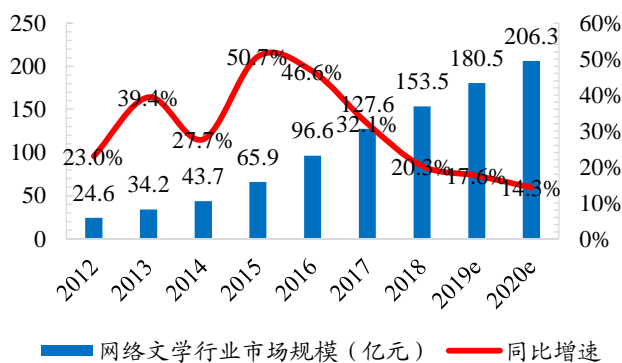
图 26: 免费阅读与付费阅读商业模式对比.....	14
图 27: 得间小说广告示例.....	14
图 28: 七猫小说广告示例.....	14
图 29: 各互联网巨头与数字阅读企业纷纷布局免费阅读.....	15
图 30: 得间小说男频热读榜 (截至 2020.04.27)	15
图 31: 得间小说女频热读榜 (截至 2020.04.27)	15
图 32: 得间小说阅读赚钱体系说明.....	16
图 33: 得间小说阅读赚钱体系推广.....	16
图 34: 阅文及掌阅占据数字阅读市场流量前两位.....	17
图 35: 阅文集团旗下囊括起点中文网、红袖添香等在线阅读知名平台.....	18
图 36: 阅文作家群、作品数量、作品影响力均持续领先.....	18
图 37: 2019 年营收同比增长 65.7%.....	19
图 38: 2019 年归母净利润同比增长 20.31%.....	19
图 39: 2019 年版权运营营收占比达 52.99%.....	19
图 40: 2019 年在线业务营收同比减少 3.08%.....	19
图 41: 2019 年版权运营营收同比增长 340.98%.....	19
图 42: 2019 年 MAU 达 2.2 亿人.....	20
图 43: 2019 年 MPU 为 980 万人.....	20
图 44: 2019 年 ARPU 值增长至 25.3 元.....	20
图 45: 掌阅科技旗下内容平台丰富.....	21
图 46: 硬件业务出表致营收微降 1.1%.....	22
图 47: 2019 年归母净利润同比增长 15.57%.....	22
图 48: 2020Q1 营业收入同比增长 9.25%.....	22
图 49: 2020Q1 归母净利润同比增长 78.2%.....	22
图 50: 2019 年 MAU 达 1.4 亿人.....	22
图 51: 2019 数字阅读营收同比下降 5.55%.....	23
图 52: 2019 数字阅读毛利同比增长 24.17%.....	23
图 53: 2019 版权产品营收同比增长 91.09%.....	23
图 54: 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%.....	23
图 55: 中文在线文学+教育双翼飞翔.....	24
图 56: 中文在线自有渠道.....	25
图 57: 2020Q1 营业收入同比增长 8.01%.....	26
图 58: 2020Q1 公司首次一季度盈利.....	26
图 59: Chapters 排名持续上升.....	26
图 60: 公司 2020 年 3 月出海收入排名上升至第 28 名.....	26
表 1: 重大网络文学相关政策事件.....	8
表 2: 掌阅书城男频热销榜 (截至 2020.04.27)	12
表 3: 掌阅书城女频热销榜 (截至 2020.04.27)	13
表 4: 付费阅读与免费阅读对比.....	16
表 5: 核心数字阅读厂商产品体系及渠道.....	17
表 6: 中文在线数字阅读业务主要渠道.....	25
表 7: 中文在线主要平台及成绩.....	25
表 8: 重点公司盈利预测.....	27
表 9: 重点公司财务数据摘要.....	27

1、在线阅读蓬勃发展，进入 Z 世代变现新周期

1.1、2020 年网络文学市场规模超 200 亿元，版权收入大幅增加

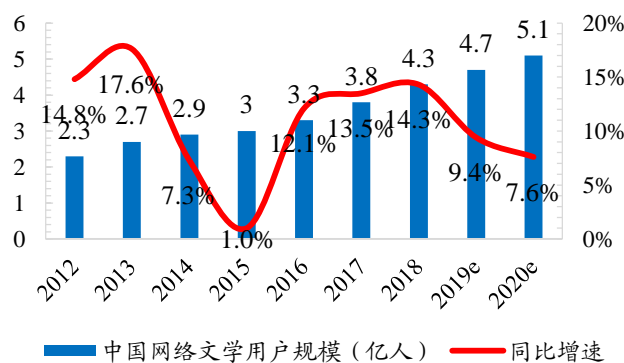
2020 年网络文学市场规模超 200 亿元，用户规模超 5 亿人。在线阅读指用户通过线上方式进行阅读，内容涵盖数字化公开出版物、电子书、漫画、网络文学等，其中网络文学及电子版出版物为主要研究对象。根据艾瑞咨询数据，我国网络文学市场规模不断上升，2012 年-2017 年增速保持在 20% 以上，近年仍保持双位数增速，预期 2020 年市场规模超过 200 亿元。同时用户规模平稳增长，由 2012 年 2.3 亿人增长至 2020 年预期 5.1 亿人。

图1： 2020 年网络文学市场规模超 200 亿元



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

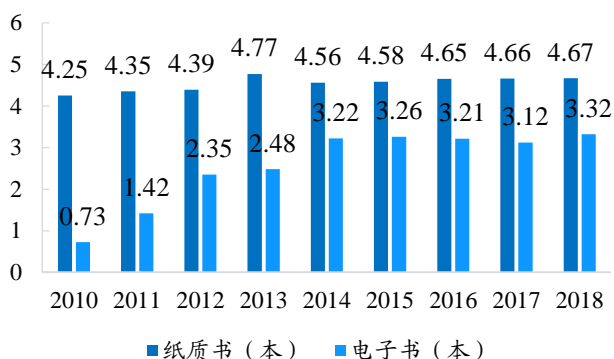
图2： 2020 年网络文学用户规模超 5 亿人



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

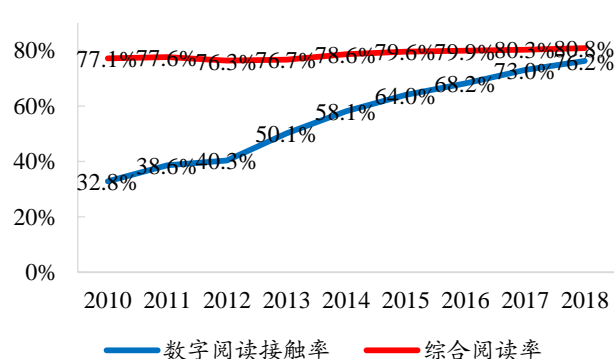
数字阅读已成为主要的阅读方式。根据比达咨询数据，2010 年-2018 年我国国民人均阅读量中，纸质书人均阅读量整体保持稳定，2018 年为 4.67，电子书人均阅读量持续提升，由 2010 年仅 0.73 本增长至 2018 年 3.32 本。同时我国成年国民数字阅读接触率不断提升，由 2010 年 32.8% 上升至 2018 年 76.2%，数字阅读已成为主要的阅读方式。

图3： 我国国民电子书人均阅读量持续提升



资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

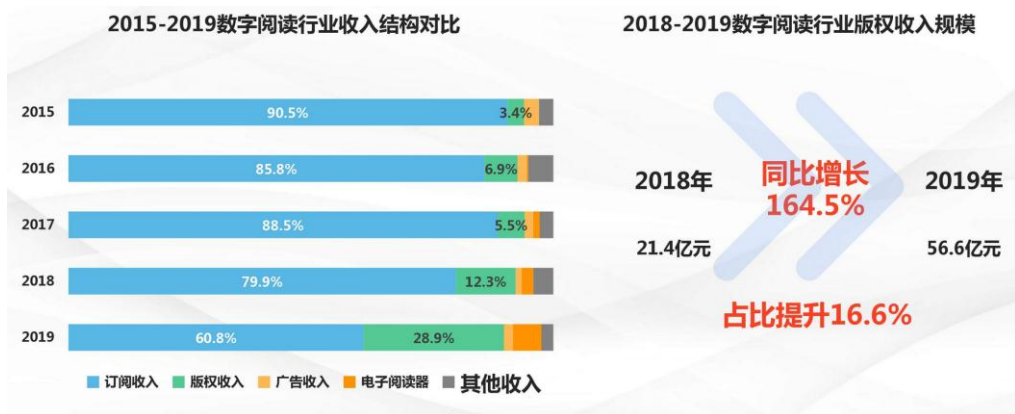
图4： 2018 年我国成年国民数字阅读接触率达 76.2%



资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

数字阅读收入以订阅为主，版权收入增幅明显。根据《2019 中国数字阅读白皮书》，我国数字阅读行业收入以订阅为主，2015 年占比为 90.5%。随着 IP 衍生、版权运营产业不断发展，版权收入占比不断增加，由 2015 年的 3.4% 增长至 2019 年的 28.9%。2019 年数字阅读行业版权收入规模为 56.6 亿元，同比大幅增长 164.5%。

图5： 2019 年版权收入占比已达 28.9%

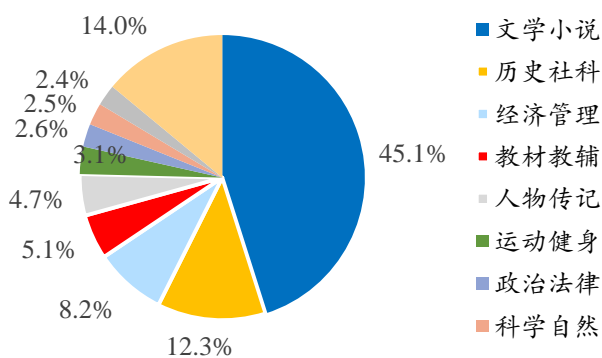


资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

1.2、题材丰富多样，Z世代作家成为主流

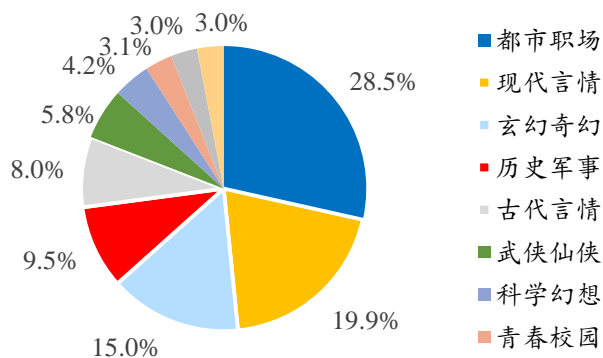
题材丰富多样，现实题材在网文中占比 65.9%。根据《2019 中国数字阅读白皮书》，大众出版作品中 45.1%为文学小说，占比接近一半。网络文学题材分布中，都市职场占比最高，为 28.5%，都市职场、青春校园、历史军事等现实类题材作品数量占比达 65.9%，占据重要地位。

图6：大众出版作品中 45.1%为文学小说



资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

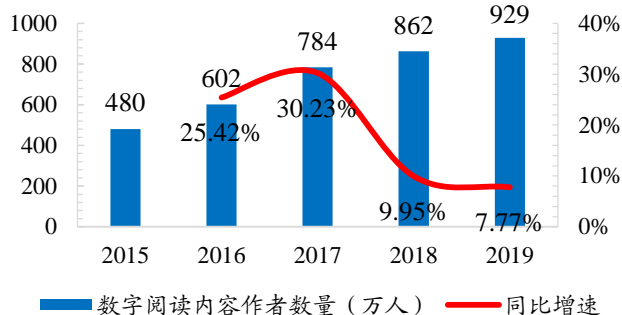
图7：现实题材在网文中占比 65.9%



资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

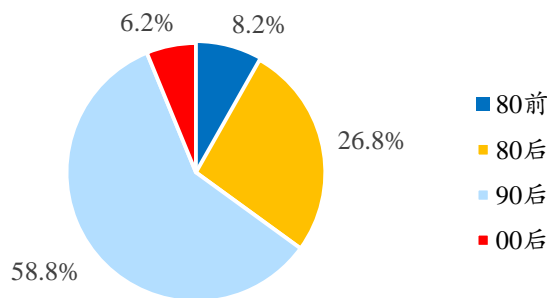
2019年数字阅读内容作者达到 929 万人，90 后作者占比 58.8%。数字阅读作者规模不断扩大，由 2015 年 480 万人增长至 2019 年 929 万人，已形成系统化、规模化的创作体系。作家群体年轻化，创作者年龄分布中 90 后占比 58.8%，已成为绝对主流。年轻的创作群体保障了持续、丰富、与时俱进的内容供给，促进行业蓬勃发展。

图8: 2019年数字阅读作者数量达到929万人



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

图9: 创作者中90后作者占比58.8%

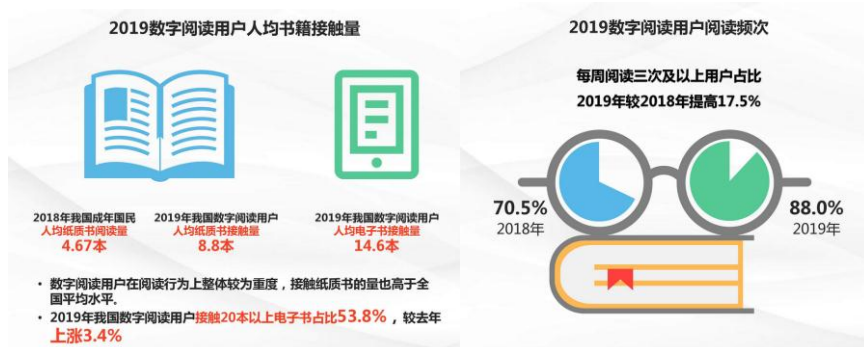


资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

1.3、用户粘性增强, Z世代读者付费意愿强烈

数字阅读用户具有高阅读粘性。2019年我国数字阅读用户人均纸质书接触量为8.8本, 而我国成年公民人均纸质书阅读量为4.67本, 数字阅读用户具有更强的阅读粘性。2019年我国数字阅读用户接触20本以上电子书占比53.8%, 同比上涨3.4个百分点。2019年每周进行三次以上数字阅读用户占比为88%, 同比大幅提升17.5个百分点, 粘性持续上升。

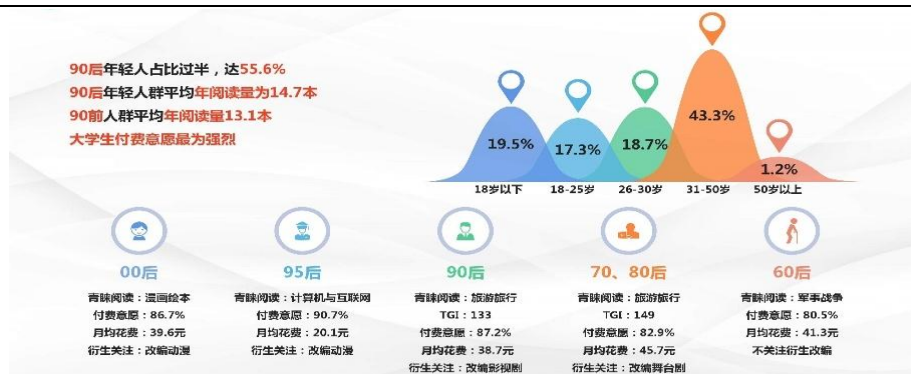
图10: 2019年每周进行三次以上数字阅读用户占比为88%



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

90后读者占比达55.6%, Z世代付费意愿强烈。数字阅读用户年龄分布中, 90后年轻人占比过半, 达55.6%。00后、95后、90后付费意愿分别为86.7%、90.7%、87.2%, 显著高于90前用户群体。Z世代已成为数字阅读主要用户群体, 随该部分用户步入职场, 消费能力提升, 行业付费水平有望持续增长。

图11: 90后读者占比达55.6%, Z世代付费意愿强烈



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

1.4、 衍生产业快速发展，促进行业多渠道变现

衍生产业快速发展，IP改编受到青睐。近年来数字阅读版权业务快速推进，衍生产业高速发展，2019年文学IP改编占主要视频平台自制剧的50%-70%。文学IP改编具备若干显著优势：1.素材丰富，作品数量庞大。2.文学IP核心为剧情设定，改编空间大。3.受众群体大，提供核心观众。4.热门IP关注度高，形成资源聚集。

图12： 2019年文学IP改编占主要视频平台自制剧的50%-70%

2019年网络播放覆盖人数Top10电视剧剧本来源情况			
作品	剧本来源	作品	剧本来源
亲爱的，热爱的	文学改编	少年派	文学改编
小欢喜	文学改编	倚天屠龙记	文学改编
都挺好	文学改编	带着爸爸去留学	原创剧本
封神演义	文学改编	陈情令	文学改编
知否知否应是绿肥红瘦	文学改编	庆余年	文学改编

资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

衍生形式多种多样，促进行业多渠道变现。数字阅读衍生形式多样，从常见的影视、动漫、游戏，到周边的主题商店、衍生商品、主题音乐，甚至舞台剧等。其中影视改编付费意愿最强，动漫改编关注度最高。

图13： 影视改编付费意愿强，动漫改编关注度高

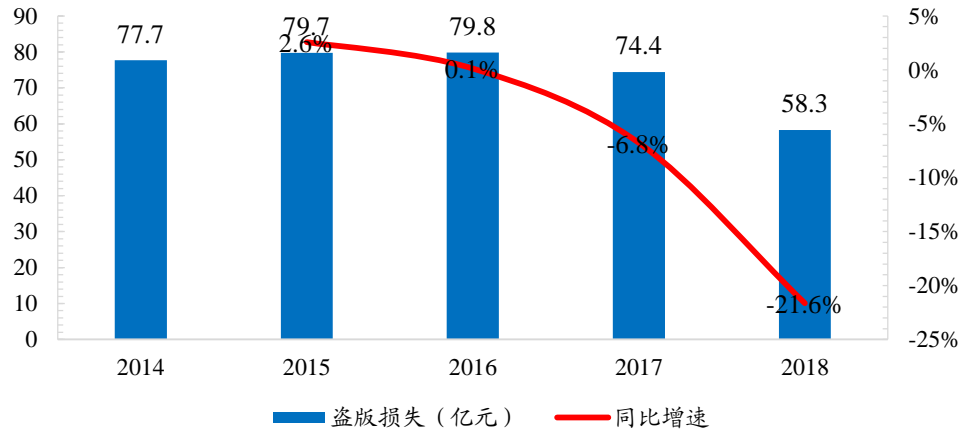


资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

1.5、 政策持续推动，知识产权保护升级

网络文学易复制，盗版损失惨重。伴随着起点、红袖添香、晋江等平台的发展，网络文学市场日渐成熟，然而易复制的特性使得盗版猖獗，且呈现出集团化、专业化、程序化、流水化的特点，集中体现为“盗贴”（截图盗版）和“盗打”（打字盗版）。

打击盗版逐步取得成果，2018年网络文学盗版损失58.3亿元。根据艾瑞中国网络文学盗版损失模型核算，2018年中国网络文学整体盗版损失规模为58.3亿元，同比降低21.6%，但相较2018年153.5亿元的市场规模，盗版损失依然惨重。盗版损失自2015年达到峰值79.7亿后逐步降低，且下降幅度逐年增大，逐步取得成果。

图14: 2018年网络文学因盗版损失58.3亿元

资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

打击盗版, 保护版权等相关政策持续推进。政府部门、司法机关、各网文企业、网络文学作者等持续通过自身的力量来打击网络文学侵权盗版, 并取得阶段性的成果。2011年, “小说520”等大型盗版网站被打击; 2016年, 国家版权局等四部委组织发起的“剑网2016”专项行动, 2016年作为网文行业“正版化元年”, 取得了前十年都未有的成果。

表1: 重大网络文学相关政策事件

日期	事件
2005年4月	《互联网著作权行政保护办法》出台
2005年6月	首例原创文学网站维权案, 红袖添香诉“联想经典读书时空网站”正式审理
2005年7月	政策规定外商投资者不得从事互联网出版及线下出版等业务
2007年8月	348家刊载淫秽色情小说的网站被查, 或关闭网站, 或删除作品交纳罚款
2008年7月	全国首例网络文学作品侵权案, 起点中文网诉“云霄阁”盗版侵权案开庭
2009年	整治互联网低俗之风专项行动
2010年3月	盛大文学正式起诉百度
2010年2月	《中华人民共和国著作权法》得到第二次修订
2011年4月	“小说520”等大型盗版网站被打击
2014年4月	扫黄打非·净网2014专项行动
2015年4月	国家版权局印发《关于规范网络转载版权秩序的通知》
2016年5月	唐家三少、猫腻、我吃西红柿、南派三叔、辰东等众多知名作者年内共同参与“对盗版 SAY NO”的网络联名活动
2016年7月	“剑网2016”专项行动启动, 网络文学成网络版权监管重点
2016年9月	阅文集团、咪咕数媒、掌阅科技等33家单位共同成立中国网络文学版权联盟
2016年11月	国家版权局下发《关于加强网络文学作品版权管理的通知》。
2017年2月	国家版权局下发《版权工作“十三五”规划》
2018年9月	北京互联网法院审理首起互联网著作权案件
2018年11月	国家知识产权局印发《2018年深入实施国家知识产权战略 加快建设知识产权强国推进计划》
2019年4月	国家版权局在京举办“2019中国网络版权保护与发展大会”, 启动“剑网2019”专项行动
2020年4月	最高人民法院对外公布《关于全面加强知识产权司法保护的意见》

资料来源: 网文界公众号, 新时代证券研究所

最高法发布意见，全面加强知识产权司法保护。2020年4月21日，最高人民法院对外公布《关于全面加强知识产权司法保护的意见》，称将进一步加大知识产权司法保护力度。当日发布的《中国法院知识产权司法保护状况（2019）》白皮书显示，2019年全国新收各类知识产权案件481793件，审结475853件，同比分别上升44.16%和48.87%。审判质效进一步提升。”

图15： 我国知识产权保护不断提升



资料来源：央广网，新时代证券研究所

2、移动互联网时代手机阅读成为首选，由单一付费模式走向多种结合

2.1、网文阅读由 PC 走向手机，进入移动互联网时代

纵观网络文学发展历史，可以分为探索时代、过渡时代、移动互联网时代三个发展阶段，目前中国网络文学行业正处于移动互联网时代。

探索时代以 PC 为主要载体，付费模式建立。1998年痞子蔡的《第一次亲密接触》在 BBS 上发表开启了华语网络文学时代。在之后的 10 年中，PC 作为用户传播和阅读网络文学的主要载体工具。起初网络文学作品都是由文学爱好者在电子公告栏（BBS）里进行发表，缺乏成熟的商业模式。2003 年 10 月，起点中文网首创付费在线阅读模式，网络文学商业模式渐渐清晰。

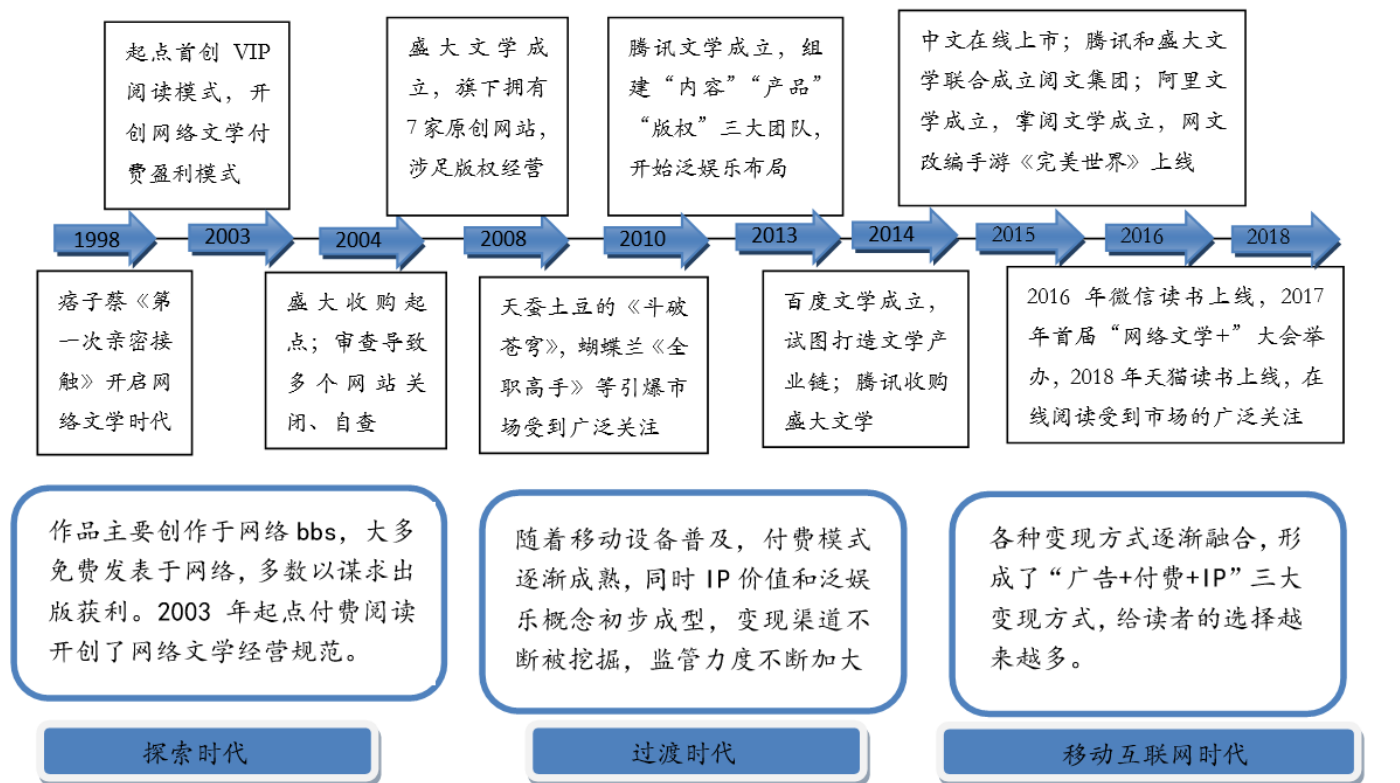
过渡时代阅读行为开始向移动智能设备渗透。2008 年到 2014 年，网络文学进入过渡时期，2011 年前后，电脑端阅读网络文学的用户比例逐年下降，而移动智能端用户迅猛增长，App 形式的阅读平台也如雨后春笋般涌现，QQ 阅读、掌阅等移动书城是这其中的典型代表。网络文学的题材已经涵盖 200 多种，各大平台都可以注册成为作家，内容付费的模式越来越成熟。2014 年之后，智能手机、平板电脑等移动智能设备在国内基本普及完成，手机移动端成为网络文学用户最大阅读渠道。

互联网资本介入，行业格局形成。随着网络文学市场规模的不断扩大，互联网巨头纷纷涉足网络文学，网络文学企业也走上了大规模集团化运营的阶段。2013 年腾讯与前起点中文网核心团队合作成立了创世中文网；人民网 2.5 亿收购看书网

69.25%股权；百度以 1.915 亿收购纵横中文网 100% 股权；2014 年纵横中文网、91 熊猫看书和百度书城合并成立百度文学；2015 年中文在线（17K 小说网）在 A 股创业板上市，定增 20 亿打造泛娱乐生态；腾讯 50 亿收购盛大文学后，与腾讯文学合并成立阅文集团；掌阅文学成立，旗下掌阅文化、红薯网、杭州趣阅布局原创内容；阿里收购书旗小说、UC 书城，与自有移动阅读业务合并成立阿里文学。至此，国内网络文学的行业格局基本形成。

移动互联网时代产业链更加成熟，多种变现方式结合。2018 年至今，网络文学进入融合时代，网文 IP 运营逐步成熟，网文改编的影视剧、游戏受到市场青睐，免费阅读逐渐兴起，开创“免费+广告”的新变现模式。

图16： 中国网络文学发展历程

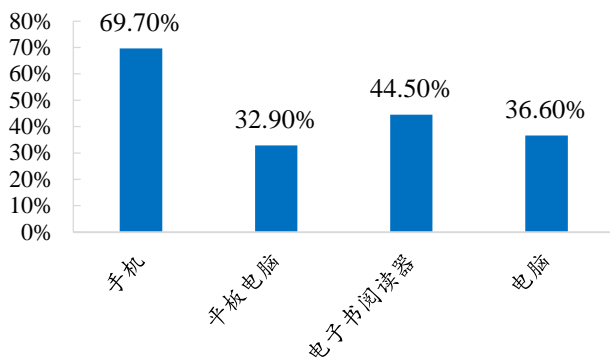


资料来源：社科文献出版社，新时代证券研究所

2.2、移动互联网时代下，阅读更加碎片化

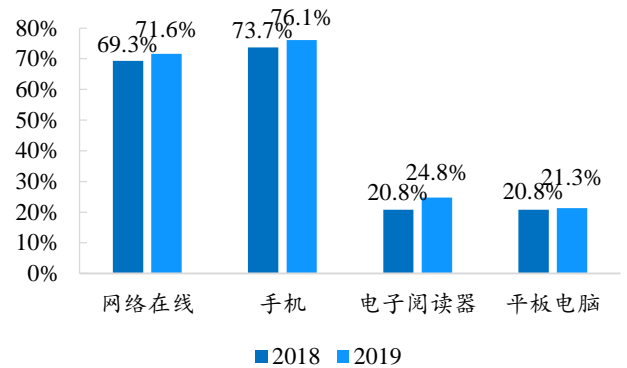
数字化阅读不断发展，手机阅读成为首选。根据《2019 中国数字阅读白皮书》，2019 年数字阅读用户手机阅读一小时以上占比 69.7%，显著超过平板电脑、电脑等媒介。第十七次全国国民阅读调查显示，2019 年有 76.1% 的成年国民进行过手机阅读，71.6% 的成年国民进行过网络在线阅读，24.8% 的成年国民在电子阅读器上阅读，21.3% 的成年国民使用平板电脑进行数字化阅读，均较 2018 年有所上升。

图17: 2019年数字阅读用户手机阅读一小时以上占比69.7%



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

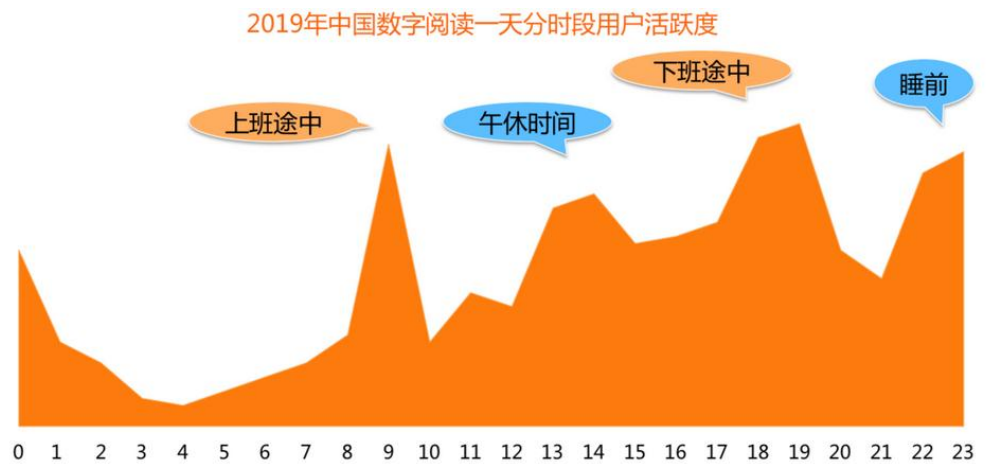
图18: 2019年有76.1%的成年国民进行过手机阅读



资料来源: 中国新闻出版研究院, 新时代证券研究所

数字阅读行为碎片化, 主要集中在上下班途中和休息时间。2019年中国数字阅读用户阅读时段主要集中于上班途中(8点-9点)、午休(13点-14点)、下班途中(18点-19点)、晚间休息(21点-22点), 呈现出碎片化分布, 移动端数字阅读更加适应碎片化、短时间的快速消遣放松。

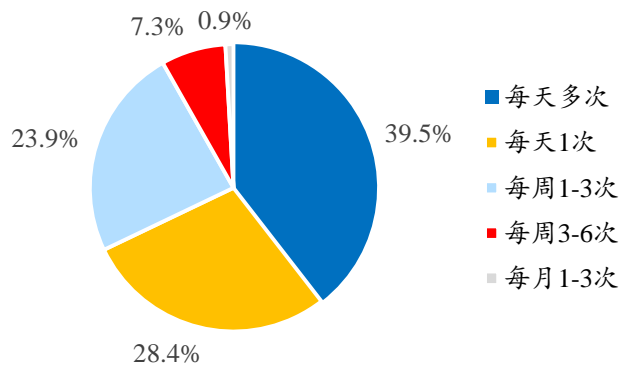
图19: 数字阅读主要集中在上下班途中和休息时间



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

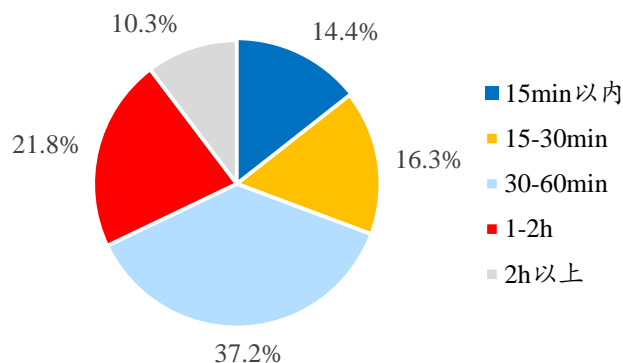
数字阅读频次高, 单次阅读时间较短。2019年我国数字阅读用户使用频率高, 近4成用户每天阅读多次, 28.4%用户每天阅读一次, 合计近七成用户每天至少阅读一次。相应的单次阅读时间较短, 每日阅读15分钟以内占比14.4%, 15-30分钟占比16.3%, 30-60分钟占比37.2%, 合计67.9%, 超过三分之二。

图20: 2019年近七成用户每天至少阅读一次



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

图21: 2019年67.9%用户每日阅读60分钟以内



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

移动端碎片化阅读环境下, 网文内容更加轻度。移动互联网时代在线阅读发生了三点变化:

1. 由于手机屏幕与PC有较大差异, 为保障阅读体验, 网文段落逐渐变短, 单句作为一段成为普遍现象。

图22: 2009年4月起点月票第一名作品节选

过去的林雷待人虽然算不上冰冷无情, 可是也不算多么热情。可这一个月林雷的心情明显很好, 对人都经常笑呵呵的。

“你这小家伙, 知道啥?” 林雷没好气地看了一眼贝贝, 而后林雷依旧意气风发地进入了图书馆, 略微选了两本关于风系魔法的书籍, 林雷就进入了阅览室开始阅读。

资料来源: 起点读书 App, 新时代证券研究所

图23: 2020年3月起点月票第一名作品节选

这些触手的顶端, 一点点璀璨的星光亮起, 瞬间笼罩了阿蒙们。①

阿蒙们不可遏制地聚合在了一起, 化成了一团概念。①6

这些概念包括但不限于尖顶软帽、古典黑袍、单片眼镜、命运、时间、钥匙、门、Bug和木马。①00

克莱恩缓慢站了起来, 对着被动概念化的阿蒙笑道: ①5

资料来源: 起点读书 App, 新时代证券研究所

2. 移动时代阅读仅需一部便携的手机, 用户主要在通勤及午休睡前进行阅读, 主要目的为消遣放松, 许多阅读经历少、年龄低的小白读者进入市场。网文市场出现更多快餐化、套路化的内容, 作品名多为xx护花保镖、xx兵王、xx校园高手等。以掌阅书城热销榜为例, 男频前10名中有5部作品与赘婿题材有关, 女频前10名中有4部作品归类为总裁豪门。

表2: 掌阅书城男频热销榜 (截至2020.04.27)

排名	书名	作者	分类	读过
1	女总裁的上门女婿	一起成功	都市高手	16w+
2	弃婿归来	发飙的天空	都市高手	51899
3	都市超级邪医	木燃	异术超能	50707
4	一世兵王	我本疯狂	都市高手	11w+
5	三国之曹家逆子	你我当初	历史	90291

6	都市战神归来	血徒	都市	53547
7	赘婿当道 (又名: 神都猛虎, 主角: 岳风)	吻天的狼	都市高手	51478
8	最豪赘婿 (又名: 豪门战婿)	会说话的香烟	都市	18331
9	超级女婿 (又名: 豪婿, 主角: 韩三千)	绝人	都市高手	44145
10	逍遥兵王	暗夜行走	异术超能	79950

资料来源: 掌阅书城, 新时代证券研究所

表3: 掌阅书城女频热销榜 (截至 2020.04.27)

排名	书名	作者	分类	读过
1	三爷, 夫人她又惊艳全球了	月寒	重生异能	10w+
2	霍总, 你媳妇又闹离婚了	桃丽丝	总裁豪门	37145
3	农家有女甜蜜蜜	依然灵月	种田经商	44022
4	王妃超凶得宠着	熊三	古代言情	70179
5	聂先生又苏又撩	卡卡西	总裁豪门	82989
6	侯门闺秀穿七零	素染芳华	重生异能	51913
7	复活后我成了国宝级大师	柔桡轻曼	重生异能	46581
8	医念如初: 唐先生, 久等了!	清浅璐	总裁豪门	81543
9	他说爱情已迟暮	素年	总裁豪门	23440
10	容辞	一寸方舟	古代言情	35737

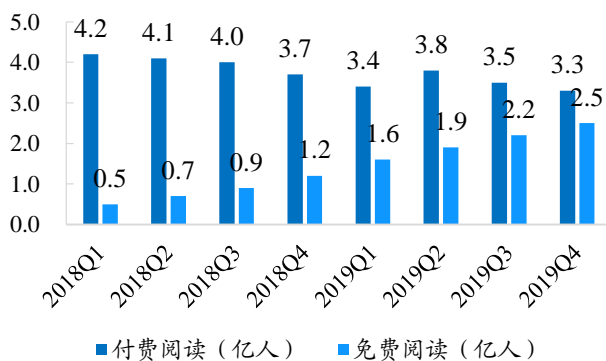
资料来源: 掌阅书城, 新时代证券研究所

3. 移动端娱乐方式不断增加, 短视频、社交平台、手游成为在线阅读竞争对手, 倒逼网文内容更加直白, 情节更加紧凑。读者对作品的故事设定、情节安排要求高过作品的文学性。

2.3、免费阅读兴起, 网文市场进入付费+免费融合阶段

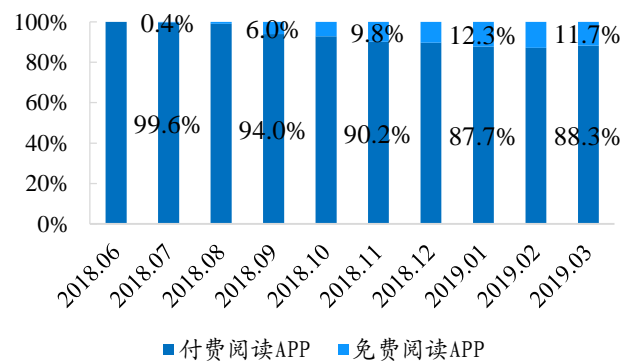
付费阅读用户规模有所下降, 免费阅读用户规模迅速增长。根据比达咨询数据, 2019 年以来我国付费阅读受到免费模式冲击, 用户规模持续下降, 截至 2019Q4 达到 3.3 亿人。而免费阅读规模迅速增长, 由 2018Q1 仅 0.5 亿人增长至 2019Q4 的 2.5 亿人。APP 独立设备数方面, 免费阅读独立设备数占比迅速提升, 由 2018 年 7 月仅 0.4% 增长至 2019 年 3 月 11.7%。

图24: 付费阅读用户下降, 免费阅读用户持续增加



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

图25: 免费阅读独立设备数占比迅速提升



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

免费阅读主要通过广告变现, 提供新商业模式。免费阅读模式下, 内容本身不收取费用, 内容提供方通过 APP 页面广告进行变现。与付费阅读中占重要地位的

版权运营相比，免费阅读广告模式更加直接，变现周期短，无需长期IP运营。

图26: 免费阅读与付费阅读商业模式对比



资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

免费阅读广告营销方式多样。免费阅读广告模式可分为2类：1.固定页面广告：APP页面下端及排行榜中插入广告，用户浏览时即可看到。2.阅读中广告：阅读过程中会插入广告页，严重影响阅读体验，用户可通过观看小视频免15-20分钟广告。

图27: 得间小说广告示例



资料来源：得间小说 App，新时代证券研究所

图28: 七猫小说广告示例



资料来源：七猫小说 App，新时代证券研究所

互联网巨头与数字阅读企业纷纷布局免费阅读。2019年5月米读内部孵化“米读极速版App”，百度战略投资“7猫小说”，字节跳动投资吾里文化，推出“番茄小说”，掌阅推出“得间小说”，阅文推出“飞读小说”，免费阅读成为新风口。

图29: 各互联网巨头与数字阅读企业纷纷布局免费阅读



资料来源: 各 App 官网, 新时代证券研究所

免费阅读主要针对轻度, 付费意愿较低用户。免费阅读在内容供给与目标用户方面均与付费阅读有较大不同。内容供给方面, 免费阅读作品类型化、套路化更强, 相较文笔、故事性, 作品设定、情节设计更是作品的主要竞争力。目标用户方面, 免费阅读主要针对轻度, 付费意愿较低的三四线用户。

图30: 得间小说男频热读榜 (截至 2020.04.27)

热读榜		荣耀王者 为了游戏里的皮肤, 女友竟然...	1
飙升榜		夜黑羽	游戏生涯
新书榜		史上最强炼气期 修炼了将近五千年的方羽, 还...	2
完结榜		绝世武魂 龙脉大陆, 万族林立, 宗门无...	3
热搜榜		天才神医混都市 三份婚书, 逍遥都市, 收服美...	4
女孀榜			
玄幻榜			

资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

图31: 得间小说女频热读榜 (截至 2020.04.27)

热读榜		一胎三胎, 总裁爹爹超凶猛 他是江市闻风丧胆的铁血总裁...	1
飙升榜		南宮紫嫣	现代言情
新书榜		邪王嗜宠: 神医狂妃 爷, 冲动是魔鬼, 这一药剂要...	2
完结榜		九零暖婚: 重生甜妻撩夫忙 她是人前国民女神不好惹, 人...	3
热搜榜		第一宠婚: 总裁别太坏 一场联姻, 他们走到了一起。...	4
总裁榜			
王妃榜			

资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

激励用户阅读, 免费阅读纷纷推出阅读赚钱体系。免费阅读通过广告变现, 因而吸引用户为核心考量, 得间、七猫的免费小说平台纷纷推出阅读赚钱体系。用户打卡, 阅读小说, 观看广告视频均可获得相应激励。此举精准定位付费意愿较低的三四线用户, 充分吸引用户留存平台。

图32: 得间小说阅读赚钱体系说明



资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

图33: 得间小说阅读赚钱体系推广



资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

类比游戏市场, 免费阅读类似休闲游戏的 IAA (应用内广告) 模式。免费阅读模式类似游戏市场中的 IAA 休闲游戏, 本身并没有付费内容, 而是通过激励广告变现。2020 年字节跳动与姚记科技出品的《小美斗地主》即为其中一员, 春节期间连续 10 天登顶免费榜首。免费阅读以丰富多样, 满足读者需求的网文内容为基础, 吸引大量阅读用户, 通过精准的推荐系统、阅读赚钱体系保持用户留存, 通过 APP 页面、小说中的广告进行变现。

付费阅读与免费阅读差异性竞争, 具备互补作用。总结来看, 免费阅读兴起对传统付费模式产生一定冲击, 但免费阅读更多是一种差异化竞争, 两种模式用户重合度低。付费阅读为免费阅读提供源源不断的优质内容情节, 免费阅读带来增量用户, 培养用户的阅读习惯, 逐步进行付费转化。付费+免费融合的模式有望成为新的发展方向, 丰富行业变现方式, 提供新动力引擎。

表4: 付费阅读与免费阅读对比

	付费阅读	免费阅读
核心用户	付费意愿较高的一二线城市年轻人	付费意愿较低的三四线城市用户, 年龄层跨度大
作品特点	类型丰富, 原创性强, 文学性、故事性强	许多作品套用现有热门网文的设定、情节, 充分满足读者对同一类型文章的阅读需求, 风格化、类型化较强
变现方式	付费+IP 衍生	主要通过广告变现
代表平台	阅文、掌阅、书旗	米读、得间、七猫、番茄
模式间的互补作用	不断更新迭代网文内容, 为免费阅读提供成熟的设定、情节套路	带来增量用户, 培养用户的阅读习惯, 逐步进行付费转化

资料来源: 新时代证券研究所总结

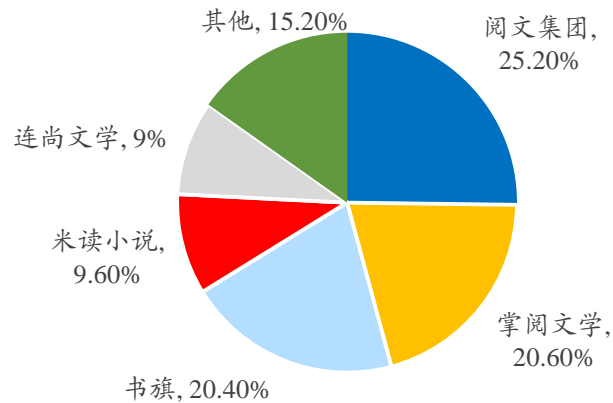
3、推荐掌阅科技、关注龙头阅文集团和底部中文在线

3.1、数字阅读市场流量竞争激烈, 阅文、掌阅为龙头

阅文及掌阅占据数字阅读市场流量前两位。根据比达咨询数据, 2019 年中国数字阅读厂商全景生态流量市场份额中, 阅文集团占比 25.2% 排名第一, 掌阅文学以 20.6% 排名第二。阅文集团凭借绝对领先的原创内容平台, QQ 阅读, 微信读书

等流量入口优势居行业首位；掌阅科技拥有掌阅 APP、手机厂商、电子书阅读器的多元流量支持，免费阅读 APP 得间小说表现优异。

图34： 阅文及掌阅占据数字阅读市场流量前两位



资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

表5： 核心数字阅读厂商产品体系及渠道

阅读厂商	内容生产平台	生态流量渠道分析	
		内部渠道	外部合作
阅文集团	阅文集团为国内领先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、红袖添香、潇湘书院等知名在线阅读平台	QQ 阅读、起点读书、红袖读书等 APP 阅读入口	腾讯泛娱乐体系旗下视频、音乐、游戏、动漫等 IP 联动支持
掌阅文学	旗下拥有掌阅文化、红薯中文网、趣阅小说网等内容平台	掌阅、得间免费小说 APP	定增引入百度战略投资
中文在线	中文在线原创平台包括 17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网	中文书城 APP、慧读分级阅读平台	合作渠道包括三大电信运营商及其他多种阅读平台，如 QQ 阅读、掌阅、百度阅读、爱奇艺、书旗、新浪、亚马逊、米读、七猫等重点渠道
书旗	书旗小说	书旗小说、UC 小说、PP 书城、优酷书城等 APP 流量渠道	与优酷、阿里影业等平台达成深度合作
纵横文学	纵横中文网、花语女生网	熊猫看书 APP、纵横小说 APP、七猫免费小说 APP	百度流量支持
连尚文学	收购逐浪小说网	连尚读书 APP、逐浪小说 APP、Wi-Fi 万能钥匙流量支持	同懒人听书、喜马拉雅等渠道合作，投资 SuperChinese 助力文学出海
米读小说	内容来自 17k、黑岩网、九库文学等二三线网文平台，旧书比例较高	米读小说 APP、米读极速版 APP	与掌阅达成战略合作，获得内容支持

资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

3.2、阅文集团：2019 年版权收入增长 341%，管理层调整加强与腾讯联动

在线阅读龙头，IP 产业核心源头。阅文集团为国内领先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、红袖添香、潇湘书院等知名在线阅读平台，阅文听书、天方听书网等有声作品平台。同时以自有文学作品为核心源头，进行 IP 版权运营，已成功输出《庆余年》《鬼吹灯》《盗墓笔记》《琅琊榜》《全职高手》《扶摇皇后》《将夜》等影视、动画、游戏等领域的 IP 改编代表作。

图35: 阅文集团旗下囊括起点中文网、红袖添香等在线阅读知名平台


资料来源：阅文集团公众号，新时代证券研究所

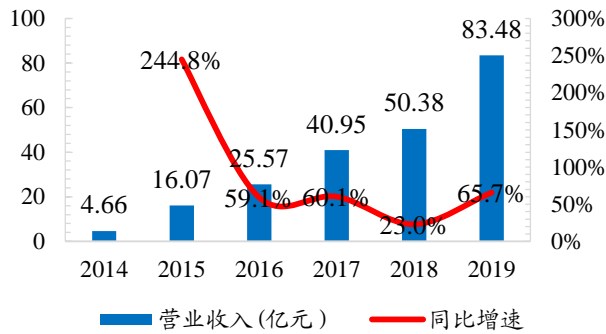
优质内容为核心驱动力，作家、作品行业领先。优质内容是阅文生态的核心驱动力，阅文作家群、作品数量、作品影响力均持续领先。2019年平台入驻作家810万位，作品数量达到1220万部，自有原创文学作品1150万部。根据2020年2月百度小说风云榜，排名前30部的网络文学作品中，25部出自阅文平台。

图36: 阅文作家群、作品数量、作品影响力均持续领先


资料来源：阅文集团官网，新时代证券研究所

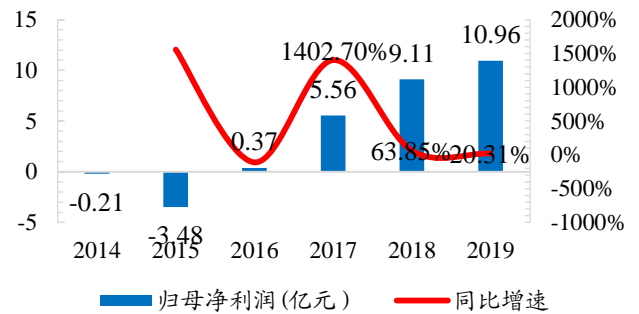
2019年营收同比增长65.7%，归母净利润同比增长20.31%。2020年3月17日，阅文集团公布2019年年报，2019年实现总营业收入83.48亿元，同比增长65.7%；归母净利润为10.96亿元，同比增长20.3%，以IP为核心的多元变现取得成果，优质内容长期价值的可持续性正逐步凸显。

图37: 2019年营收同比增长65.7%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

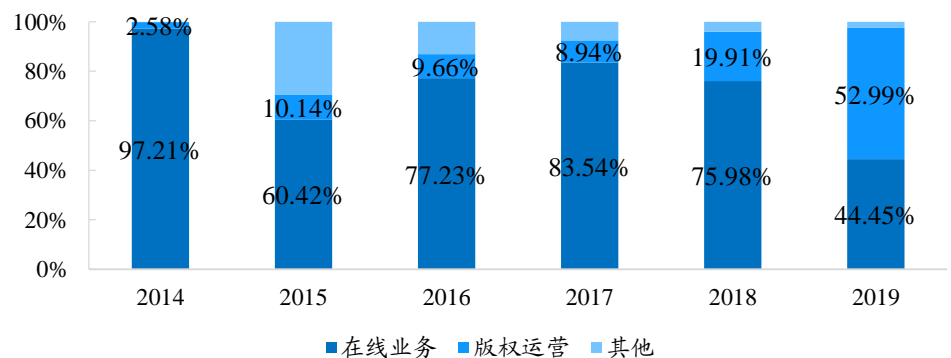
图38: 2019年归母净利润同比增长20.31%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

收入主要来自在线业务与版权运营, 版权运营收入占比已达52.99%。阅文集团收入主要来自在线业务与版权运营, 在线业务收入主要反映在线付费阅读、网络广告及平台分销第三方网络游戏所得收入。版权运营主要反映来自制作及发行电视剧、网络剧、动画、电影、授权版权改编权、运营自营网络游戏及销售纸质图书的收入。2019年阅文整合新丽传媒全年收入, 版权相关的自营网络游戏及联合投资的影视剧的收入大幅提升, 2019年版权运营营收占比52.99%, 占比已超过50%。

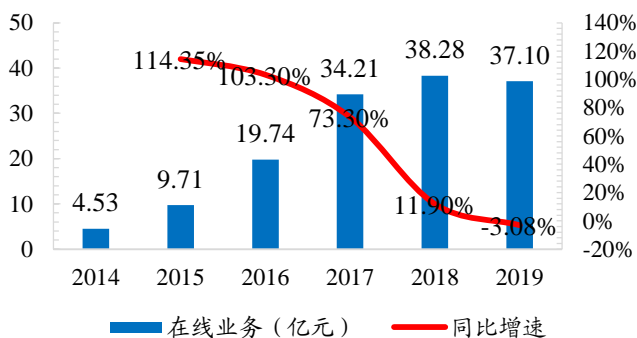
图39: 2019年版权运营营收占比达52.99%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

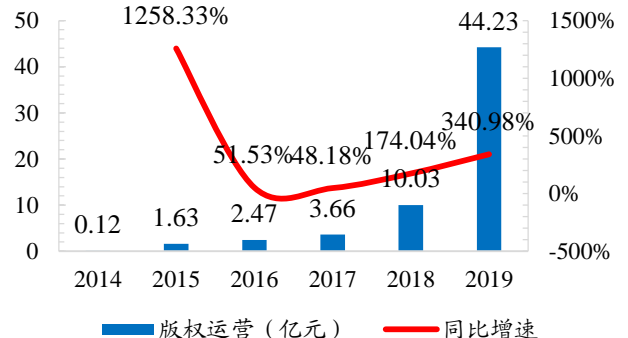
在线业务营收略有下降, 版权运营收入增长341%。2019年在线业务营收达37.1亿元, 同比下降3.08%, 自有平台产品保持上升趋势, 腾讯产品自营渠道及第三方平台收入同比下降。版权运营业务营收由2018年10.03亿元大幅增至44.23亿元, 同比大幅增长340.98%, 增长主要来自新丽传媒合并及版权相关业务增长。

图40: 2019年在线业务营收同比减少3.08%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图41: 2019年版权运营营收同比增长340.98%

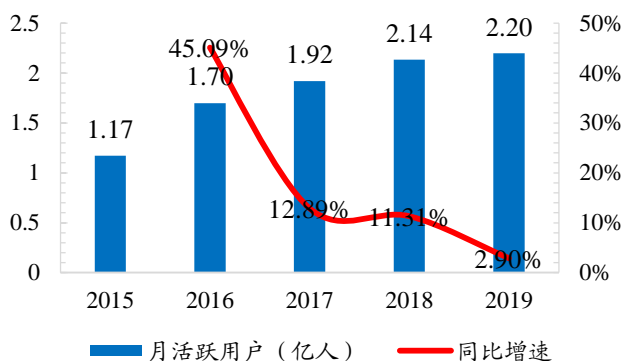


资料来源: wind, 新时代证券研究所

2019年 MAU、MPU 分别为 2.2 亿人、980 万人，ARPU 值上升至 25.3 元。

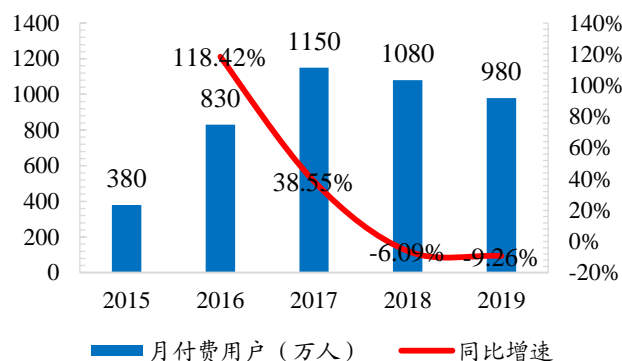
2019 年 MAU(自有平台产品及腾讯产品自营渠道的平均月活跃用户)达 2.2 亿人，同比增长 2.9%，MPU(自有平台产品及腾讯产品自营渠道的平均月付费用户)980 万人，同比下降 9.26%。部分腾讯产品改变其用户分配策略，推广免费阅读，较少推广在线付费阅读内容，并且有更多用户被分配至阅读免费内容，使得 MAU 增速下降，MPU 同比减少。受此影响，付费比率由 2018 年的 5.1% 下降至 2019 年的 4.5%。ARPU 值(每名付费用户平均每月收入，按期内自有平台产品及腾讯产品自营渠道的在线阅读收入除以平均月付费用户，再除以该期间包含的月份数计算)由 2018 年的 24.1 元上升至 2019 年的 25.3 元，体现内容运营、推荐体系、内容分发的全方位加强。

图42: 2019年 MAU 达 2.2 亿人



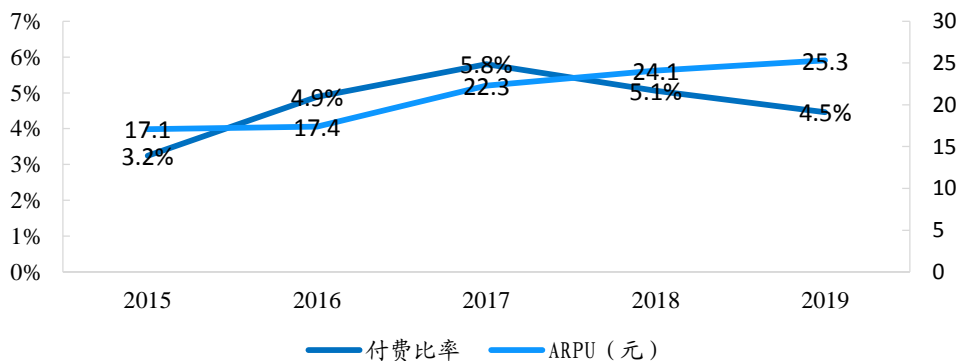
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图43: 2019年 MPU 为 980 万人



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图44: 2019年 ARPU 值增长至 25.3 元



资料来源: wind, 新时代证券研究所

管理团队调整，腾讯和阅文深度推动 IP 联动和新文创内容生态发展。2020 年 4 月 27 日，阅文集团宣布管理团队调整，现任联席首席执行官吴文辉先生和梁晓东先生、总裁商学松先生、高级副总裁林庭锋先生等部分高管团队成员荣退，辞任目前管理职务，吴文辉先生将调任非执行董事和董事会副主席，梁晓东先生和其他高管将会担任集团顾问，助力管理团队的平稳过渡，持续支持阅文的战略发展；同时，**董事会委任现任腾讯集团副总裁、腾讯影业首席执行官程武先生出任阅文集团首席执行官和执行董事，腾讯平台与内容事业群副总裁侯晓楠先生出任阅文集团总裁和执行董事，推动阅文深度联动腾讯和行业伙伴，迈向全新的发展阶段。**

新 CEO 经验丰富。程武于 2009 年加盟腾讯，现任腾讯集团副总裁和腾讯影业首席执行官，并负责集团的市场与公关部以及腾讯互动娱乐事业群的市场营销部。2011 年，程武在业界首倡以 IP 为核心的“泛娱乐战略”，并在公司的大力支持下，

推动了网络动漫、网络文学、影视、电竞等新业务的启动。2013年，他与吴文辉共同推动了腾讯文学的成立，分别担任腾讯文学董事长和腾讯文学首席执行官；2015年3月，阅文集团成立之后，他曾担任董事，继续支持吴文辉和管理团队，积极推动阅文及旗下新丽传媒，与腾讯影业、动漫、游戏业务的联动，共同打造了《庆余年》、《从前有座灵剑山》等跨领域开发的代表性作品。2018年4月，程武在“泛娱乐”战略基础上，进一步提出“新文创”战略构思。目前，基于腾讯的“科技+文化”定位，“新文创”已成为腾讯在文化维度的核心战略。

管理团队公开发声，强调巩固付费。新管理团队上任后，市场传出有关阅文集团作家合同及免费阅读模式的多种质疑，涉及与作者间霸道合同并将全面免费。4月30日，首席执行官程武，总裁侯晓楠联名发表题为《面孔会变，梦想不会——致网络文学作家》的公开信。强调作家是阅文最宝贵的财富，阅文将会投入更多的资源，建立更强的文学内容生态，继续稳固和深化付费阅读粉丝生态将会是阅文发展进化的基础。

5月3日，阅文集团对近期谣言进行澄清，提出从新团队上任伊始，就坚定的认为，必须要巩固和保持付费模式，并对创新模式进行探索。并提出于5月6日与平台作者举行恳谈会，将就商业模式、作家生态以及作家合约等问题展开讨论。

阅文内容 IP+腾讯泛娱乐运营，未来可期。阅文本身具备海量优质内容 IP，是文创大生态的重要原创 IP 源头，结合腾讯成熟系统的泛娱乐运营体系，有望推动阅文从“最大的行业正版数字阅读和文学 IP 培育平台”向“更强的文学内容生态”升级。

3.3、掌阅科技：付费+免费融合逐步成功，迎来在线阅读变现新周期

掌阅科技成立于2008年9月，专注于数字阅读，是我国领先的移动阅读分发平台。旗下拥有掌阅文化、红薯中文网、趣阅小说网等内容平台，数字内容资源丰富，品类众多，拥有数字阅读内容50多万册。经过多年深耕数字阅读，已积累庞大的移动用户规模，月活跃用户数量达1.4亿人，在国内数字阅读平台中稳居领先地位。

图45：掌阅科技旗下内容平台丰富

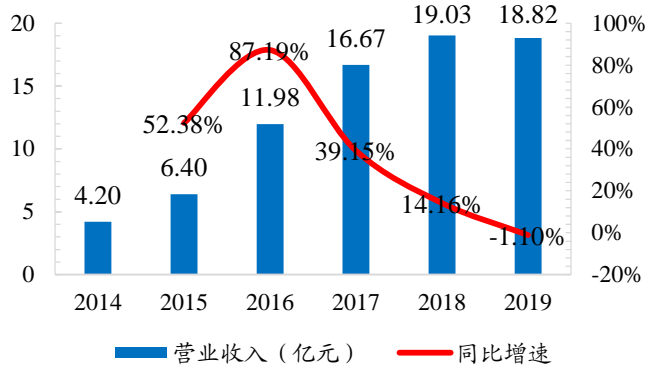


资料来源：各内容平台官网，新时代证券研究所

2019年硬件业务出表致营收微降，归母净利润同比增长15.57%。公司2019年实现营业收入18.82亿元，由于硬件业务收入出表，同比微降1.09%，若剔除硬件业务收入影响，2019年营收同比实现正向增长；2019年实现归母净利润1.61亿

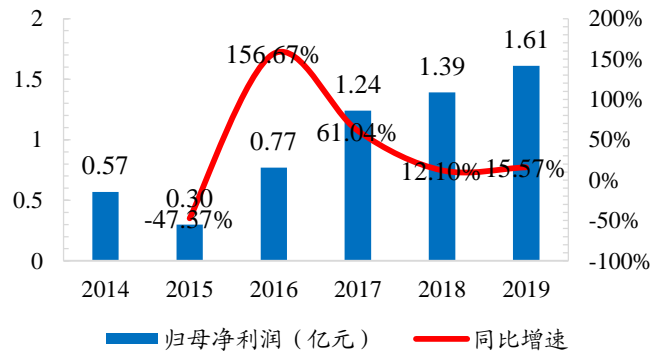
元，同比增长 15.57%；版权产品业务增长及商业化增值业务尝试提升公司盈利水平，2019 年毛利率 37.58%，同比提升 8.12 个百分点。

图46: 硬件业务出表致营收微降 1.1%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

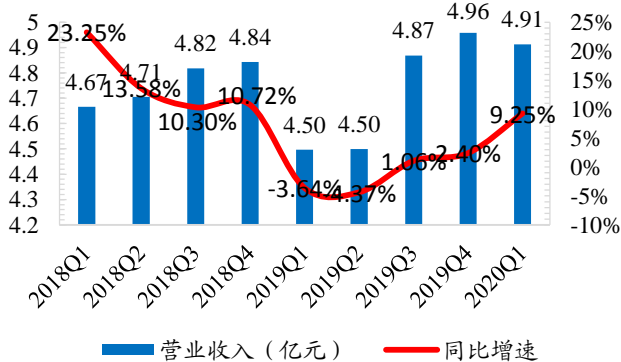
图47: 2019年归母净利润同比增长 15.57%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

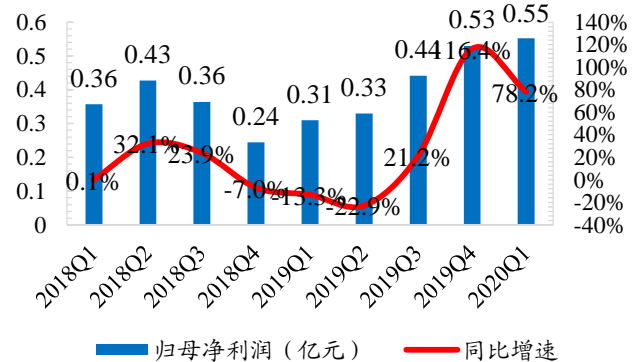
2020Q1 业绩延续高速增长，归母净利润创单季度新高。公司 2020 年一季度实现营收 4.91 亿元，同比增长 9.25%，2019 年硬件业务出表影响已经结束。归母净利润 0.55 亿元，同比增长 78.25%，继 2019 年四季度后持续高速增长，创单季度新高。

图48: 2020Q1 营业收入同比增长 9.25%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

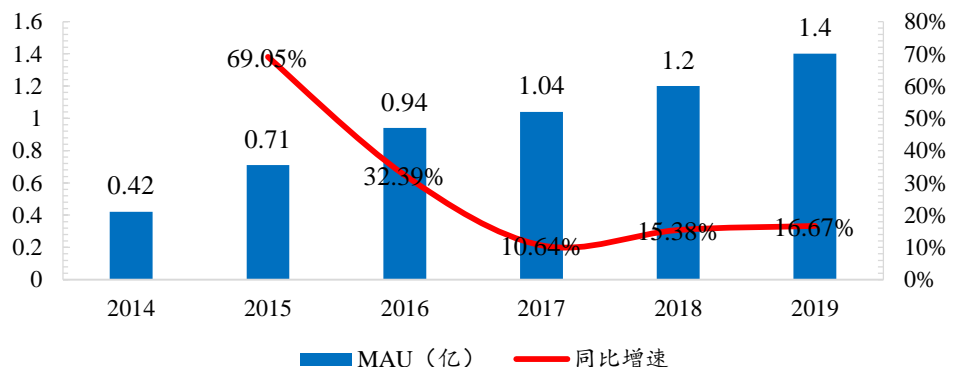
图49: 2020Q1 归母净利润同比增长 78.2%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

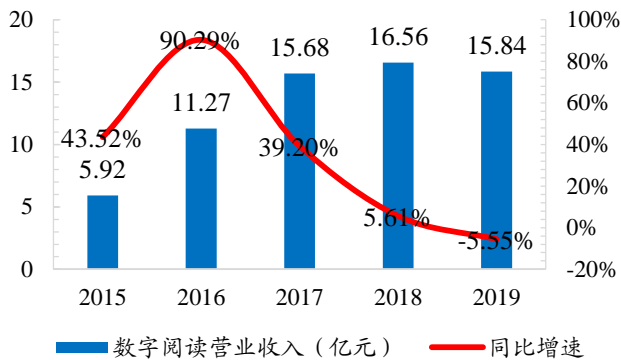
用户规模不断扩大，MAU 达 1.4 亿人。2019 年公司用户规模持续增长，MAU 达到 1.4 亿人，同比提升 17%，保持行业领先。

图50: 2019年 MAU 达 1.4 亿人

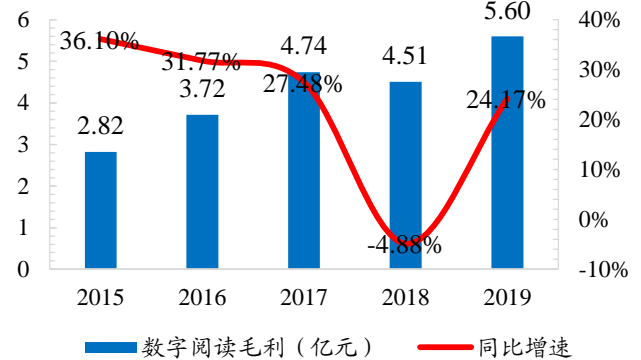


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

付费+免费融合，商业化增值服务初显成效，数字阅读毛利高速增长。数字阅读平台收入 15.84 亿元，同比下降 5.55%。报告期内公司不断提升数字阅读相关技术，持续改进产品，提升用户体验同时改进运营模式，公司基于付费和免费模式融合的运营策略，适度尝试商业化增值服务，虽然付费阅读收入略有下降，但数字阅读平台商业化增值业务增速较快，使得数字阅读平台毛利达 5.6 亿元，同比增长 24.17%。

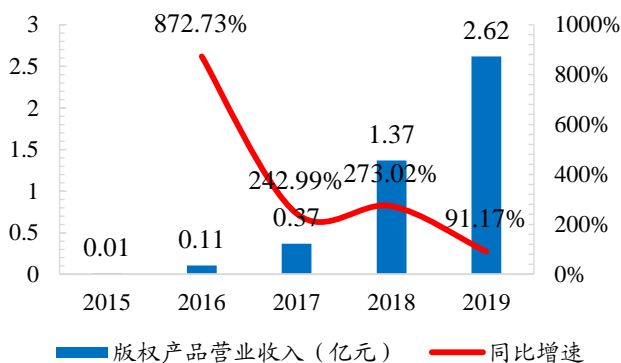
图51: 2019 数字阅读营收同比下降 5.55%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

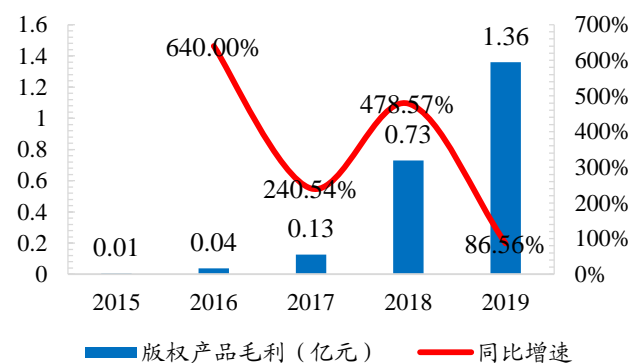
图52: 2019 数字阅读毛利同比增长 24.17%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

版权业务持续推进，营收毛利大幅增长。版权产品收入 2.62 亿元，同比大幅增长 91.17%，主要是源于公司积极拓展分发渠道，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容增加所致。同时版权业务成本保持稳定增长，整体业务实现毛利 1.36 亿元，同比增长 86.56%，营收毛利均大幅增长。

图53: 2019 版权产品营收同比增长 91.09%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

图54: 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司非公开发行募集 7 亿元，完成后百度将持股 8.8% 成为第三大股东。2020 年 3 月公司发布非公开发行预案，公司拟发行价格为 18.10 元/股向百瑞翔非公开发行股票，拟募集资金总额不超过 7 亿元，并与百瑞翔投资及其母公司百度集团就战略投资、数字内容授权及深度战略合作等方面展开深度合作，具体合作内容包括：

1. 战略投资合作：百瑞翔投资以现金方式认购公司 2020 年非公开发行 A 股股票的全部股份，发行完成后，百瑞翔投资将成为公司股东，持有公司不超过 8.8% 股份；
2. 内容授权合作：公司授权百度集团对授权作品进行网络传播，授权期限内版权费用采用净收入分成+保底的方式计算，保底授权金总额为每期每 12 个月人民币 1 亿元(含税)，共三期 36 个月，人民币 3 亿元。

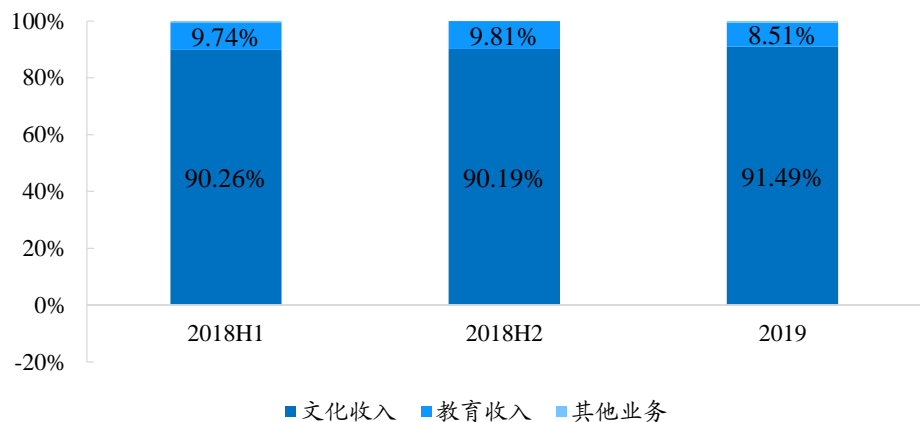
3. 深度战略合作:

- (1) 公司版权内容向百度保持全量开放并优先支持百度的版权内容采购需求,且同等条件下百度及其关联方对前述版权内容可优先开发 IP 衍生产品;
- (2) 百度将在流量、内容采购及开发、商业化、人工智能、大数据、软件应用等方面给予公司优先支持;
- (3) 双方将共同发展数字阅读内容生态,拓展优质 IP 的衍生形式;
- (4) 双方将加强在线教育、智能硬件领域的合作。
- (5) 公司将与百度联盟开展商业化变现合作。

3.4、中文在线:立足数字内容,文学+教育双翼飞翔

“文学+”、“教育+”双翼飞翔。中文在线是国内最大的正版数字内容提供商之一,拥有数字内容资源过 400 万种,签约版权机构 600 余家,签约知名作家、畅销书作者 2000 余位,驻站网络作者近 370 万名,累计注册用户数超 1 亿人。公司从事的主要业务包括文化及教育板块,主营构成中文化行业占比维持在 90%左右,教育行业的占比在 10%上下。文化领域,公司通过数字出版获得海量 IP 资源,形成了以数字阅读业务为主,IP 轻衍生业务、IP 深度运营业务、知识产权业务等为辅的泛娱乐新生态。公司教育业务主要板块包括教育阅读业务、教育服务业务,提供海量数字教育内容及数字教材平台。

图55: 中文在线文学+教育双翼飞翔



资料来源: wind, 新时代证券研究所

首创“全媒体出版”模式,覆盖数亿用户。公司以自有原创平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源,在对数字内容进行聚合和管理后,向多终端、全媒体分发数字阅读产品。在渠道方面包括三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商,以及其他多种阅读平台,除此之外,还有大量以影视、游戏、动漫、听书、纸书等衍生品形式覆盖的众多泛娱乐受众用户,间接覆盖数亿用户。

图56: 中文在线自有渠道








资料来源: 中文在线官网, 新时代证券研究所

表6: 中文在线数字阅读业务主要渠道

渠道	具体内容
自有渠道	17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作、书香中国、鸿达以太、中文书城
合作渠道	三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商, 以及其他多种阅读平台, 如 QQ 阅读、掌阅、百度阅读、爱奇艺、书旗、新浪、亚马逊、米读、七猫等重点渠道

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

内容平台持续输出优秀作品。中文在线原创平台包括 17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网。17K 小说网为公司核心的原创内容生产平台, 累计注册用户数超 1 亿人, 过亿点击量作品近百部。汤圆创作是国内最大的校园移动创作平台, 累计注册用户数近 700 万人。四月天文学网是一个面向用户的女生垂直网文平台, 女频作品累计超 15 万部。

表7: 中文在线主要平台及成绩

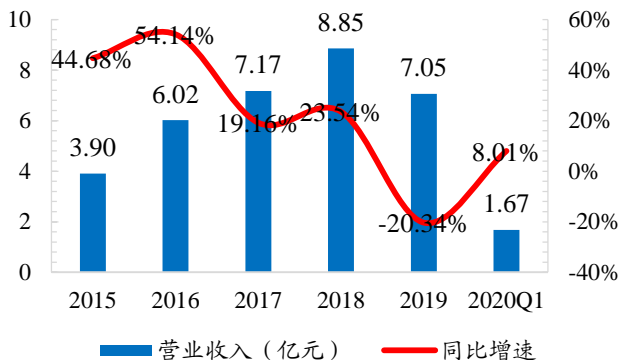
平台	定位	成绩
17K 小说网	公司核心的原创内容生产平台	累计注册用户数超 1 亿人; 点击量过亿次作品近百部, 2019 年新增的优秀作品如《超级商业帝国》、《万古第一神》、《最强上门女婿》等
汤圆创作	国内最大的校园移动创作平台	累计注册用户数近 700 万人, 新增作品超 200 万部, 优秀作品如《何欢未央》、《你就在对岸等我勇敢》、《初恋同桌》、《我从未到过你的世界》等
四月天文学网	面向用户的女生垂直网文平台	女频作品累计超 15 万部, 签约知名作家如鱼歌、小鱼大心、八面妖狐、解语、真树乃、关又、鱼仲子等, 优秀作品如《侯门嫡女如珠似宝》、《冰上无双》、《农园似锦》、《重生之麻辣小媳妇》等。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2019 营收同比下降 20%, 净利润减亏。中文在线 2019 年实现营收 7.08 亿元, 同比减少 20%; 2019 年实现归母净利润-5.77 亿元, 同比减亏。营收同比下降主要受到北京中文万维科技出表, 广告业务收入较 2018 年大幅下降, 游戏发行业务收入下降幅度较大等几方面影响。由于 2018 年公司商誉减值 12.54 亿元, 2019 年数字阅读业务收入较大增长, 实现归母净利润同比减亏。

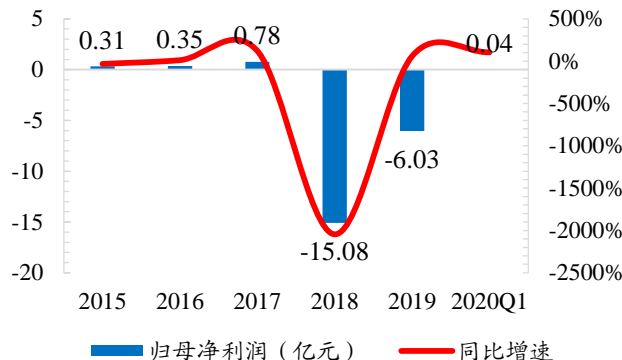
2020Q1 扭亏为盈, 公司首次一季度盈利。公司 2020 年第一季度实现营收 1.67 亿元, 同比增长 8.01%, 营收迎来拐点; 实现归母净利润为 403.98 万元, 同比扭亏为盈, 首次一季度盈利。主要原因为公司“文学+”业务收入大幅增长, 致净利润较上年同期有较大幅度的增长; 游戏业务亏损金额较上年同期大幅下降; 股权投资收益对净利润的影响金额约为 3400 万元。由于公司有很多分销业务, 受季节性影响利润分布前低后高, 首次一季度盈利传递出积极信号。公司战略止损游戏业务, 重新聚焦数字阅读主业, 有望迎来业绩拐点, 重回增长轨道。

图57: 2020Q1 营业收入同比增长 8.01%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

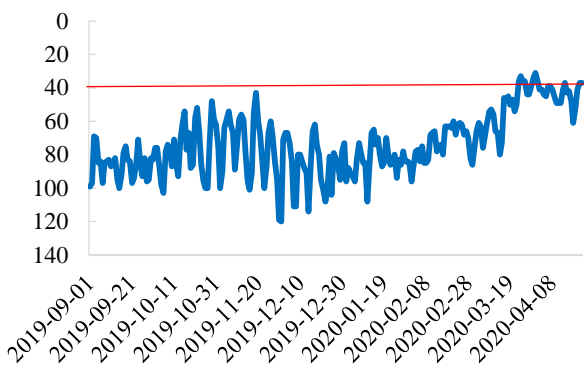
图58: 2020Q1 公司首次一季度盈利



资料来源: wind, 新时代证券研究所

互动阅读平台 Chapters 排名持续上升, 已进 IOS 美国畅销榜前 40。公司互动式视觉阅读平台 Chapters 深刻理解欧美用户对阅读产品的需求变化, 通过交互体验和视觉小说的结合, 更好地满足了海外用户的需求。平台内容丰富, 涉及浪漫、奇幻、科幻等题材。Chapters 凭借优质的内容创作改编能力和产品发行运营能力, 排名持续上升, 2020 年 4 月 21 日位列 IOS 美国畅销榜 37 名。根据 App Annie 发布的中国厂商出海收入排行榜, 公司 2020 年 3 月出海收入显著增加, 排名上升 5 位至第 28 名。随着海外线上娱乐需求不断提升, Chapters 有望持续受益。

图59: Chapters 排名持续上升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图60: 公司 2020 年 3 月出海收入排名上升至第 28 名

排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	莉莉丝游戏	-	16	掌趣科技	1 ▼
2	腾讯	1 ▲	17	智明畢通	4 ▼
3	FunPlus	1 ▼	18	Firecraft Studios	2 ▼
4	网易	-	19	有爱互娱	2 ▲
5	IGG	-	20	爱奇艺	1 ▼
6	友塔游戏	1 ▲	21	创酷互动	3 ▼
7	龙创悦动	1 ▼	22	龙腾简合	1 ▲
8	博乐游戏	1 ▲	23	梦加网络	3 ▼
9	悠星网络	1 ▲	24	易幻网络	3 ▲
10	欢聚集团	2 ▼	25	紫龙游戏	1 ▲
11	三七互娱	6 ▲	26	乐元素	21 ▲
12	4399	2 ▼	27	点触科技	1 ▲
13	壳木游戏	1 ▼	28	中文在线	5 ▲
14	沐瞳科技	3 ▼	29	海彼游戏	4 ▼
15	游族	1 ▼	30	心动网络	2 ▲

资料来源: wind, 新时代证券研究所

与咪咕文化战略合作, 共同打造数字媒体生态产业。2020 年 4 月 8 日, 中文在线发布公告, 与咪咕文化签订《战略合作协议》, 双方将共同打造数字媒体生态产业。合作有利于将双方在内容版权, 全 IP 开发, 渠道分发, 海外合作, 签约知名作家、艺人, 地方公共文化等各方面的优势充分结合, 共同发展。

内容版权方面, 对于中文在线及其子公司拥有全 IP 版权的文学内容, **每年向咪咕文化及其子公司提供至少 30 部优秀文学作品版权**, 包括优秀作品项目投资权益供双方选择合作。对于中文在线及其子公司以及咪咕文化及其子公司拥有版权的内容, 双方可在平等互利前提下共同投资、开发、运营和出品, 双方共同进行全 IP 版权孵化、开发、发行及运营。

针对海外市场, 中文在线与咪咕文化可在原创内容上进行联合分发, **中文在线可针对咪咕文化优质内容开发视觉小说、游戏等衍生合作**, 利用自身海外渠道优势, 协助咪咕文化拓展海外市场。同时, 双方可针对多语种翻译进行优先合作。

双方还将在渠道分发合作, 签约知名作家、艺人, 共同开发地方公共文化等方

面进行合作。

表8: 重点公司盈利预测

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE				PB
			TTM	2019A	2020E	2021E	TTM	2019A	2020E	2021E	
603533.SH	掌阅科技*	136.34	0.46	0.46	0.7	0.92	73.60	73.60	48.26	37.01	10.53
0772.HK	阅文集团	336.22	1.08	1.08	1.18	1.37	27.50	26.89	25.53	22.06	1.44
300364.SZ	中文在线	33.09	-0.71	-0.83	0.12	0.16	-6.38	-4.95	38.93	28.04	2.33

资料来源: wind, 新时代证券研究所 (带*为新时代传媒行业覆盖标的, 其余公司均采用 wind 一致预期, A 股、港股股价分别为 2020 年 4 月 30 日、5 月 5 日收盘价)

表9: 重点公司财务数据摘要

单位: 百万元		掌阅科技*			阅文集团			中文在线		
科目	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
收入及利润	营业收入	1666.99	1903.15	1882.35	4095.07	5038.25	8355.84	716.78	885.49	707.65
	同比增速	39.19%	14.17%	-1.09%	60.16%	23.03%	65.85%	19.16%	23.54%	-20.08%
	毛利	496.03	560.70	707.38	2075.44	2557.98	3700.10	356.81	352.11	311.17
	同比增速	25.71%	13.04%	26.16%	96.75%	23.25%	44.65%	44.68%	-1.32%	-11.63%
	归母净利润	123.83	139.46	161.17	556.13	910.64	1,095.95	77.53	-1,508.46	-576.69
	同比增速	60.80%	12.63%	15.56%	1416.17%	63.75%	20.35%	121.26%	-2045.65%	61.77%
成本及费用	销售费用	250.96	287.57	422.82	965.12	1,293.11	2,073.94	105.08	312.57	383.67
	销售费用率	15.05%	15.11%	22.46%	23.57%	25.67%	24.82%	14.66%	35.30%	54.39%
	管理费用	143.86	75.73	76.34	710.27	726.47	1,010.28	222.94	129.35	130.87
	管理费用率	8.63%	3.98%	4.06%	17.34%	14.42%	12.09%	31.10%	14.61%	18.55%
	研发费用	-	112.68	120.07	-	-	-	-	88.03	69.22
	研发费用率	-	5.92%	6.38%	-	-	-	-	9.94%	9.81%
	财务费用	-18.36	-40.54	-34.15	35.17	148.49	172.62	-22.78	-11.93	-9.83
	财务费用率	-1.10%	-2.13%	-1.81%	0.86%	2.95%	2.07%	-3.18%	-1.35%	-1.39%
关键比率	ROE(摊薄)	12.53%	12.52%	12.98%	4.41%	4.95%	5.65%	2.91%	-69.21%	-30.79%
	销售毛利率	29.76%	29.46%	37.58%	50.68%	50.77%	44.23%	49.78%	39.76%	44.11%
	销售净利率	7.43%	7.15%	7.80%	13.74%	18.11%	13.31%	11.31%	-169.95%	-84.92%
	资产负债率	26.91%	29.78%	34.37%	16.35%	33.84%	26.05%	9.80%	16.00%	21.33%
每股指标	基本 EPS (元/股)	0.33	0.35	0.40	0.74	1.01	1.10	0.11	-1.99	-0.79
	P/E(TTM)	143.13	50.51	51.26	263.54	36.82	36.29	109.30	47.34	-1.72
	P/B(MRQ)	18.40	6.41	5.48	10.75	2.36	1.54	2.47	1.71	2.11
	P/S(TTM)	11.37	3.84	3.63	18.82	7.03	5.05	9.26	3.92	4.42

资料来源: wind, 新时代证券研究所 (带*为新时代传媒行业覆盖标的, A 股、港股股价分别为 2020 年 4 月 30 日、5 月 5 日收盘价)

4、风险提示

行业增速放缓、政策监管风险、付费与免费推进不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>