

传媒

数字阅读的中场战事：竞争格局再生变，巨头布局正当时

数字阅读行业流量红利与付费红利已经见顶，我们认为**2018年后付费阅读收入增长的放缓甚至下滑，与数字阅读的用户特征高度相关**。数字阅读作为PC时代的娱乐产物，进入移动互联网和4G/5G时代后具有如下特征：（1）用户规模4.67亿（截止2020年6月），在用户数小于音乐、游戏、视频等其他娱乐方式的基础上，增速也最慢；使用时长上，高于音乐但低于视频、游戏等；（2）盗版难度上，阅读<音乐<视频；（3）由此导致数字阅读行业核心付费人群有限，数字阅读用户中只选择免费资源的用户占比达65.7%，高于视频（33.9%）、游戏（45.9%）和音乐（54.2%）等，阅文集团付费率仅约5%。

番茄小说等免费阅读APP快速崛起，竞争格局生变，对其他平台的用户基础形成挤压。根据Questmobile数据，截止2020年9月，番茄、七猫小说的MAU分列阅读类APP第二和第三，分别为5815万和5104万，已超过QQ阅读（2562万），接近第一的掌阅科技（5823万）。免费阅读平台MAU快速增长致使其他平台用户数承压，掌阅、阅文MAU较巅峰的8850万和4100万显著下滑。番茄小说DAU已超2600万，跃居行业第一。目前字节跳动已投资（合作）多家网文平台，拓展内容版图，并通过强化自有内容和作者体系，打造网文生态。

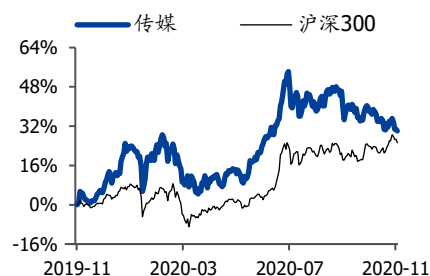
下沉区域用户及中老年用户的红利，是免费阅读快速崛起的流量和时长来源。免费模式与付费模式在用户画像上存在较为明显的年龄、城市差异，免费模式撬动低线城市和“银发用户”增量需求，获得大量下沉用户和中老年年龄层用户。同时，免费阅读类产品的用户活跃度在30%以上，高于付费阅读产品，但日均使用时长更低。由此我们认为，免费阅读是用户消耗时间的选择，而付费阅读集中的更多是深度、核心用户。大量具备阅读需求、但付费意愿低的中长尾用户的存在，是免费模式得以跑通的关键。通过免费+广告及会员去广告服务，可以实现更大基数的用户价值变现。

投资建议：我们认为，目前数字阅读行业出现了新的变化，字节跳动和番茄小说的入局使行业竞争再生变局，在维持和做大原有核心付费用户的基础上，切入免费阅读市场、加强布局版权衍生业务，将是未来增长的关键。阅文集团（0772.HK，未覆盖）在内容和作者资源上具备绝对优势，预计在此前飞读和QQ浏览器/手机QQ免费阅读入口的基础上，也将进一步加大免费阅读布局，并通过与腾讯的深度合作强化版权变现。掌阅科技（603533.SH，未覆盖）积极尝试“付费+免费”全新商业模式，未来广告收入有望增强盈利能力，建议关注。此外，建议关注旗下拥有行业第二梯队免费阅读平台米读的趣头条（QTT.O，未覆盖）。

风险提示：行业竞争加剧、广告增长不及预期、政策监管风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：鼓励创新，保护选择，提升全社会效率-《平台经济反垄断征求意见稿》点评》2020-11-12
- 2、《传媒：估值切换行情继续演绎，游戏、视频、在线阅读继续高景气》2020-11-08
- 3、《传媒：长视频2021年片单：剧综数量回升，创新题材布局各有千秋》2020-11-04



内容目录

1 流量红利和付费红利见顶，免费模式兴起	3
1.1 流量和付费红利驱动数字阅读行业 2015-2017 年高增长	3
1.2 番茄小说等免费 APP 快速崛起，竞争格局生变	5
2 免费阅读的成长逻辑：不止于广告，IP 变现将是未来重点	7
2.1 合纵连横：字节跳动大力投资各个内容 CP 方	7
2.2 不止于买断内容：建立生态，强化自有内容和作者体系	7
2.3 长期：免费阅读凭借流量优势打爆 IP，结合视频短剧等实现版权变现	9
3 免费阅读平台对比：商业变现、运营策略及内容资源	9
4 投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图表 1: 阅文集团收入构成 (单位: 百万元)	3
图表 2: 掌阅科技收入构成 (单位: 百万元)	3
图表 3: 阅文集团 MAU (单位: 百万) 及增速	4
图表 4: 掌阅科技 MAU (单位: 百万) 及增速	4
图表 5: 不同娱乐方式用户规模 (亿) 及增速	4
图表 6: 2016-2018 年内容相关领域 APP 人均使用时长 (小时)	4
图表 7: 移动网民付费意愿情况	5
图表 8: 阅文集团付费用户数 (百万) 及付费率	5
图表 9: 阅读平台 MAU 变化 (单位: 万)	5
图表 10: 阅读平台 DAU 及用户活跃率	6
图表 11: 阅读平台用户日均使用时长 (分钟)	6
图表 12: 付费与免费数字阅读 APP 年龄分布	6
图表 13: 2019 年 3 月免费阅读人群年龄与城际分布	6
图表 14: 银发人群移动设备月活跃用户数	7
图表 15: 银发人群泛娱乐行业活跃渗透率 top4	7
图表 16: 字节跳动网文领域投资	7
图表 17: 免费阅读 APPTOP20 榜单内容来源	8
图表 18: 部分小说 APPTOP20 中自有版权内容数量	8
图表 19: 免费阅读 APPTOP20 榜单内容更新情况	8
图表 20: 番茄与七猫小说 TOP20 内容更新情况	8
图表 21: 2018-2019 年我国免费阅读用户规模	9
图表 22: 订阅与版权收入占比变化	9
图表 23: 部分免费网文平台制作电视剧短剧系列	9
图表 24: 免费阅读 APP 会员及免费制度对比	10
图表 25: 部分免费阅读类 APP 图书类免费榜排名	10
图表 26: 部分免费阅读类 APP 近一个月每日下载量	10
图表 27: 免费阅读平台商业模式	11

1 流量红利和付费红利见顶，免费模式兴起

1.1 流量和付费红利驱动数字阅读行业 2015-2017 年高增长

数字阅读龙头公司在 2015-2017 年均经历了付费阅读收入的快速增长。其中，阅文集团 2015-2017 年在线阅读收入为 9.7、19.4 和 34.2 亿元，同比增长 114.3%、103.3% 和 73.3%；掌阅科技同期数字阅读收入为 5.9、11.3 和 15.7 亿元，同比增长 43.5%、90.3% 和 39.2%。但是，2018 年起传统付费阅读主业收入增速出现放缓，且 2019 年均出现负增长。

图表 1: 阅文集团收入构成 (单位: 百万元)

阅文集团	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总营收	466.2	1,606.6	2,556.9	4,095.1	5,038.3	8,347.8
同比增速		244.6%	59.1%	60.2%	23.0%	65.7%
其中:						
在线阅读	453.0	970.9	1,974.1	3,420.6	3,827.9	3,710.4
同比增速		114.3%	103.3%	73.3%	11.9%	-3.1%
版权运营	12.1	162.8	247.4	366.2	1,003.0	4,423.1
同比增速		1245.5%	52.0%	48.0%	173.9%	341.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

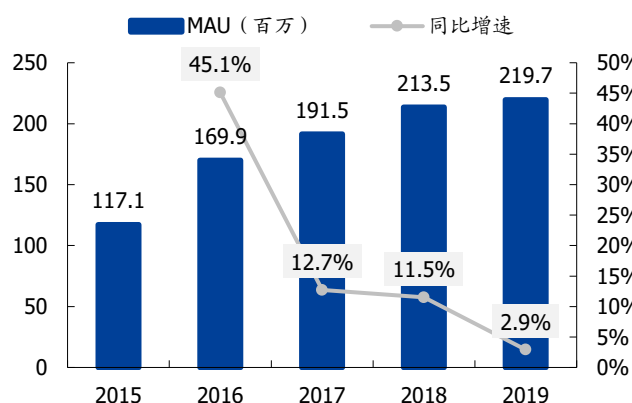
图表 2: 掌阅科技收入构成 (单位: 百万元)

掌阅科技	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总营收	419.6	639.7	1,197.6	1,667.0	1,903.2	1,882.3
同比增速		52.4%	87.2%	39.2%	14.2%	-1.1%
其中:						
数字阅读	412.5	592.0	1,126.5	1,568.1	1,656.0	1,583.8
同比增速		43.5%	90.3%	39.2%	5.6%	-4.4%
版权产品		1.1	10.7	36.7	136.9	261.6
同比增速			872.7%	243.0%	273.0%	91.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

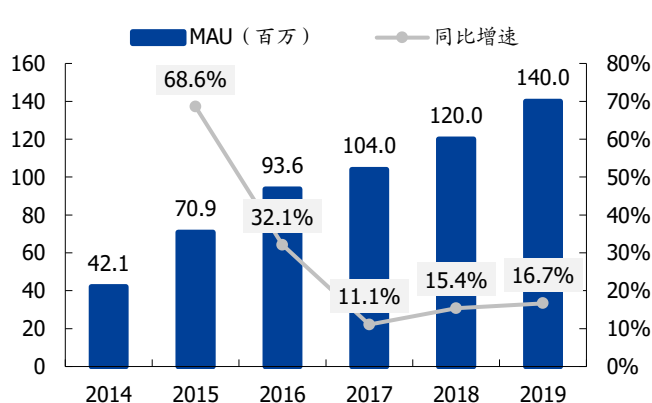
2015-2017 年高增长的核心原因在于: (1) 流量红利, 各平台 MAU 快速增长。阅文集团 MAU 由 2015 年 1.17 亿增长至 2017 年 1.92 亿, 其中 2016 年 MAU 同比增速达 45.1%; 而掌阅科技 2015-2017 年 MAU 分别为 0.71、0.94 和 1.04 亿, 同比增长 68.6%、32.1% 和 11.1%。(2) 打击盗版倒逼付费和商业化运营。2016 年打击盗版再升级, “剑网行动” 重点打击网文盗版行为, 百度贴吧着手清查盗版文学内容, UC 浏览器、书旗小说等平台都开始进行商业化运作, 阅文等龙头公司通过分销获得内容授权收入; (3) 网文公司加大推广和商业化力度, 叠加前述两点因素, 获得用户数和付费率的持续增长。

图表 3: 阅文集团 MAU (单位: 百万) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

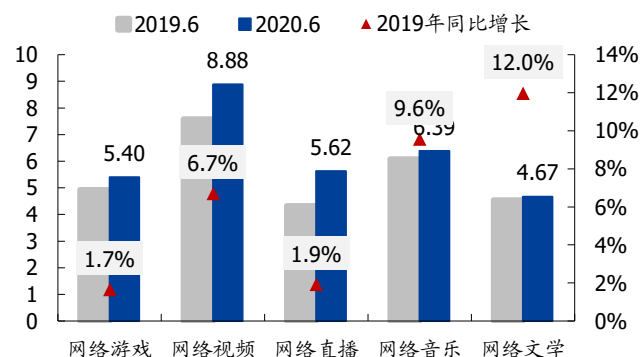
图表 4: 掌阅科技 MAU (单位: 百万) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

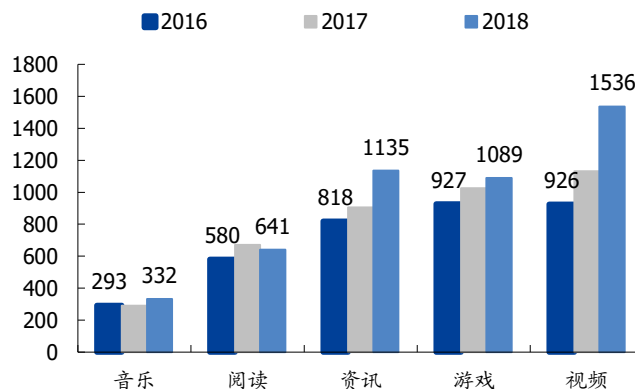
目前流量红利与付费红利已经见顶, 我们认为 **2018 年后付费阅读收入增长的放缓甚至下滑, 与数字阅读行业的用户特征高度相关**。数字阅读作为 PC 时代的娱乐产物, 进入移动互联网和 4G/5G 时代后具有如下特征: (1) 用户规模 4.67 亿 (截止 2020 年 6 月), 在用户数小于音乐、游戏、视频等其他娱乐方式的基础上, 增速也最慢; 使用时长上, 高于音乐但低于视频、游戏等; (2) 盗版难度上, 阅读 < 音乐 < 视频; (3) 由此导致数字阅读行业核心付费人群有限, 数字阅读用户中只选择免费资源的用户占比达 65.7%, 高于视频 (33.9%)、游戏 (45.9%) 和音乐 (54.2%) 等, 阅文集团付费率仅约 5%。

图表 5: 不同娱乐方式用户规模 (亿) 及增速



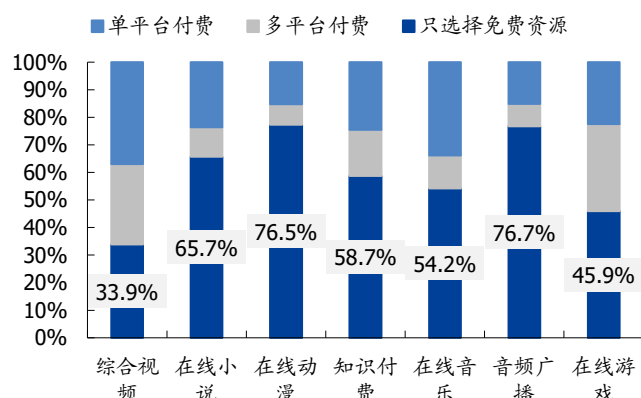
资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 6: 2016-2018 年内容相关领域 APP 人均使用时长 (小时)



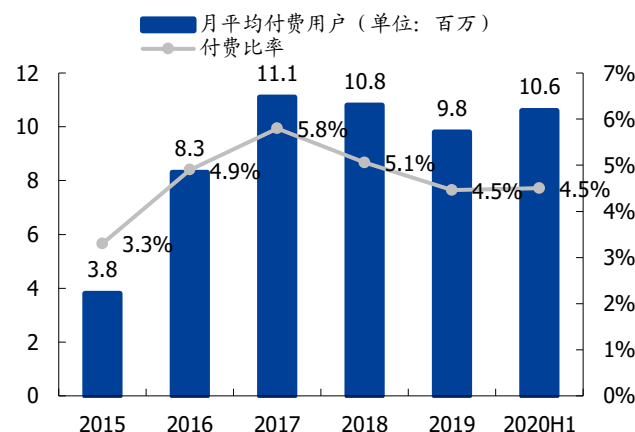
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 7: 移动网民付费意愿情况



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 8: 阅文集团付费用户数 (百万) 及付费率



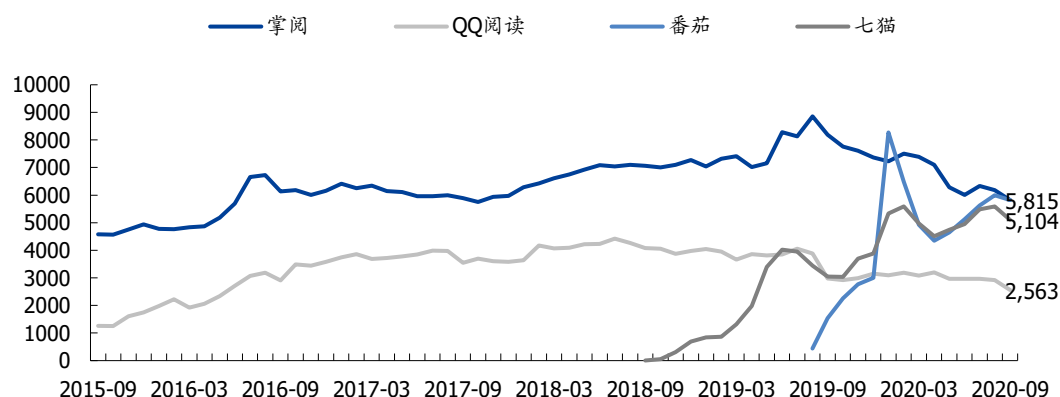
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 番茄小说等免费 APP 快速崛起, 竞争格局生变

2018 年下半年起, 采用免费模式的数字阅读 APP 开始出现, 且用户规模及用户活跃度增长迅速, 连尚免费小说 (wifi 万能钥匙旗下)、米读 (趣头条旗下) 等月独立设备数快速跃居行业前十, 由此引来巨头的新一轮布局。2018 年年底, 阅文集团推出免费阅读 APP 飞读小说; 2019 年 1 月, 掌阅推出得间小说, 字节跳动推出番茄小说。

番茄、七猫的快速崛起, 对其他平台的用户基础形成挤压。根据 Questmobile 数据, 截止 2020 年 9 月, 番茄、七猫小说的 MAU 分列阅读类 APP 第二和第三, 分别为 5815 万和 5104 万, 已超过 QQ 阅读 (2562 万), 接近第一的掌阅科技 (5823 万)。免费阅读平台 MAU 快速增长致使其他平台用户数承压, 掌阅、阅文 MAU 较巅峰的 8850 万和 4100 万显著下滑。

图表 9: 阅读平台 MAU 变化 (单位: 万)



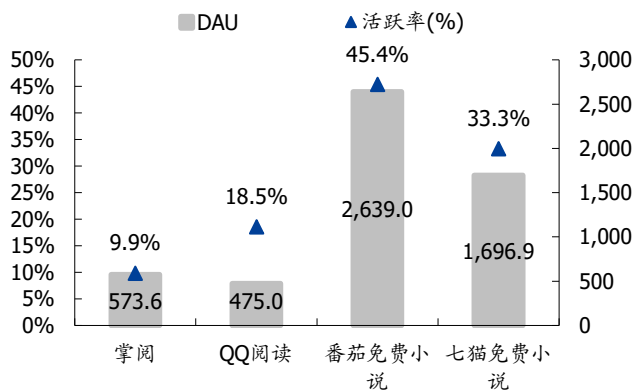
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

注: QM 数据低于各公司披露数据, 主要由于 QM 仅为单一 APP MAU, 而各公司披露数据包含第三方渠道数据 (如阅文包含手机 QQ 和 QQ 浏览器的阅读用户数据)。

免费阅读 APP 用户活跃度更高, 番茄小说 DAU 已超 2600 万, 跃居行业第一。番茄、七猫小说 2020 年 9 月日均活跃用户数量分别以 2639 万和 1697 万位列第一和第二, 成

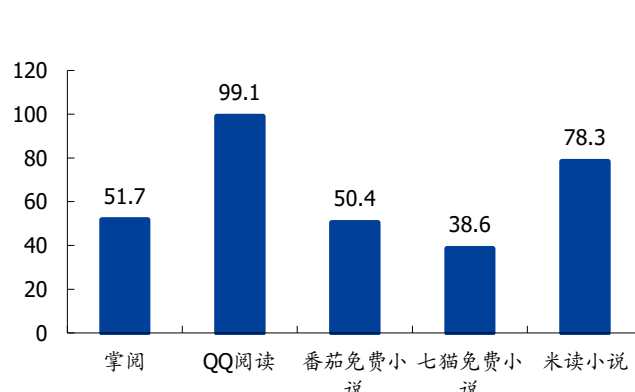
为唯二破千万 DAU 的阅读类 APP，并远高于掌阅（574 万）和 QQ 阅读（475 万）。免费阅读类产品的用户活跃度在 30% 以上，高于付费阅读产品，但日均使用时长更低。由此我们认为，免费阅读是用户消耗时间的选择，而付费阅读集中的更多是深度、核心用户。结合前文提及的数字阅读行业用户特征，大量具备阅读需求、但付费意愿低的中长尾用户的存在，是免费模式得以跑通的关键。通过免费模式，可以实现更大基数的用户价值变现。

图表 10: 阅读平台 DAU 及用户活跃度



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

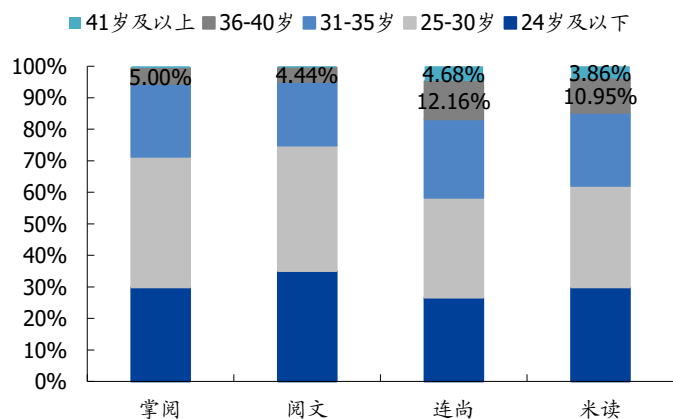
图表 11: 阅读平台用户日均使用时长 (分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

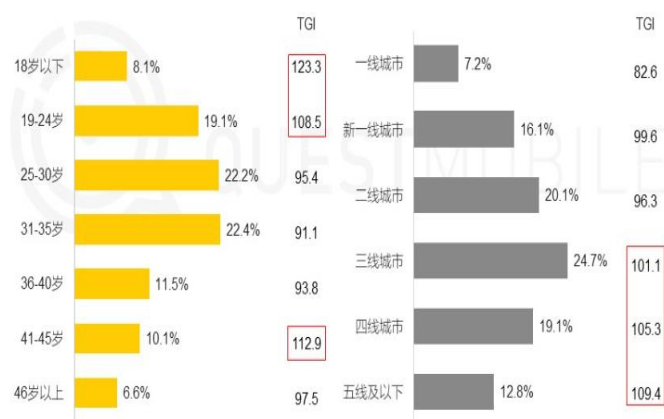
下沉区域用户及中老年用户的红利，是免费阅读快速崛起的流量和时长来源。免费模式与付费模式在用户画像上存在较为明显的年龄、城市差异，免费模式撬动低线城市和“银发用户”增量需求，获得大量下沉用户和中老年年龄层用户。根据 Questmobile，2020 年 5 月银发人群移动设备月活跃用户数突破 1.1 亿，增速高于全网，是移动网民重要增量来源；而在线阅读位居银发人群活跃渗透率 top4 的泛娱乐行业。

图表 12: 付费与免费数字阅读 APP 年龄分布



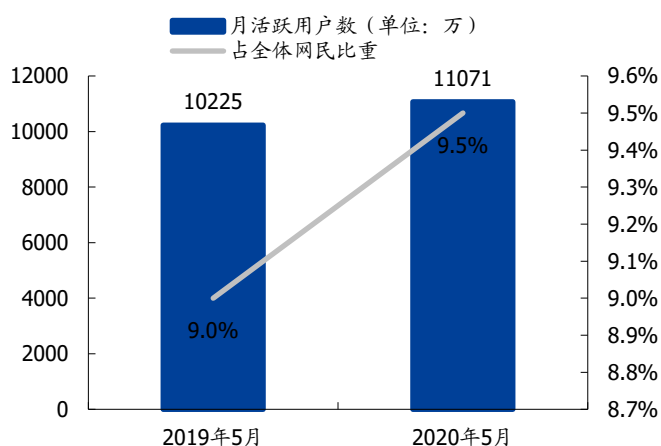
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 13: 2019 年 3 月免费阅读人群年龄与城际分布



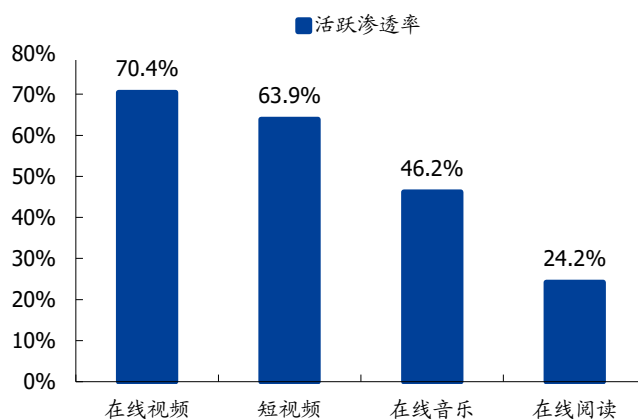
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 14: 银发人群移动设备月活跃用户数



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 15: 银发人群泛娱乐行业活跃渗透率 top4



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

2 免费阅读的成长逻辑: 不止于广告, IP 变现将是未来重点

2.1 合纵连横: 字节跳动大力投资各个内容 CP 方

字节跳动推出番茄免费小说, 并在一年内投资 (合作) 多家网文平台, 拓展内容版图, 意在打造网文生态。字节跳动于 2019 年 1 月推出番茄小说, 从 2019 年 12 月至今字节跳动通过量子跃动投资了吾里文化、秀闻科技、鼎甜文化、塔读文学、九库文学、掌阅科技等网文公司, 所占股份均不低于 10%, 其中秀闻科技除旗下逸云书院外, 母公司磨铁集团具有丰富 IP 资源; 2020 年 7 月, 字节跳动与中文在线达成合作, 获得中文在线旗下众多 IP 使用权; 2020 年 11 月, 量子跃动拟通过协议转让方式获得掌阅科技 11.23% 股权。我们认为, 字节对 CP 方的投资, 核心意图在于获取内容版权 (最好是排他性的)。

图表 16: 字节跳动网文领域投资

字节跳动投资平台时间	投资公司名称	概述	持股比例
2015 年 12 月	每天读点故事	精品短故事推荐平台	11.91%
2019 年 12 月	吾里文化	旗下女频包括时阅文学网、栀子欢文学网等 旗下男频包括恒幻中文网等	13.04%
2020 年 6 月	秀闻科技	旗下逸云书院, 题材偏女频	10.00%
2020 年 6 月	鼎甜文化	旗下包括甜悦读、瓜子小说网、朵米阅读网, 题材偏女频	10.00%
2020 年 7 月	易天新动	旗下塔读文学, 综合性题材	18.90%
2020 年 9 月	萌萌哒网络科技有限公司	旗下九库文学网, 综合性题材	10.00%
2020 年 11 月	掌阅科技	旗下包括掌阅、得间等阅读平台, 数字阅读行业龙头	11.23%

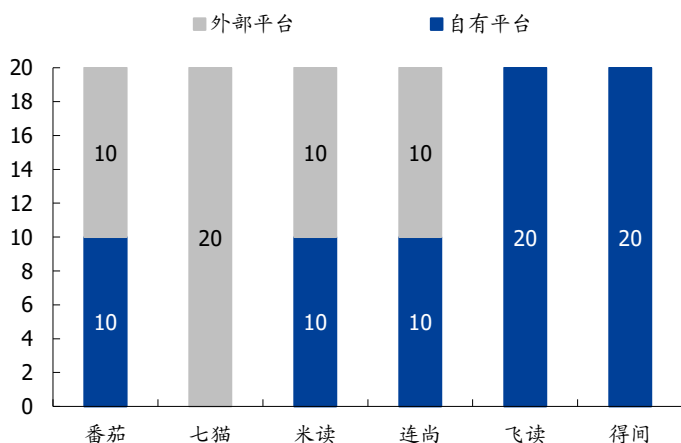
资料来源: 公司公告, 天眼查, 国盛证券研究所

2.2 不止于买断内容: 建立生态, 强化自有内容和作者体系

免费阅读平台加强投入原创内容。免费阅读平台由原创内容和版权内容构成。阅文和掌阅旗下拥有近十个平台, 已经构筑了优质的内容和作者资源, 其免费阅读平台飞读和得

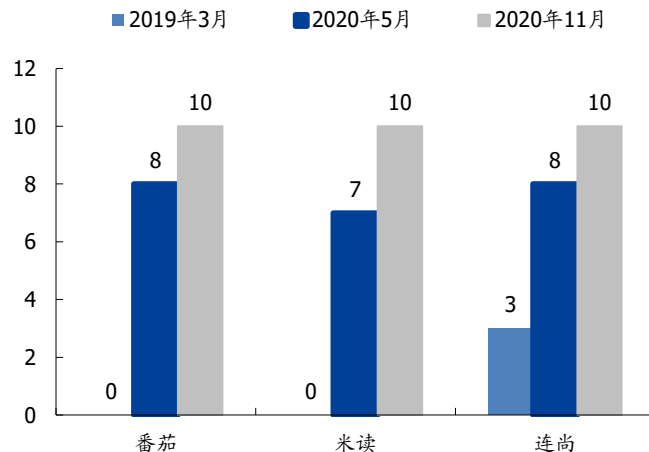
间小说更多是独家自有内容。连尚、七猫、番茄和米读则主要以采购外部版权内容为主。我们采用 2020 年 11 月 8 日各阅读平台 TOP20 热度榜单中作品进行分析，除七猫免费小说榜单中无自有版权内容外，其他平台自有版权内容占比已达半数。对比 2019 年 3 月和 2020 年 5 月榜单来看，番茄、米读和连尚持续加强原创内容布局，榜单中原创内容占比有所提高。

图表 17: 免费阅读 APPTOP20 榜单内容来源



资料来源: 各阅读 APP, 国盛证券研究所

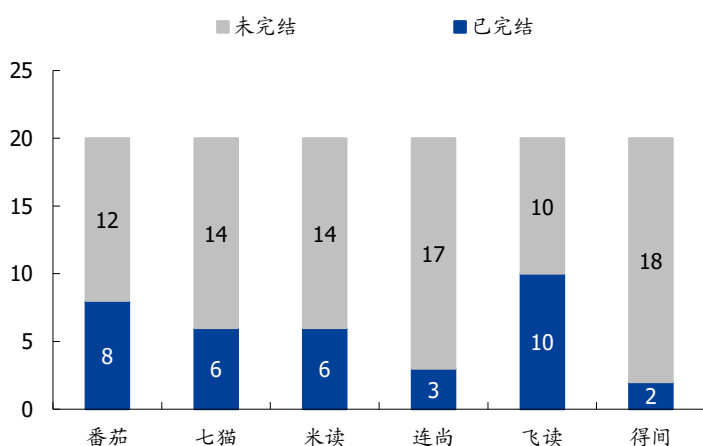
图表 18: 部分小说 APPTOP20 中自有版权内容数量



资料来源: 各阅读 APP, 国盛证券研究所

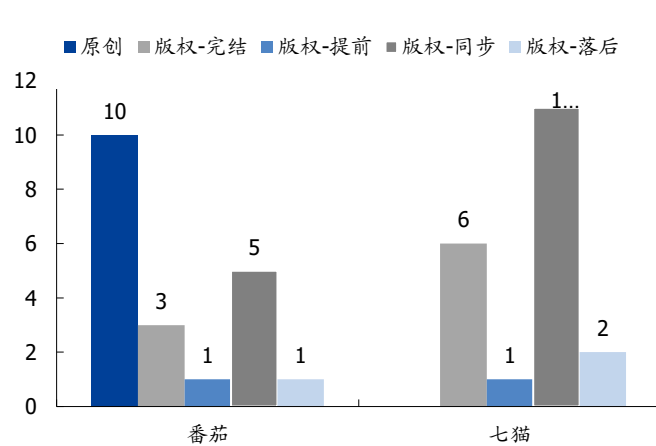
在 TOP20 人气榜单中，番茄小说有 10 部原创，版权小说除 3 部已完结外，其他多与版权平台同步更新；七猫小说榜单中无平台原创内容，TOP20 中 6 部已完结，其他多数与版权平台同步更新；得间和飞读小说的热门榜单内容更新情况差异较大，得间受欢迎的作品多数为掌阅平台上连载中的热门作品，而飞读受欢迎的作品半数为己有平台上已完结老作品。

图表 19: 免费阅读 APPTOP20 榜单内容更新情况



资料来源: 各免费阅读 APP, 国盛证券研究所

图表 20: 番茄与七猫小说 TOP20 内容更新情况



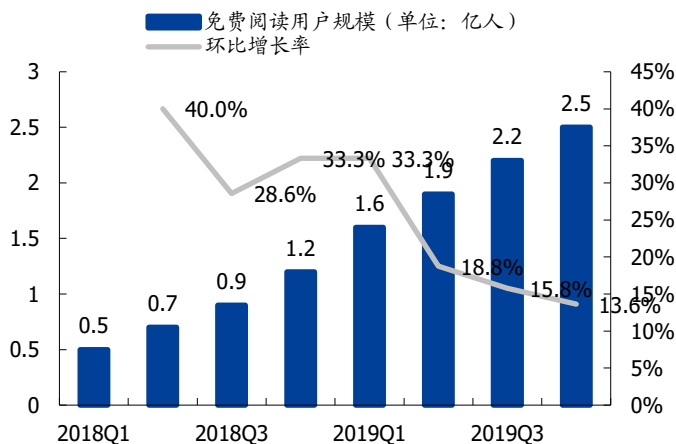
资料来源: 番茄, 七猫, 国盛证券研究所

番茄致力“扶新”计划，作者待遇不断提高。番茄平台 2020 年 6 月推出星火计划，平台给未满一百万字的优质新书分阶段发放现金补贴，为签约作家提供新书创作保障；根据番茄小说原创平台 8 月月报，417 位作家月收入破万，相比 7 月增长 60%，月收入破 3 万的作家 101 人，环比增长 60.3%，如神无综的《都市兵王》、小楼听雨的《盖世战神》等曾单日广告收入分成过万。

2.3 长期：免费阅读凭借流量优势打爆 IP，结合视频短剧等实现版权变现

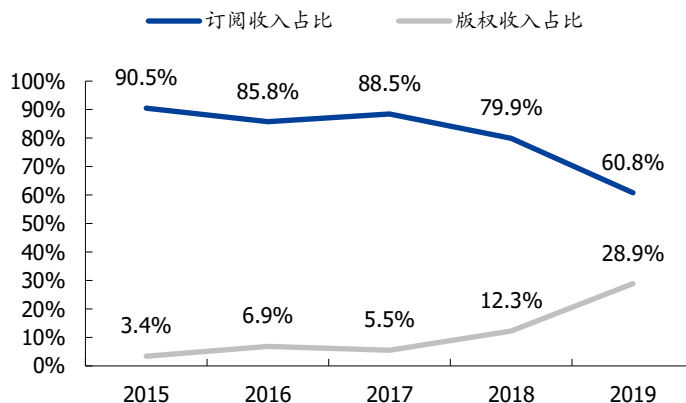
我国免费阅读用户规模持续走高，版权收入占比提高。截止至 2019 年 Q4，我国免费阅读用户规模已达到 2.5 亿人，同比增长 108%，占据数字阅读用户规模（4.7 亿）的 50% 以上；同时，2019 年数字阅读行业的版权收入占比已达到 28.9%，免费阅读市场规模壮大与 IP 变现或将开创网文新时代。

图表 21：2018-2019 年我国免费阅读用户规模



资料来源：《2019 年数字阅读白皮书》，国盛证券研究所

图表 22：订阅与版权收入占比变化



资料来源：《2019 年数字阅读白皮书》，国盛证券研究所

免费阅读的高流量能够更快地打造爆款 IP，并通过剧集等实现版权变现。连尚文学已打造《黑白禁区》、《大明首相》等知名 IP，《黑白禁区》已翻拍成电视剧计划于 2020 年在爱奇艺播出；米读与快手就短剧 IP 开发已达成战略合作；七猫在抖音快手等平台投放大量短视频广告；番茄也利用字节渠道优势制作短剧。免费阅读平台 2020 年纷纷布局短视频市场，开辟免费网文平台孵化 IP 新思路。

图表 23：部分免费网文平台制作电视剧短剧系列

所属平台	免费网文	改编类型
连尚	《狐嫁女》、《黑白禁区》等	电视剧
米读	《河神的新娘》、《权宠刁妃》等	短剧
番茄	《妖君在上》等	短剧
七猫	《13 号末班车》、《重启总裁》等	短视频广告

资料来源：公开资料，国盛证券研究所

3 免费阅读平台对比：商业变现、运营策略及内容资源

目前行业中主要的免费阅读平台包括：百度投资 37% 的“七猫免费小说”，字节跳动旗下的“番茄免费小说”，趣头条旗下的“米读小说”，连尚网络旗下的“连尚免费读书”，阅文集团推出的“飞读小说”和掌阅科技推出的“得间小说”。我们从商业变现和运营策略等维度对以上六个免费阅读平台进行对比：

广告变现为免费阅读平台主要商业模式，多数平台也推出了会员免广告服务。在六大免费阅读平台中，仅有连尚小说并未推出会员免广告服务，但在阅读一定章节后广告频率

最高，约3页一个全屏广告，需通过按章节付费免广告；其他平台中七猫免费小说广告频率最低（6页一个全屏广告），番茄和米读分别为每4/5页一个全屏广告。相较于2020年5月统计数据，七猫、番茄、飞读新推出了自己的会员免广告服务，七猫、番茄、米读广告加载频率也有所上升。总体而言，七猫免费小说目前广告栏目利用程度和广告加载率较低，也相对带来更好的用户阅读体验。

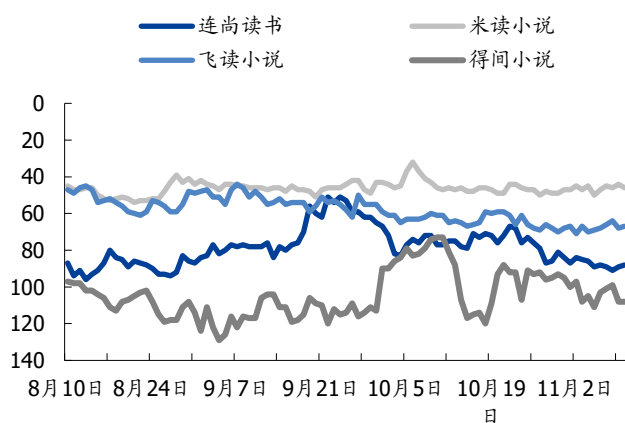
图表 24：免费阅读 APP 会员及免费制度对比

平台名称	所属公司	阅读页广告加载率	会员制度	其它广告
七猫免费小说	百度投资 37%	6 页一个全屏广告	会员可免广告（12 元/月）	阅读页底部栏目广告
番茄小说	字节跳动	4 页一个全屏广告	会员可免广告（11.99 元/月）	赚金币视频广告
米读	趣头条	约 5 页一个全屏广告	会员可免广告（16 元/月）	阅读页底部栏目广告 书籍详情页广告 视频广告
连尚	连尚网络阅读	阅读到一定章节出现广告，约 3 页一个全屏广告	无会员，按章节付费去广告	书籍推荐广告
飞读	阅文集团	约 5 页和每章结尾一个全屏广告	会员可免广告，现阶段会员暂停开通	阅读页底部栏目广告 视频广告
得间	掌阅科技	5 页一个全屏广告	会员可免广告（26 元/月）	阅读页底部栏目广告 赚金币视频广告

资料来源：各免费阅读 APP，国盛证券研究所

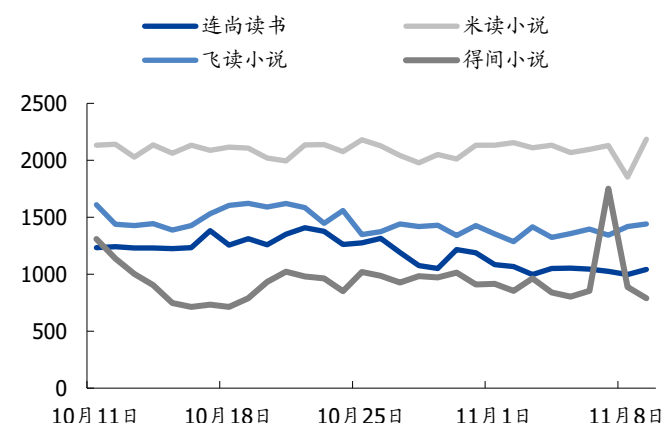
运营策略方面，免费阅读平台通过金币奖励和渠道投放快速获客，同时提高用户留存。金币玩法方面，七猫、番茄、飞读和得间小说用户均可提现，米读的积分则用来兑换免广告权益、优惠券等，不可直接提现；渠道投放方面，番茄小说借助字节系渠道优势，在抖音上投放了大量的小说类软广，七猫小说则布局线上线下全渠道，全方位渗透下沉市场。从 AppStore 下载量的变化来看，七猫和番茄小说近一个月日均下载量均在 3 万左右，均位列阅读类 APP 图书类免费榜前三；而连尚、米读、得间和飞读日均下载量仅为 1000-2500，排名也相对较低。目前来看，七猫和番茄小说高用户增长一定程度上归因于其高强度渠道投放，辅以丰富的金币奖励玩法提高用户留存。

图表 25：部分免费阅读类 APP 图书类免费榜排名



资料来源：七麦数据，国盛证券研究所

图表 26：部分免费阅读类 APP 近一个月每日下载量

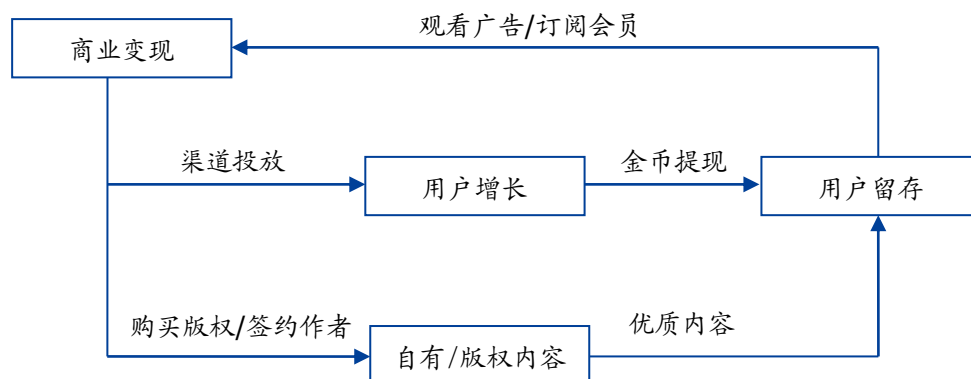


资料来源：七麦数据，国盛证券研究所

短期来看，强渠道投入和系统化金币玩法能够快速实现用户增长，但是也大幅增加了平台的获客成本，免费阅读平台的中长期发展仍需关注优质内容和商业化变现通路。免费模式跑通的关键，在于 LTV 能不能大于买量成本，取决于用户留存时间和 ad load。各个免费阅读平台都在加强投入独家版权内容、增强用户粘性，七猫、番茄、米读和连尚通过会员或章节付费免广告与免费阅读插入广告相融合，实现广告和付费收入的双轮驱动。

动。此外番茄、米读和连尚持续提高自制内容占比并推出作者福利计划，优质内容与作者孵化 IP 未来仍是各大平台争抢的重点。得间和飞读小说通过免费小说开辟流量渠道，借助自有版权内容优势打入免费阅读市场，获取更多增量用户，未来如何融合自有付费和免费内容、提升商业化变现效率是平台发展的关键。

图表 27: 免费阅读平台商业模式



资料来源：国盛证券研究所

4 投资建议

我们认为，目前数字阅读行业出现了新的变化，字节跳动和番茄小说的入局使行业竞争再生变局，在维持和做大原有核心付费用户的基础上，切入免费阅读市场、加强布局版权衍生业务，将是未来增长的关键。阅文集团（0772.HK，未覆盖）在内容和作者资源上具备绝对优势，预计在此前飞读和 QQ 浏览器/手机 QQ 免费阅读入口的基础上，也将进一步加大免费阅读布局，并通过与腾讯的深度合作强化版权变现。掌阅科技（603533.SH，未覆盖）积极尝试“付费+免费”全新商业模式，未来广告收入有望增强盈利能力，建议关注。此外，建议关注旗下拥有行业第二梯队免费阅读平台米读的趣头条（QTT.O，未覆盖）。

风险提示

（一）行业竞争加剧

免费阅读模式推出后数字阅读行业竞争日趋激烈，字节跳动、百度等巨头纷纷入局。竞争环境下公司获客成本会提高，可能会影响盈利能力。

（二）广告增长不及预期

广告变现为免费阅读平台最主要的收入来源，现阶段宏观经济增速下滑，影响广告主的投放预算，将会导致免费阅读平台的盈利能力下滑。

（三）政策监管风险

数字内容受到国家政策监管，若未来行业政策出现调整，可能会影响公司业绩的稳定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com