

传媒

数字阅读行业年报总结：免费阅读兴起，版权+广告释放新动力

2019 年版权业务助力数字阅读公司增长，20Q1 表现亮眼。数字阅读公司在线阅读收入在 2015-2017 年经历了快速增长，2018 年起增速放缓，2019 年出现负增长。2019 年，阅文并表新丽后版权运营收入 44.2 亿元，占比（53%）超过数字阅读；掌阅版权产品收入 2.6 亿，占比 13.9%，预计仍有提升空间。疫情影响下，数字阅读平台流量增长显著，从实际业绩表现来看，20Q1 掌阅归母净利润同比增长 78.2%，中文在线归母净利润扭亏为盈。掌阅科技和中文在线毛利率分别同比增加 11.6 和 8.8pct。

免费模式兴起，数字阅读付费率承压，掌阅毛利率提高。免费阅读始于 2018 年下半年，用户规模及用户活跃度增长迅速，目前番茄小说（字节跳动）、米读（趣头条）月独立设备数已跃居行业前十。阅文和掌阅也推出了飞读和得间小说。受腾讯渠道流量下滑及免费阅读的冲击，阅文付费率从 2017 年的 5.8% 下滑至 2019 年的 4.5%。从掌阅最新的财务数据看，数字阅读毛利率由 27.2% 提升至 35.3%。其中付费模式采用 CPS（收入分成）计费，毛利率预计稳定；免费阅读买量成本大概率计入了推广成本，由此带来毛利率提升。在传统预装和 CPS 模式下，付费阅读的规模效应并不显著，但若免费阅读买量采用 CPA 模式，理论上用户留存时间越长，LTV 越高，则毛利率更高。

优质内容与作家资源构筑版权业务护城河，阅文具有绝对优势。2019 年阅文和掌阅的版权业务都实现了高增长，分别同比增长 341% 和 91.1%。实现版权价值的关键是优质内容和作家资源，截止至 2019 年底阅文已积累了 1220 万册作品和 810 万创作者，位于行业领先地位。从财务数据来看，阅文内容成本占比较高。2017-2019 年阅文集团内容成本占在线阅读收入的比重分别为 37.4%/40%/39.8%，处于行业最高水平；掌阅科技逐年加强内容成本投入，2019 年版权成本占数字阅读收入的比重提升至 28.1%。

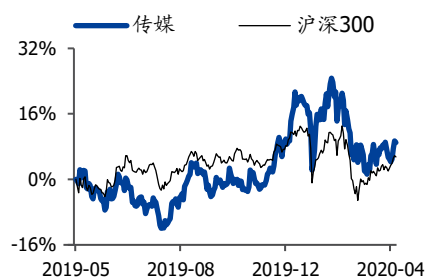
从商业变现、内容资源和运营策略三个维度对比免费阅读平台，我们发现：番茄和飞读小说目前广告栏目利用程度较低，也相对带来更好的用户阅读体验。短期来看，强渠道投入和系统化金币玩法能够快速实现用户增长，但是也大幅增加了平台的获客成本，免费阅读的中长期发展仍需关注优质内容和商业化变现通路。番茄与米读加强投入独家版权内容增强用户粘性，米读和连尚小说合理融合“付费+免费”制度，实现广告和付费收入的双轮驱动。得间和飞读小说通过免费模式开辟流量渠道，借助自有版权内容优势打入免费阅读市场，未来如何融合自有付费和免费内容、提升商业化变现效率是平台发展的关键。

投资建议：我们认为，目前数字阅读行业出现了新的边际变化，在维持和做大原有核心付费用户的基础上，加强布局版权衍生业务、切入免费阅读市场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，收购新丽传媒版权运营业务预计持续贡献业绩增量；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。

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 顾晨

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

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：院线行业年报及一季报总结：最困难的日子正逐步过去，中长期拐点有望到来！》2020-05-06
- 2、《传媒：视频行业年报总结：从“爱优腾”的对比，再看“芒果模式”竞争优势》2020-05-05
- 3、《传媒：疫情会加速院线行业的出清和整合吗？》2020-03-22



内容目录

1 业绩概览：版权业务助力业绩增长，20Q1 表现亮眼.....	4
2 在线阅读：流量红利和付费红利逐步见顶，免费模式兴起.....	7
3 版权衍生：优质内容和作家资源构筑护城河，释放版权价值	10
4 免费阅读平台对比：商业变现、内容资源和运营策略	12
5 投资建议.....	14
风险提示	15

图表目录

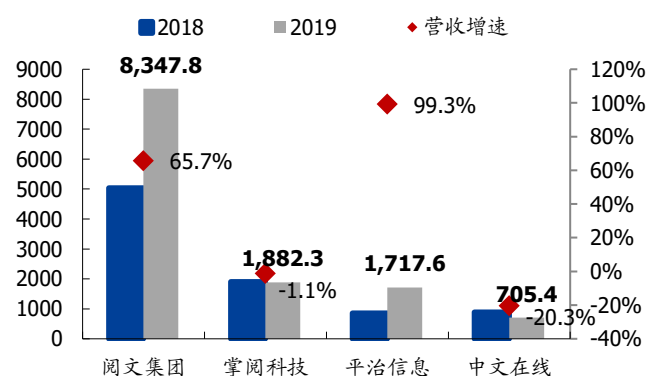
图表 1: 2019 年数字阅读公司营业收入（百万元）及同比增速.....	4
图表 2: 2019 年数字阅读公司净利润（百万元）及同比增速.....	4
图表 3: 数字阅读公司收入构成	4
图表 4: 中文在线收入构成	4
图表 5: 阅文集团业务收入（百万元）及增速情况.....	5
图表 6: 掌阅科技业务收入（百万元）及增速情况.....	5
图表 7: 平治信息移动阅读平台收入（百万元）及增速情况	5
图表 8: 中文在线数字阅读收入（百万元）及增速情况	5
图表 9: 数字阅读公司综合毛利率情况	6
图表 10: 数字阅读公司销售费用率情况.....	6
图表 11: 数字阅读公司管理费用率情况.....	6
图表 12: 2020Q1 数字阅读公司营业收入（百万元）及同比增速	7
图表 13: 2020Q1 数字阅读公司净利润（百万元）及同比增速	7
图表 14: 2020Q1 数字阅读公司毛利率变化情况	7
图表 15: 疫情期间在线阅读月独立设备数（万台）变化情况.....	7
图表 16: 不同娱乐方式用户规模及增速.....	8
图表 17: 2016-2018 年内容相关领域 APP 人均使用时长.....	8
图表 18: 不同娱乐形态下只选择免费的用户占比	8
图表 19: 免费阅读 APP 月独立设备数（万台）	9
图表 20: 阅读平台月独立设备数增速	9
图表 21: 免费阅读 APP 月独立设备数（万台）	9
图表 22: 免费阅读与付费阅读用户重合程度较低	9
图表 23: 阅文集团及掌阅科技 MAU（万）及同比增速.....	10
图表 24: 阅文集团付费用户数及付费渗透率情况	10
图表 25: 阅文集团分业务毛利率.....	10
图表 26: 掌阅科技分业务毛利率.....	10
图表 27: IP 改编剧《庆余年》表现.....	11
图表 28: 数字阅读公司作品和作家数量情况.....	11
图表 29: 数字阅读公司内容成本.....	11
图表 30: 2019 年 3 月-2020 年 2 月部分免费阅读 app 月独立设备数变化情况（万台）	12
图表 31: 主流免费阅读平台广告及会员制度对比	12
图表 32: 免费阅读 APPTOP20 榜单中内容来源	13
图表 33: 2019.5 与 2020.5 米读和连尚内容来源对比	13

图表 34: 免费阅读 APPTOP20 榜单中内容更新情况.....	13
图表 35: 得间和飞读 TOP20 榜单内容更新情况	13
图表 36: 七猫小说和番茄小说近 5 个月下载量 (万)	14
图表 37: 米读/连尚/得间/飞读近五个月下载量 (万)	14
图表 38: 免费阅读平台商业模式.....	14

1 业绩概览：版权业务助力业绩增长，20Q1 表现亮眼

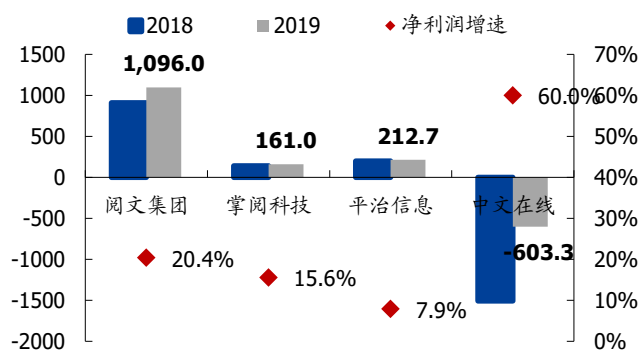
2019 年，阅文集团、掌阅科技、平治信息和中文在线四家公司营业收入分别为 83.48/18.82/17.17/7.05 亿元，同比变动 65.7%/-1.1%/99.3%/-20.3%；归母净利润分别为 10.96/1.61/2.13/-6.03 亿元，同比增长 20.4%/15.6%/7.9%/60%。其中中文在线归母净亏损主要受合并范围变更和游戏子公司晨之科资产减值影响。

图表 1：2019 年数字阅读公司营业收入（百万元）及同比增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

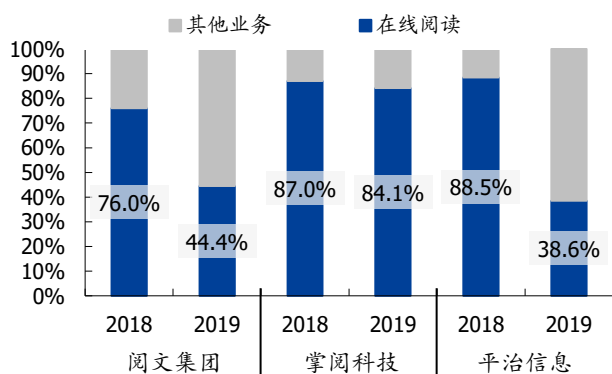
图表 2：2019 年数字阅读公司净利润（百万元）及同比增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

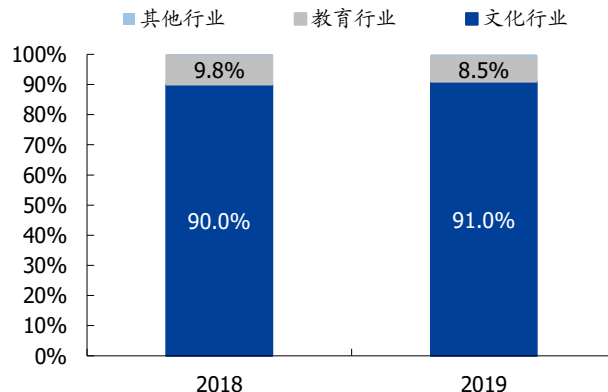
从收入结构来看，在线阅读收入占比下滑，数字阅读公司加强布局版权等其他业务。阅文集团 2018 年收购影视剧制作公司新丽传媒，2019 年并表后版权运营收入占比提升到 53%。平治信息 2019 年收购兆能科技，移动阅读平台收入占比减少至 38.6%，智慧家庭业务成为收入主要来源。中文在线为数字内容出版公司，2019 年文化行业收入占比达到 91%，主要包括数字阅读和版权衍生业务。

图表 3：数字阅读公司收入构成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4：中文在线收入构成

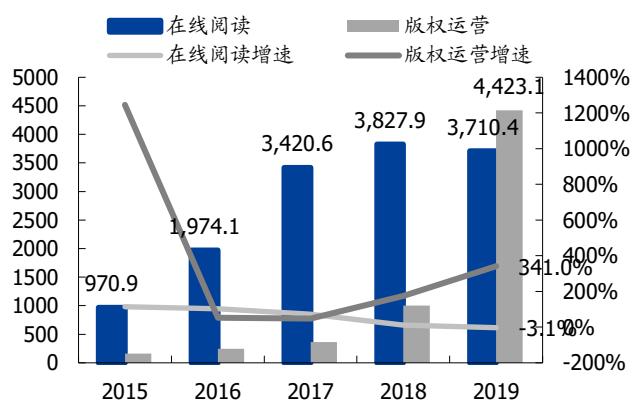


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

版权业务收入驱动数字阅读公司业绩增长，在线阅读收入略有下滑。数字阅读公司在线阅读收入在 2015-2017 年经历了快速增长，2018 年起增速放缓，2019 年四家公司均出现负增长。2015-2017 年高增长的核心原因：(1) 流量红利，各平台 MAU 快速增长；(2) 打击盗版倒逼付费和商业运营，付费阅读收入增长。

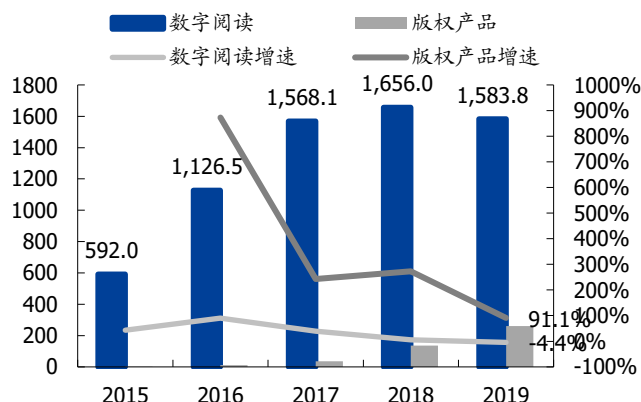
2019年，阅文集团和掌阅科技的版权收入维持高增长，阅文并表新丽后2019年版权运营收入44.2亿元，同比增幅达到341%，占比已超过数字阅读收入；掌阅版权产品收入2.6亿，同比增长91.1%，占比13.9%，预计未来仍有提升空间。

图表5：阅文集团业务收入（百万元）及增速情况



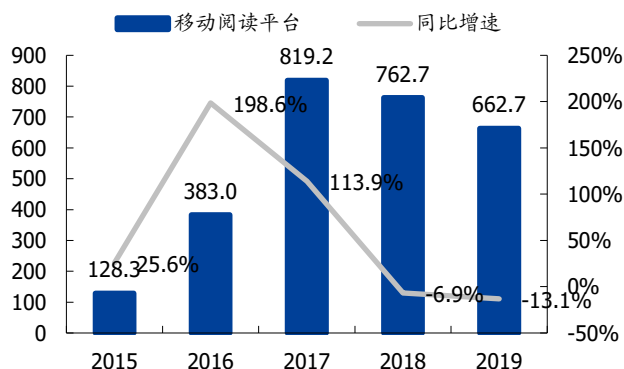
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：掌阅科技业务收入（百万元）及增速情况



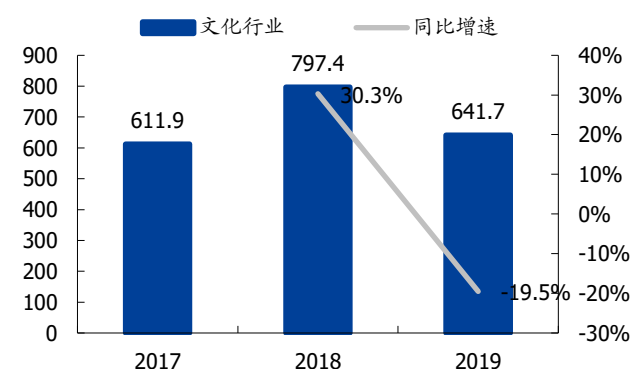
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：平治信息移动阅读平台收入（百万元）及增速情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

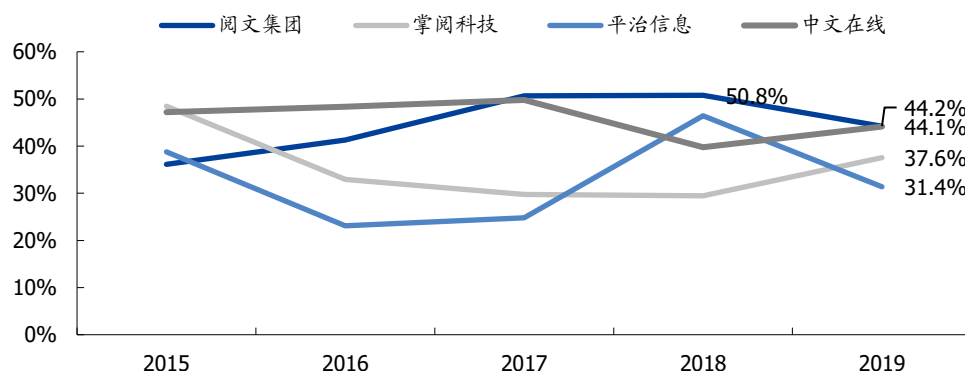
图表8：中文在线数字阅读收入（百万元）及增速情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

业务结构变化导致毛利率波动。2019年阅文集团、掌阅科技、平治信息、中文在线综合毛利率分别为44.2%/37.6%/31.4%/44.1%。阅文集团2017-2019年毛利率维持高位，2019年下滑6.6 pct的主要原因是收入结构发生了明显变化，并表新丽传媒后版权运营业务毛利率下滑明显。平治信息因并表低毛利（16.8%）智慧家庭业务，综合毛利率大幅下滑，其在线阅读毛利率上升了6.4 pct至54.1%。掌阅科技、中文在线综合毛利率均呈上行趋势。

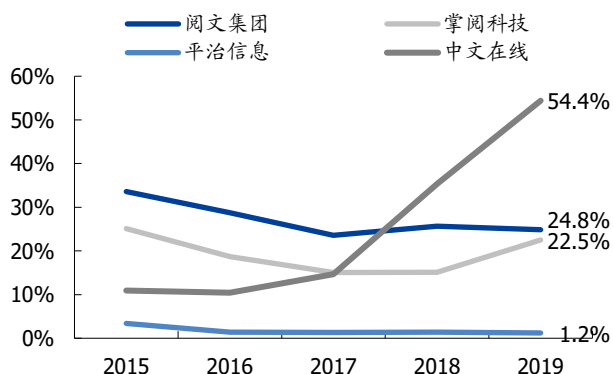
图表 9: 数字阅读公司综合毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

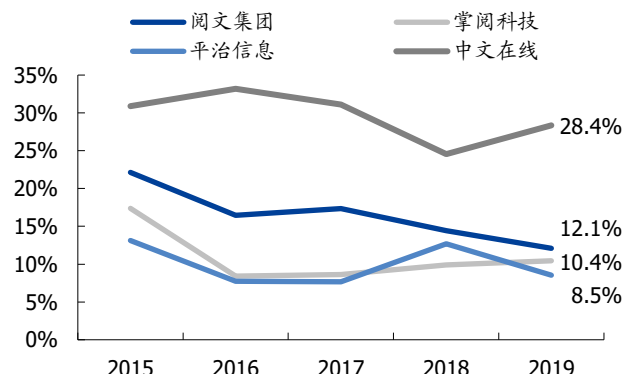
管理费用率控制良好。2019 年阅文集团、掌阅科技、平治信息、中文在线销售费用率分别为 24.8%/22.5%/1.2%/54.4%，管理费用率分别为 12.1%/10.4%/8.5%/28.4%。其中阅文与掌阅费用率相近，掌阅科技因加大用户推广 2019 年费用率上升；中文在线销售费用率和管理费用率均位于高位，主要受游戏业务的推广导致销售费用大幅增加所致。

图表 10: 数字阅读公司销售费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

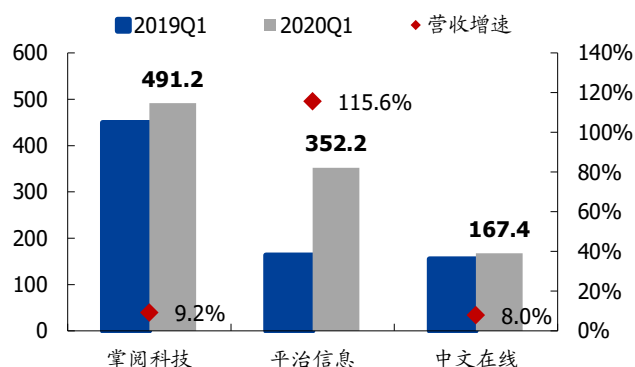
图表 11: 数字阅读公司管理费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

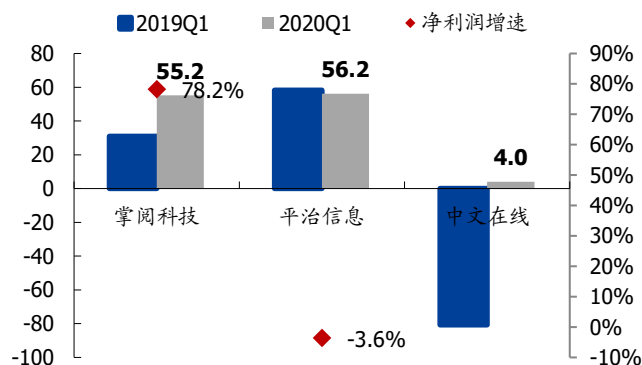
2020Q1 数字阅读公司盈利能力上升，中文在线扭亏为盈。2020Q1 掌阅科技、平治信息和中文在线三家公司营业收入分别为 4.91/3.52/1.6 亿元，同比增长 9.2%/115.6%/8%；归母净利润分别为 0.55/0.56/0.04 亿元，除平治信息利润小幅下滑外（-3.6%），掌阅归母净利润同比增长 78.2%，中文在线归母净利润扭亏为盈。疫情影响下，数字阅读平台流量增长显著，以数字阅读业务为主的掌阅科技和中文在线均实现高增长，毛利率分别同比增加 11.6 和 8.8pct.

图表 12: 2020Q1 数字阅读公司营业收入 (百万元) 及同比增速



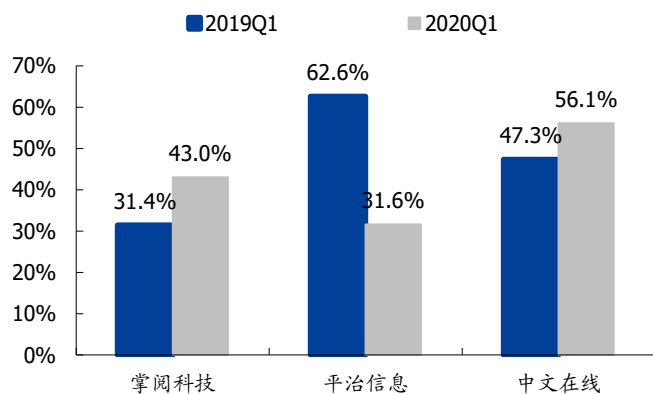
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020Q1 数字阅读公司净利润 (百万元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2020Q1 数字阅读公司毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 疫情期间在线阅读月独立设备数 (万台) 变化情况

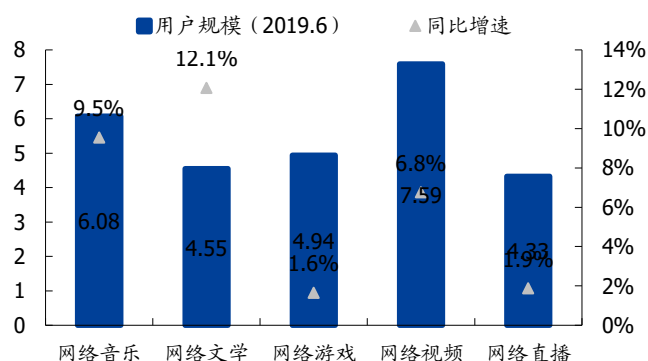


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2 在线阅读: 流量红利和付费红利逐步见顶, 免费模式兴起

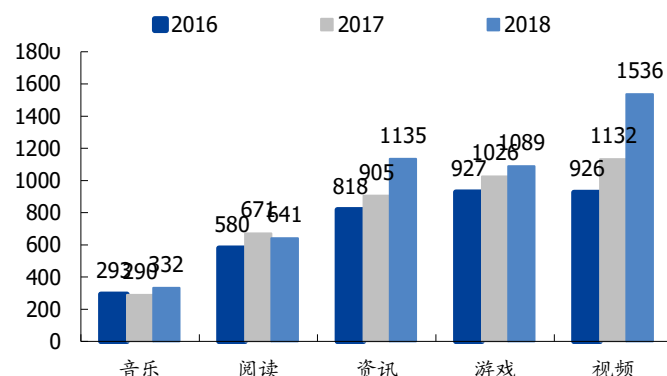
目前流量红利与付费红利已逐步见顶, 数字阅读作为 PC 时代的娱乐产物, 进入移动互联网和 4G/5G 时代后具有如下特征: (1) 用户规模 4.55 亿, 小于音乐、游戏、视频等其他娱乐方式; 使用时长, 高于音乐但低于视频、游戏等; (2) 盗版难度上, 阅读 < 音乐 < 视频; (3) 由此导致数字阅读行业核心付费人群有限, 数字阅读用户中只选择免费资源的用户占比达 **65.7%**, 高于视频 (33.9%)、游戏 (45.9%) 和音乐 (54.2%) 等。阅文集团目前付费率仅约 5%。

图表 16: 不同娱乐方式用户规模及增速



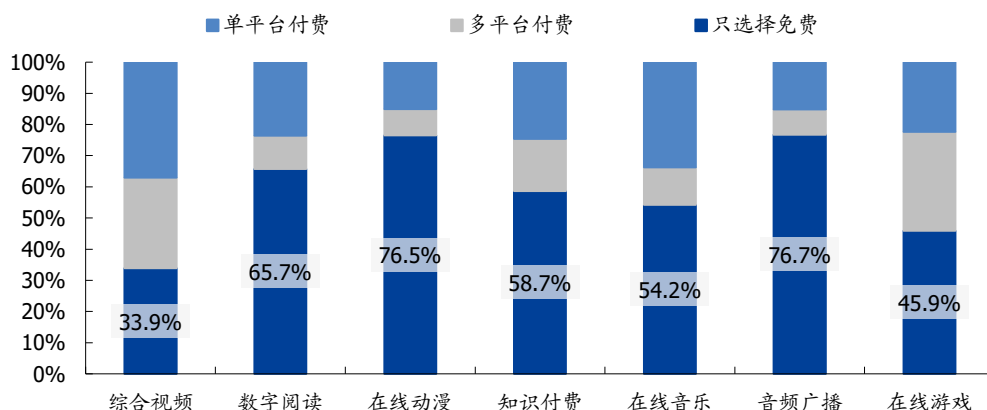
资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 17: 2016-2018 年内容相关领域 APP 人均使用时长



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

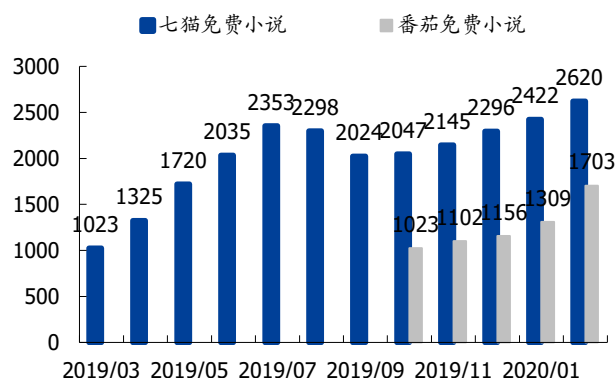
图表 18: 不同娱乐形态下只选择免费的用户占比



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

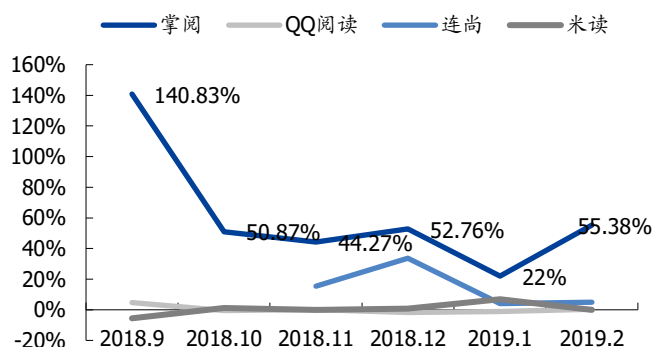
2018 年下半年期, 采用免费模式的数字阅读 APP 开始出现, 且用户规模及用户活跃度增长迅速, 番茄免费小说 (字节跳动)、米读 (趣头条旗下) 月独立设备数已跃居行业前十, 由此引来巨头的新一轮布局。2018 年年底, 阅文集团推出免费阅读 APP 飞读小说; 2019 年 1 月, 掌阅推出得间小说, 字节跳动推出番茄小说。截至 2020 年 2 月, 七猫、米读和番茄小说分别拥有 2620、1710 和 1703 万月独立设备, 已成为电子阅读行业月独立设备数前十的 APP, 且增速较快。

图表 19: 免费阅读 APP 月独立设备数 (万台)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

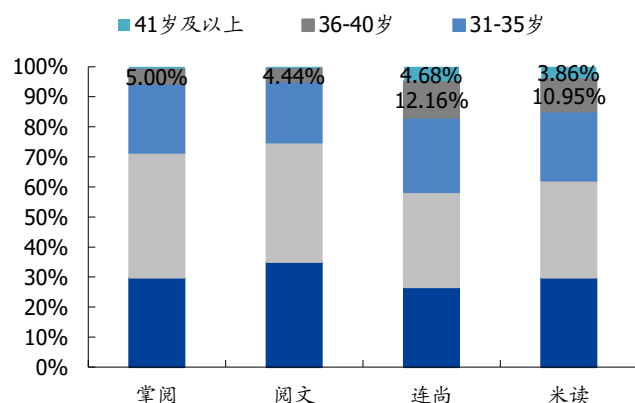
图表 20: 阅读平台月独立设备数增速



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

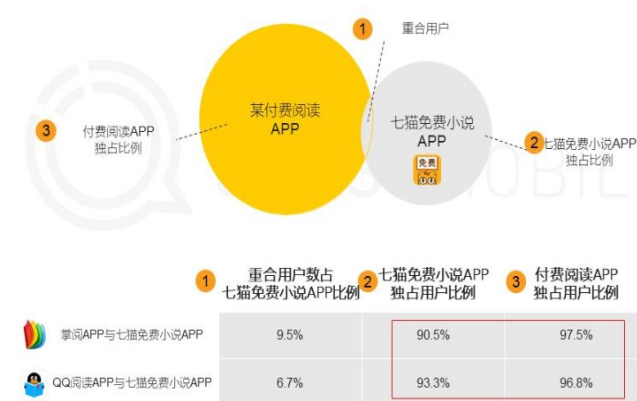
免费阅读与付费用户重合度较低, 提升在线阅读市场天花板。下沉区域用户及中老年用户的流量和时长红利, 成为免费阅读 APP 拥有的巨大机会。免费模式与付费模式在用户画像上存在较为明显的年龄、城市差异, 免费模式的数字阅读用户预计有大量来自低线城市的“银发用户”。此外, 免费阅读实现大量中长尾免费用户的价值变现。大量具备阅读需求、但付费意愿低的中长尾用户的存在, 是免费模式得以跑通的关键。

图表 21: 免费阅读 APP 月独立设备数 (万台)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

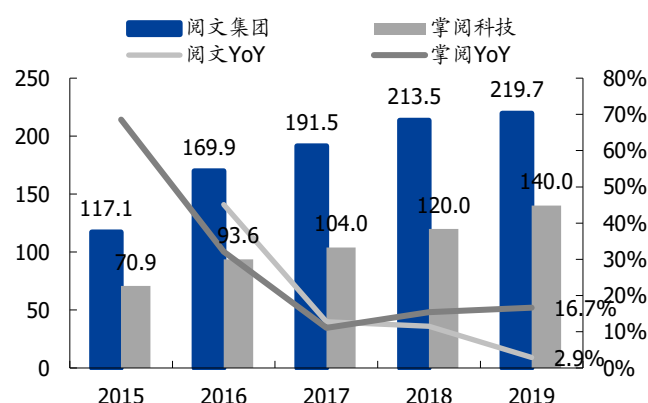
图表 22: 免费阅读与付费阅读用户重合程度较低



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

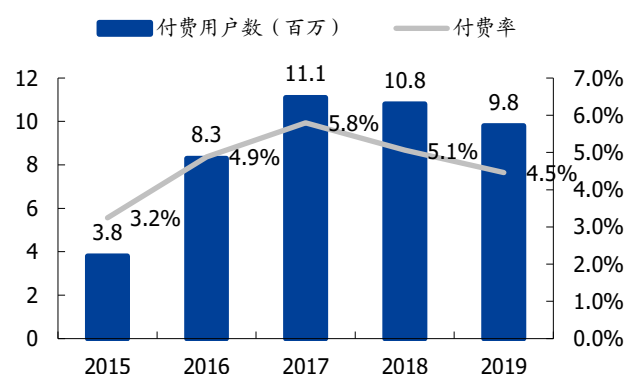
从阅文和掌阅的用户数据来看, 近年来 MAU 增速减缓, 付费渗透率有所降低。2017-2019 掌阅 MAU 为 1.04/1.2/1.4 亿, 同比增长 11.1%/15.4%/16.7%, 增长小幅提速, 相对于 2015/2016 年水平减缓; 同期阅文集团增速主逐渐放缓, 2019 年底 MAU 为 2.2 亿, 同比增长 2.9%。受腾讯渠道流量下滑及免费阅读兴起的冲击, 阅文集团付费用户数从 2017 年的 1110 万人下滑至 2019 年的 980 万人, 付费渗透率也随之下滑 1.3pct。

图表 23: 阅文集团及掌阅科技 MAU (万) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

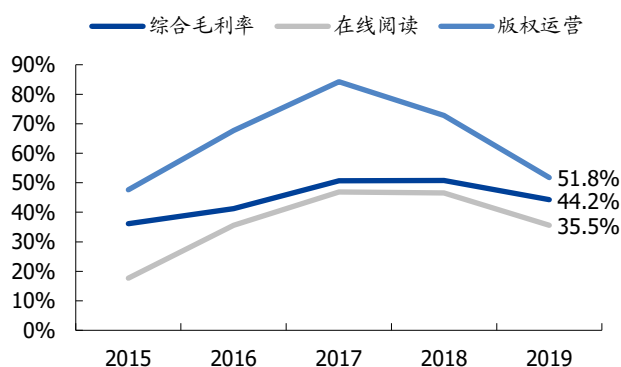
图表 24: 阅文集团付费用户数及付费渗透率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

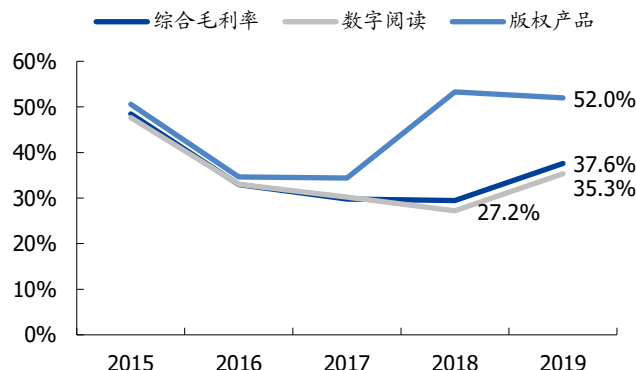
免费阅读模式提升数字阅读业务毛利率。阅文及掌阅分业务毛利率基本接近, 付费阅读毛利率分别为 35.5%和 35.3%, 版权运营毛利率分别为 51.8%和 52.0%。从掌阅 2019 年财务数据看, 数字阅读业务毛利率由 27.2%提升至 35.3%, 其中付费阅读采用 CPS(收入分成)模式, 毛利率预计稳定; 免费阅读买量成本大概率计入了推广成本, 由此带来毛利率提升。在传统预装和 CPS 模式下, 付费阅读的规模效应并不显著, 但若免费阅读买量采用 CPA 模式, 理论上用户留存时间越长, LTV 越高, 则毛利率更高。

图表 25: 阅文集团分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 掌阅科技分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3 版权衍生: 优质内容和作家资源构筑护城河, 释放版权价值

在线阅读市场增速放缓, 版权产品成为数字阅读行业的重要收入来源。2019 年阅文集团和掌阅科技的版权业务都实现了高增长, 分别同比增长 341%和 91.1%。一方面, 免费阅读兴起下, 数字阅读公司将优质版权作品分销给免费阅读平台获取收入; 另一方面, 影视剧、游戏、书籍、漫画等版权衍生产品贡献版权运营收入弹性。

图表 27: IP 改编剧《庆余年》表现



资料来源:《2019 网络文学发展报告》, 国盛证券研究所

实现版权价值的关键是优质内容和作家资源。从作品和作家数量来看, 阅文集团具有绝对优势。除综合各平台优质内容进行分发的 QQ 阅读外, 阅文旗下拥有 8 大主要平台产品, 包括起点中文网、创世中文网、红袖添香等, 这些平台大都运营时间超过 10 年, 主要专注于中文原创文学内容, 截止至 2019 年底已积累了 1220 万册作品和 810 万创作者, 位于行业领先地位。

图表 28: 数字阅读公司作品和作家数量情况

	2016	2017	2018	2019
作品数量 (万册)	阅文集团	840	1010	1120
	掌阅科技	51.3	50+	50+
	平治信息	1	2.1	4
	中文在线		400+	400+
作家数量 (万人)	阅文集团	530	690	770
	掌阅科技	1+	5.5	
	平治信息	新增 2000 余人	新增 5000 余人	新增 8000 余人
	中文在线		370+	370+

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从财务数据来看, 构筑作品和作家壁垒的结果是阅文内容成本占比较高。2017-2019 年阅文集团内容成本占在线阅读收入的比重分别为 37.4%/40%/39.8%, 位于行业最高水平; 掌阅科技逐年加强内容成本投入, 2019 年版权成本占数字阅读收入的比重提升至 28.1%; 平治信息由于采用签约版权模式丰富内容库, 内容成本占比相对较小, 但近年来也呈上升趋势, 2019 年占比为 8.4%。

图表 29: 数字阅读公司内容成本

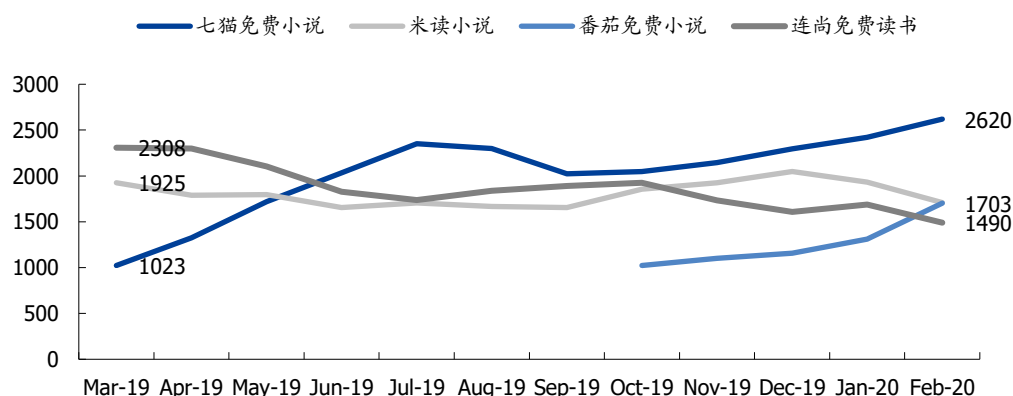
内容成本 (百万元)	2015	2016	2017	2018	2019
阅文集团	391.4	839.0	1,280.0	1,529.3	1,477.1
内容成本/在线阅读收入	40.3%	42.5%	37.4%	40.0%	39.8%
掌阅科技	119.3	293.0	417.6	425.4	444.3
版权成本/数字阅读收入	20.2%	26.0%	26.6%	25.7%	28.1%
平治信息	2.2	9.1	54.9	82.6	55.9
版权成本/移动阅读平台收入	1.7%	2.4%	6.7%	10.8%	8.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4 免费阅读平台对比：商业变现、内容资源和运营策略

在前文中我们已经论述了免费阅读的兴起是在在线阅读行业的最新变化，也是拉高行业天花板的重要路径。目前市面上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”。其中，字节跳动旗下番茄免费小说和百度投资的七猫免费小说用户数增幅最为明显，而此前较为活跃的连尚免费读书和米读小说月活呈小幅下滑趋势。我们从商业变现、内容资源和运营策略三个维度对以上六个免费阅读平台进行对比，以分析免费阅读平台持续发展的关键。

图表 30：2019 年 3 月-2020 年 2 月部分免费阅读 app 月独立设备数变化情况（万台）



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

广告变现为免费阅读平台主要商业模式。在六大免费阅读平台中，七猫免费小说、番茄小说和飞读小说为终身全免费制度，其阅读页中广告加载频率也相对较低，约 8 页一个全屏广告；米读与得间小说推出会员免广告制度，会员费分别为 16 元/月和 12 元/7 天，其中得间小说约 4-5 页加载一个全屏广告，米读小说约 6 页加载一个全屏广告，相较于 2019 年 3 月统计时的广告加载频率（2 页一个全屏广告）降低。连尚免费阅读采取按章节付费去广告模式，用户阅读到一定章节会出现高频率广告（约 2 页一个全屏广告），用户可通过付费来免除广告。总的来看，番茄免费小说和飞读小说目前广告栏目利用程度较低，也相对带来更好的用户阅读体验。

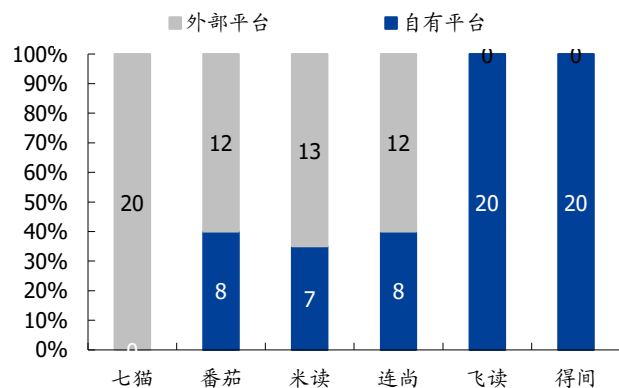
图表 31：主流免费阅读平台广告及会员制度对比

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%	8 页一个全屏广告	终身全免费，无会员	阅读页底部栏目广告
番茄小说	字节跳动	每 4-8 页一个全屏广告	终身全免费，无会员	赚金币视频广告
米读	趣头条	约 6 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
连尚	连尚网络	阅读到一定章节出现广告， 约 2-3 页一个全屏广告	无会员，按章节付费去广告	暂无
飞读	阅文集团	新人免广告 7 天	终身全免费，无会员	弹出式广告 赚金币视频广告 各页面信息流广告
得间	掌阅科技	约 4-5 页一个全屏广告	会员可免广告（12 元/7 天）	书籍详情页视频广告 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

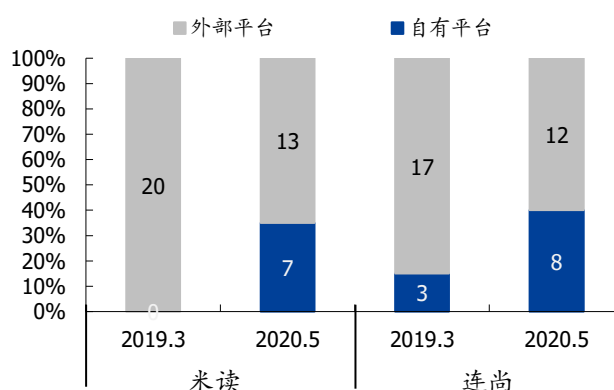
免费阅读平台加强投入原创内容。免费阅读平台由原创内容和版权内容构成。阅文和掌阅旗下拥有近十个平台，已经构筑了优质的内容和作者资源，其免费阅读平台飞读和得间小说更多是独家自有内容。连尚、七猫、番茄和米读则主要以采购外部版权内容为主。我们采用2020年5月4日各阅读平台TOP20热度榜单中作品进行分析，四家平台外部版权内容均超过10部，其中七猫免费小说榜单中无自有版权内容。对比2019年3月榜单来看，米读和连尚在一年内加强原创内容布局，榜单中原创内容占比大幅提高。

图表 32: 免费阅读 APPTOP20 榜单中内容来源



资料来源: 各免费阅读 APP, 国盛证券研究所

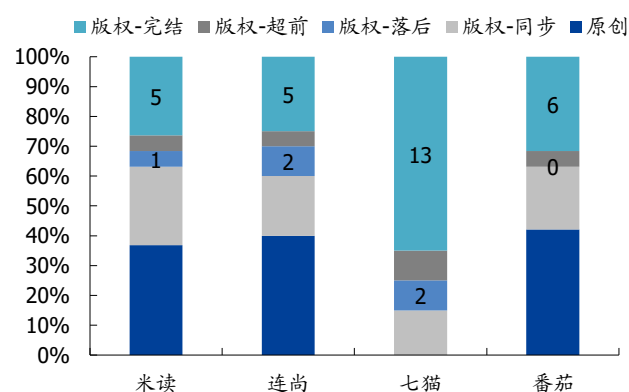
图表 33: 2019.5 与 2020.5 米读和连尚内容来源对比



资料来源: 得间, 飞读, 国盛证券研究所

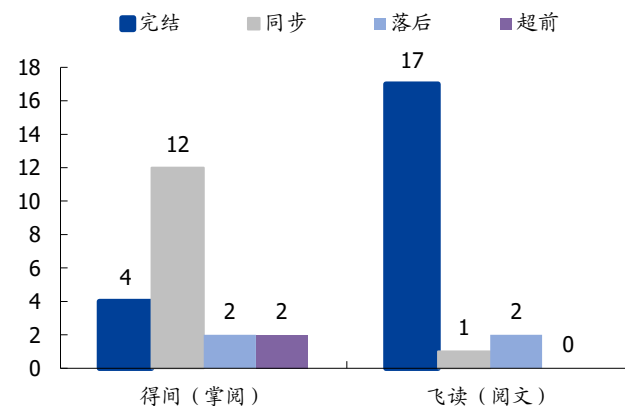
在 TOP20 人气榜单中，米读、连尚与番茄小说中的版权内容分别有 5/5/6 部已经完结，其它多与原版权平台同步更新；七猫小说榜单中无平台原创内容，大部分为已经完结的版权内容（13 部），同时有 2 部作品落后于原版权平台更新进度。得间和飞读小说的热门榜单内容更新情况差异较大，得间受欢迎的作品普遍为掌阅平台上连载中的热门作品，而飞读受欢迎的作品则主要为自有平台上已完结老作品。

图表 34: 免费阅读 APPTOP20 榜单中内容更新情况



资料来源: 各免费阅读 APP, 国盛证券研究所

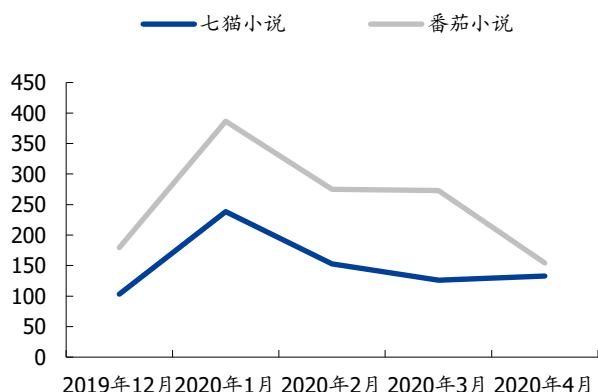
图表 35: 得间和飞读 TOP20 榜单内容更新情况



资料来源: 得间, 飞读, 国盛证券研究所

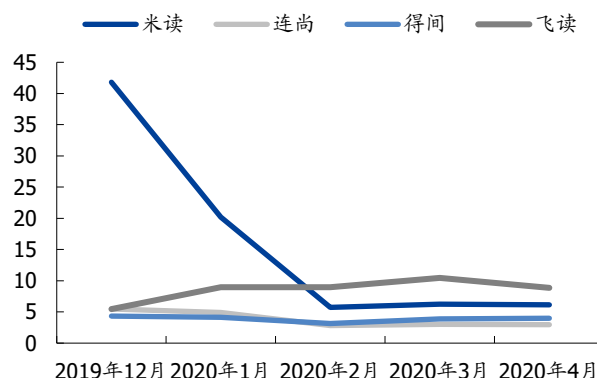
运营策略方面，免费阅读平台通过金币奖励和渠道投放广告快速获客，同时提高用户留存。金币玩法方面，七猫、番茄、飞读和得间小说用户均可提现，米读的积分则用来兑换广告权益、优惠券等，不可直接提现；渠道投放方面，番茄小说借助字节系渠道优势，在抖音上投放了大量的小说类软广，七猫小说则布局线上线下全渠道，全方位渗透下沉市场。从下载量的变化来看，七猫和番茄小说月度下载量持续 5 个月大于 100 万次，而连尚、得间和飞读则小于 10 万次，米读下载量也于 2019 年 12 月开始下滑，近期维持在每月 5 万次左右。目前来看，七猫和番茄小说高用户增长一定程度上归因于其高强度渠道投放，辅以丰富的金币奖励玩法提高用户留存。

图表 36: 七猫小说和番茄小说近 5 个月下载量 (万)



资料来源：七麦数据，国盛证券研究所

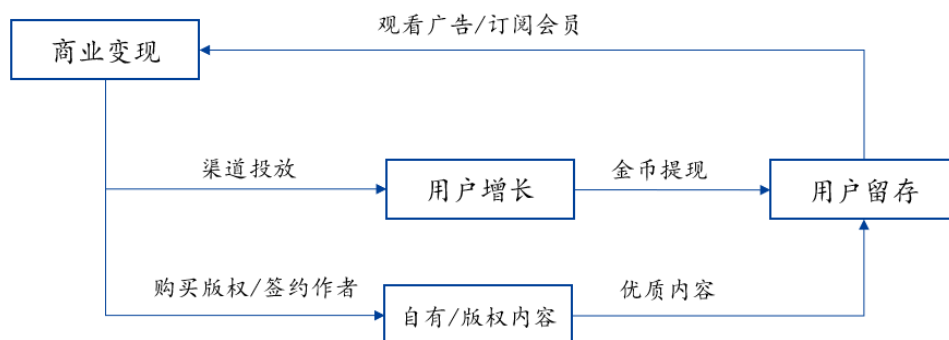
图表 37: 米读/连尚/得间/飞读近五个月下载量(万)



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。番茄、米读加强投入独家版权内容增强用户粘性，米读和连尚小说合理融合“付费+免费”制度，实现广告和付费收入的双轮驱动。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 38: 免费阅读平台商业模式



资料来源：国盛证券研究所

5 投资建议

我们认为，目前数字阅读行业出现了新的边际变化，在维持和做大原有核心付费用户的基础上，加强布局版权衍生业务、切入免费阅读市场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，收购新丽传媒版权运营业务预计持续贡献业绩增量；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。

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

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

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

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