

免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态

——在线阅读跟踪专题报告三

行业专题

● 流量更迭之下，免费阅读及版权运营已成为在线阅读重要发展方向

在线阅读在经历用户高速增长后，流量红利逐渐消退，获客成本上升。部分平台尝试免费阅读，开拓下沉市场，激活市场增长空间，截至 2019Q4，免费阅读用户规模已达 2.5 亿人，同比增长超 100%，根据我们测算目前免费阅读广告市场规模约 50 亿元。同时行业内领先的部分平台深耕 IP，挖掘版权运营价值。细分领域来看，网文改编影视剧已经成熟，2019 年 TOP30 电视剧&网络剧中 IP 改编占比过半；游戏改编占比虽小但正高速发展，2019 年文学 IP 改编手游流水占比约 5%-6%，同比增速高达 52.4%；动漫改编逐步产业化、系统化，《斗罗大陆》动画年播放量 80 亿次，行业增长空间巨大。

● 商业模型已经跑通，免费阅读高速发展，内容及渠道为核心竞争力

2018 年起免费阅读高速发展，百度、字节跳动等互联网平台纷纷入场布局。免费阅读充分吸引对价格敏感的消费者，开拓下沉市场。综合分析各家平台的 App 数据、广告模式、内容来源及发力方向，我们认为免费阅读在内容供给及用户需求方面均与付费阅读有较大差异，商业模型为“免费+推广获客，内容+激励留存，广告+会员变现”，内容及渠道为免费阅读的核心竞争力。

● 版权保护浪潮下，网文版权运营模型不断完善，未来市场空间广阔

根据《2019 中国数字阅读白皮书》，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%，占比达到 28.9%。网文衍生形式多种多样，覆盖影视、动漫、游戏等，国家版权保护升级浪潮下，衍生作品的价值大大提升。网文版权运营模型不断完善，相关流程已产业化，衍生产品与网文连载配合紧密，形成 IP 生态，未来空间广阔。

● 结合互联网流量和内容生态，阅文集团、掌阅科技、中文在线显著受益

阅文集团为 IP 运营龙头，加强与腾讯联动有望推动 IP 联动和内容生态发展。阅文网文内容生态叠加腾讯渠道推广实力，未来加强免费阅读具备潜力。掌阅科技免费阅读实践成功，得间小说系统成熟，自有资源丰富，输出海量免费阅读内容。掌阅版权产品涵盖阅读、影视、游戏等，2019 年营收同比增长 91.17%。中文在线凭借自有网文平台，为免费阅读提供大量优质内容。版权衍生丰富，旗下子公司鸿达以太是全国最大的有声内容提供商，Chapters 为全球最大视觉小说平台，且公司具备影视业务，参与影视剧出品。

● 受益标的：阅文集团、掌阅科技、中文在线等公司。

● **风险提示：**免费阅读竞争加剧、付费增速逐步放缓、IP 协同不及预期、内容合规风险、内容产出短缺、出海不及预期、打击盗版不及预期等风险。

重点公司财务及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603533.SH	掌阅科技*	125.03	13.68%	0.46	0.70	0.92	67.50	45.20	34.70
0772.HK	阅文集团	473.86	5.80%	1.09	1.17	1.40	26.89	37.33	31.31
300364.SZ	中文在线	34.26	-33.56%	-0.83	0.11	0.15	-5.67	43.83	30.19

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，市值为 2020 年 6 月 4 日市值）

推荐（维持评级）

胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

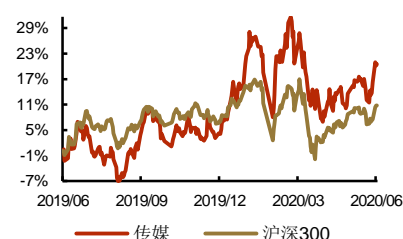
证书编号：S0280518020001

马笑（联系人）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280117100011

行业指数一年走势



相关报告

《看好 5G 应用发展趋势，关注直播带货 MCN 和广电网整合》2020-05-31

《坚定科技创新主线，寻找 5G 传媒互联应用趋势》2020-05-24

《在线阅读跟踪专题报告二：在线阅读行业走进 5G 时代，付费+免费迎来变现新周期》2020-05-05

《掌阅科技 2020 年一季报点评：Q1 净利润增长 78%，毛利率同增 12%，迎来在线阅读变现新周期》2020-04-28

《在线阅读跟踪专题报告一：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

目 录

1、 商业模式已经跑通，免费阅读高速发展，内容及渠道为核心竞争力	4
1.1、 2018 年起免费阅读高速发展，各互联网巨头纷纷布局	4
1.2、 借移动互联网发展东风，免费阅读受到下沉市场青睐	6
1.3、 数据对比：七猫小说各项数据领先，番茄小说发展迅速	7
1.4、 广告模式：形式多样，得间小说广告系统最为丰富	8
1.5、 内容来源：互联网系平台多通过授权获得，得间自有资源丰富	9
1.6、 趋势跟踪：各平台加强内容布局与渠道推广力度	11
2、 版权保护浪潮下，网文 IP 版权运营发展迅速，未来空间广阔	13
2.1、 网文 IP 版权运营发展迅速，覆盖多种娱乐形式	13
2.2、 版权运营逐步成熟，多部作品形成 IP 生态	15
2.3、 阅文集团、掌阅科技、中文在线版权运营业务快速增长	17
3、 投资建议：结合互联网流量和内容生态，阅文集团、掌阅科技、中文在线显著受益	20
3.1、 阅文集团 IP 运营龙头，免费阅读具备潜力	20
3.2、 掌阅科技免费阅读实践成功，版权产品高速增长	20
3.3、 中文在线为免费阅读提供大量优质内容，版权衍生丰富	20
4、 风险提示	21

图表目录

图 1： 付费阅读用户下降，免费阅读用户持续增加	4
图 2： 免费阅读独立设备数占比迅速提升	4
图 3： 预期 2022 年免费阅读广告营收达到 53 亿元	5
图 4： 2018 年至今各主流免费阅读 APP 逐步上线	5
图 5： 免费阅读与付费阅读用户重合度较低	6
图 6： 免费阅读受到下沉用户偏好	6
图 7： 七猫、番茄 App Store 排名领先	7
图 8： 七猫独立设备保持领先，番茄增长迅速	7
图 9： 七猫小说阅读页广告	8
图 10： 番茄小说阅读页广告	8
图 11： 七猫中文网 2020 作家福利	12
图 12： 七猫小说朋友圈投放广告	12
图 13： 木叶文学网作品在番茄小说上架	12
图 14： 头条小说升级为番茄小说	12
图 15： 米读平民英雄计划	13
图 16： 米读短视频营销	13
图 17： 2019 年版权收入占比已达 28.9%	13
图 18： 网文 IP 衍生形式多种多样	14
图 19： IP 改编电视剧&网络剧数量上升	14
图 20： 2019 年 TOP30 电视剧&网络剧以 IP 改编为主	14
图 21： 文学 IP 改编手游体量较小	15
图 22： 2019 年文学 IP 改编手游流水同比增长 52.4%	15
图 23： 斗罗大陆 IP 生态	16
图 24： 全职高手 IP 生态	16
图 25： 斗破苍穹 IP 生态	17

图 26: 魔道祖师 IP 生态	17
图 27: 鬼吹灯 IP 生态	17
图 28: 盗墓笔记 IP 生态	17
图 29: 阅文 2019 年版权运营营收占比达 52.99%	18
图 30: 阅文 2019 年版权运营营收同比增长 340.98%	18
图 31: 2019 年推出动画、游戏广受好评	18
图 32: 《庆余年》成为年度爆款 IP 剧	18
图 33: 掌阅 2019 年版权产品营收占比为 13.9%	19
图 34: 掌阅 2019 年版权产品营收同比增长 91.17%	19
图 35: 喜马拉雅鸿达以太页面	19
图 36: 《新白娘子传奇》	20
表 1: 主流免费阅读 APP 涉及互联网企业及上线时间	5
表 2: 易观千帆 2020 年 4 月免费阅读 APP 排行榜 TOP20	8
表 3: 各免费阅读 APP 广告模式 (2020.06.04)	9
表 4: 各免费阅读 APP 现金激励系统 (2020.06.04)	9
表 5: 七猫小说男生大热榜 TOP10 (2020.06.04)	10
表 6: 番茄小说男生热搜榜 TOP10 (2020.06.04)	10
表 7: 米读小说男频人气日榜 TOP10 (2020.06.04)	10
表 8: 得间小说男生热读榜 TOP10 (2020.06.04)	11
表 9: 飞读小说男生热搜周榜 TOP10 (2020.06.04)	11
表 10: 热门网文 IP 改编电影票房表现	14
表 11: 骨朵数据 2019 年动漫排行榜 TOP10	15
表 12: 2018 年猫片 胡润原创文学 IP 价值榜	15
表 13: 重点公司盈利预测	21

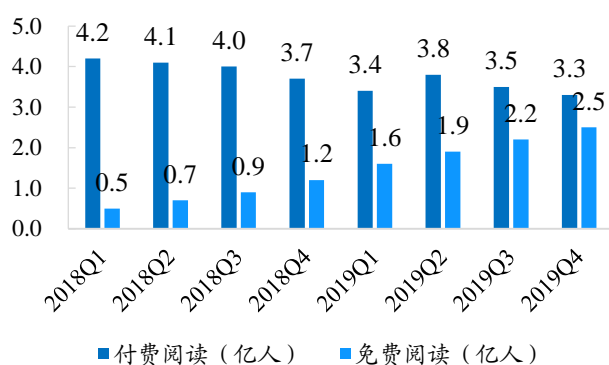
1、商业模式已经跑通，免费阅读高速发展，内容及渠道为核心竞争力

此前发布的在线阅读专题一，我们跟踪了疫情期间在线阅读的快速增长情况，对免费阅读模式进行分析，得出内容付费转向流量广告，付费+免费不断完善模式的趋势判断。专题二中，我们详细介绍了免费阅读的发展过程，从网文内容、广告形式、目标用户等角度重点论证了免费阅读在移动互联网时代下兴起的必然性，通过对比免费阅读与付费阅读的商业模式，我们认为二者具备互补作用，融合模式有望成为新发展方向。本篇进一步深入，具体研究对比各家免费阅读平台，综合分析各家平台的 App 数据、广告模式、内容来源及发力方向，我们认为免费阅读在内容供给及用户需求方面均与付费阅读有较大差异，商业模式为“免费+推广获客，内容+激励留存，广告+会员变现”，内容及渠道为免费阅读的核心竞争力。

1.1、2018 年起免费阅读高速发展，各互联网巨头纷纷布局

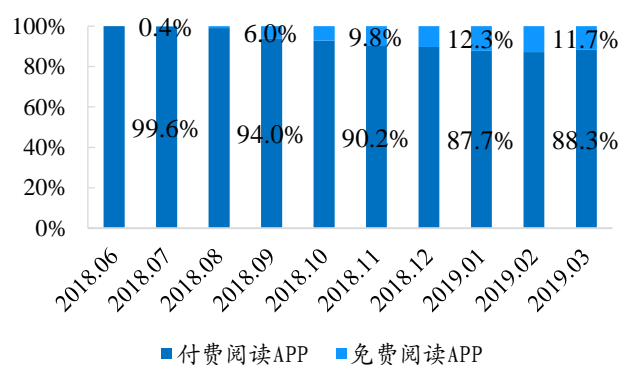
2018 年起免费阅读用户规模迅速增长。根据比达咨询数据，2018 年以来免费阅读规模迅速增长，由 2018Q1 仅 0.5 亿人增长至 2019Q4 的 2.5 亿人。与此同时付费阅读受到冲击，用户规模持续下降，截至 2019Q4 达到 3.3 亿人。APP 独立设备数方面，免费阅读独立设备数占比迅速提升，由 2018 年 7 月仅 0.4% 增长至 2019 年 3 月 11.7%。

图1：付费阅读用户下降，免费阅读用户持续增加



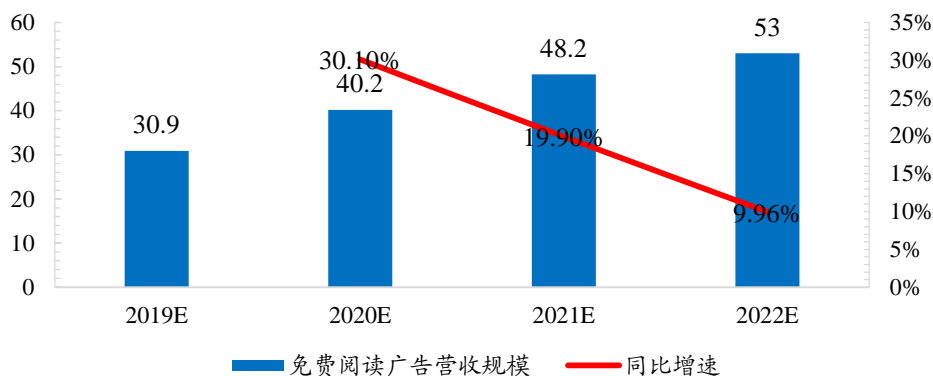
资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

图2：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

免费阅读广告市场规模约为 50 亿元左右。根据 QuestMobile 预测，免费阅读广告营收 2020 年达到 40.2 亿元，2022 年达到 53 亿元。而根据我们测算，目前免费阅读广告市场规模为 48.96 亿元，其中具体假设包括：2020 年 3 月免费阅读 APP MAU 约 1.7 亿人，假设其中 80% 用户免费阅读观看广告，每月平均使用 10 天，平均每天使用 1 小时，每小时浏览约 30 条广告，游戏广告投放 eCPM 约 50 元，保守估计免费阅读 eCPM 为 10 元。随免费阅读广告效果得到验证，对应的 eCPM 有望持续上升，叠加 MAU 持续增长，市场规模将保持高速增长。

图3： 预期 2022 年免费阅读广告营收达到 53 亿元

资料来源：QuestMobile，新时代证券研究所

2018 年至今，各主流免费阅读 APP 逐步上线。2018 年 5 月，米读小说双端正式上线，首创电子小说免费阅读的商业模式，随后各大主流免费阅读 APP 陆续上线。2018 年 8 月，连尚读书及 7 猫小说上线，传统付费阅读龙头掌阅与阅文旗下的得间小说与飞读小说分别于 2019 年 3 月、4 月上线，2019 年 11 月字节跳动旗下的免费网文阅读 APP 番茄小说正式上线。

图4： 2018 年至今各主流免费阅读 APP 逐步上线

资料来源：七麦数据，各免费阅读 App 官网，新时代证券研究所

免费阅读背后是互联网平台和流量和内容竞争。互联网巨头纷纷布局免费阅读，当前主流 APP 均具备浓厚的互联网基因。米读小说与连尚读书分别为趣头条、连尚网络旗下，七猫免费小说由百度持股 37.36%，得间小说与飞读小说分别为掌阅科技与阅文集团旗下，番茄小说隶属于字节跳动。

表1： 主流免费阅读 APP 涉及互联网企业及上线时间

免费阅读 APP	涉及互联网企业	上线时间
米读小说	趣头条旗下	2018 年 5 月
连尚读书	连尚网络 (Wifi 万能钥匙) 旗下	2018 年 8 月
七猫免费小说	百度持股 37.36%	2018 年 8 月
得间小说	掌阅科技旗下	2019 年 3 月
飞读免费小说	阅文集团旗下	2019 年 4 月
番茄小说	字节跳动旗下	2019 年 11 月 (前身常读小说 2019 年 7 月上线)

资料来源：七麦数据，各免费阅读 APP 官网，网易新闻，新时代证券研究所

1.2、借移动互联网发展东风，免费阅读受到下沉市场青睐

在线阅读专题二中，我们曾系统梳理移动互联网时代下免费阅读兴起的逻辑，即：在线阅读触达用户增加，覆盖更多下沉用户，手机阅读成为首选，阅读更加碎片化，内容更加轻度。逻辑简单、情节直接、无需付费的免费网文更能够满足下沉和更大圈层的用户需求。此节我们将再次强调这一逻辑并结合数据论证。

免费阅读与付费阅读用户重合度低。根据 QuestMobile 调研结果，2019 年 4 月掌阅 APP、QQ 阅读 APP 与七猫 APP 重合用户仅占七猫 APP 用户的 9.5% 与 6.7%，免费阅读与付费阅读用户重合度低，二者本质为差异化竞争。

图5：免费阅读与付费阅读用户重合度较低



资料来源：QuestMobile，新时代证券研究所

免费阅读受到下沉市场青睐。根据 QuestMobile 调研数据，免费阅读用户中，41-45 岁占比仅为 10.1%，但 TGI 为 112.9，显著超过平均水平（100）。城市分布方面，三线城市占比最高，达 24.7%，二线城市与四线城市分列二、三位。且仅三线及以下城市用户 TGI 超过 100，免费阅读显著受到下沉市场青睐。

图6：免费阅读受到下沉用户偏好

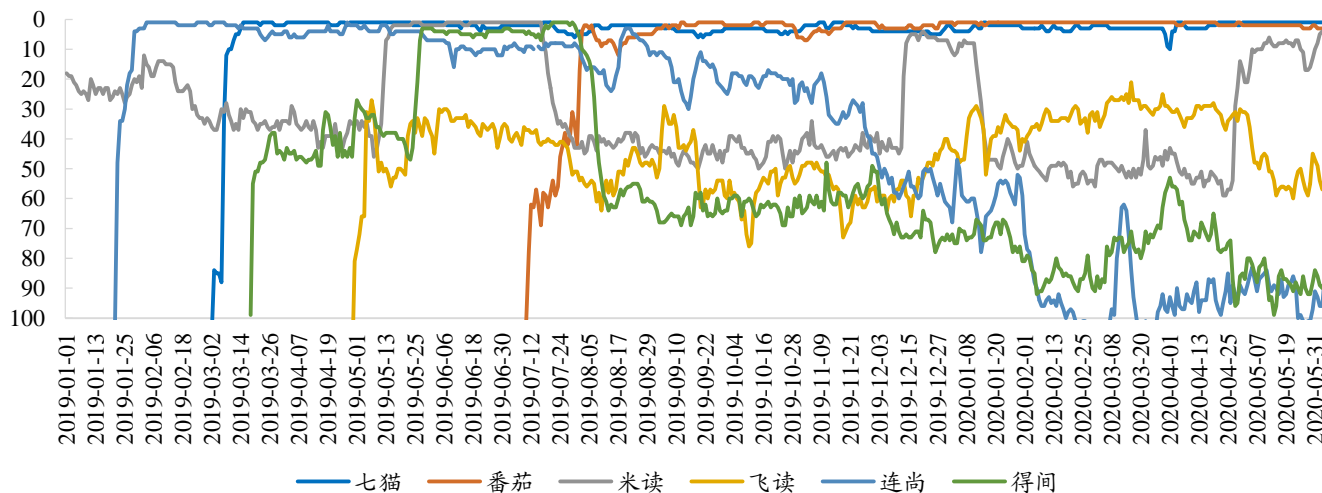


资料来源：QuestMobile，新时代证券研究所

1.3、数据对比：七猫小说各项数据领先，番茄小说发展迅速

七猫、番茄 App Store 排名领先。App Store 排名方面，图书（免费）分类中，七猫 2019 年 3 月后基本保持前 5 排名，大部分时间位列第一名。番茄小说发展迅速，2019 年 8 月后排名与七猫不相上下，充分显示出字节跳动强大的流量优势。率先发力免费阅读的米读排名波动较大，整体中枢保持在 40 名左右。飞读上线后排名整体稳定，在 30-70 之间波动。连尚与得间上线后均进入过排名前 5，近期排名有所下滑，2020 年 5 月 19 日分别为第 88、89 名。

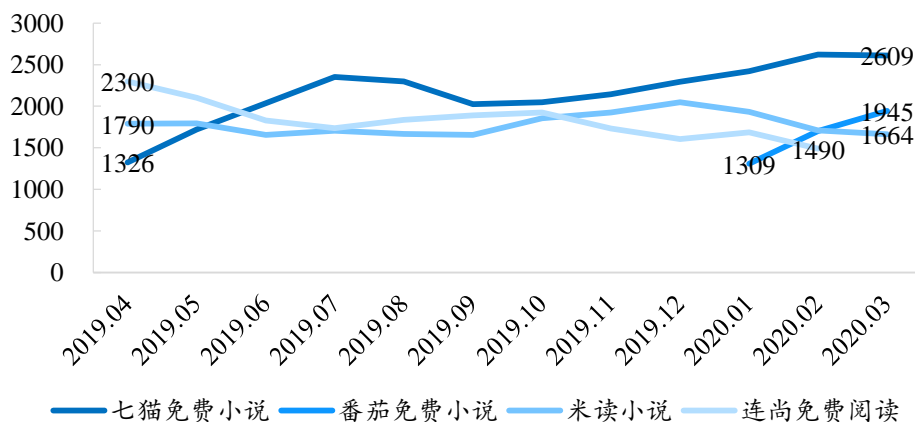
图7： 七猫、番茄 App Store 排名领先



资料来源：七麦数据，新时代证券研究所

七猫独立设备保持领先，番茄增长迅速。独立设备方面，根据艾瑞数据，七猫在 2019 年 6 月超过米读与连尚后持续保持领先，2020 年 3 月达到 2609 万台。番茄小说增长迅速，由 2020 年 1 月 1309 万台增长至 2020 年 3 月 1945 万台。米读小说独立设备数量整体稳定略有波动，2019 年 4 月为 1790 万台，2020 年 3 月为 1664 万台。连尚独立设备数有所下降，由 2019 年 4 月 2300 万台下降至 2020 年 3 月 1664 万台。

图8： 七猫独立设备保持领先，番茄增长迅速



资料来源：艾瑞数据，新时代证券研究所

多个 APP 月活突破千万，七猫月活突破 3500 万人。根据易观千帆最新发布的 4 月数据，七猫、番茄、米读、米读极速版活跃人数均突破千万，其中七猫免费小说达到 3504.9 万人，番茄免费小说达到 1904.2 万人。

表2: 易观千帆 2020 年 4 月免费阅读 APP 排行榜 TOP20

排名	APP	开发商	活跃人数(万)	环比增幅(%)
1	七猫免费小说	上海七猫文化传媒有限公司	3504.9	6.90%
2	番茄免费小说	北京臻鼎科技有限公司	1904.2	6.30%
3	书旗小说	广州阿里巴巴文学信息技术有限公司	1669.5	-4.80%
4	米读小说	安徽掌端网络科技有限公司	1241.7	-9.50%
5	米读极速版	上海大犀角信息科技有限公司	1218.4	-13.20%
6	连尚免费读书	南京大众书网图书文化有限公司	957.8	-9.30%
7	追书神器免费版	上海元聚网络科技有限公司	908.3	-2.10%
8	连尚读书	南京大众书网图书文化有限公司	905.1	2.90%
9	疯读小说	魔力红(深圳)网络科技有限公司	792.4	6.00%
10	飞读免费小说	上海玄霆娱乐信息科技有限公司	748.3	1.60%
11	天天免费阅读	深圳爱告技术有限公司	736.3	-7.70%
12	爱奇艺免费阅读	北京爱奇艺科技有限公司	666.4	-3.10%
13	必看免费小说	北京蓝湾博阅科技有限公司	573.9	6.80%
14	连尚读书极速版	南京大众书网图书文化有限公司	493.9	-22.30%
15	免费追书	霍尔果斯鸿鹭华阅文化传播有限公司	473.1	-0.90%
16	魔力红扎堆小说	魔力红(深圳)网络科技有限公司	457.7	-20.30%
17	番茄小说	北京阅读无限文化传媒有限公司	360.3	-7.40%
18	免费小说大全 (点众快看)	北京点众快看科技有限公司	324.9	7.50%
19	塔读小说免费版	北京易天新动网络科技有限公司	322.5	8.00%
20	豆豆免费小说	北京友和卓谊信息技术有限公司	304.6	-6.10%

资料来源: 易观千帆, 新时代证券研究所

1.4、广告模式: 形式多样, 得间小说广告系统最为丰富

广告模式以阅读页广告为主, 多种其他形式并行。6 家免费阅读平台均采用阅读页大幅广告, 一般内容为 APP 推介或商品推介。该种广告篇幅较大, 可采用图文或小视频形式, 展示效果好, 同时对用户阅读体验影响较大, 读者可选择购买会员或集中观看视频免一定时长阅读页广告。除此以外, 各平台采用开屏广告、阅读页底部广告、APP 推介等多种其他形式, 丰富变现方式。

图9: 七猫小说阅读页广告

资料来源: 七猫小说, 新时代证券研究所

图10: 番茄小说阅读页广告

资料来源: 番茄小说, 新时代证券研究所

不同平台略有差异,得间小说系统最为丰富。6大平台广告收费系统略有差异,其中七猫小说无会员或付费去广告功能,连尚读书无会员,可选择付费订阅去广告,其余四家平台均有会员免广告功能,其中得间小说会员功能特权最强,开通会员才可离线、听书。并且在其他广告形式方面得间小说最多元,具备开屏广告、APP推介、书籍页广告、阅读页底部广告以及免广告小视频。

表3: 各免费阅读 APP 广告模式 (2020.06.04)

免费阅读 APP	阅读页全屏广告的出现频率	会员或付费去广告模式	其他广告形式
七猫小说	6 页一个全屏广告	无	开屏广告 APP 推介 阅读页底部 看 40s 小视频免 20 分钟广告
番茄小说	4 页一个全屏广告	8 元/7 天, 会员免广告	开屏广告 听书页广告 看 40s 小视频免 30 分钟广告
米读小说	阅读到一定章节出现广告, 约 2-3 页一个广告	10 元/月, 会员免广告	开屏广告 小游戏推介 看 40s 小视频免 30 分钟广告
连尚读书	阅读到一定章节出现广告	无会员, 可选择付费订阅免广告	开屏广告
得间小说	4 页一个全屏广告	6 元/7 天, 会员免广告、可离线、可听书	开屏广告 APP 推介 书籍页 阅读页底部 看小视频免 15 分钟广告
飞读小说	1-5 页一个全屏广告	7 元/7 天, 会员免广告、可离线	开屏广告 小游戏推介 阅读页底部

资料来源: 各免费阅读 APP, 新时代证券研究所

推出现金激励系统, 充分提升用户黏性及留存。免费阅读受到下沉市场青睐, 针对部分用户价格敏感性高的特性, 各平台推出现金激励系统。用户通过阅读, 做任务, 看视频广告等方式赚取积分/金币, 累计一定金额后可提现, 此模式吸引无付费意愿, 对现金激励敏感的用户, 充分提升用户黏性及留存, 从而提高广告收入。

表4: 各免费阅读 APP 现金激励系统 (2020.06.04)

免费阅读 APP	现金激励系统
七猫小说	登录阅读赚金币, 金币可直接累计提现, 新用户有机会获得最高 10 元金币红包
番茄小说	登录每天阅读一定时长可获得金币, 金币每晚自动兑换现金, 累计一定金额可提现
米读小说	登录每天阅读一定时长可获得金币, 累计一定额度金币可提现
连尚读书	每天特定时间打卡, 累计到一定额度可瓜分奖金池
得间小说	每天登录阅读一定时长可获得金币, 累计一定金额可提现
飞读小说	每天登录阅读一定时长可获得积分奖励, 累计一定积分可提现

资料来源: 各免费阅读 APP, 新时代证券研究所

1.5、内容来源: 互联网系平台多通过授权获得, 得间自有资源丰富

互联网系平台, 以七猫、番茄、米读为例, 小说内容多通过授权获得。互联网系免费阅读平台自有作品较少, 小说内容主要通过获取其他平台作品授权。七猫小

说男生大热榜前10名中,仅第8名一部作品首发七猫中文网,其他作品均来自17K、纵横、掌阅等网文平台,番茄小说男生热搜榜前十全部来自其他平台。米读小说男频人气日榜前十名中有2部来自米读原创,其余均来自外部平台。

表5: 七猫小说男生大热榜 TOP10 (2020.06.04)

排名	作品名	首发平台
1	史上最强炼气期	黑岩网
2	女神的上门贵婿	掌阅文化
3	荣耀王者	追书神器
4	修罗天帝	掌阅文化
5	我穷得就剩下钱了	国风中文网
6	中国民族史	出版物
7	无敌剑域	纵横中文网
8	不败战神	七猫中文网
9	九星霸体诀	17K小说网
10	傲世丹神	17K小说网

资料来源: 七猫小说, 新时代证券研究所

表6: 番茄小说男生热搜榜 TOP10 (2020.06.04)

排名	作品名	首发平台
1	第一刺客女婿	酷匠网
2	超级上门女婿	掌阅文化
3	史上最强炼气期	黑岩网
4	女神的超级赘婿	书旗小说
5	山村小神医	掌阅文化
6	傲世丹神	17K小说网
7	荣耀王者	追书神器
8	少年风水师	书旗小说
9	道家祖师	黑岩网
10	元尊	纵横中文网

资料来源: 番茄小说, 新时代证券研究所

表7: 米读小说男频人气日榜 TOP10 (2020.06.04)

排名	作品名	首发平台
1	赘婿丹尊	米读原创
2	无敌剑域	纵横中文网
3	九星霸体诀	17K小说网
4	圣王	纵横中文网
5	傲世剑神	米读原创
6	万道帝师	掌阅文学
7	修罗天帝	掌阅文学
8	武神主宰	掌阅文学
9	神途	酷匠网
10	天骄战纪	纵横中文网

资料来源: 米读小说, 新时代证券研究所

得间小说免费阅读创作能力强, 大部分头部作品来自掌阅旗下。得间小说通过

掌阅旗下各个网文平台构建了强大的免费阅读内容创作能力，男生热读榜前 10 名中，仅第一名来自外部平台，其他作品均来自掌阅文化、书山中文网、红薯中文网等掌阅旗下平台。

表8：得间小说男生热读榜 TOP10（2020.06.04）

排名	作品名	首发平台
1	史上最强炼气期	黑岩网
2	绝世武魂	书山中文网
3	天才神医混都市	红薯中文网
4	修罗天帝	掌阅文化
5	最强升级系统	书山中文网
6	都市战神归来	红薯中文网
7	极品捡漏王	掌阅文化
8	最强高手在都市	掌阅文化
9	重生之龙在都市	掌阅文化
10	女总裁的上门女婿	掌阅文化

资料来源：得间小说，新时代证券研究所

飞读头部作品以起点中文网优质完结小说转免费为主，逐步出现自有连载免费作品。飞读小说男生热搜周榜前 10 名中，7 部为起点作品且均已完结，仅《都市透视神医》一本首发在飞读小说且正在连载。优质付费作品完结后转免费登录飞读带来大量人气，同时已逐步出现头部的自有连载作品，侧面反映出阅文集团在网文领域的强大内容优势及逐步尝试免费模式的探索。

表9：飞读小说男生热搜周榜 TOP10（2020.06.04）

排名	作品名	首发平台
1	绝世唐门	起点中文网
2	唐门英雄传	起点中文网
3	女总裁的全能兵王	17K 小说网
4	弑天刀	起点中文网
5	神武觉醒	起点中文网
6	神脉至尊	红薯中文网
7	完美世界	起点中文网
8	都市透视神医	飞读小说
9	大龟甲师	起点中文网
10	一念永恒	起点中文网

资料来源：飞读小说，新时代证券研究所

1.6、趋势跟踪：各平台加强内容布局与渠道推广力度

综上所述，我们认为免费阅读平台主要在内容供给及渠道推广两个维度进行竞争，互联网系平台如番茄小说凭借字节跳动强大的渠道及推广能力用户数迅速上升，传统阅读平台如掌阅旗下得间及阅文旗下飞读，依靠自身优质的内容供给获得读者青睐。目前各家平台均在加强内容布局与渠道推广力度。

七猫中文网升级作家福利，朋友圈投放广告加强推广。内容方面，七猫中文网（原名梧桐中文网），于 2017 年 5 月正式上线，是七猫旗下重点面向网络文学作者的原创 IP 综合服务平台。2020 年七猫中文网升级作家福利，男频全勤奖每月最高可达 3600

元。推广方面，七猫加强推广，2020年5月17日在微信朋友圈投放广告，引导用户下载。

图11: 七猫中文网 2020 作家福利



资料来源：七猫中文网，新时代证券研究所

图12: 七猫小说朋友圈投放广告



资料来源：北京商报，新时代证券研究所

番茄拥有木叶文学网创作平台，头条小说更新升级为番茄小说。内容方面，木叶文学网是番茄小说推出的原创网文平台，站内签约作品在番茄小说上架，签约作家有机会获得丰厚的广告分成收入，目前有多本优秀作品单日广告分成收入超过了1万元。推广方面，2020年4月21日，今日头条小说频道完成业务升级，统一品牌为番茄小说，共同收录木叶文学网平台作品。统一后有助于番茄小说加强品牌推广，进一步受益于字节跳动渠道优势。

图13: 木叶文学网作品在番茄小说上架



资料来源：木叶文学网，新时代证券研究所

图14: 头条小说升级为番茄小说



资料来源：今日头条，新时代证券研究所

米读斥资10亿元扶持平台作者，尝试短视频营销。内容方面，2020年4月16日，米读推出“平民英雄”计划，未来三年，将投入不低于10亿元的资金及流量资源，挖掘、扶持优质潜力作者，持续强化原创、独家等内容建设。推广方面，米读曾于2019年尝试短视频营销，在火山小视频发起米读小说爽文演绎争霸赛，吸引用户参与米读小说网文IP演绎。

图15: 米读平民英雄计划



资料来源: 米读小说, 新时代证券研究所

图16: 米读短视频营销



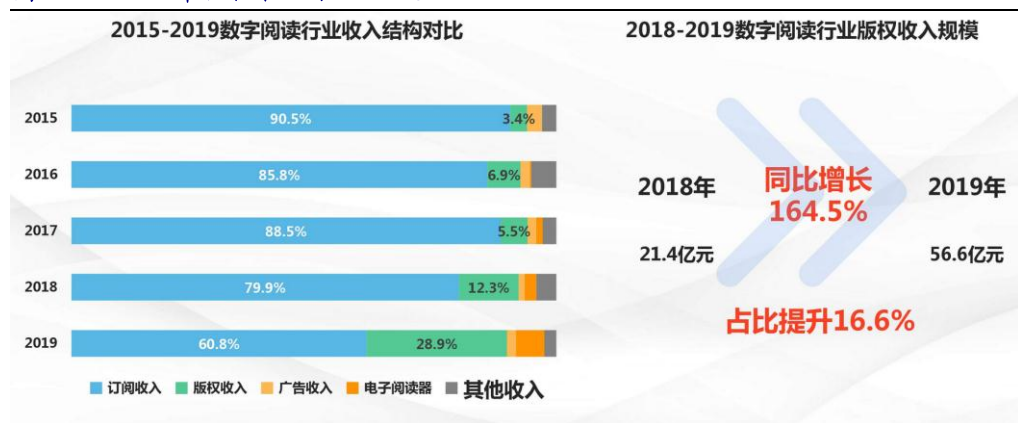
资料来源: 搜狐网, 新时代证券研究所

2、版权保护浪潮下, 网文 IP 版权运营发展迅速, 未来空间广阔

2.1、网文 IP 版权运营发展迅速, 覆盖多种娱乐形式

数字阅读版权收入增幅明显, 2019 年占比 28.9%。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17: 2019 年版权收入占比已达 28.9%



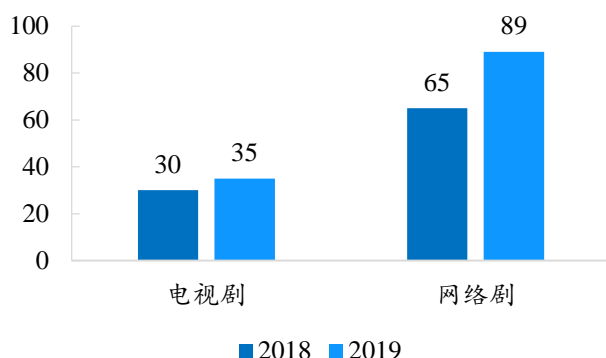
资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

网文衍生形式多种多样, 促进行业多渠道变现。在线阅读衍生形式多样, 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。根据中国音像与数字出版协会发布的《2019 中国数字阅读白皮书》, 其中影视改编付费意愿最强, 动漫改编关注度最高。

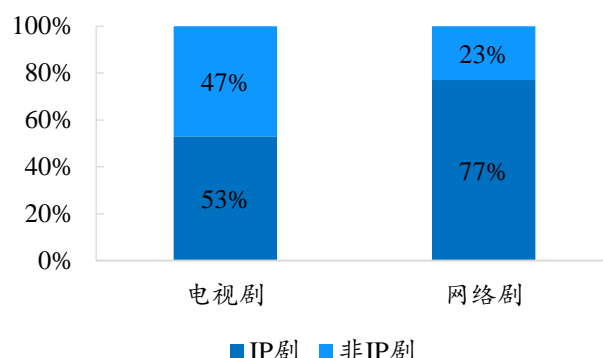
图18: 网文 IP 衍生形式多种多样

资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

影视改编快速发展，IP 改编影视剧受到青睐。近年来网文 IP 版权运营快速推进，影视衍生产业高速发展。IP 改编电视剧数量由 2018 年 30 部上升至 2019 年 35 部，IP 改编网络剧由 2018 年 65 部上升至 2019 年 89 部，增幅明显。同时 2019 年 TOP30 电视剧&网络剧中 IP 改编占比过半，分别占比 53%、77%。

图19: IP 改编电视剧&网络剧数量上升

资料来源：艺恩，新时代证券研究所

图20: 2019 年 TOP30 电视剧&网络剧以 IP 改编为主

资料来源：艺恩，新时代证券研究所

热门网文 IP 改编电影表现良好。电影方面，近年来多部热门网文 IP 改编成电影，其中鬼吹灯系列小说被改编为多部电影作品，其中《寻龙诀》斩获票房 16.82 亿元，位列内地电影票房总排行榜第 23 名，2015 年当年票房第 3 名。《盗墓笔记》电影同样收获 10 亿以上票房，《悟空传》《九层妖塔》等作品票房均在 5 亿以上。

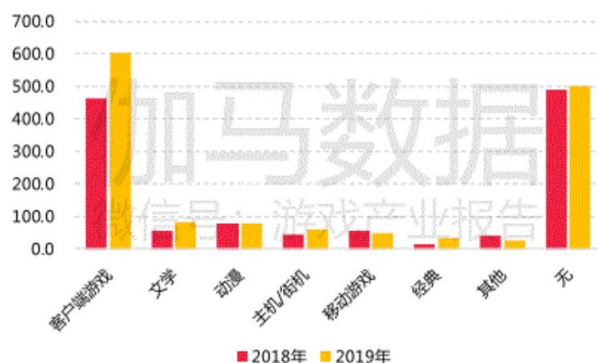
表10: 热门网文 IP 改编电影票房表现

电影	票房 (亿)	作者	原著
寻龙诀	16.82	天下霸唱	鬼吹灯
盗墓笔记	10.04	南派三叔	盗墓笔记
悟空传	6.94	今何在	悟空传
九层妖塔	6.82	天下霸唱	鬼吹灯
三生三世十里桃花	5.35	唐七公子	三生三世十里桃花

资料来源：骨朵数据，新时代证券研究所

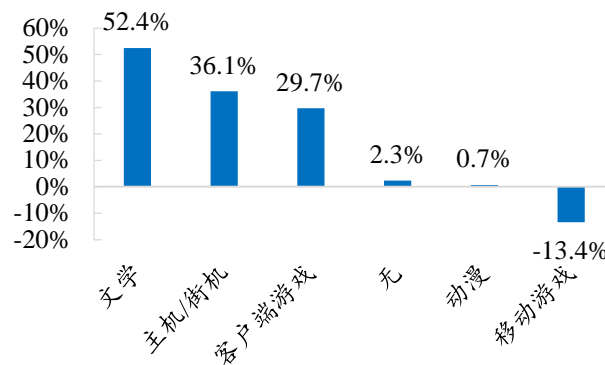
游戏改编快速发展，2019 年文学 IP 改编手游流水同比增长 52.4%。根据伽马数据，2019 年我国手游市场实际销售收入 1513.7 亿元，其中 65.2% 为 IP 改编游戏。但其中文学 IP 改编手游体量较小，仅为 80-90 亿元，约为全部手游市场的 5%-6%。并且文学 IP 改编手游增长迅速，2019 年同比增速达 52.4%。

图21: 文学 IP 改编手游体量较小



资料来源: 伽马数据, 新时代证券研究所

图22: 2019 年文学 IP 改编手游流水同比增长 52.4%



资料来源: 伽马数据, 新时代证券研究所

2019 前十动漫中 3 部为网文改编,《斗罗大陆》年播放量超 80 亿次位列第一,网文改编动漫潜力十足。根据骨朵数据,2019 年动漫排行榜前十中,有《斗罗大陆》、《灵剑尊》、《魔道祖师》三部为网文改编,平台分别为起点中文网(阅文旗下)、神起中文网(掌阅旗下)、晋江文学城(阅文持股 50%)。其中《斗罗大陆》以年播放量 80.5 亿次位列第一。《斗罗大陆》遥遥领先的年播放量充分说明网文 IP 改编动漫的潜力,网文改编动漫作品的质与量均有非常大的增长空间。

表11: 骨朵数据 2019 年动漫排行榜 TOP10

排名	名称	单年播放量
1	斗罗大陆	80.5 亿
2	武庚纪	23.0 亿
3	西行纪	16.6 亿
4	墓王之王	16.0 亿
5	狐妖小红娘	14.0 亿
6	万界神主	13.3 亿
7	灵剑尊 第 1 季	12.6 亿
8	画江湖之不良人	11.9 亿
9	万界仙踪	11.4 亿
10	魔道祖师	10.4 亿

资料来源: 骨朵数据, 新时代证券研究所

2.2、版权运营逐步成熟,多部作品形成 IP 生态

网文中多部优秀作品已实现改编衍生。2018 年 12 月 20 日胡润研究院携手国内领先的 IP 版权运营机构猫片,联合发布《2018 猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》,回顾榜单,其中多部作品已实现 IP 衍生,被改编成影视、动漫、游戏等作品,代表作品有《将夜》、《鬼吹灯》、《全职高手》、《三生三世十里桃花》等。

表12: 2018 年猫片·胡润原创文学 IP 价值榜

排名	作品名	作者
1	将夜	猫腻
2	凡人修仙传	忘语
3	鬼吹灯	天下霸唱
4	全职高手	蝴蝶蓝

5	盗墓笔记	南派三叔
6	三生三世十里桃花	唐七公子
7	斗破苍穹	天蚕土豆
8	择天记	猫腻
9	雪中悍刀行	烽火戏诸侯
10	圣墟	辰东

资料来源：胡润研究院，新时代证券研究所

《斗罗大陆》为唐家三少所著穿越题材玄幻小说，该小说于2008年12月14日于起点中文网首发刊载，2009年5月首次出版，并曾获评“百度年度小说”。此后，《斗罗大陆》陆续被改编成电视剧、电影、游戏及动漫作品等，并大获好评。

《全职高手》为蝴蝶蓝所著游戏竞技类网游小说，该小说于2011年2月28日起点中文网首发，于2018年猫片胡润原创文学IP价值榜中名列第4位。自连载以来，该小说被改编为电视剧、电影、动漫等，其中动画第一季播出后播放量名列年度国产2D动画首位。

图23: 斗罗大陆 IP 生态



资料来源：斗罗大陆动画官方微博等，新时代证券研究所

图24: 全职高手 IP 生态



资料来源：全职高手官微等，新时代证券研究所

《斗破苍穹》为起点中文网白金作家天蚕土豆所著长篇小说，题材为古装玄幻，自2009年4月14日首发以来起点网点击率突破1亿五千万。小说被多次改编成电视剧、手游等，其同名电视剧更新日稳居播放量榜首。其IP获得长线开发，催生一系列线下衍生跨界合作。

《魔道祖师》为墨香铜臭所著原创耽美玄幻小说，自2015年10月31日起连载于晋江文学城。该小说正文与番外完结后热度不减，随后被多次改编为动画、漫画、电视剧等，其中改编剧《陈情令》截至2020年5月28日播放量达80.2亿次，付费点播模式营收达1.56亿。

图25: 斗破苍穹 IP 生态



资料来源：腾讯影业，腾讯游戏等，新时代证券研究所

图26: 魔道祖师 IP 生态



资料来源：腾讯视频等，新时代证券研究所

《鬼吹灯》系列是天下霸唱所著悬疑盗墓小说，首发连载于起点中文网，小说知名度经久不衰。出版以来，已被改编成同名话剧、同名漫画、手游及电影等，并于2018年猫片胡润原创文学IP价值榜排名第3位。

《盗墓笔记》为南派三叔所著的盗墓题材代表作，自2006年于起点中文网连载次年出版。多次被改编成漫画、游戏及各大影视作品，其中同名网播剧开播22小时点击量破亿，同名手游获金翼奖“年度最佳游戏IP奖”，2018年猫片胡润原创文学IP价值榜排名蝉联前五。

图27: 鬼吹灯 IP 生态



资料来源：豆瓣，腾讯视频等，新时代证券研究所

图28: 盗墓笔记 IP 生态

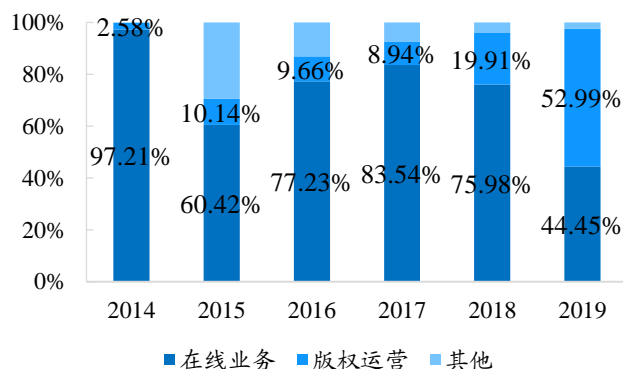


资料来源：艺恩，腾讯视频等，新时代证券研究所

2.3、阅文集团、掌阅科技、中文在线版权运营业务快速增长

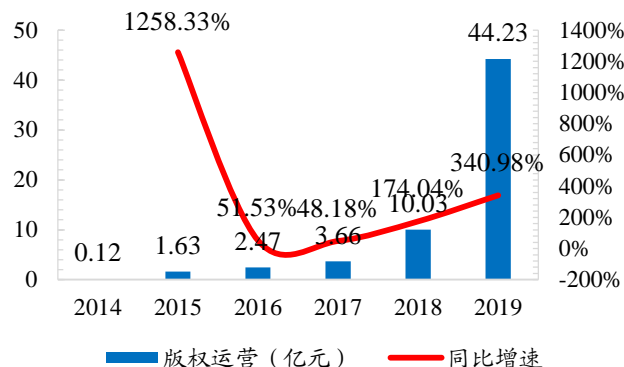
2019年阅文集团版权运营业务收入占比达52.99%，营收同比增长341%。2018年10月阅文收购并整合新丽传媒2019年全年收入，版权相关的自营网络游戏及联合投资的影视剧的收入大幅提升，2019年版权运营营收占比52.99%，占比已超过50%。版权运营业务营收由2018年10.03亿元增至2019年44.23亿元，同比大幅增长340.98%。

图29: 阅文 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

图30: 阅文 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

IP 全产业链开发布局取得关键性突破。2019 年阅文与多家文娱行业主要发行方和内容制作方完成约 160 部网络文学作品 IP 授权，并相继推出了《崩坏星河》、《萌妻食神》、《武动乾坤》等优质动画作品、首部国内上映电竞题材动画电影《全职高手之巅峰荣耀》、联合出品影视剧《黄金瞳》等，均广受关注和欢迎，其改编的自营手游《新斗罗大陆》荣获 2019 金陀螺“年度人气 IP 游戏奖”和 2019 金葡萄“最受关注游戏奖”等众多奖项。

此外，作为行业领先影视内容制作公司，新丽传媒 2019 年推出的《芝麻胡同》、《惊蛰》、《庆余年》、《精英律师》等多部剧集收视率均在全国同时段排名中名列前茅，其中《庆余年》作为阅文集团白金作家“猫腻”同名小说改编电视剧更是成为 2019 年最受欢迎的人气剧集之一。阅文对新丽传媒的整合，不仅实现了其 IP 产业链的拓展，进一步提升了平台优质作家资源留存率，用户体验也大为丰富。

图31: 2019 年推出动画、游戏广受好评



资料来源: 阅文集团公众号, 新时代证券研究所

图32: 《庆余年》成为年度爆款 IP 剧



资料来源: 阅文集团公众号, 新时代证券研究所

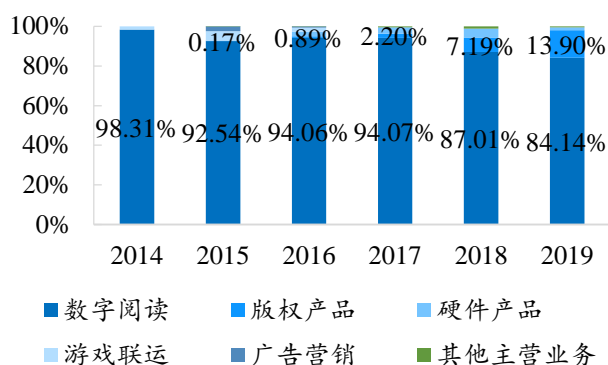
管理团队调整，腾讯和阅文深度推动 IP 联动和新文创内容生态发展。2020 年 4 月 27 日，阅文集团宣布管理团队调整，董事会委任现任腾讯集团副总裁、腾讯影业首席执行官程武先生出任阅文集团首席执行官和执行董事，腾讯平台与内容事业群副总裁侯晓楠先生出任阅文集团总裁和执行董事，推动阅文深度联动腾讯和行业伙伴，迈向全新的发展阶段。

2019 年掌阅科技版权产品营收同比增长 91.17%，占比达 13.9%。掌阅科技 IP 版

权运营发展迅速，版权产品业务 2015 年营收仅 0.01 亿元，2019 年公司跟主要的头部互联网平台建立了开放互惠的合作关系，凭借优质海量精品内容，大力开发内容价值，通过向第三方平台内容授权、出售 IP 衍生价值等形式，实现版权产品业务收入 2.62 亿元，同比增长 91.17%，营收占比已达 13.9%。

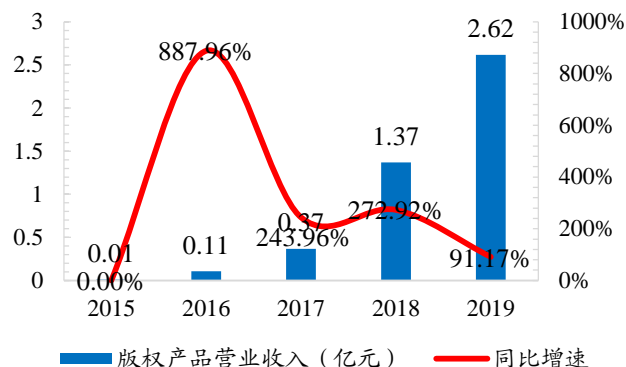
掌阅版权产品涵盖阅读、影视、游戏等，同时受益免费阅读发展与 IP 运营。掌阅科技版权产品业务中，公司通过运营网络原创等文学版权，向阅读、影视、游戏等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，从而获取版权销售收益。前文研究证实，掌阅向七猫、番茄等平台输出大量作品，影视、游戏方面同样输出 IP 版权，同时受益免费阅读发展与 IP 运营。

图33: 掌阅 2019 年版权产品营收占比为 13.9%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图34: 掌阅 2019 年版权产品营收同比增长 91.17%

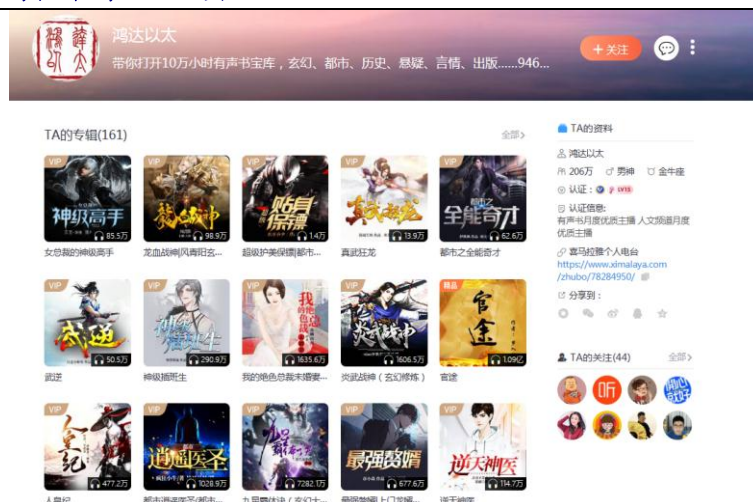


资料来源: wind, 新时代证券研究所

中文在线版权衍生丰富，覆盖听书、影视等。中文在线版权衍生业务以文学 IP 为核心，向下游延伸进行版权衍生开发，覆盖听书产品、影视、游戏、动漫等多种形式。

中文在线旗下子公司鸿达以太是全国最早、最大的有声内容制作公司、有声内容提供商。目前拥有 123 万部（集），28 万小时有声书资源。内容涵盖评书、相声、畅销小说、原创小说、百家讲坛、管理课程、少儿作品等各领域。鸿达以太签约并制作《官途》、《九星霸体诀》、《修罗武神》、《我的绝色总裁未婚妻》、《沉鱼策》等年度爆款原创文学 IP 作品，实现影视、游戏、有声等全版权的深度开发。

图35: 喜马拉雅鸿达以太页面



资料来源: 喜马拉雅, 新时代证券研究所

2019 年出品电视剧《新白娘子传奇》，多部作品正在改编中。中文在线与爱奇艺联合出品的电视剧《新白娘子传奇》于 2019 年 4 月 3 日在爱奇艺全网独播，此外，还有多部原创 IP 正在改编中，如《巫颂》、《家园》、《烽烟尽处》、《匹夫的逆袭》、《沉鱼策》、《女为悦己者》等。

图36: 《新白娘子传奇》



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

3、投资建议：结合互联网流量和内容生态，阅文集团、掌阅科技、中文在线显著受益

3.1、阅文集团 IP 运营龙头，免费阅读具备潜力

阅文为网文 IP 运营龙头，实践经验丰富。版权运营方面，阅文已有《斗罗大陆》、《斗破苍穹》等多部作品被改编为游戏、影视，实践经验丰富。管理团队调整后有望加强与腾讯联动，深度推动 IP 联动和新文创内容生态发展。

目前免费阅读尝试力度较轻，阅文内容+腾讯渠道具备潜力。免费阅读方面，目前阅文旗下飞读小说未重点投入，作品多为优质付费小说转免费或外购版权，未来结合阅文集团领先的内容创作能力及腾讯强大的渠道推广能力，免费阅读业务具备潜力。

3.2、掌阅科技免费阅读实践成功，版权产品高速增长

得间小说系统成熟，自有资源丰富，输出海量免费阅读内容。免费阅读方面，掌阅旗下免费阅读平台得间小说系统成熟，具备各式广告及激励系统。凭借自有平台积累了大量网文内容，在自家平台上线的同时，向各大免费阅读平台输出大量作品授权。

掌阅版权产品涵盖阅读、影视、游戏等，2019 年营收同比增长 91.17%。版权运营方面，掌阅科技通过运营网络原创等文学版权，向阅读、影视、游戏等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，从而获取版权销售收益。2019 年版权产品业务收入 2.62 亿元，同比增长 91.17%，营收占比已达 13.9%。

3.3、中文在线为免费阅读提供大量优质内容，版权衍生丰富

中文在线渠道丰富，为免费阅读提供大量优质内容。免费阅读方面，中文在线渠道包括三大电信运营商、互联网及移动互联网平台，以及其他多种阅读平台，包括七猫、米读等，为免费阅读提供大量优质内容。

版权衍生丰富，覆盖听书、影视等。版权运营方面，中文在线旗下子公司鸿达以太是全国最大的有声内容提供商，向喜马拉雅、蜻蜓FM等平台输出有声资源。旗下互动小说平台 Chapters 为全球最大视觉小说平台，已进入 IOS 美国畅销榜前 40。多部原创 IP 正在改编中，且公司自身涉及影视业务，参与影视剧出品。

表13：重点公司盈利预测

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	TTM	EPS			TTM	PE			PB
				2019A	2020E	2021E		2019A	2020E	2021E	
603533.SH	掌阅科技*	125.03	0.46	0.46	0.70	0.92	67.50	67.50	45.20	34.70	9.66
0772.HK	阅文集团	473.86	1.08	1.09	1.17	1.40	38.90	26.89	37.33	31.31	2.20
300364.SZ	中文在线	34.26	-0.71	-0.83	0.11	0.15	-6.61	-5.67	43.83	30.19	2.41

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，股价为 2020 年 6 月 4 日收盘价）

4、风险提示

免费阅读竞争加剧、付费增速逐步放缓、IP 协同不及预期、内容合规风险、内容产出短缺、出海不及预期、打击盗版不及预期等风险。

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/>