

看好有望胜出的流量平台、红利期版权方

推荐 (维持)

2020 年 6 月 5 日

重点公司

重点公司 评级

相关报告

分析师:

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

邵伟

shaowei@xyzq.com.cn

S0190518030003

投资要点

- **免费阅读市场格局：群雄纷起，巨头入局。**网络文学用户规模增长放缓，免费阅读新贵通过聚焦下沉市场争夺价格敏感型用户。当前付费阅读龙头仍具有用户量优势，但从图书免费排行榜来看，免费阅读新贵已经将老牌巨头挤出免费榜前 10 位。
 - **烧钱买量，免费阅读基本盘为下沉市场。**据 Questmobile，免费阅读基本盘人群为三线城市以下人群，且在拼多多、淘集集、省钱快报、返利等 APP 上活跃渗透率较高，即免费阅读人群主要为价格敏感型用户。免费阅读 APP 通过各种方式烧钱买量，并通过网赚、社交裂变等模式，正好借此收获并留存目标用户，实现用户数量快速增长。但其用户属性与付费阅读龙头用户重合度较低。
 - **主要免费阅读 APP 的产品策略。**1) 番茄和七猫的小短剧买量模式是适应短视频化的举措，买量效果较好。2) 免费阅读 APP 通过网赚模式吸引用户，对价格敏感型用户有较大吸引力，番茄拉新投入最高，其次为七猫、飞读，米读当前现金激励较少。3) 市场竞争提高了拉新成本，导致缺乏广告变现能力的米读为控制获客成本增长受限。4) 新兴免费阅读 APP 均引导用户成为 VIP 付费会员，VIP 会员相比广告商业链路更短，受宏观经济影响较低。
 - **当前拥有版权的 CP 处于红利期。**当前主要免费阅读平台主要版权内容来自于分销。由于免费阅读仍处于烧钱买量投入期，内容生态建设需要时间，因此大量通过保底等方式采购 CP 方的内容版权，拥有网文版权的公司（CP 公司）当前处于红利期。纵横、掌阅及大量中小网文 CP 均与主要免费阅读 APP 存在合作。
 - **免费阅读变现潜力依靠广告效率和会员引导。**免费阅读广告商业模式的核心在于广告售价高于买量成本，因此广告变现效率和用户留存十分重要。根据主要免费阅读均接入腾讯系和字节跳动系广告平台推断，两大巨头系存在优势，百度系免费阅读产品也受益于其较大的广告客户和广告体量。用户留存方面，普遍通过网赚、付费会员等方式提升用户留存。
 - **应免费阅读浪潮，老牌付费阅读平台积极拥抱。**用户重利益而非内容，免费阅读对付费阅读外围市场形成分流。【阅文集团】作为大流量型平台，背靠腾讯积极应对，有望大力投入自建免费阅读平台；免费阅读长期有助于公司头部作者拉新、中长尾作者脱颖而出，有助于作家生态建设；在新的管理层领导下，有望积极融入腾讯“新文创”战略；【掌阅科技】作为版权型平台，中短期存在红利期，长期竞争力仍需提升自身的流量份额；
- 投资建议。**我们认为付费阅读与免费阅读未来将并行存在共同做大市场，免费阅读核心在于广告转化效率，这决定了可容忍的最高买量成本。我们预计腾讯系、字节跳动系、百度系旗下免费阅读产品存在优势。关注阅文集团、掌阅科技。

风险提示：行业竞争风险；监管风险；买量成本居高不下风险；

目 录

1、免费阅读市场格局：群雄纷起，巨头入局	- 3 -
2、买量+版权成本，烧钱大战如何广告变现制胜.....	- 5 -
2.1、烧钱买量，流量玩法各显神通	- 5 -
米读小说	- 6 -
七猫小说	- 7 -
番茄小说	- 9 -
疯读小说	- 11 -
飞读小说	- 12 -
总结	- 13 -
2.2、免费阅读处于内容生态建设阶段，CP 处于红利期	- 13 -
2.3、免费阅读变现潜力几何：广告效率+会员引导	- 15 -
3、应免费阅读浪潮，老牌付费阅读平台积极拥抱.....	- 16 -
3.1、大流量平台型：下沉流量不可小觑，迎接烧钱大战.....	- 16 -
3.2、版权享红利型：以守为攻，CP 模式应对，避开烧钱大战	- 18 -
4、投资建议	- 18 -
图 1、网络文学用户规模及使用率	- 3 -
图 2、在线阅读典型 APP 月活跃用户规模（MAU>1000 万）	- 4 -
图 3、2018-2020 主要阅读 APP 的 iOS 图书免费榜排名.....	- 4 -
图 4、免费阅读 APP 的“网赚”留存模式	- 5 -
图 5、2019 年 3 月免费阅读人群年龄与城际分布	- 5 -
图 6、2019 年 3 月免费阅读人群在移动购物行业中的活跃渗透率 TGI	- 6 -
图 7、2019 年 4 月付费阅读头部 APP 与免费阅读七猫免费小说的用户重合度	- 6 -
图 8、米读小说 2018-2020 年排名趋势	- 6 -
图 9、米读小说福利中心和会员抽奖界面	- 7 -
图 10、七猫小说 2019-2020 年排名趋势	- 7 -
图 11、七猫小说福利中心界面	- 8 -
图 12、番茄小说 2019-2020 年排名趋势	- 9 -
图 13、番茄小说的激励任务	- 10 -
图 14、番茄小说邀请好友的两种方式	- 10 -
图 15、番茄小说为小说拍摄的小短剧	- 11 -
图 16、疯读小说 2019-2020 年排名趋势	- 12 -
图 17、飞读小说 2019-2020 年排名趋势	- 12 -
图 18、飞读小说的激励任务	- 12 -
图 19、2019 年 4 月典型付费及免费模式阅读 APP 月人群使用次数和使用天数 ...	- 16 -
表 1、七猫小说社交裂变激励方式	- 8 -
表 2、番茄小说社交裂变激励方式	- 10 -
表 3、主要免费阅读 APP 上 TOP 热门作品版权来源.....	- 14 -
表 4、主要免费阅读产品 VIP 价格及特权	- 15 -

报告正文

1、免费阅读市场格局：群雄纷起，巨头入局

网络文学用户规模增长放缓，聚焦下沉市场，争夺价格敏感型用户。2018年在移动互联网用户下沉的趋势下，市场开始逐步涌现免费模式的网络文学APP，如米读小说（2018年5月）、连尚免费读书（2018年8月）、七猫（2019年3月）、番茄小说（2019年3月）等。2019年以来，网络文学用户规模增长放缓，免费阅读聚焦下沉市场，争夺价格敏感型用户，仍保持较高的用户增速，2020年3月，掌阅科技宣布引入百度作为战略投资者，并与百度进行版权和流量合作。2020年4月底，阅文集团宣布更换管理层，由程武担任CEO、侯晓楠担任总裁，也将入局免费阅读。

图1、网络文学用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

当前老牌付费阅读龙头仍拥有用户优势，免费阅读来势凶猛。主要公司的用户量：

【阅文集团】：2019年总体MAU达到2.2亿（其中自有平台产品MAU为1.2亿），用户基础存在巨大优势，但飞读MAU仍落后于其他主要的免费阅读APP，后期仍需追赶。

【掌阅科技】：旗下产品月活跃用户数为1.4亿，排名第二，旗下免费阅读APP尚未有更强表现。

根据Questmobile：

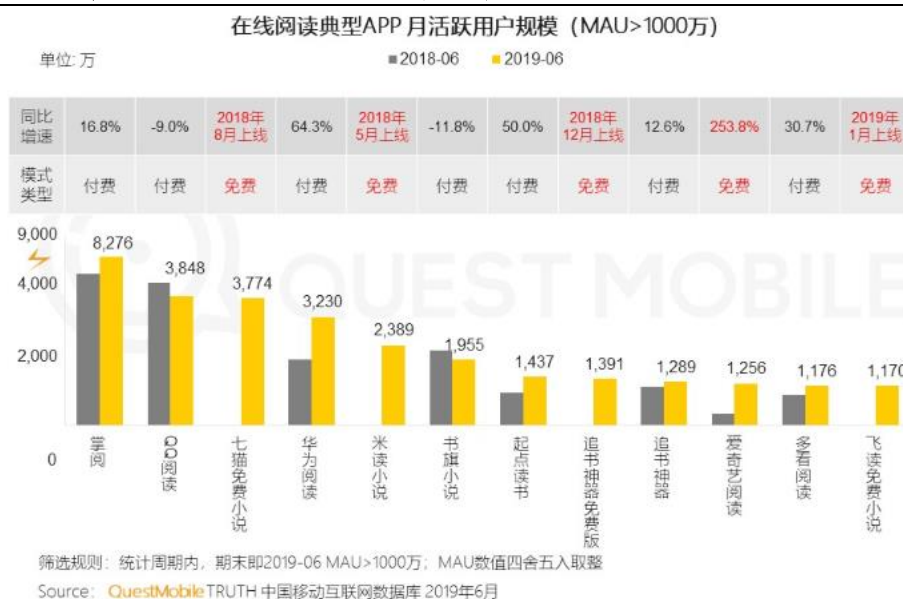
【七猫】：2020年3月，MAU达到4968.5万；

【米读小说】：2019年10月，MAU为1276.5万，米读极速版1080.1万（根据趣头条2019三季度电话会议，米读小说DAU达到过800万）

【追书神器免费版】：2019年6月MAU达到1391万、爱奇艺阅读1256万、飞读免费小说则为1170万。

【番茄小说】：根据钛媒体报道，番茄小说APP的DAU已经达到1000万。

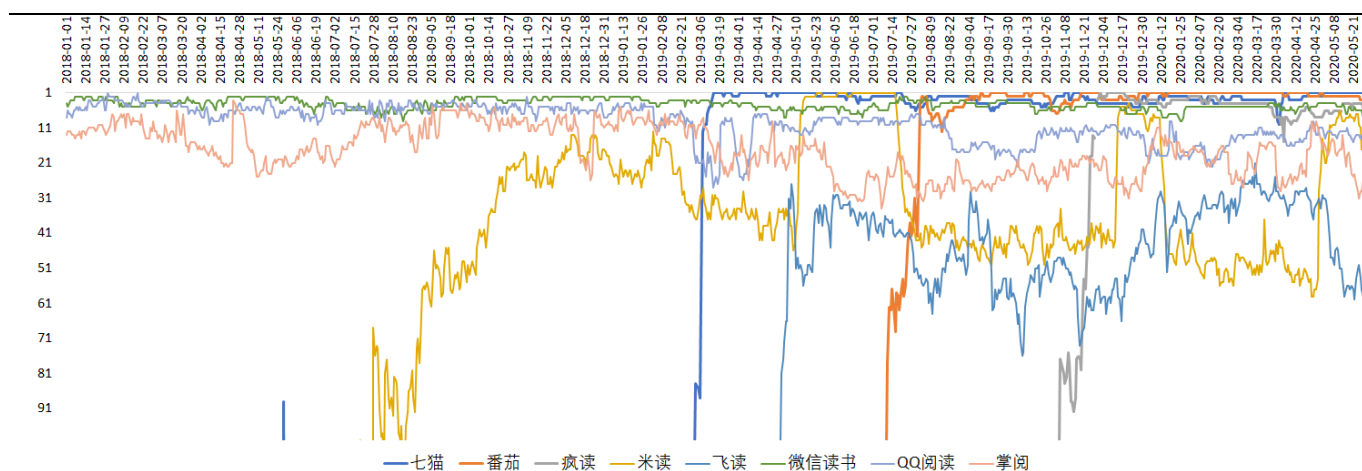
图 2、在线阅读典型 APP 月活跃用户规模 (MAU>1000 万)



资料来源: QuestMobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

从图书免费榜单来看, 七猫、番茄、疯读、米读已经在微信读书、QQ 阅读、掌阅等老牌阅读产品之上, 后者仍然均位于 20 名以内, 飞读小说则排名在 50 名左右, 较为靠后。

图 3、2018-2020 主要阅读 APP 的 iOS 图书免费榜排名



资料来源: 七麦科技, 兴业证券经济与金融研究院整理

总体而言, 掌阅、QQ 阅读等付费阅读龙头产品仍然存在一定优势, 但免费阅读产品增长势头凶猛。随着免费阅读 APP 的用户规模壮大, 可能将分流一部分偏价格敏感型的付费阅读用户, 将在两类产品之间产生跷跷板效应。

2、买量+版权成本，烧钱大战如何广告变现制胜

2.1、烧钱买量，流量玩法各显神通

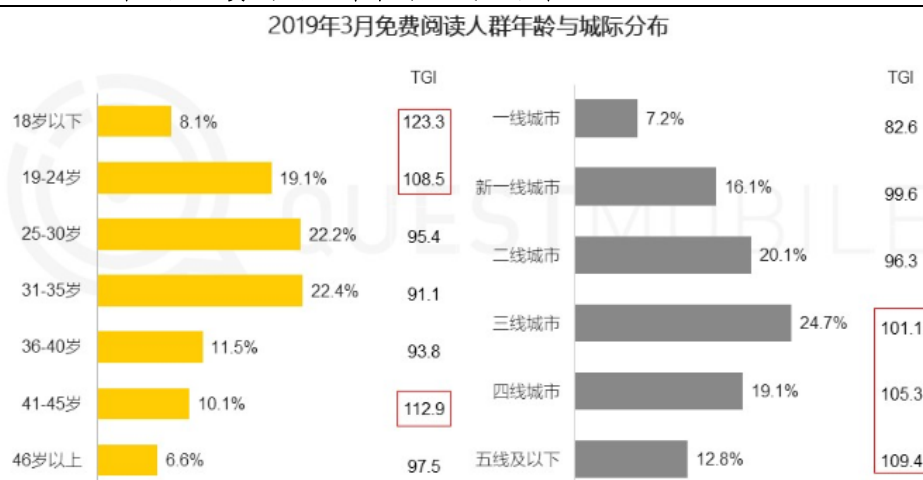
根据 QuestMobile 数据，免费阅读基本盘人群为三线城市以下人群，且在拼多多、淘集集、省钱快报、返利等 APP 上活跃渗透率较高，意味着免费阅读人群主要为价格敏感型用户。免费阅读 APP 通过各种方式烧钱买量，并通过网赚、社交裂变等模式，正好借此收获并留存目标用户，实现用户数量快速增长。但其用户属性与付费阅读龙头用户重合度较低。

图 4、免费阅读 APP 的“网赚”留存模式



资料来源：米读、番茄、七猫，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019 年 3 月免费阅读人群年龄与城际分布

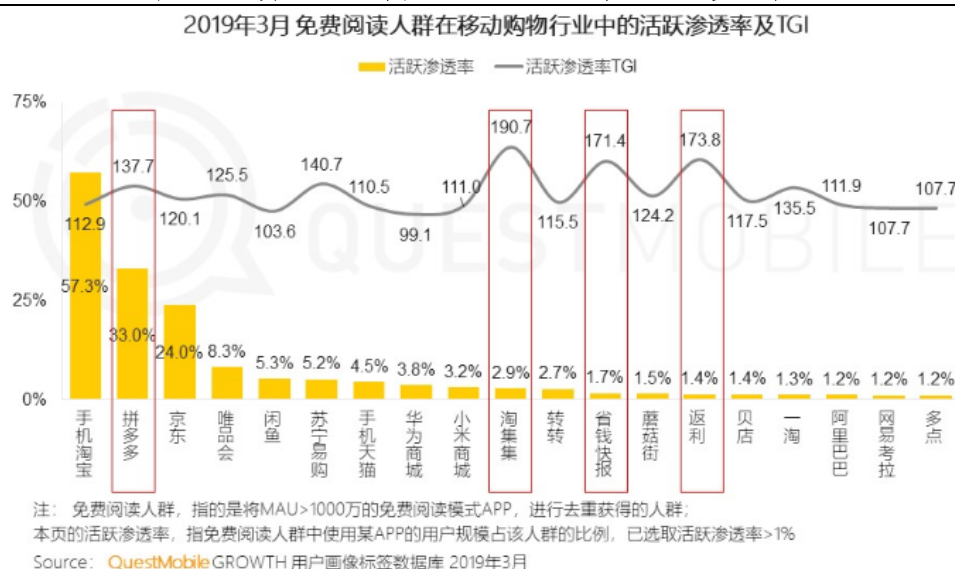


注：免费阅读人群，指的是将MAU>1000万的免费阅读模式APP，进行去重获得的人群；

Source: QuestMobile GROWTH 用户画像标签数据库 2019年3月

资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019 年 3 月免费阅读人群在移动购物行业中的活跃渗透率 TGI



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2019 年 4 月付费阅读头部 APP 与免费阅读七猫免费小说的用户重合度



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

米读小说

米读是趣头条旗下产品，是最早推出的免费阅读 APP。于 2019 年三季度一度达到 800 万 DAU。2019 年 7 月 15 日-2019 年 10 月 15 日，因行业性政策监管导致三个月停更（网络文学行业均受影响），因此造成中间排名的波动，后有所恢复。

图 8、米读小说 2018-2020 年排名趋势



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

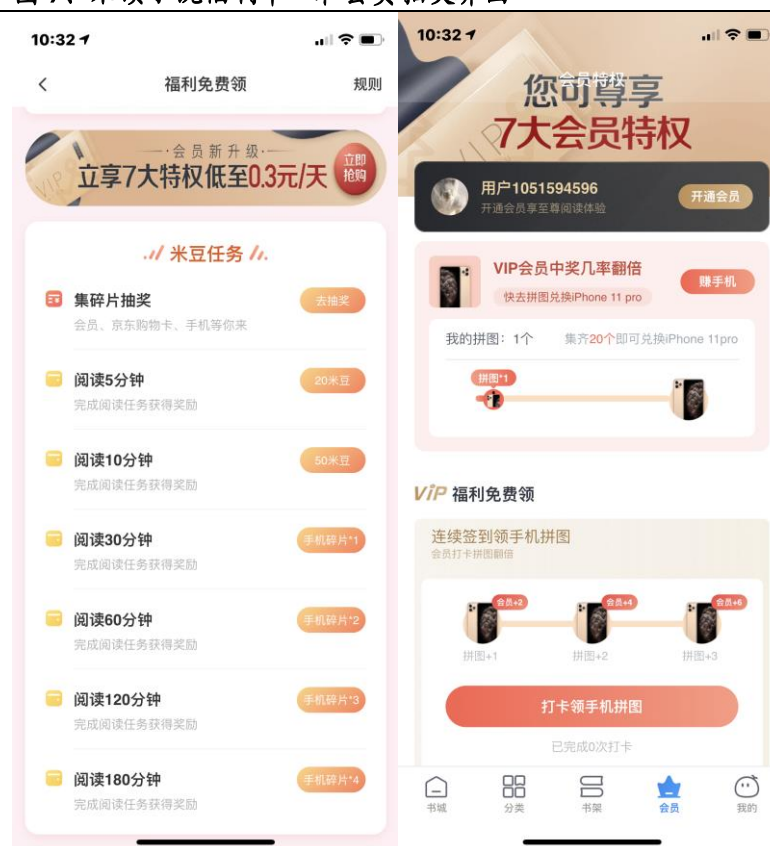
米读的获客方法：外部买量为主，未见利用自有流量导流，买量渠道包括巨量引

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

擎、腾讯广告、快手等。

促活方式：完成阅读任务可获得手机碎片、积分、抽奖等激励。

图 9、米读小说福利中心和会员抽奖界面



资料来源：米读小说，兴业证券经济与金融研究院整理

留存和转化方法：通过设置“幸运大转盘”给予用户每天6次抽奖机会，可以有机会抽取iphone、积分、会员、购物卡、幸运碎片等奖品。通过设置“VIP会员中心”和“会员大转盘”，给予VIP会员更多的抽奖几率（免费用户往往给予7天VIP会员试用的奖品）的奖品，激励免费用户转化为VIP会员。

七猫小说

七猫小说于2019年3月推出，于2019年7月获得百度战略投资，百度持股37.36%。产品推出以来，七猫小说一直维持较高的排名，当前基本维持在图书免费榜第一或第二名。

图 10、七猫小说 2019-2020 年排名趋势

七猫小说2019年03月01日 - 2020年05月29日排名趋势



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

获客方式：七猫采取短视频广告买量、社交裂变、综艺合作等方式进行拉新。买量方面投放的素材主要是为旗下小说拍摄的小短剧，往往采取剧情高潮戛然而止的套路，吸引用户下载 APP 观看。社交裂变则通过邀请好友奖励现金的方式，邀请一位朋友三天内可获得 4 元。此外，与综艺《向往的生活》第四季合作，提升曝光度。

表 1、七猫小说社交裂变激励方式

行动	奖励
邀请好友（必须为新用户）	三天内总共奖励 4 元
第一天好友阅读 15 分钟	1 元
第二天好友阅读 30 分钟	1 元
第三天好友阅读 60 分钟	2 元

资料来源：番茄小说，兴业证券经济与金融研究院整理

促活方式：设置激励任务累积金币，金币可提现。每日阅读、签到、完成福利中心其他任务均可获得金币，每天阅读时间越久，金币越多，且可直接累计提现（10000 金币=1 元）。

图 11、七猫小说福利中心界面

天天领金币 最高1666金币

注册起前七天，每天都可领取最高1666红包

已完成



新手阅读福利

加入书架 +100金币

将书中任意一本书加入书架

加入书架

阅读5分钟 +150金币

完成阅读任务获得额外奖励

去阅读

阅读20分钟 +150金币

完成阅读任务获得额外奖励

去阅读

阅读60分钟 +200金币

完成阅读任务获得额外奖励

去阅读

阅读120分钟 +200金币

完成阅读任务获得额外奖励

去阅读

阅读30秒计时奖励 最高50金币

阅读时间越久，累计获得的金币越多

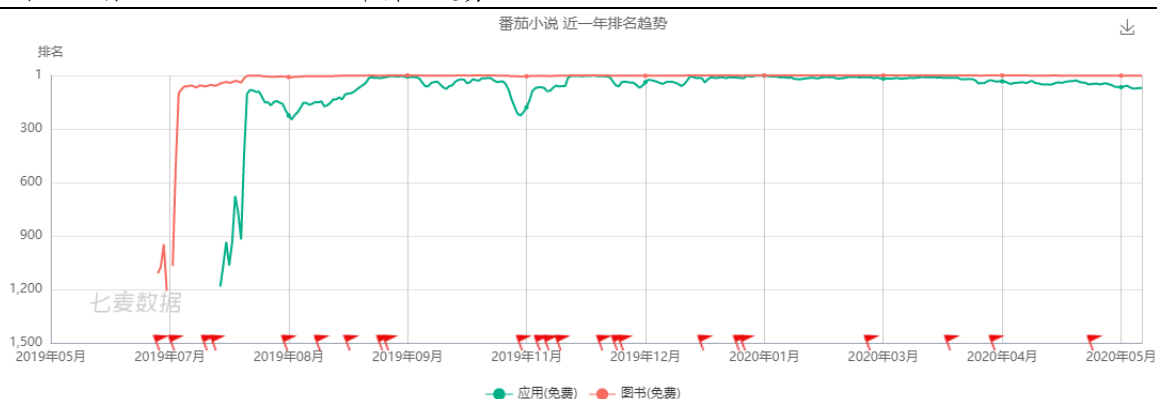
去阅读

资料来源：七猫小说，兴业证券经济与金融研究院整理

番茄小说

番茄小说（前红果小说）是字节跳动旗下免费阅读产品。自上线以来表现优异，基本位于图书免费榜 1-3 名。

图 12、番茄小说 2019-2020 年排名趋势



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

获客方式：番茄小说主要采取买量和社交裂变的获客方式。社交裂变方式为邀请好友得现金，邀请单个用户奖励高达 29 元，获客力度凶猛。番茄小说邀请好友的方式主要有口令和二维码扫码的方式。买量则为向各平台进行买量投放，素材主

要是为小说拍摄的小短剧，小短剧同样采取到高潮处戛然而止的套路，吸引用户下载。当前，今日头条 APP 中也已经设置了番茄小说标签，为免费小说内容提供大量流量。

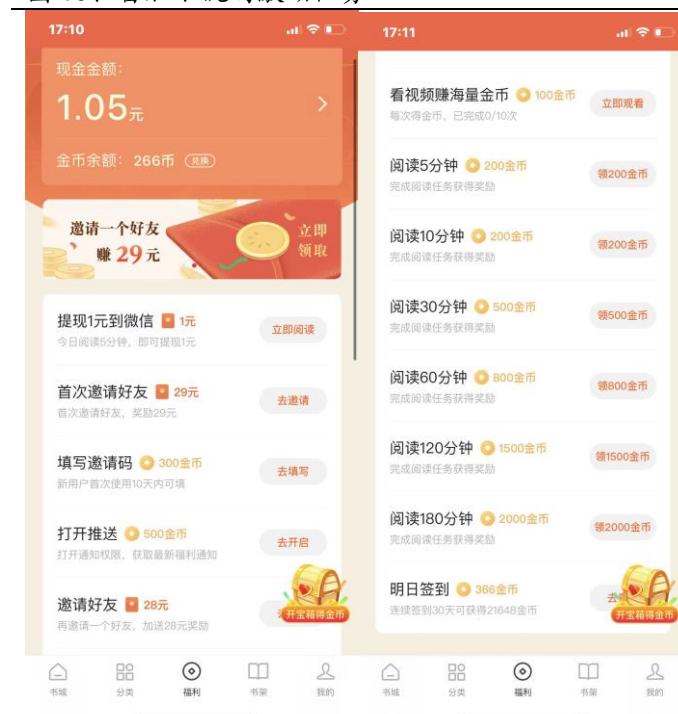
表 2、番茄小说社交裂变激励方式

行动	奖励
首次邀请好友	1 元（好友通过分享的链接下载注册）
好友读小说 3 天	6 元（好友每天阅读小说 5 分钟获得金币，邀请人可获得 2 元，累计 3 天获得 6 元）
好友阅读你得双倍金币	好友每天阅读小说获得的金币，最高可得双倍奖励，累计 22 元。

资料来源：番茄小说，兴业证券经济与金融研究院整理

促活方式：通过设置激励任务、头部小说拍摄小短剧促进读者提升活跃度。番茄小说通过设置阅读时长任务、每日签到、APP 权限、观看视频广告等任务给予用户金币或现金激励，促使用户频繁登陆 APP 并花费大量时长在 APP 中。为旗下头部小说拍摄小短剧（往往剧情有很强的冲突，结尾反转），吸引用户进一步阅读小说，并作为对外买量的素材。

图 13、番茄小说的激励任务



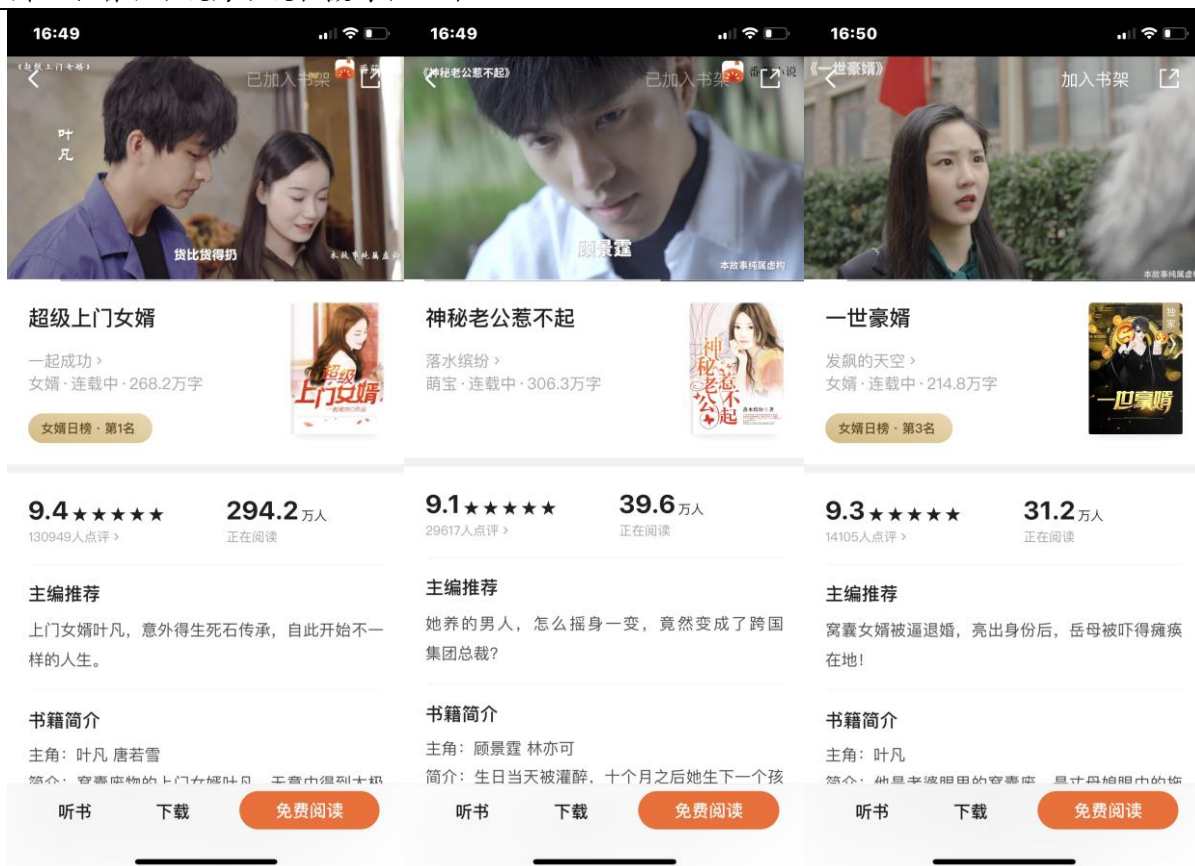
资料来源：番茄小说，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、番茄小说邀请好友的两种方式



资料来源：番茄小说，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、番茄小说为小说拍摄的小短剧



资料来源：番茄小说，兴业证券经济与金融研究院整理

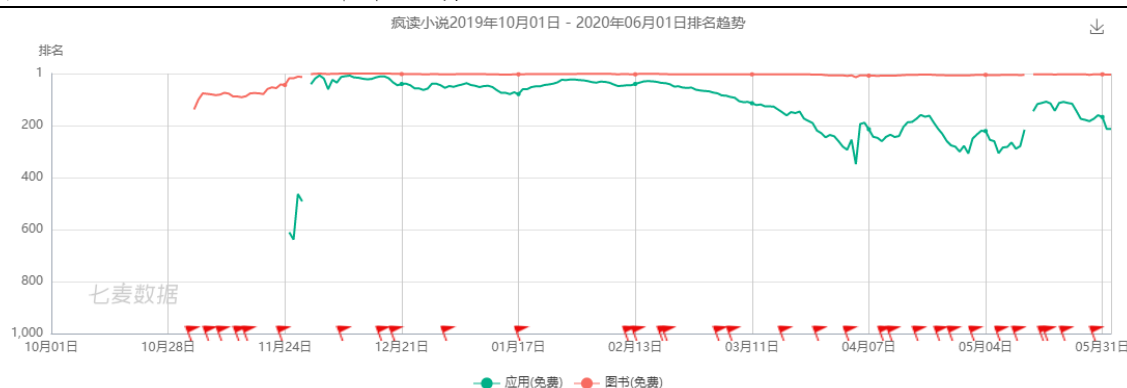
疯读小说

疯读小说是触宝（纽交所上市公司）旗下免费阅读产品。当前基本上排名在图书免费版第3名左右。

促活方面：同样采取了积分激励、抽奖、签到等激励系统，但没有社交裂变邀请

好友注册的功能，因此我们判断疯读小说的用户获取力度相对温和。

图 16、疯读小说 2019-2020 年排名趋势



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

飞读小说

飞读小说是阅文集团于 2019Q2 推出的免费阅读 APP，主要为应对其他平台兴起的免费阅读产品。但产品上线以来排名一直较弱，但内容质量位列第一梯队，其主要头部小说内容来自于阅文集团旗下，包括《斗罗大陆》《庆余年》《大主宰》等，也有来自于其他平台的小说。

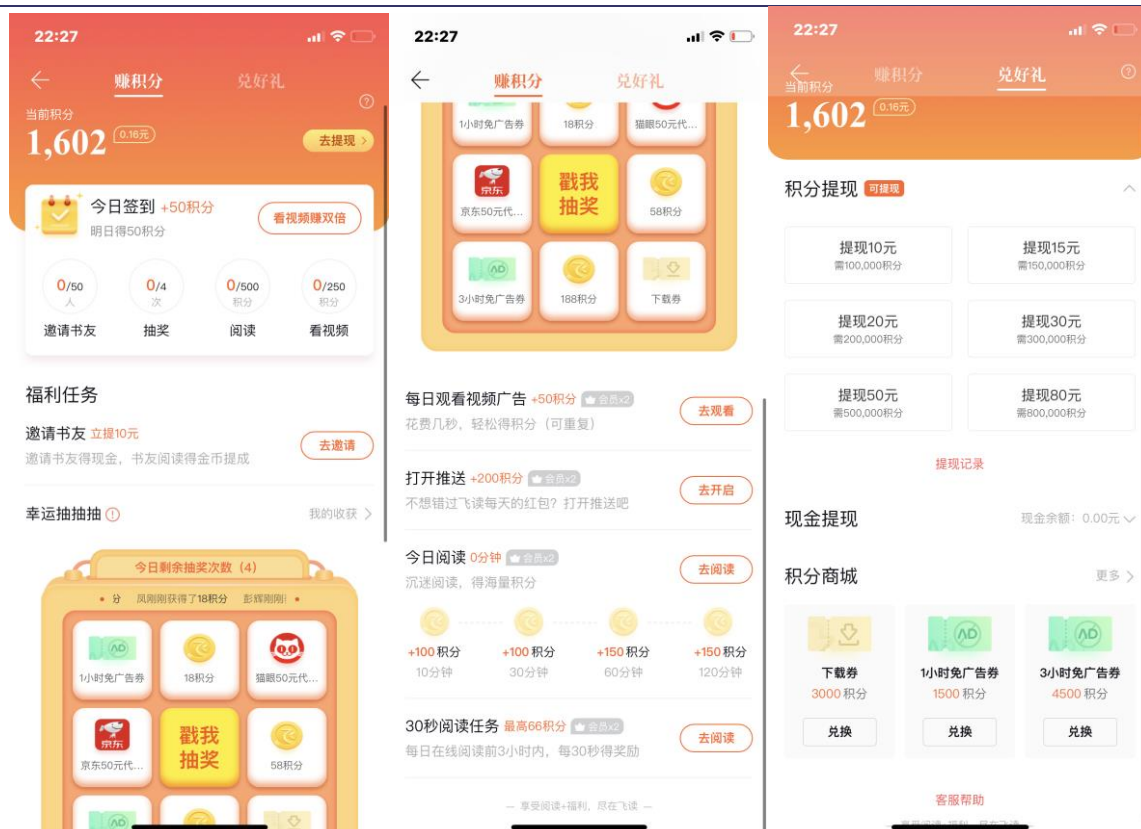
图 17、飞读小说 2019-2020 年排名趋势



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

获客方面，由于付费和免费产品内容库的重叠，阅文前期对飞读小说的导流有限。飞读小说本身仍然设置了邀请好友、抽奖、看视频赚积分等网赚玩法。邀请 1 位好友邀请人最多可以获得 5 元，但被邀请人 1-3 天分别需要满足阅读 15 分钟（邀请人获得 1 元）、30 分钟（邀请人获得 1 元）、60 分钟（邀请人获得 3 元）的要求。与其他免费阅读产品对比来看，飞读小说积分激励偏低。

图 18、飞读小说的激励任务



资料来源：飞读小说，兴业证券经济与金融研究院整理

总结

通过上述主要免费阅读 APP 的介绍，我们总结如下：

- 1) 番茄和七猫的小短剧买量模式是适应短视频化的举措，买量效果较好。
- 2) 免费阅读 APP 通过网赚模式吸引用户，对价格敏感型用户有较大吸引力，番茄拉新投入最高，其次为七猫、飞读，米读当前现金激励较少。市场竞争提高了拉新成本，导致缺乏广告变现能力的米读为控制获客成本增长受限。

2.2、免费阅读处于内容生态建设阶段，CP 处于红利期

免费阅读平台版权储备仍属薄弱，采购内容版权占比较大。我们对主要免费阅读 APP 头部小说的版权进行统计发现，当前免费阅读产品仍缺乏自有版权储备/自建原创体系，而主要采取支付版权成本采购其他公司的 IP 版权为主。

- 米读、七猫、番茄、飞读（阅文旗下）、得间（掌阅旗下）TOP 作品原创作品数的比例分别是 33.3%、0.0%、26.7%、30.0%、86.7%。可见，新兴免费阅读 APP 自建原创作品比率较低（见下表）。
- 其中，老牌数字阅读厂商掌阅旗下的得间则使用了较多的自有版权储备以节约版权成本。
- 其中，阅文旗下的飞读尽管原创数量占比只有 30%，但含有较多比例的头部小说，如《斗罗大陆》《完美世界》《庆余年》《大主宰》等。我们认为，随着阅文集团全面梳理付费和免费版权库，未来原创作品占比相对于其他一线免

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

免费阅读平台将不断上升。

表 3、主要免费阅读 APP 上 TOP 热门作品版权来源

	米读	七猫	番茄	飞读	得间
原创	10		8		
17K 小说（中文在线）	3				
塔读文学	2				
黑岩文学	4		2		
纵横文学（完美世界+百度）	3		2	2	
掌阅文学	4		6		
大麦中金	1				
网易文学	2				
酷匠文学	1		1	1	
当读文学			1		
半刻中文网			1		
鲸鱼阅读			1		
火星小说			2		
绾书文学			1		
阿里文学			2		
鲜软文学			1		
中企瑞铭			1		
2c1oo			1		
第三方（未具名）		30		7	
起点中文网				6	
掌中云				1	
幻想工场				1	
杭州锋尚				1	
杭州奇文				1	
书山中文网（掌阅）					9
神起网（掌阅）					4
速更小说（掌阅）					1
有乐中文网（掌阅）					6
红薯网（掌阅）					5
品阅小说网（掌阅）					1
阅友科技					2
米汤中文网					1
天津哎呦					1
自有平台作品数量	10	0	8	6	26
自有平台作品比例	33.3%	0.0%	26.7%	30.0%	86.7%

资料来源：米读、七猫、番茄、飞读、得间，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：以上数据搜集截至 2020 年 5 月 22 日，主要搜集自男频周度或日度热读榜，飞读仅搜集 TOP20，其他 APP 搜集 TOP30。以上榜单可能存在千人千面、集中推荐节奏等原因而导致不同人的统计结果不同，仅供参考。

上游 CP 处于红利期。免费阅读平台经历两年来的发展，仍处于烧钱买量买版权的投入 PK 期。对于一线免费阅读平台来说，自建原创内容生态建设仍需要时间，因此大量通过保底加分成等方式采购 CP 方（拥有网文版权的公司）的内容版权，是

必要的竞争手段，因此拥有原创作者生态的 CP 方迎来红利期。由上表可以看出，纵横、掌阅以及大量中小网文平台均与一线免费阅读 APP 存在合作。

2.3、免费阅读变现潜力几何：广告效率+会员引导

免费阅读平台，决定性胜利在于广告转化效率。免费阅读广告的商业模式的核心在于广告售价高于买量成本。广告转化效率决定了免费模式下可容忍的最高获客成本，这直接决定了目标用户在平台上的粘性。而广告转化效率主要由数据能力、广告客户、内容丰富性、用户量等综合决定，归根结底是巨头的游戏。

我们测算，当前平均用户成本为 10-20 元，在激烈竞争下用户成本正在上升，叠加版权成本下，若要实现盈利需要提升广告转化效率或用户留存率。

- **广告转化效率方面：**当前，游戏、电商广告变现能力最高，且从免费阅读 APP 主要接入腾讯和字节跳动系的广告平台可以推断，腾讯系和字节跳动系旗下的免费阅读平台未来在广告变现上存在优势，百度系免费阅读产品也受益于其较大的广告客户和广告体量。
- **用户留存率方面：**提升用户留存率主要通过“网赚”模式促活，或通过引导用户引导用户成为 VIP 付费会员，VIP 会员相比广告商业链路更短，受宏观经济影响较低，也更能绑定用户。

米读、七猫、番茄、疯读均采用“免费阅读+广告”和“VIP 订阅免广告”结合的商业模式，飞读小说则仅采用广告商业模式。此外，以上免费阅读 APP 除飞读只接入腾讯广告之外，均同时接入了字节跳动系的广告平台和腾讯系的广告平台。

VIP 订阅方面各家平台均有不同，具体见下表。

- **米读：**根据实际体验来看，“穿山甲”广告最多。根据公司电话会议，我们估计米读 2019Q4 收入约为 2 亿元左右，成本与收入估计持平。
- **七猫：**从实际体验来看，穿山甲广告最多，腾讯广告联盟其次。当前七猫在 VIP 订阅方面并未给予更多引导，包月的价格相比米读更高，但 3 个月、12 个月则相比米读更低。
- **番茄：**番茄小说 APP 的广告主要为游戏广告，接入巨量引擎。VIP 订阅方面，设置了 7 天、1 月、3 月的档位，3 个月的性价比最高。
- **疯读小说：**VIP 订阅方面，设置了周卡（3 元）、月卡（8 元）、季卡（18 元）三个档次，但是 VIP 付费订阅只有免广告和尊贵标识两个功能。
- **飞读小说：**APP 主要接入腾讯广告，当前主要是游戏、电商广告。

表 4、主要免费阅读产品 VIP 价格及特权

米读小说 VIP 价格及特权		
VIP 会员类型	价格	特权
连续包月	10 元（到期自动续费 16 元）	免广告、听书、缓存、尊贵标识
会员月卡	18 元	
会员周卡	6 元	

会员季卡	40 元（限时 8 折）	
连续包季	45 元	
会员年卡	138 元（限时 7 折）	
连续包年	178 元	
七猫小说 VIP 价格及特权		
VIP 会员类型	价格	特权
1 个月	12 元	免广告、听书、额外金币、尊贵标识
3 个月	30 元	
12 个月	118 元	
番茄小说 VIP 价格及特权		
VIP 会员类型	价格	特权
7 天	6 元	看书免广告、听书免广告、尊贵标识、离线下载、狂返金币
1 个月	18 元	
3 个月	30 元	
疯读小说 VIP 价格及特权		
VIP 会员类型	价格	特权
周卡	3 元	免广告、尊贵标识
月卡	8 元	
季卡	18 元	

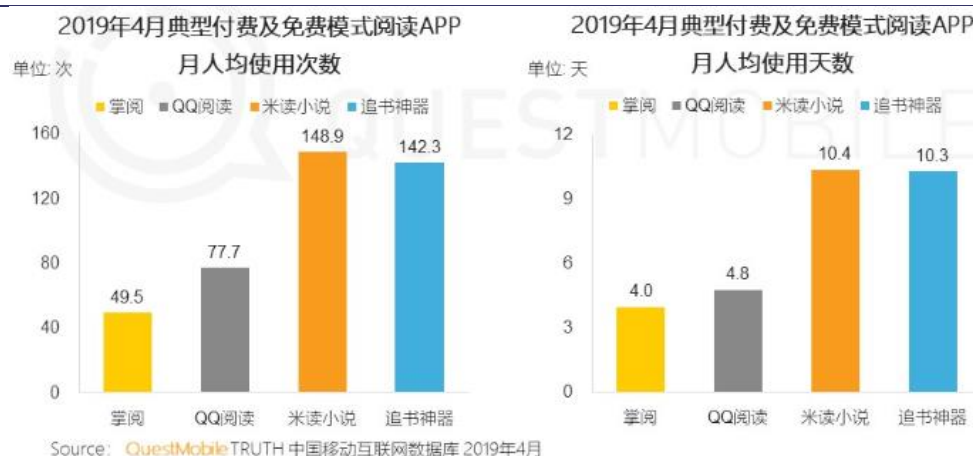
资料来源：米读、七猫、番茄、疯读、兴业证券经济与金融研究院整理

3、应免费阅读浪潮，老牌付费阅读平台积极拥抱

3.1、大流量平台型：下沉流量不可小觑，迎接烧钱大战

免费阅读基本盘更重利益而非内容，对付费阅读外围市场可能形成分流。基于上文分析，免费阅读平台当前不具有版权优势，但通过网赚、社交裂变等模式激活了价格敏感型用户的活跃度，从实际表现来看，头部版权内容对于免费阅读用户号召力有限，用户似乎更重利益而非内容。尽管免费阅读产品与老牌付费阅读巨头用户重合度较低，但由于免费阅读 APP 用户数量增长迅猛、用户活跃度高于付费阅读产品。因此，可能对过去付费阅读中偏价格敏感型的用户形成分流。

图 19、2019 年 4 月典型付费及免费模式阅读 APP 月人群使用次数和使用天数



资料来源: Questmobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

阅文集团作为大流量型平台，势必设立免费阅读 APP 进行防御。否则一方面外围用户存在被其他免费阅读厂商侵蚀的风险，另一方面随着免费阅读竞品的用户基数扩大，或存在培育作家生态提升作品质量并向付费模式转型的可能性。但阅文集团此前因为尚未完成梳理付费和免费版权库（越头部的版权库梳理难度越大，需协调的利益更多），去年推出飞读之时并未发力。随着当前新管理层的深入梳理，我们认为最终阅文仍将大力投入自建免费阅读平台。

2020 年 6 月 3 日，阅文集团已经推出“单本可选新合同”，对之前合同风波中的十余项条款进行了大刀阔斧的改革，此次合同匹配作家不同发展需求分为三类四种，取消单一格式合同，推出了基础协议、授权协议、深度协议，满足不同作家的发展诉求。在基础协议、授权写一下，作家可对每部作品自主选择是否授权及授权方式，并享受不同的权益和资源，深度协议则将对作家的更多发展诉求进行多样的权益安排。

我们认为，阅文集团通过新协议将进一步明确免费/付费阅读模式中作家和公司之间的权利义务，以及后端版权运营中的利益分配规则，有利于阅文集团轻装上路，全力发力免费阅读。

免费阅读盈利前景尚不明朗，对于阅文集团的作家生态建设存在更多意义，付费和版权运营仍将是未来重点。当前免费阅读平台均处于烧钱买量的阶段，而在买量成本、版权成本高企的背景下，我们认为免费模式盈利前景尚不明朗。此外，对于作家来说，免费模式最大的问题仍然是收入透明度的问题。因此，付费仍然是作者最向往的收费模式，免费最终也是为付费服务的。

- 对于头部作家来说，付费订阅带来的利益远低于版权运营，付费或免费并不重要；
- 对于中长尾作者来说，大量作家的收入仅仅约为全勤奖，免费或收费对他们的收入不存在本质的影响。反而在过去，因为付费订阅的较高门槛，读者反而更愿意订阅头部作家的作品降低风险，中长尾作家脱颖而出的机会越来越低，免费阅读模式或为中长尾作家打开了一道上升窗口。
- 对于阅文集团来说，在良好的作家梯队下，付费阅读部分壁垒深厚，我们判断公司将通过免费策略实现拉新，帮助一些中长尾作者在免费阅读里脱颖而出

出，并最终选择最佳的小说尝试付费。长期来看，实施免费阅读有利于作家梯队的建设。

在新管理层的领导下，也有望加强阅文集团与母公司腾讯的合作关系。4月27日，腾讯决定派驻程武、侯晓楠担任阅文集团主要负责人。阅文集团本身储备有行业最多的白金和大神作家，以及行业最为丰富的版权储备，并且拥有富有层次的作家梯队，但在过去并未与腾讯形成更为紧密的合作，而是自建动漫、游戏、听书等团队。程武作为腾讯“新文创”战略的提出者，对于阅文集团来说是融入腾讯“新文创”战略最合适的人选。我们预计阅文集团在全力投入免费阅读进行积极进攻之外，还将在后端的版权运营方面如游戏、影视、动漫等领域形成全面的合作。

3.2、版权享红利型：以守为攻，CP模式应对，避开烧钱大战

掌阅科技、纵横中文网等老牌网络文学付费阅读头部平台，以及其他中小网文平台通过IP授权等方式享受免费阅读市场红利，避免了自建平台不断攀升的用户成本可能对公司带来的亏损。

2019年和2020Q1，掌阅科技分别实现扣非后归母净利润1.4亿（YoY+9.26%）和5548万（YoY+55.48%）。2019年掌阅版权产品收入达到2.63亿元（YoY+91.17%），主要受益于向其他免费阅读APP授权作品版权等。从掌阅科技与百度战略合作的行动来看，掌阅科技或计划充分释放自身的IP价值，一方面通过授权保住免费阅读市场利益，一方面通过与百度流量合作提升市场中的流量份额。

从上文统计可以看到，米读、番茄等免费阅读APP与掌阅、纵横以及其他中小网文平台均有合作。因此从短期来看，掌阅等类似模式的网文公司业绩有望受益于下游免费阅读平台竞争，长期来看仍需提升自身的平台流量份额。

4、投资建议

我们认为付费阅读与免费阅读未来将并行存在共同做大市场，免费阅读核心在于广告转化效率和用户粘性，这决定了可容忍的最高买量成本。我们预计腾讯系、字节跳动系、百度系旗下免费阅读产品存在优势。

- 阅文集团在新的管理层领导下有望通过全面梳理付费+免费版权库、加强与腾讯的合作，自建免费阅读平台有望取得成功。建议重点关注。
- 而掌阅科技有望通过自身丰富的IP储备获取当前各大免费平台烧钱大战的CP红利，与百度进行流量和版权合作提升自身的流量份额。业绩弹性较大，建议重点关注。

风险提示：行业竞争风险；监管风险；买量成本居高不下风险；

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn