

在线阅读跟踪报告之三

网文行业的生态特征与竞争格局

核心观点:

- **打造原创网文平台的痛点在于难以通过资本支撑内容生态。**网络文学版权的数量太过庞大,根据《2018 中国网络文学发展报告》,2018 年全国新增 795 万部网络文学作品,共有 1755 万网络文学创作者,因此无法单纯凭借资本输入支撑内容供给。网络文学的头部集中度相对较低,根据抽样统计,掌阅 TOP10 作品的人气占比为 3.0%,TOP100 作品的人气占比为 13.5%,因此难以通过采购头部作家撬动平台用户。搭建自给自足的网文创作生态闭环,也就是形成金字塔形的作家结构: (1) 聚集海量基于兴趣的网络文学创作者; (2) 通过内容筛选机制选择签约作者,具备充足的销售渠道将签约作品变现; (3) 孵化头部作品打造平台的口碑和品牌影响力。
- **阅文“新”合约:并非付费行业新事,尝试搭建免费阅读体制。**网络文学作家的收入一般由自有平台收入分成、平台的激励奖励、来自外部渠道的收入分成、版权收入分成 4 个部分组成。阅文合约的收入分成、授权范围与其他主流网文平台没有显著区别,同时阅文公开表示将改进合约中的不当表述,并给予作家更多的授权选择。预计付费阅读赛道的竞争格局不会因此发生大的变动;预计阅文将加速推广免费阅读业务,在短期内尚需搭建对应的作品内容库和产品渠道,凭借阅文的内容生产禀赋和腾讯的推广渠道,我们认为阅文终将成长为免费阅读和付费阅读并存的龙头公司。
- **关注标的:掌阅科技**(拥有 MAU 最高的在线阅读 APP,内容原创和聚合能力领先,免费阅读模式兴起为公司的流量和内容带来增量价值,业绩处于快速增长通道);**阅文集团**(用户流量和原创网文数量位居行业第一,与子公司新丽传媒和母公司腾讯协同运作 IP,加速推广免费阅读业务预计将打开新的业绩增量空间);**中文在线**(原创网文储量位居行业第二,免费阅读平台为公司带来分销渠道增量,出海手游《Chapters》受疫情驱动流水明显增长)。
- **风险提示。**政策监管风险;免费阅读模式冲击;获客成本过高;行业竞争加剧;行业增量见顶。

行业评级

买入

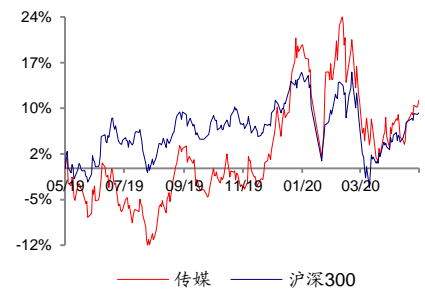
前次评级

买入

报告日期

2020-05-14

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



010-59136612



xuchengjun@gf.com.cn

分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370

yll@gf.com.cn

请注意,徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

传媒行业:北美院线并购整合 2020-05-11

以及中国院线集中度提升的

逻辑探讨

传媒行业:影院迎来复工信号; 2020-05-10

后疫情时代关注底部边际改

善逻辑兑现

传媒行业:传媒线上/线下和龙 2020-05-05

头/长尾业绩分化;证监会公布

创新试点红筹企业在境内上

市要求

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
掌阅科技	603533.SH	人民币	31.95	2020/4/28	买入	34.96	0.74	1.04	43.39	30.61	38.61	26.39	20%	24%
阅文集团	00772.HK	港币	41.55	2020/4/28	买入	44.50	1.34	1.55	31.10	26.81	1.61	1.00	6%	7%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

一、如何搭建网文创作生态？	5
（一）探网文江湖，资历与资本的游戏	5
（二）资本难以搭建网文创作生态，需具备金字塔形作家结构	7
二、横向与纵向比较阅文的作家合约	9
（一）横向比较：阅文注重授权，掌阅&中文在线提供高保底	10
（二）纵向比较：给予作者更多选择权，研究免费阅读机制	11
三、头部网文的诞生：网站、年份与影视化	12
四、投资建议	13
五、风险提示	14

图表索引

图 1: 主要原创网文平台的成立时间及其控股股东.....	5
图 2: 主流原创网文平台的文库作品数量 (万部, 2020.5.10 统计)	5
图 3: 2018 年我国网络文学作品的累计数量占比	6
图 4: 2018 年我国网络文学作品的新增数量占比	6
图 5: 2018 年我国网络文学创作者的数量占比	6
图 6: 2016 年我国作品数量前五的网文平台及其占比	6
图 7: 米读 APP 的作品人气分布结构.....	7
图 8: 七猫 APP 的作品人气分布结构.....	7
图 9: 免费阅读 APP 主要作品来源网站的文库作品数量 (部, 2020.5.12 统计) 7	
图 10: 2018 年全国新增内容版权数量 (部)	8
图 11: 掌阅 APP 的作品人气分布	8
图 12: 网文创作生态的金字塔形作家结构	9
图 13: 网络文学作家的收入结构 (分成合约)	9
图 14: 百度搜索风云榜小说的来源分布 (2020.5.11)	12
图 15: 百度搜索风云榜小说的发布年份 (2020.5.11)	12
图 16: 2018-2019 年 IP 改编电视剧和网络剧 (部)	13
图 17: 2019 年骨朵 TOP50 剧集的原著来源分布.....	13
表 1: 主流原创网文平台作者分成合约的部分条款.....	10
表 2: 阅文《文学作品独家授权协议》的部分争议条款	11
表 3: 建议关注标的的估值情况 (2020 年 5 月 14 日收盘价)	14

此前，我们分别于去年七月和今年四月发布了2篇在线阅读行业的跟踪报告，从免费阅读APP崛起的现象探讨免费模式与付费模式的盈利优劣，从免费模式对在线阅读行业的影响探讨阅读平台核心竞争力的变化。四月底，阅文集团与签约作者的分成合同有部分条款引发了公众热议和作者集体抗议，我们在此时点发布第三篇跟踪报告关注我国的网文创作生态，探讨搭建网文创作生态的必要条件，同时横向和纵向比较阅文集团的作家合约。

一、如何搭建网文创作生态？

（一）探网文江湖，资历与资本的游戏

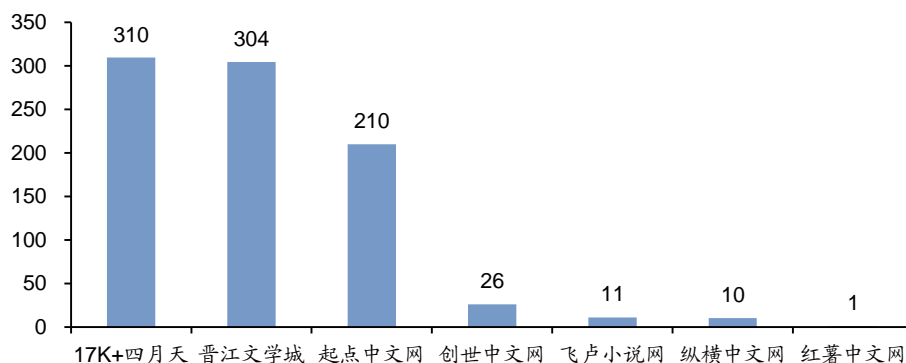
历数国内数以百计的在线阅读网站和在线阅读APP，其中真正具备原创内容生产能力的平台很少，而原创内容储量达到一定规模的平台更是凤毛麟角。我们统计了原创内容储量在一万种以上的主流原创网文平台（如图一所示），发现这些平台大多是在我国网文发展初期成立的元老级网站，且部分已被BAT收编。

图 1：主要原创网文平台的成立时间及其控股股东



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

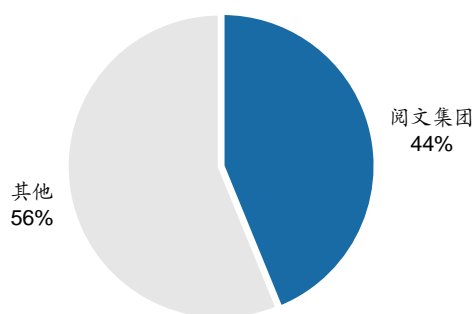
图 2：主流原创网文平台的文库作品数量（万部，2020.5.10统计）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

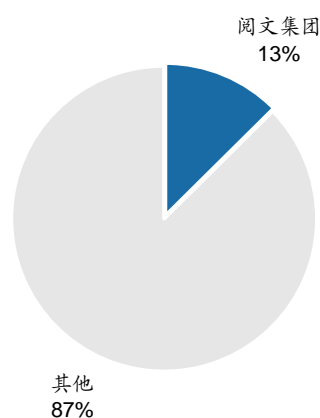
我国网文创作生态呈现出相对集中且稳定的竞争格局。从集团层面来看，根据中国音像与数字出版协会发布的《2018中国网络文学发展报告》，全国的网络文学作品累计达到2442万部，根据阅文集团2018年报，其自有平台累计生产了约1070万部原创文学作品，约占全国网文总数的44%；2018年全国新增795万部网络文学作品，其中阅文集团新增约100万部原创文学作品；2018年全国共有网络文学创作者1755万，其中阅文集团拥有约770万作家、约占全国网文作家的46%，中文在线平台拥有超过370万网络原创驻站作者、约占全国网文作家的21%。根据frost & sullivan，2016年全国作品数量前五的网文平台分别为阅文集团（72.0%），中文在线（27.5%），掌阅科技（5.2%），百度文学（3.2%），阿里文学（1.7%）。从网站层面来看，目前我国原创网文储量超过100万种的网站仅有起点中文网、晋江文学城、17K小说网（包含四月天小说网）3个平台。

图 3：2018年我国网络文学作品的累计数量占比



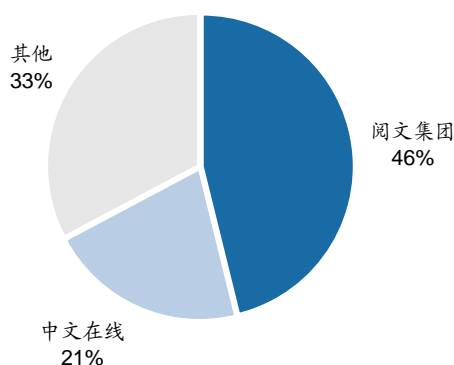
数据来源：阅文集团年报，中国音像与数字出版协会，广发证券发展研究中心

图 4：2018年我国网络文学作品的新增数量占比



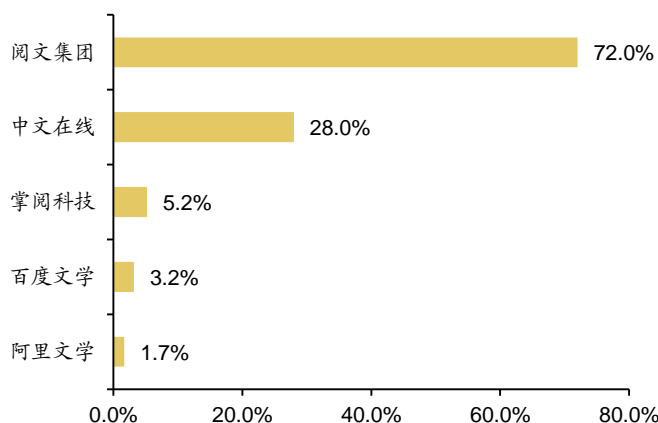
数据来源：阅文集团年报，中国音像与数字出版协会，广发证券发展研究中心

图 5：2018年我国网络文学创作者的数量占比



数据来源：阅文集团年报，中文在线年报，中国音像与数字出版协会，广发证券发展研究中心

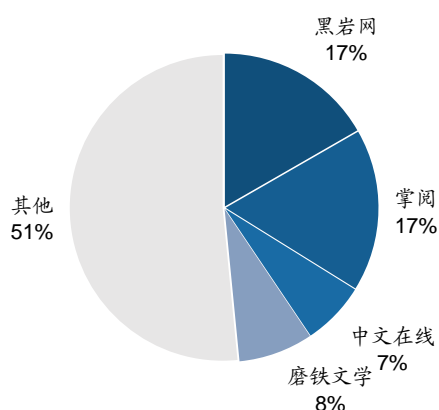
图 6：2016年我国作品数量前五的网文平台及其占比



数据来源：frost & sullivan，广发证券发展研究中心

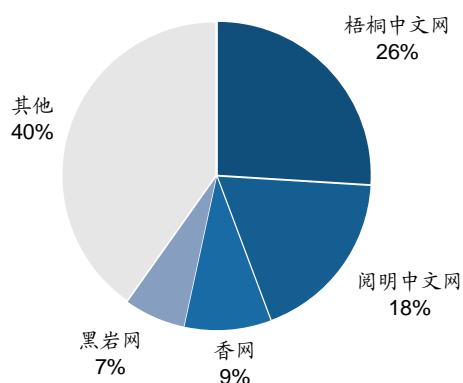
事实上，这一轮免费阅读模式的崛起并没有对网文创作生态的竞争格局产生明显的影响，相比于移动阅读用户的结构性大调整，追溯头部免费阅读平台的内容来源，除了掌阅科技和中文在线这两家龙头网文公司，其他原创网文平台的作品储量大多不足1000部。根据我们的抽样统计，米读小说APP有17%的人气值来自黑岩网（共拥有2744部作品），有17%的人气值来自掌阅旗下作品，有7%的人气值来自中文在线旗下作品；七猫免费小说APP有26%的人气值来自梧桐中文网（共拥有644部作品），有18%的人气值来自阅明中文网（共拥有126部作品）。这一方面是因为免费阅读用户对内容品质较不敏感，另一方面是因为搭建网文创作生态的难点。

图 7：米读APP的作品人气分布结构



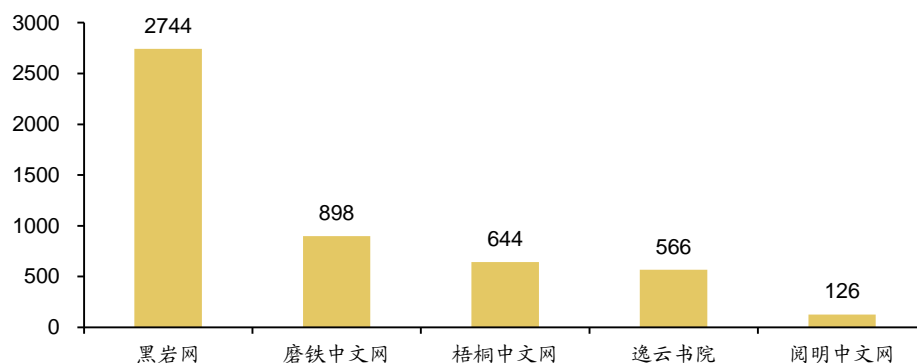
数据来源：米读小说 APP，广发证券发展研究中心

图 8：七猫APP的作品人气分布结构



数据来源：七猫免费小说 APP，广发证券发展研究中心

图 9：免费阅读APP主要作品来源网站的文库作品数量（部，2020.5.12统计）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

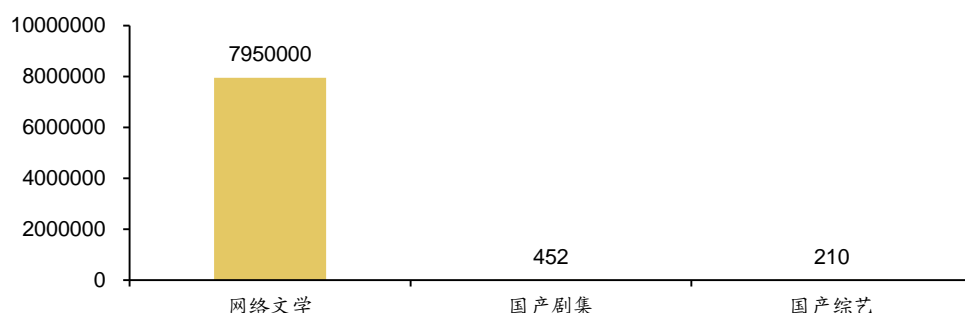
（二）资本难以搭建网文创作生态，需具备金字塔形作家结构

打造原创网文平台的痛点在于难以通过资本支撑内容生态，必须聚集金字塔状的作家群体搭建网文创作生态闭环。

第一，网络文学版权的数量太过庞大，因此无法单纯凭借资本输入支撑内容供给。网络文学版权相比长视频版权更多地呈现出UGC属性，本质原因在于网络文学内容的创作门槛更低，因此原创网文平台聚集了庞大的内容版权以及海量的内容创作者。根据《2018中国网络文学发展报告》，2018年全国新增795万部网络文学作品、其

中新增签约作品24万部，全国共有1755万网络文学创作者、其中签约作者61万名。根据艺恩数据，2018年全国新上线452部国产剧集和358部国产综艺。

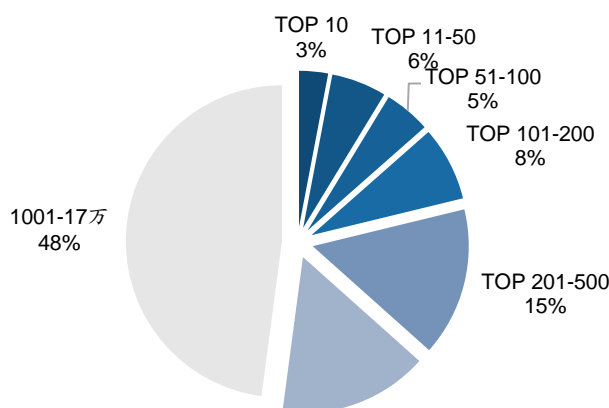
图 10：2018年全国新增内容版权数量（部）



数据来源：中国音像与数字出版协会，艺恩，广发证券发展研究中心

第二，网络文学的头部集中度相对偏低，因此难以通过采购头部作家撬动平台用户。我们抽样统计了掌阅APP上的18万种作品，其中TOP10作品的人气占全平台人气总和的3.0%，TOP100作品的人气占比为13.5%，这说明以资本力量挖掘原创网文平台的几名头部作家，能够撬动的平台人气值比较有限。

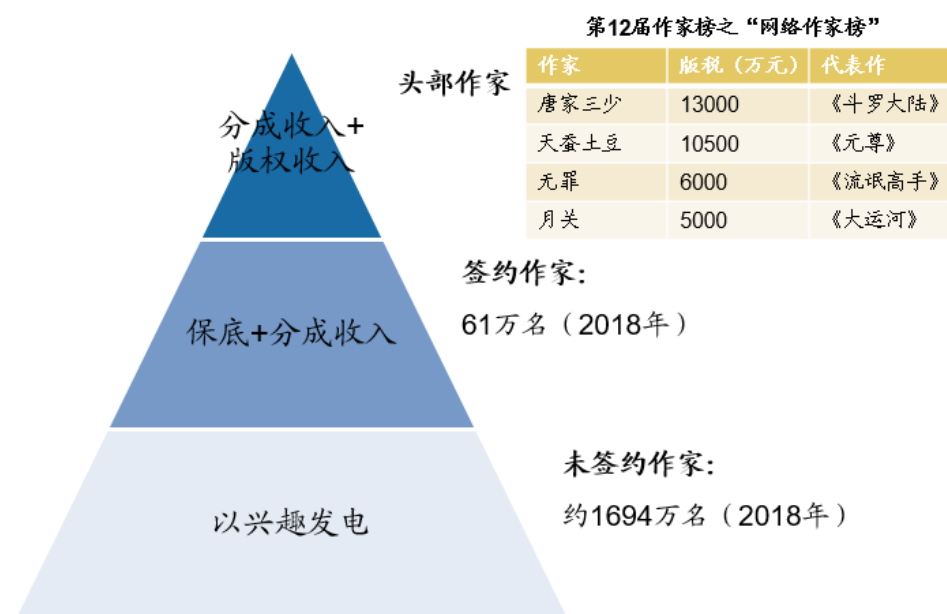
图 11：掌阅APP的作品人气分布



数据来源：掌阅 APP，广发证券发展研究中心

因此，网文创作生态不能依靠资本来支撑，必须搭建自给自足的网文创作生态闭环，具体来说就是形成金字塔形的作家结构。首先，平台需要聚集海量的内容创作者，这些创作者一方面是平台上原有的阅读用户基于自身兴趣开始写作，另一方面是被平台金字塔上层的作家待遇所吸引。其次，平台需要具备内容筛选机制和盈利能力，根据《2018中国网络文学发展报告》，2018年全国共有1755万网络文学创作者，平台需要在海量作家中通过作品的数据表现和编辑团队的主观判断来选择签约作家，2018年行业整体的签约比例不足3.5%；一般来说，平台需要向签约作家提供保底收入（部分平台通过全勤奖的方式提供），考虑到签约作家的规模仍然庞大，2018年全国共有61万签约作者，因此平台需要具备充足的销售渠道将签约作品变现以实现网文创作生态闭环。此外，平台头部作品能够打造平台的口碑和影响力，为金字塔中下层的作者提供示范效应。

图 12：网文创作生态的金字塔形作家结构



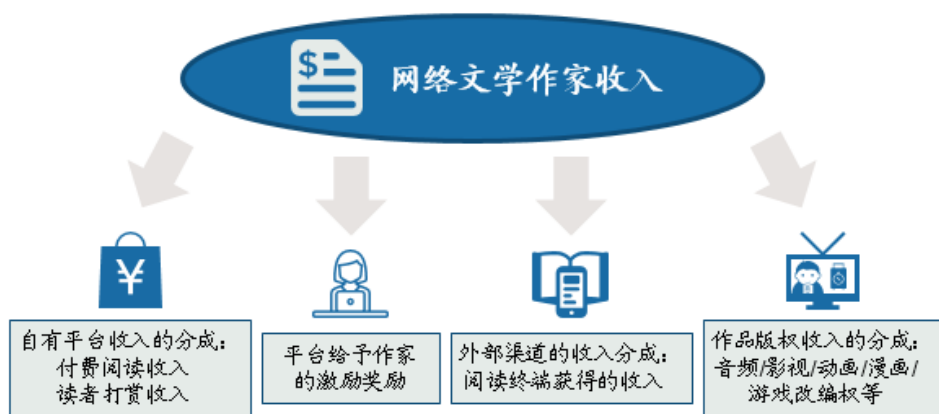
数据来源：中国音像与数字出版协会，第12届作家榜，广发证券发展研究中心

二、横向与纵向比较阅文的作家合约

本章节我们仅讨论作家分成合约，一般而言网络文学作家的收入由以下4个部分组成：

- （1）自有平台收入的分成，具体包括自有平台对应的付费阅读收入和读者打赏收入；
- （2）平台给予作家的激励奖励；
- （3）来自外部渠道的收入分成，具体包括平台将内容提供给电信运营商、免费阅读APP等阅读终端获得的相关收入；
- （4）作品版权收入的分成，具体包括作品的电子版权、纸质图书出版发行权、音频/影视/动画/漫画/游戏改编权、周边衍生品开发权等全部版权对应的授权收入。

图 13：网络文学作家的收入结构（分成合约）



数据来源：广发证券发展研究中心

（一）横向比较：阅文注重授权，掌阅&中文在线提供高保底

从保底收入、作品收入分成、授权范围3个维度横向比较主流网文平台的作家合约。

表 1：主流原创网文平台作者分成合约的部分条款

	保底收入	作品收入分成	授权范围	授权年限
阅文集团	全勤奖金：600 元/月	销售净收益的 50%(满足更新条件自有平台分成可增加 20%)	作品全部版权的独家授权，阅文可自行使用	著作财产权保护期满
17K 中文网	全勤奖金：1500/2500 元/月	销售净收益的 50%(满足更新条件自有平台分成可增加 20%)	-	-
红薯中文网	全勤奖金：3/6/9 元/千字	自有平台收入分成+读者打赏的 50%+第三方平台结算收益的 50%	-	-
纵横中文网	保障奖金：800 元/月 全勤奖金：300/500/1000 元/月	-	-	-
飞卢小说网	全勤奖金：100-400 元/月	自有平台订阅净收益的 70%+读者打赏的 50%+电信运营商结算收益的 50%	-	-

数据来源：起点中文网，盒饭财经，连线 Insight，17K 中文网，红薯中文网，纵横中文网，飞卢小说网，广发证券发展研究中心

（1）保底收入：掌阅和中文在线提供高保底。根据平台官网最新披露的作家福利条款，掌阅小说网向作者提供保底合同（若分成收入超过保底，可转回分成合约），中文在线旗下的17K小说网和四月天小说网向作者提供保底+分成合同，保底薪酬为15-1000元/千字；所有平台分别向满足一定更新条件的作者每月提供100-2790元不等的激励奖金。从作者每月可以获得的最低收入来看（假设满足平台全勤要求），掌阅小说网的签约作者最低可以拿到5元/千字，要求作品月更15万字以上，每月对应的全勤奖金为750-1500元；17K和四月天的签约作者每月最低可以拿到1500元（要求作品月更15万字以上），或者2500元（要求作品月更25万字以上）；起点中文网的签约作者每月最低可以拿到600元（要求作品日更4000字以上），阅文集团向作者提供的保底收入偏低，但与此同时用户基数在行业内领先，因此作者在平台上能够获取的分成收入上限相对较高。

（2）分成收入：基于净收益计算，作者需要考量平台口碑。主流原创网文平台大多以净收益口径计算作品的分成收入，然而平台运营成本的核算过程并不透明公开，因此作者最终到手收入占作品总流水的比例存在较大的浮动空间，这也是本次阅文合同中引发争议的条款之一，在平台投入大额推广费用和渠道费用的极端假设下，作者甚至存在反向支出的理论可能。因此作者在签约合同时除了具体条款还需要考量平台口碑，起点中文网、创世中文网等部分头部平台在实际核算自有平台的销售净收益时，会减免扣除平台运营成本，当净收益为负值时平台也大多自负亏损。

（3）授权范围：阅文授权年限长。目前主流原创网文平台大多要求作者给予作品全部版权的独家授权，授权时限从5年到著作财产权保护期满不一；其中阅文集团的授权时间最长，根据盒饭财经披露的阅文《文学作品独家授权协议》，合作作品的授权时限截止至作者死亡后第五十年，同时允许阅文自行使用或进行相关版权的分/转授权及进行商业推广、销售，并签订相关协议。阅文集团在授权条款方面相对严格，这是因为阅文孵化的头部IP数量在行业中领先，而且阅文平台的原创网文与其子公司新丽传媒、以及母公司腾讯在文化娱乐产业链上形成联动，因此阅文需要把控住作品的音频/影视/动画/漫画/游戏改编权等独家授权。

（二）纵向比较：给予作者更多选择权，研究免费阅读机制

四月底至五月初，龙的天空论坛、知乎、微博、百度贴吧、B站等社交平台陆续有阅文签约作者曝光并讨论分成合同，其中一些条款引发作者不满和社会热议。部分作者担心此次曝光的合同变更与此前阅文集团更换管理团队一事相关，4月27日阅文公告腾讯集团副总裁、腾讯影业首席执行官程武成为公司的执行董事和首席执行官，公司原执行董事/联席首席执行官吴文辉、联席首席执行官梁晓东、总裁商学松、高级副总裁林庭锋等高管团队卸任。对此阅文官方微信公众号回应“当前大家讨论的这份是阅文于2019年9月推出的合同”，事实上大部分争议条款早在2017年签订的合同版本中就已经存在。

表 2：阅文《文学作品独家授权协议》的部分争议条款

	合同内容
分成收入	乙方应得甲方网站自有渠道按单章订阅电子销售分成=(甲方网站自有渠道按单章电子订阅销售收入—渠道及运营费用等成本)*50%;甲方应将净收益(即该等电子销售收入扣除渠道及运营费用、第三方分成款等成本)的50%分配给乙方。
授权范围	乙方将协议作品在全球范围内除3.1-3.9款所述权利之外的著作财产权【包括但不限于中华人民共和国著作权法》第十条第一款第(五)项至第(十七)项规定的协议作品的著作财产权】独家授权于甲方，并允许甲方自行使用或者进行上述权利的分/转授权及进行商业推广销售，并签订相关协议; 甲方根据上述第3.1-3.10款授权所创作开发出的所有翻译作品、互动阅读体验作品、改编作品、同人作品、周边衍生品、商品化开发成果等全部作品、产品及一切工作成果的所有权、全部知识产权及其他一切衍生权利归属于甲方所有。
授权期限	自签署之日起至协议作品著作权财产权保护期满之日止。
其他电子销售模式	针对甲方网站自有渠道其他电子销售模式，甲方有权根据实际情况就协议作品自行选择传统销售模式或新型销售模式。在新型销售模式下，甲方不排除以类似“点击观看广告/浏览指定页面/完成互动任务等形式以代替付费购买作品章节”等方式，向终端读者提供协议作品的订阅服务，且该等新型销售模式仍旨在积极销售协议作品。
其他条款	甲方聘请乙方并不意味着甲方与乙方之间存在《中华人民共和国劳动法》上的劳动关系或雇佣关系。

数据来源：盒饭财经，连线 Insight，广发证券发展研究中心

备注：“甲方”是指阅文集团，“乙方”是指签约作者。

从本次曝光合同的争议条款出发，根据盒饭财经和连线Insight披露的阅文《文学作品独家授权协议》，参照阅文集团5月6日组织的首场作家恳谈会内容，分析阅文作家合约的更改方向，以及在线阅读行业竞争格局可能产生的变化。

(1) 关于作者的分成收入，“净收益”仅扣除渠道费用和运营费用，而并非是财务方面的“净利润”指标，同时阅文表示即使经成本核算后净收益为负，公司也将自负亏损。从横向比较来看，目前主流原创网文平台大多采用“净收益”为核算口径，同时凭借阅文集团在行业经营多年的品牌口碑，可以减少作者对平台虚增渠道费用或者运营费用的担忧。

(2) 关于作者的授权内容，目前合同写明“双方同意并确认，甲方根据上述第3.1-3.10款授权所创作开发出的.....等全部作品、产品及一切工作成果的所有权、全部知识产权及其他一切衍生权利归属于甲方所有”。在恳谈会上，阅文表示会考虑提供多版本的合同选择，对授权权限分级，把改编版权等著作财产权的授权选择交给作家。

(3) 阅文正在尝试开展免费阅读业务，目前合同写明“甲方有权根据实际情况就协议作品自行选择传统销售模式或新型销售模式.....在新型销售模式下，甲方不排除以类似‘点击观看广告/浏览指定页面/完成互动任务等形式以代替付费购买作品章节’

等方式，向终端读者提供协议作品的订阅服务”。在恳谈会上，阅文表示付费阅读业务会继续巩固做大，免费阅读业务的机制还在讨论中，公司会为付费业务和免费业务规划不同的作品内容库，匹配不同的产品渠道以及对应的收益体系（包括微信读书等腾讯自有发布渠道），采用哪种模式由作家自主选择。

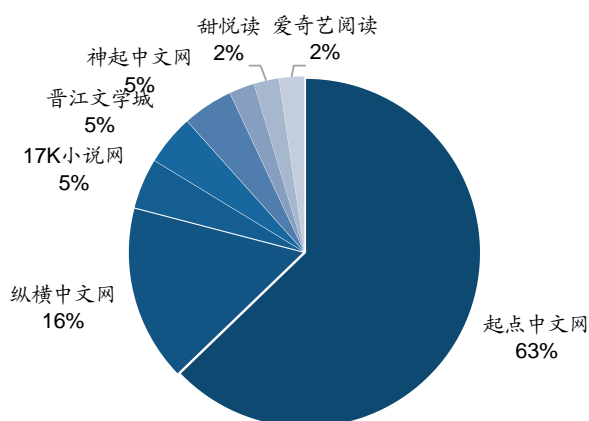
（4）2019年合约新增说明“甲乙双方确认，甲方聘请乙方并不意味着甲方与乙方之间存在《中华人民共和国劳动法》上的劳动关系或雇佣关系”，阅文承认“聘请”一词系不当表述，但是作家和平台实质上不属于劳动雇佣关系。

综上所述，阅文作家合约的收入分成条款和授权范围条款与其他主流网文平台的差距并不大，同时阅文公开表示将改进合约中的不当表述、并给予作家更多的授权选择。在付费阅读赛道，预计行业竞争格局不会因此发生大的变动；在免费阅读赛道，预计阅文会以更加积极的姿态推广业务，阅文公开表示将由作者自主选择付费模式或者免费模式，因此其免费阅读业务的作品内容库和产品渠道需要时间搭建，考虑到阅文及其母公司腾讯在网文创作和渠道推广两方面强大的资源禀赋，我们认为阅文终将成长为免费阅读和付费阅读并存的龙头公司。

三、头部网文的诞生：网站、年份与影视化

选取2020年5月11日百度搜索风云榜的小说排行榜TOP50（剔除其中7本纸质图书）作为头部网文的样本池。从作品的发布网站来看，起点中文网是头部网文最大的孵化基地，有63%的作品发布在起点中文网，其次是百度旗下的纵横中文网（16%）、中文在线旗下的17K小说网（5%）、晋江文学城（5%）和神起中文网（5%）。从作品的发布时间来看，发布于2019-2020年的新书仅有3本，发布于2015-2018年的作品数量最多，发布于2006年的作品仍有2本上榜，这说明头部网文一般需要2年以上的孵化，同时头部网文的生命周期可达到10年以上。

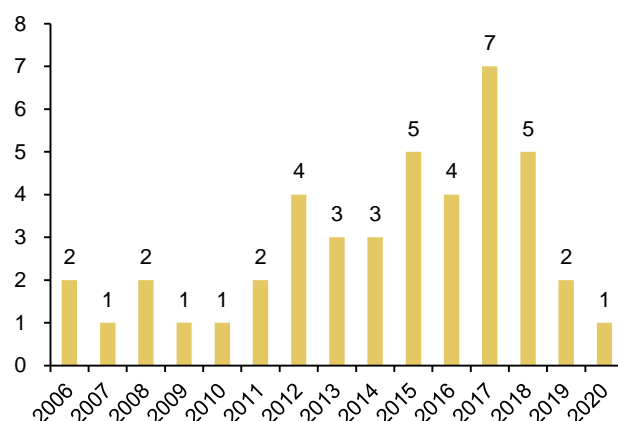
图 14：百度搜索风云榜小说的来源分布（2020.5.11）



数据来源：百度搜索风云榜，广发证券发展研究中心

备注：剔除纸质图书

图 15：百度搜索风云榜小说的发布年份（2020.5.11）

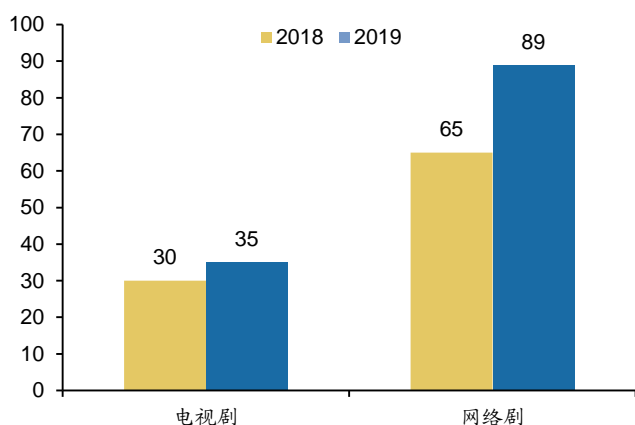


数据来源：百度搜索风云榜，广发证券发展研究中心

备注：剔除纸质图书

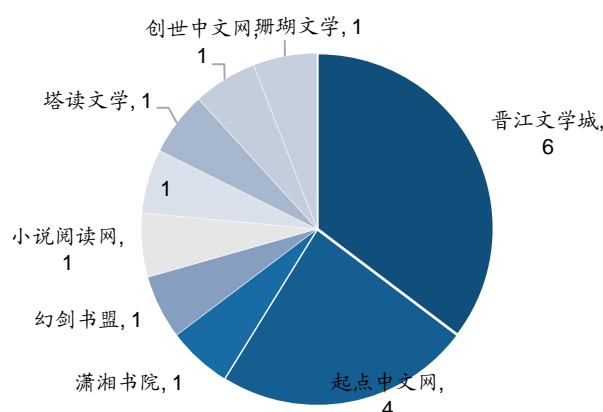
与此同时，IP改编电视剧以及网络剧的规模逐渐增大。根据艺恩数据，IP改编电视剧的数量从2018年的30部增加至2019年的35部，IP改编网络剧的数量从2018年的65部增加至2019年的89部。选取2019年骨朵热度指数的剧集排行榜TOP50，共有17部作品改编自网络文学作品。从原著的发布网站来看，晋江文学城和起点中文网提供了半数以上的原著，其中晋江文学城有6部、起点中文网有4部，这说明女频作品更容易被改编为剧集。从原著的完结时间来看，6部晋江文学城的作品分别完结于2010-2017年，而4部起点中文网的作品有3部完结于2007-2009年，这说明男频头部作品的影视化进度落后于女频作品，男频版权仍有较大的影视化空间。

图 16: 2018-2019年IP改编电视剧和网络剧（部）



数据来源：艺恩，广发证券发展研究中心

图 17: 2019年骨朵TOP50剧集的原著来源分布



数据来源：骨朵，广发证券发展研究中心

四、投资建议

网文创作生态难以凭借资本支撑，目前形成网文创作生态闭环并且拥有一定作品储量的平台聊以无几，原创网文内容的竞争格局相对集中而稳定，阅文集团、中文在线和掌阅科技的原创网文储量在行业内领先，具备明显的竞争壁垒。阅文作者分成合同被曝光产生了一系列连锁反应，预计随着阅文修改不当措辞并给予作者更多选择权，考虑阅文与其他主流原创网文平台提供的分成合约没有太大差异，付费阅读赛道的竞争格局不会因为本次事件出现大的变动。预计阅文将加速推广免费阅读业务，短期内尚需搭建对应的作品内容库和产品渠道，凭借阅文的内容生产禀赋和腾讯的推广渠道，免费业务将为阅文贡献业绩增量。

建议关注**掌阅科技**（拥有MAU最高的在线阅读APP，内容原创和聚合能力领先。免费阅读模式兴起为公司的流量和内容带来增量价值，一方面公司尝试将平台海量的非付费用户转化至免费阅读业务，通过广告完成变现；另一方面公司将自有内容分销至免费阅读APP和百度全景流量生态），**阅文集团**（用户流量和原创网文数量位居行业第一，与子公司新丽传媒和母公司腾讯协同运作IP，加速推广免费阅读业务预计将打开新的业绩增量空间），**中文在线**（原创网文储量位居行业第二，免费阅读平台为公司带来分销渠道增量，出海手游《Chapters》受疫情驱动流水明显增长）。

表 3：建议关注标的的估值情况（2020年5月14日收盘价）

股票代码	股票简称	市值（亿元）	PE		
			2020E	2021E	2022E
603533.SH	掌阅科技	128.12	43.39	30.61	22.85
300364.SZ	中文在线	33.24	39.09	28.18	22.77
00772.HK	阅文集团	422.06	31.10	26.81	22.56

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

备注：掌阅科技、阅文集团的估值来自广发证券发展研究中心的预测，中文在线估值来自 wind 一致预期。

五、风险提示

- （一）政策监管风险
- （二）免费阅读模式冲击付费阅读业务
- （三）免费阅读用户的获客成本过高，短期难以盈利
- （四）在线阅读行业竞争加剧
- （五）短视频、直播等泛娱乐应用挤压移动互联网用户时间，在线阅读行业的用户增量见顶

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017 年 3 月加入广发证券，2011-2017 年 2 月，供职于中银国际证券，带领团队荣获 2019 年新财富传播与文化行业第一名。
- 朱 可 夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。