

长音频与在线阅读行业

长音频赛道风云起，版权价值提升

分析师： 旷实

分析师： 徐呈隽



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn



SAC 执证号: S0260519110002



010-59136612



xuchengjun@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。

核心观点：

- **腾讯音乐和字节跳动入局长音频赛道，看重行业增长潜力。**4 月 TME 发布长音频战略，随后酷我音乐推出长音频平台“酷我畅听”；6 月字节跳动推出有声阅读平台“番茄畅听”。根据艾瑞和 CNNIC，目前我国网络音频用户约占全国网民的 54%、在移动互联网的渗透率不足 10%；根据 Nielsen，美国网络广播的普及率超过 86%，一是因为美国传统广播的接触率是中国的 3 倍（Nielsen），二是因为美国在线音频的应用场景更加丰富。判断我国在线音频的增长空间主要来自智能设备打开的全应用场景，根据 PodFest China，98.8% 的中文播客听众通过手机收听播客，仅有 7.7% 的听众通过智能播放设备收听播客。在移动端长音频产品难以与短视频、直播等视听产品争夺用户时长，而智能播放设备能够解放听众的双手，使得用户可以在驾驶、运动、家务等活动场景叠加收听长音频产品。
- **长音频商业模式快速发展，利好产业链上下游。**音频直播平台主要采用 UGC 模式、通过听众打赏获得收入，平台的核心竞争力在于用户/主播规模和底层技术（底层技术能够提升内容质量、并匹配用户与主播）。长音频节目主要采用 PGC 模式、通过听众订阅/会员付费以及广告营销获得收入，平台的核心竞争力在于优质内容，因此音乐平台、字节跳动等各方互联网玩家入局长音频赛道，利好产业链上游的内容提供商。
- **中文在线：原创网文储量位居行业第二，业绩迎来拐点。**2019 年公司拥有超过 400 万种数字内容和超过 370 万名驻站作者（2018 年的作家占比约为 21%），公司已搭建原创网络文学的创作生态闭环，有较强的内容生态。同时，公司已经终止经营晨之科，并大额计提游戏和影视资产的减值准备。未来看点：（1）公司的数字内容基本覆盖三大运营商、主流付费阅读 APP、主流免费阅读 APP、超级 APP、电子书销售平台等国内主流阅读平台，免费阅读模式的兴起为在线阅读市场和中文在线的内容分发渠道打开了增量空间。（2）子公司鸿达以太凭借先发优势形成有声版权护城河，目前拥有 123 万部集、28 万小时的有声资源，是喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人听书、酷我音乐等长音频平台的主要内容提供商之一。近期公司与蜻蜓 FM 达成战略合作，后续将深化在有声内容/渠道/主播等方面的合作。（3）《Chapters》是主要面向欧美女性用户的互动阅读产品，核心竞争力在于丰富的好故事和引起消费欲望的产品体验。《Chapters》已经连续一年多位列美国 iPhone 畅销榜互动小说游戏的前三甲，并且头部互动小说游戏的生命周期一般较长、月流水稳定。受益于疫情影响，根据 Sensor Tower，2020 年 4-5 月《Chapters》双平台月流水提升至 900 万美元。
- **风险提示。**政策监管风险，免费阅读冲击付费阅读，新冠疫情影响，业绩增长不及预期，市场竞争风险。

相关研究：

传媒行业:芒果《乘风破浪的姐姐》火热开播；凯撒与字节系签订十年战略合作	2020-06-14
广发海外&传媒&轻工:广视角 泡泡玛特：搭乘二次元衍生红利，成就 IP 潮玩龙头	2020-06-10
游戏行业跟踪:行业增速提升，中国游戏出海正当时	2020-06-09

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
新经典	603096.SH	人民币	59.03	2020/4/29	买入	67.01	1.97	2.31	29.95	25.54	26.65	22.32	13.0	13.9
中南传媒	601098.SH	人民币	11.42	2020/4/28	增持	13.46	0.75	0.85	15.27	13.48	4.88	3.80	9.6	10.6
中国科传	601858.SH	人民币	9.31	2020/5/2	买入	12.59	0.63	0.72	14.79	12.89	6.97	5.21	11.6	12.2
凤凰传媒	601928.SH	人民币	6.85	2020/5/2	买入	8.21	0.55	0.62	12.51	10.99	3.72	2.73	9.3	9.9
中国出版	601949.SH	人民币	5.37	2020/5/2	买入	7.2	0.42	0.50	12.68	10.82	5.55	4.11	10.7	11.6

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, 新经典 2020 年 6 月 19 日上市 83.7 万股的行权股票。

目录索引

一、长音频赛道风云起，利好上游 CP 方	6
（一）市场空间：智能播放设备打开长音频全应用场景	6
（二）TME、字节跳动入局长音频，商业模式二分化	9
（三）风口利好上游内容提供商	12
二、中文在线：数字出版第一股，业绩迎来拐点	14
三、数字阅读业务：原创内容领跑行业，免费阅读模式带来增量	16
（一）内容为王，聚合海量版权与分销渠道	16
（二）核心竞争力：建立网文创作生态闭环，内容储量领跑行业	17
（三）分发渠道：免费阅读平台打开增量空间	20
四、版权衍生业务：出海互动阅读平台吸金，有声内容拓宽销售渠道	22
（一）互动阅读平台：出海互动小说游戏稳定吸金，存在内容壁垒	22
（二）有声内容：先发优势打造护城河，与蜻蜓 FM 达成合作	25
（三）影视剧：数字阅读业务孕育 IP，与爱奇艺达成合作	27
五、教育业务：强于数字内容，助力“停课不停学”	28
六、风险提示	29

图表索引

图 1: 2015-2019 年中国网络音频的用户规模及其增速	6
图 2: 中国移动音乐细分行业的 MAU (亿人)	6
图 3: 网络广播在美国的普及率	7
图 4: 美国每月收听播客的人数占比	7
图 5: 中国听众收听播客的主要使用设备 (可多选)	7
图 6: 2018 年中国广播用户网络收听和传统收听的场景分布	8
图 7: 2017-2020 年中国智能车载音频的普及率	8
图 8: 2018 年中国车载音频用户开车时收听网络音频遇到的问题	8
图 9: 2018-2019 年中国智能音箱的用户数量和普及率	9
图 10: 2018 年中国智能音箱用户收听音频遇到的问题	9
图 11: 2020 年 4 月长音频 APP 的独立设备数 (亿台)	9
图 12: 2020 年 5 月长音频 APP 的 MAU (万人)	9
图 13: 2019 年中国网络音频用户偏好的音频节目类型	10
图 14: 2019 年中国网络音频用户偏好的音频直播类型	10
图 15: QQ 音乐 APP 首页的长音频内容入口	10
图 16: 网易云音乐 APP 首页的长音频内容入口	10
图 17: 斗鱼 APP 的音频直播入口	11
图 18: 字节跳动推出的有声阅读平台——番茄畅听	11
图 19: 长音频市场的主要参与者及其提供的产品	12
图 20: 我国长音频行业的产业链	12
图 21: 喜马拉雅付费榜 Top100 的类别分布	13
图 22: 喜马拉雅订阅榜 Top100 的类别分布	13
图 23: 中文在线的业务版图	14
图 24: 中文在线的股权结构 (截至 2020 年 Q1 期末)	14
图 25: 2015-2019 年中文在线的营收及其增速	15
图 26: 2018-2020Q1 中文在线单季度的营收及其增速	15
图 27: 2015-2019 年中文在线的归母净利润 (亿元)	15
图 28: 2018-2020Q1 公司单季度的归母净利润 (亿元)	15
图 29: 中文在线数字阅读业务的商业模式	16
图 30: 我国网络文学作品的累计数量 (万部)	17
图 31: 2018 年我国网络文学创作者的数量占比	17
图 32: 2018 年全国新增内容版权数量 (部)	18
图 33: 掌阅 APP 的作品人气分布	18
图 34: 17K 男频月点击量前 1 万作品的类型分布	19
图 35: 17K 女频月点击量前 1 万作品的类型分布	19
图 36: 17K 男频月点击量前 1 万作品的签约情况	20
图 37: 17K 女频月点击量前 1 万作品的签约情况	20
图 38: 17K 男频月点击量前 1 万作品的更新年份占比	20
图 39: 17K 女频月点击量前 1 万作品的更新年份占比	20

图 40: 2020 年 4 月在线阅读 APP 的 MAU (万人)	21
图 41: 2020 年 4 月超级 APP 的 MAU (万人)	21
图 42: 中国数字阅读行业的用户规模 (亿人)	22
图 43: 头部在线阅读 APP 的 MAU (万人)	22
图 44: Crazy Maple Studio 的营收和净利润 (亿元)	23
图 45: 部分选项需要花费道具才能选择	23
图 46: 观看广告可以免费获取道具福利	23
图 47: 《Chapters》全球 iPhone 排名 (2020.5.24)	24
图 48: 2019 境外数字阅读及广告服务收入的来源结构	24
图 49: 三款头部互动小说游戏在美国 iPhone 畅销榜的排名推移	24
图 50: chapters 分类别的作品数量 (种)	25
图 51: chapters 分类别的观看次数 (万次)	25
图 52: 中文在线联合出品电视剧《天盛长歌》	28
图 53: 中文在线联合出品电视剧《新白娘子传奇》	28
图 54: 公司教育业务的营收及其增速	28
图 55: 2018-2019 公司教育业务的成本结构	28
表 1: 长音频平台的主要内容提供商	13
表 2: 2020 年 17K/四月天的作者福利体系	18
表 3: 青训学院的课程设置	19
表 4: 中文在线的内容分发渠道	21
表 5: 鸿达以太的主要有声资源	26
表 6: 鸿达以太的部分作品在三大平台的播放量 (次, 截至 2020.6.9)	26
表 7: 17K 原创文学 IP 改编的部分影视剧	27
表 8: 17K 正在改编的部分原创文学作品情况	27
表 9: 中文在线助力全国各地“停课不停学”	29

近日长音频赛道风云起，4月腾讯音乐TME正式发布了长音频战略，随后酷我音乐推出全声态音频平台“酷我畅听”APP；6月字节跳动推出有声阅读平台“番茄畅听”。本篇报告着眼于长音频与在线阅读行业的近期变化，第一部分分析我国长音频市场的增长空间，互联网巨头入局对市场竞争格局的影响，以及长音频平台与上游CP方的情况；第二部分研究头部数字阅读与有声内容提供商——中文在线。

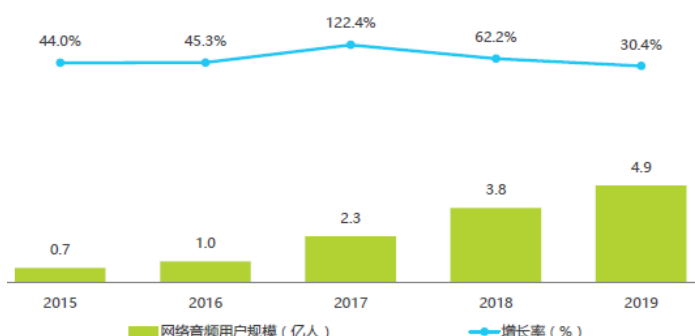
一、长音频赛道风云起，利好上游 CP 方

（一）市场空间：智能播放设备打开长音频全应用场景

腾讯音乐和字节跳动在这个时点入局长音频赛道，正是因为长音频市场有着巨大的增长潜力，未来智能播放设备将大幅拓展长音频产品的应用场景。

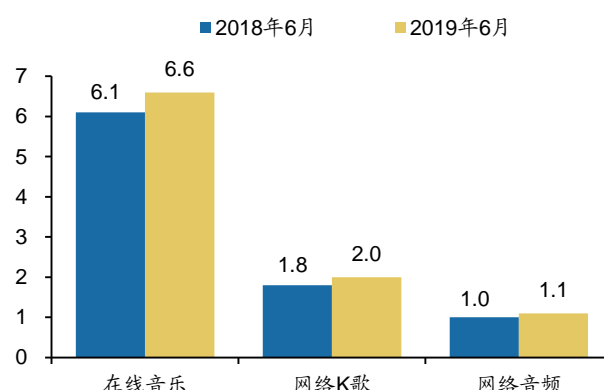
根据艾瑞咨询，2019年我国网络音频行业的用户规模为4.9亿人，约占全国网民的54%（根据CNNIC，截至2020年3月我国网民规模为9.04亿人）；根据Quest Mobile，2019年6月我国在线音频APP的MAU合计为1.1亿人，约占全国移动互联网月活跃用户总数的9.7%，渗透率明显低于在线音乐APP和网络K歌APP。

图 1：2015-2019年中国网络音频的用户规模及其增速



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图 2：中国移动音乐细分行业的MAU（亿人）

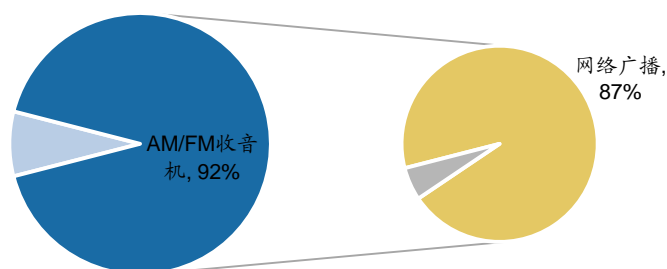


数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

对比美国，我国网络音频的渗透率明显偏低，原因其一在于美国人基本形成音频消费习惯、传统广播的接触率远超中国，其二在于美国智能音箱、车载音箱等智能播放设备的渗透率明显高于中国。

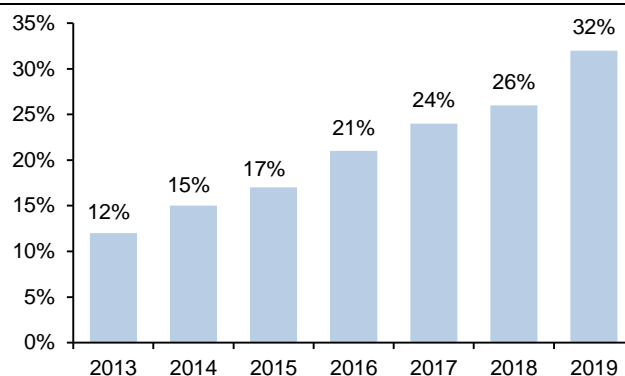
根据Nielsen数据，2019年网络广播在18岁以上美国人的普及率估计超过86%，具体来说AM/FM收音机在18岁以上美国人的普及率达到92%，其中每周有超过94%的传统广播听众会收听附属的网络电台。根据Edison Research和Triton Digital发布的《Infinite Dial 2019》，2019年超过一半的美国人（12岁以上，下同）表示至少收听过一次播客，32%的美国人每月收听播客，22%的美国人每周收听播客。

图 3：2019年网络广播在美国的普及率



数据来源：Nielsen，广发证券发展研究中心

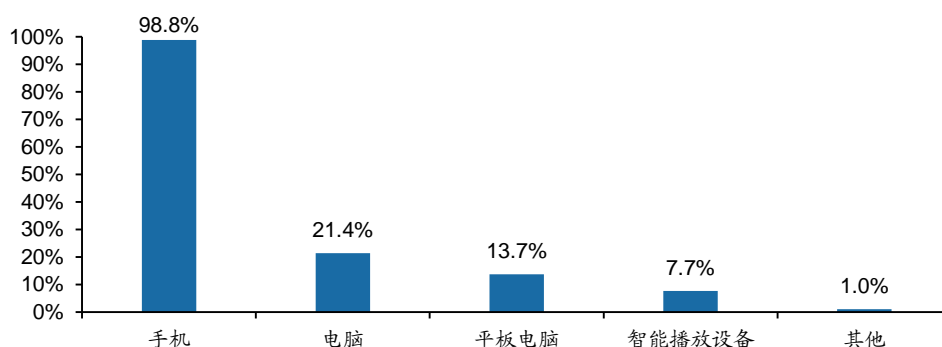
图 4：美国每月收听播客的人数占比



数据来源：Edison Research，Triton Digital，广发证券发展研究中心

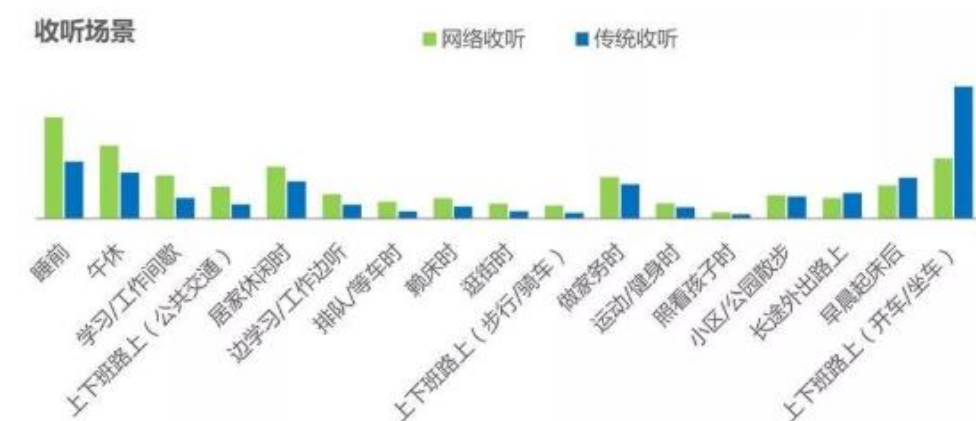
我国在线音频的增长空间主要来自智能设备打开的全应用场景。根据PodFest China的调研数据，2020年98.8%的中文播客听众主要通过手机收听播客，仅有7.7%的听众通过智能播放设备收听播客。但是在移动端，一方面音频产品难以与短视频、直播等视听产品争夺用户时长，另一方面长音频产品仍然需要手动操作来播放和切换；事实上，长音频产品的渗透率提升空间在于“陪伴”属性，如果能够通过智能播放设备解放听众的双手，那么用户在驾驶、运动、家务等活动场景就可以叠加收听长音频产品。（1）车载场景：5G商用和车联网技术的推广使得网络音频的使用体验逐渐赶超传统广播。（2）全应用场景：根据PodFest China的调研数据，92%的听众在收听节目被打断后会在下一个方便的时候继续收听，通过断点续播功能用户可以在不同场景、不同设备间实现无缝衔接地收听，此时平均内容时长较长的长音频产品能够有效提升用户粘性。

图 5：中国听众收听播客的主要使用设备（可多选）



数据来源：PodFest China，广发证券发展研究中心

图 6：2018年中国广播用户网络收听和传统收听的场景分布

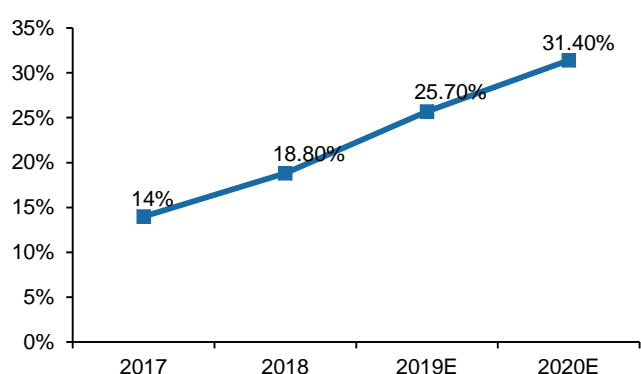


数据来源：Nielsen，广发证券发展研究中心

目前网络音频在车载场景的使用痛点主要包括网络传输信号欠佳、车载音箱的交互功能较弱。根据艾瑞咨询的调研数据，62%的车载音频用户在收听网络音频时遇到过“信号不好，音频时断时续”的问题，56%的用户认为“在切换节目内容等操作上不便”。基于车联网技术的汽车中控系统通过应用预装、投屏映射等方式收听网络音频，支持并优化语音交互操作，同时5G商用为车载音频提供了高速率的网络传输环境。考虑到在线音频平台的内容提供者及产品丰富性远超传统广播，预计车载场景中网络音频的使用体验将逐渐赶超传统广播。

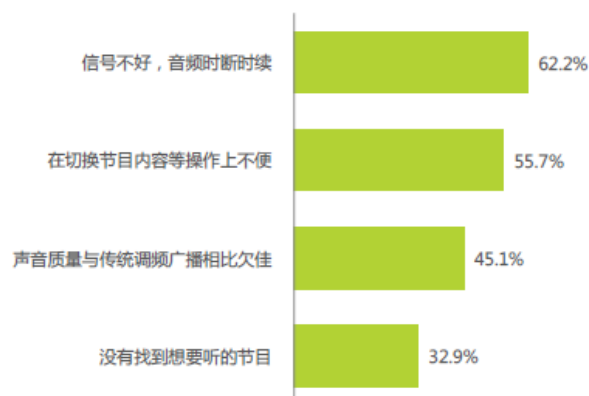
根据赛立信媒介研究的测算，2018年我国智能车载音频的普及率达到18.8%，预计2020年联网车载信息服务终端的新车装配率将达到60%以上，而智能车载音频的普及率将达到31.4%。

图 7：2017-2020年中国智能车载音频的普及率



数据来源：赛立信媒介研究，广发证券发展研究中心

图 8：2018年中国车载音频用户开车时收听网络音频遇到的问题



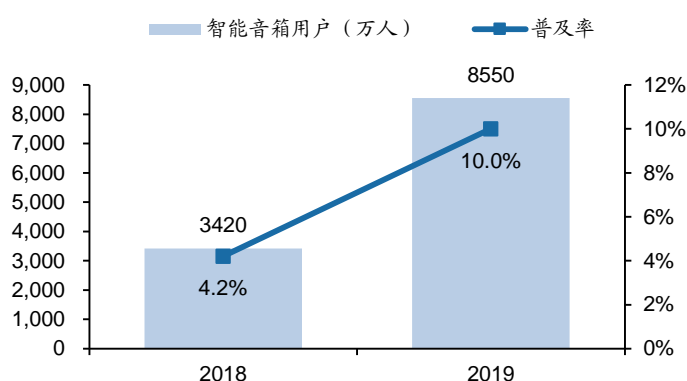
数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

目前智能音箱的使用痛点主要包括智能操纵系统的语音识别功能较弱、智能硬件的播放音质偏差。根据艾瑞咨询的调研数据，分别有44%的智能音箱音频用户遇到过“语音识别系统不稳定”、“系统不能够识别以及错误识别”的系统问题，分别有38%、38%、31%的用户遇到过“播放过程中有噪音”、“播放过程中音频断断续续”的问题。

续”、“播放音质效果差”的音质问题。智能音箱产品现存的诸多缺陷是由于我国仍处于市场培育阶段，预计随着智能语音系统和音频播放智能硬件的逐步成熟，智能音箱将驱动长音频的全应用场景。

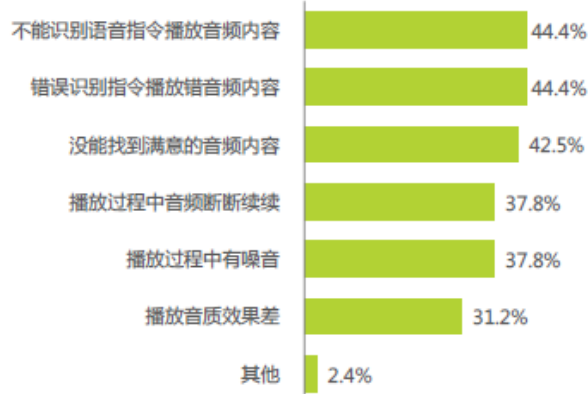
根据奥维云网，2019年我国智能音箱的销售量为3682.2万台，同比增长126.6%。根据eMarketer的测算，2018年中国拥有3420万智能音箱用户、在全国网民中的普及率为4.2%，预计2019年智能音箱用户数量达到8550万人、普及率约为10%。

图 9：2018-2019年中国智能音箱的用户数量和普及率



数据来源：eMarketer，广发证券发展研究中心

图 10：2018年中国智能音箱用户收听音频遇到的问题

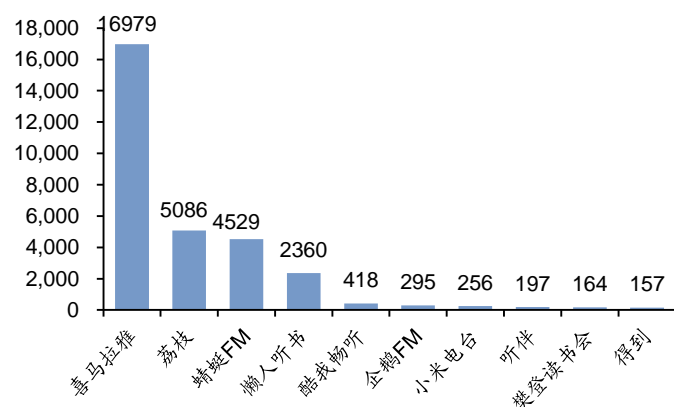


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（二）TME、字节跳动入局长音频，商业模式二分化

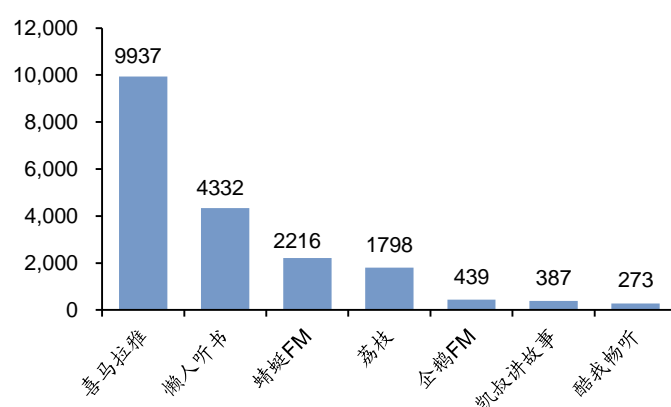
我国头部的4个长音频平台分别是喜马拉雅、荔枝、蜻蜓FM、懒人听书，其覆盖的独立设备数和MAU都遥遥领先其他平台。根据艾瑞指数，2020年4月喜马拉雅的独立设备数接近1.7亿台/月，荔枝的独立设备数超过5000万台/月，蜻蜓FM的独立设备数超过4500万台/月，懒人听书的独立设备数超过2300万台/月，排在第五位的酷我畅听仅覆盖418万台/月。根据易观千帆，2020年5月喜马拉雅的MAU为9937万人，懒人听书的MAU为4332万人，蜻蜓FM的MAU为2216万人，荔枝的MAU为1798万人，排在第五位的企鹅FM仅有439万人。

图 11：2020年4月长音频APP的独立设备数（万台）



数据来源：艾瑞指数，广发证券发展研究中心

图 12：2020年5月长音频APP的MAU（万人）

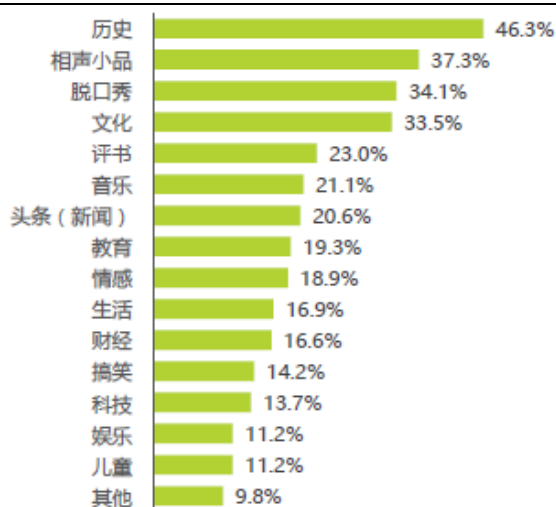


数据来源：易观千帆，广发证券发展研究中心

长音频市场的增长潜力吸引了各方互联网公司入局。

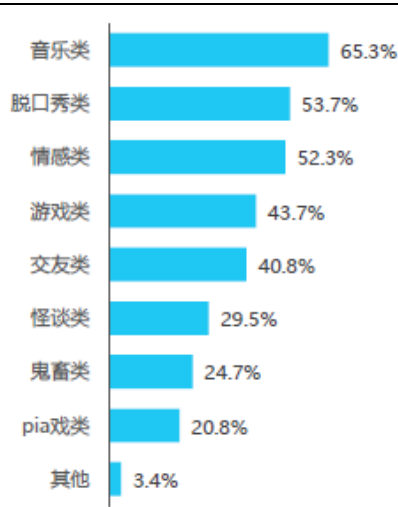
1.在线音乐平台与长音频产品在音乐类内容和用户资源方面具有协同性。根据艾瑞咨询,有21.1%的网络音频用户偏好音乐类音频节目,有65.3%的用户偏好音乐类音频直播。因此QQ音乐在音乐馆新增一级目录“听书”,为平台上的用户提供音乐节目、相声曲艺、有声书、亲子教育、情感生活等长音频产品;酷我音乐推出了综合性长音频平台“酷我畅听”,借助酷我音乐的音乐人资源和阅文的有声书资源提供全品类的长音频产品。网易云音乐APP通过“电台”板块提供长音频节目,通过“直播”板块提供音频直播服务;同时推出了“LOOK直播”APP主打音乐类音频直播。

图 13: 2019年中国网络音频用户偏好的音频节目类型



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 14: 2019年中国网络音频用户偏好的音频直播类型



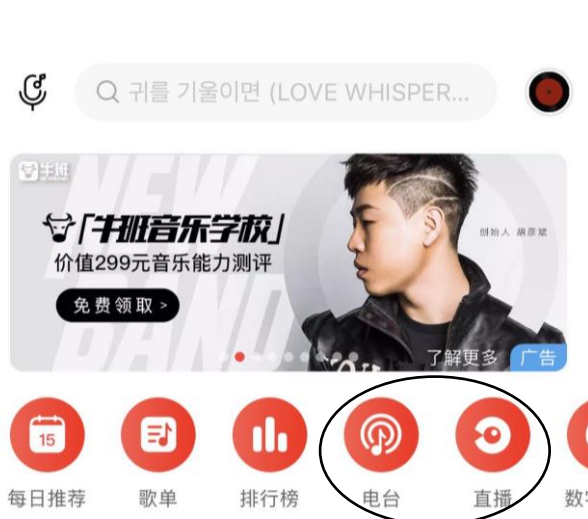
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 15: QQ音乐APP首页的长音频内容入口



数据来源: QQ音乐, 广发证券发展研究中心

图 16: 网易云音乐APP首页的长音频内容入口



数据来源: 网易云音乐, 广发证券发展研究中心

2.视频直播平台与音频直播的产品类型相似，在技术框架和用户渠道方面具有协同性。斗鱼在“语音互动”以及“语音直播”板块提供电台、陪玩派单、交友等音频直播服务。

3.字节跳动与长音频产品在内容和用户资源方面具有协同性。一方面今日头条APP内置的小说板块提供了有声书产品，另一方面字节跳动推出了有声阅读平台“番茄畅听”APP，番茄畅听的版权来自今日头条旗下的番茄免费小说APP，采用AI真人主播生产对应的有声读物。

图 17：斗鱼APP的音频直播入口



数据来源：斗鱼，广发证券发展研究中心

图 18：字节跳动推出的有声阅读平台——番茄畅听



数据来源：番茄畅听，广发证券发展研究中心

我国长音频赛道逐渐走向百花齐放。从产品矩阵来看，喜马拉雅、荔枝、蜻蜓FM、酷我畅听、网易云音乐和酷狗音乐都同时提供音频直播，以及有声书、相声评书、知识付费、亲子教育等长音频节目；懒人听书和QQ音乐只提供长音频节目，番茄畅听仅提供有声书；LOOK直播、斗鱼、映客、克拉克拉只提供音频直播服务。

从盈利模式来看，音频直播主要通过听众打赏获得收入，以侧重音频直播板块的荔枝为例，2019年荔枝99%的营业收入来自于听众购买虚拟礼物。长音频节目主要通过听众订阅/会员付费以及广告营销获得收入，根据蜻蜓FM首席运营官肖轶在公开采访中披露的数据，2018年蜻蜓FM有50%的收入来自于付费内容；根据《财新》的公开报道，2017年喜马拉雅超过一半的营收来自于知识付费。

从核心竞争力来看，音频直播主要是UGC模式，平台的核心竞争力在于用户/主播规模和底层技术（底层技术能够提升内容质量、并匹配用户与主播）；长音频节目主要是PGC模式，平台的核心竞争力在于优质内容，因此各方互联网玩家入局长音频赛道，利好产业链上游的内容提供商。

图 19：长音频市场的主要参与者及其提供的产品

平台类型	主要参与者	音频直播	有声书	相声评书	NEWS 知识付费	亲子教育
长音频平台	喜马拉雅	√	√	√	√	√
	荔枝	√	√	√	√	√
	蜻蜓FM	√	√	√	√	√
	酷我畅听	√	√	√	√	√
	懒人听书	√	√	√	√	√
	番茄畅听	√	√	√	√	√
音乐平台	QQ音乐	√	√	√	√	√
	网易云音乐	√	√	√	√	√
	酷狗音乐	√	√	√	√	√
直播平台	克拉克拉	√				
	LOOK直播	√				
	斗鱼	√				
	映客	√				
盈利模式		用户打赏	节目订阅/会员付费/广告营销			
内容生产模式		UGC	PGC			

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）风口利好上游内容提供商

拆分长音频行业的产业链，一方面下游智能播放设备的普及打开了长音频产品的全应用场景，另一方面字节跳动、TME等互联网公司陆续推出长音频平台，使得产业链上游的有声书、评书相声、亲子教育等有声版权拓宽了分销渠道。

图 20：我国长音频行业的产业链



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

从长音频行业的内容端来看，除了以UGC模式为主的荔枝和直播平台，其他平台大

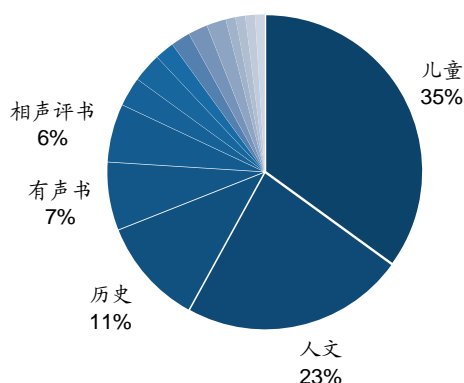
多通过与传统出版机构、网络文学平台合作获取有声书版权，通过签约自媒体大咖生产知识付费、亲子教育等音频节目。统计2020年6月15日喜马拉雅的付费榜和订阅榜，付费榜Top100有35%属于儿童类、23%属于人文类、11%属于历史类，订阅榜Top100有29%属于有声书、19%属于个人成长类、12%属于人文类。

表 1：长音频平台的主要内容提供商

平台	内容提供商
喜马拉雅	阅文集团：战略投资方，提供旗下网络文学作品的有声改编权。
	VFine Music（音乐版权发行平台）：深度战略合作伙伴，提供 10 万首商用音乐授权。
	26 家出版机构：战略合作伙伴，协同开发音频产品。包括中信出版社、译林出版社等老牌出版社，磨铁图书、果麦文化、新经典文化、读客、博集天卷等知名民营出版社，以及香港联合出版集团、中原传媒集团等大型出版集团。
	自媒体大咖：马东、吴晓波、高晓松、蔡康永、李开复、陈志武、郭德纲、冯仑、龚琳娜、华少、黄健翔等。
	5000 家媒体：央视新闻、人民日报评论、新浪、福布斯、36 氪、三联生活周刊等。
荔枝	3000 多家品牌：阿里、百度、肯德基、杜蕾斯、欧莱雅等。
	新世相：深度合作。
蜻蜓 FM	名人：邀请马伊琍等阅读经典。
	央广之声（有声小说版权商）：2014 年与蜻蜓 FM 合并，获得了大量的有声小说资源。
	网络文学平台：2016 年与掌阅科技、酷听听书、朗锐数媒达成战略合作，2018 年与纵横文学达成战略合作，2020 年与中文在线达成战略合作。
酷我畅听 /TME	自媒体大咖：高晓松、蒋勋、梁宏达、张召忠等。
	2020 年阅文集团与 TME 达成战略合作，阅文将授权 TME 把阅文平台上的文学作品制作为长音频有声读物，双方可以在各自平台上面向全球发行这些有声作品。
懒人听书	阅文集团的子公司。
	上海译文出版社：独家上线《挪威的森林》、《且听风吟》等 9 部村上春树代表作的有声书，以及 E.B.怀特经典三部曲《夏洛的网》、《精灵鼠小弟》、《吹小号的天鹅》的有声书。
	新经典：独家上线三毛代表作《梦里花落知多少》、《万水千山走遍》的有声书等。
番茄畅听	字节跳动的子公司。

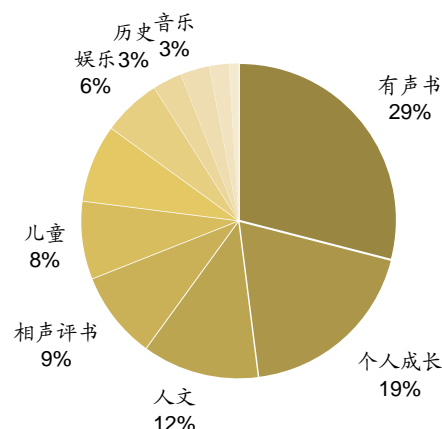
数据来源：公司官网，智通财经，36 氪，新浪科技，新京报，天眼查，亿欧网，出版商务网，广发证券发展研究中心

图 21：喜马拉雅付费榜Top100的类别分布



数据来源：喜马拉雅，广发证券发展研究中心

图 22：喜马拉雅订阅榜Top100的类别分布



数据来源：喜马拉雅，广发证券发展研究中心

二、中文在线：数字出版第一股，业绩迎来拐点

中文在线是国内最大的正版数字内容提供商之一，其主营业务版图由“文化+”和“教育+”两大部分组成。（1）在“文化+”板块，公司凭借17K小说网、汤圆创作、四月天文学网三个自有原创平台，以及直接与作家、版权机构签约的方式获取了海量的正版数字内容，通过自有平台和合作渠道（三大运营商、在线阅读平台等）开展数字阅读业务，以文学IP为核心通过授权、联合出品、自制等方式进行互动阅读产品、有声、影视、游戏、动漫等衍生品开发，同时构建了版权保护体系开展知识产权业务。（2）在“教育+”领域，公司以海量的数字教育内容资源为核心竞争力，开展教育阅读业务（主要产品为“书香中国”全民阅读平台、数字图书馆、“慧读”基础教育阅读平台）和教育服务业务（主要产品为数字教育出版综合服务平台）。

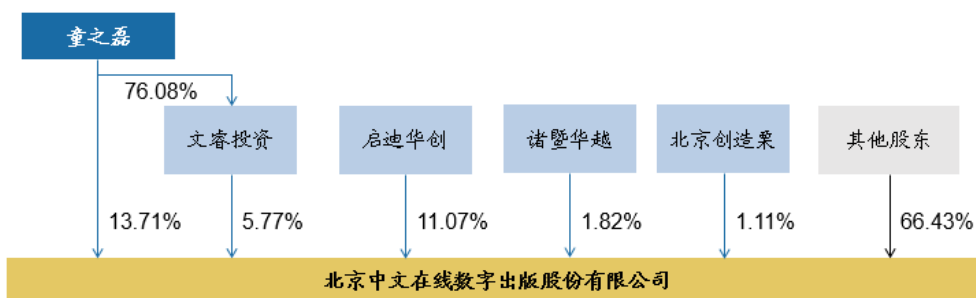
图 23：中文在线的业务版图



数据来源：中文在线财报，广发证券发展研究中心

中文在线于2015年1月在深圳证券交易所挂牌上市，是我国的“数字出版第一股”。公司的控股股东和实际控制人为童之磊先生，截至2020年Q1直接及间接持有公司19.48%的股权，童之磊先生是中文在线的创始人、现任公司董事长兼总经理；第二大股东启迪华创直接持有公司11.07%的股权。

图 24：中文在线的股权结构（截至2020年Q1期末）

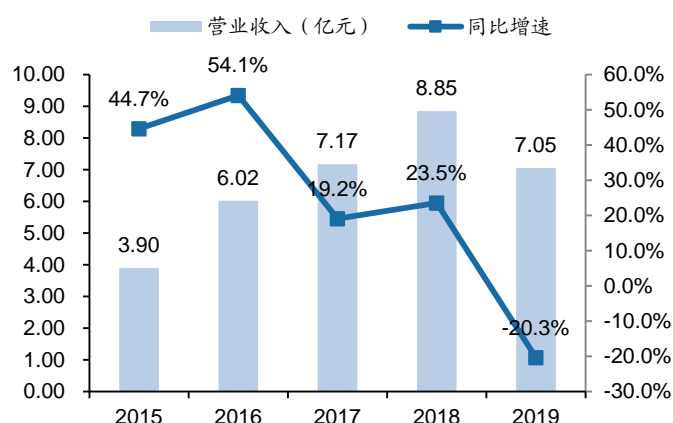


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2018-2019年，公司连续两年呈现亏损态势，主要是因为游戏相关业务和影视相关业务受到政策影响经营情况恶化，仅游戏子公司晨之科一项，2018年对公司合并净利润的影响为-11.75亿元，2019年的影响为-2.79亿元，目前公司已经终止晨之科的现有业务，并且无计划开展基于晨之科目前资产的新业务。

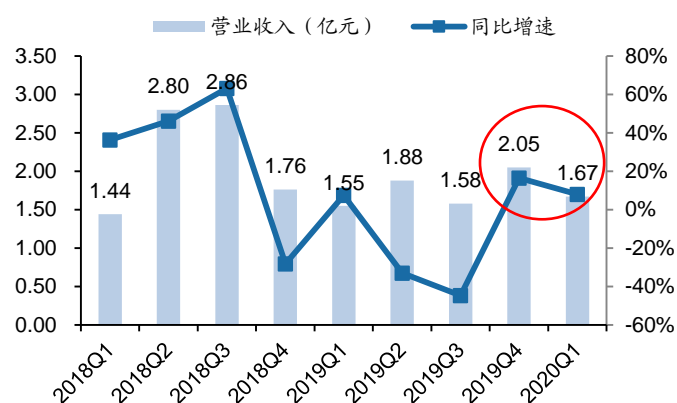
自2019年Q4，公司的营业收入开始止跌回升；2020年Q1公司实现正向盈利，这是因为公司剥离了晨之科等亏损业务，同时核心数字阅读业务受益于免费阅读平台的入局、海外游戏业务受益于新冠疫情的扩散。

图 25：2015-2019年中文在线的营收及其增速



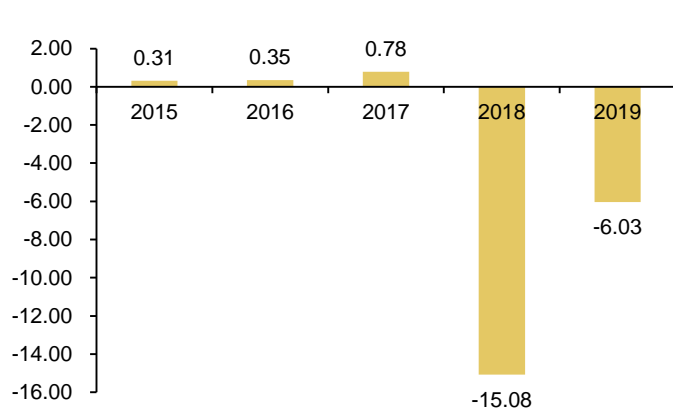
数据来源：中文在线财报，广发证券发展研究中心

图 26：2018-2020Q1中文在线单季度的营收及其增速



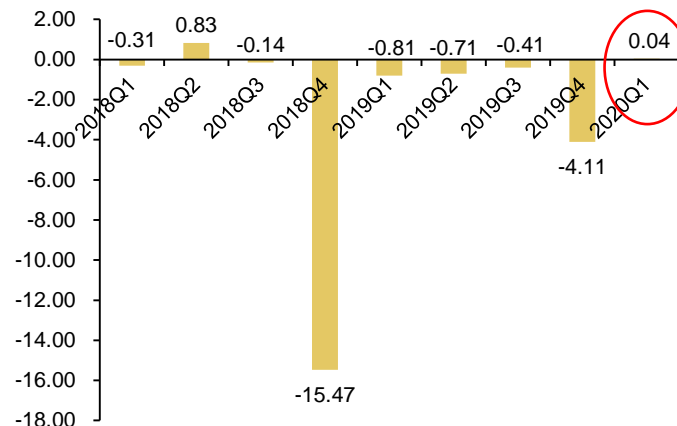
数据来源：中文在线财报，广发证券发展研究中心

图 27：2015-2019年中文在线的归母净利润（亿元）



数据来源：中文在线财报，广发证券发展研究中心

图 28：2018-2020Q1公司单季度的归母净利润（亿元）



数据来源：中文在线财报，广发证券发展研究中心

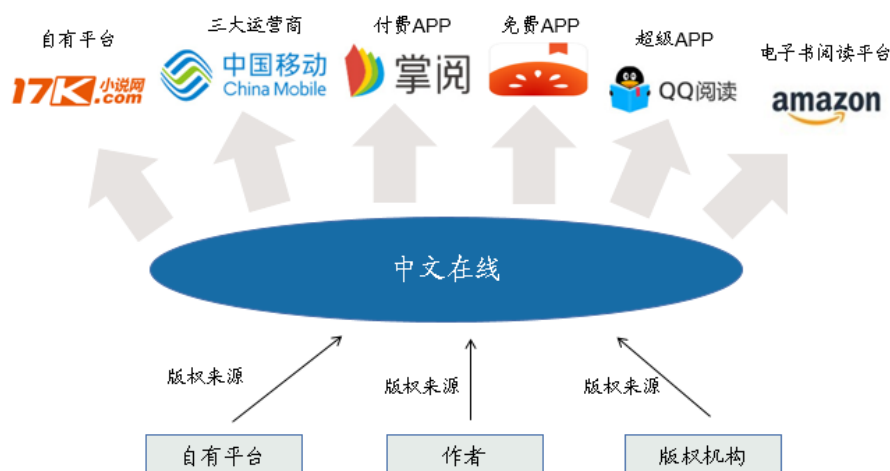
三、数字阅读业务：原创内容领跑行业，免费阅读模式带来增量

（一）内容为王，聚合海量版权与分销渠道

中文在线的数字阅读业务以数字版权内容为核心。在版权内容的获取端，公司一方面通过自有原创平台聚集海量作者源源不断地产出网络文学作品，另一方面建立了传统出版作品的采购网络，直接向出版机构和作家采购数字版权。截至2019年底，公司累计拥有超400万种的数字内容版权：（1）公司旗下的17K小说网、汤圆创作、四月天文学网三大原创平台覆盖了370万驻站作者，17K小说网（原名“一起看小说网”）创建于2006年，是我国最早成立的原创网络文学网站之一，以男频向作品为主；四月天文学网创建于2007年，是我国最早成立的女频向原创网络文学网站之一；汤圆创作成立于2014年，是我国首家移动端的读写社交平台，主要面向95后及00后的读者和作家群体。（2）公司已经与600多家版权机构达成合作，签约了2000多位知名作家，例如巴金、余秋雨、二月河、周梅森、刘慈欣等。

版权内容的分销渠道可以分为公司的自有渠道（17K小说网、汤圆创作、四月天小说网等）和合作渠道。合作渠道主要包括：（1）三大运营商旗下的阅读平台——中国移动咪咕阅读、中国电信天翼阅读、中国联通沃阅读；（2）主流的付费阅读APP——QQ阅读、掌阅、书旗小说等；（3）主流的免费阅读APP——米读小说、七猫免费小说、番茄免费小说等；（4）超级APP——百度、爱奇艺、微信、QQ、支付宝、今日头条等；（5）电子书阅读平台——亚马逊等。在经营资质和内容安全方面，公司拥有《网络出版服务许可证》、《出版物经营许可证》、《网络文化经营许可证》、《广播电视节目制作许可证》、《电信与信息服务业务经营许可证》、《增值电信业务经营许可证》、《复制经营许可证》等各项经营资质。公司的内容安全审核能力受到业内各方的认可，已经连续10年以上作为咪咕阅读、天翼阅读、沃阅读的内容审核执行方。

图 29：中文在线数字阅读业务的商业模式

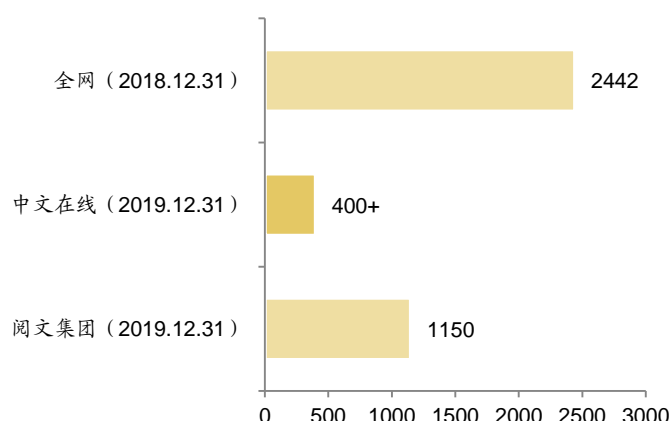


数据来源：广发证券发展研究中心

（二）核心竞争力：建立网文创作生态闭环，内容储量领跑行业

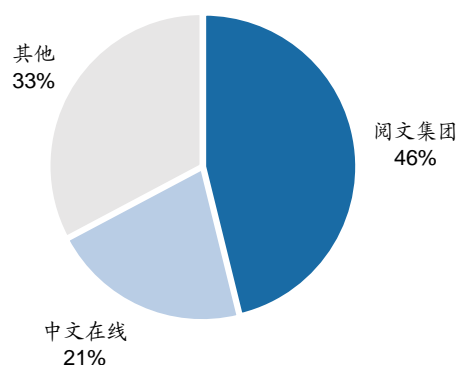
中文在线的原创网文储量位居行业的第二名。从集团层面来看，根据中国音像与数字出版协会发布的《2018中国网络文学发展报告》，2018年全国的网络文学作品累计达到2442万部，根据中文在线2019年报，公司拥有超过400万种数字内容；2018年全国共有网络文学创作者1755万，其中阅文集团拥有约770万作家、约占全国网文作家的46%，中文在线平台拥有超过370万网络原创驻站作者、约占全国网文作家的21%。从网站层面来看，目前我国原创网文储量超过100万部的网站仅有起点中文网、晋江文学城、17K小说网（包含四月天小说网）3个平台。

图 30：我国网络文学作品的累计数量（万部）



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 31：2018年我国网络文学创作者的数量占比



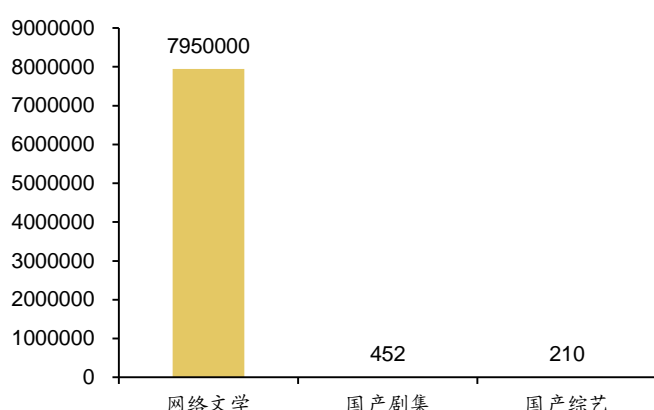
数据来源：阅文集团年报，中文在线年报，中国音像与数字出版协会，广发证券发展研究中心

中文在线的核心竞争力在于公司已经完成搭建原创网络文学的创作生态闭环，壁垒在于其他后进入者难以通过资本快速搭建内容生态，必须通过持续累积形成收支平衡的内容生产与盈利生态。

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。

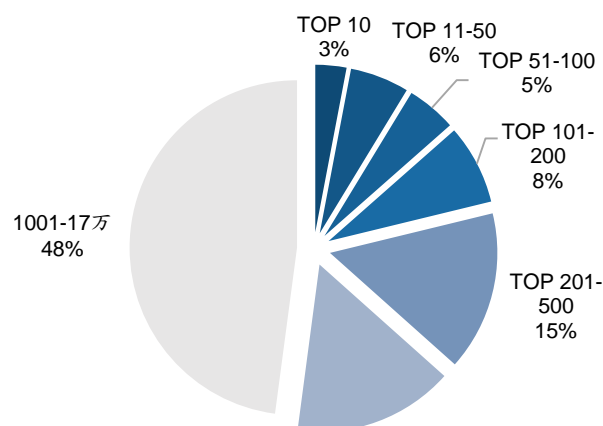
第二，网络文学的头部集中度相对偏低，因此难以通过采购头部作家撬动平台用户。以掌阅为例，我们抽样统计了掌阅APP上的18万种作品，其中TOP10作品的人气占全平台人气总和的3.0%，TOP100作品的人气占比为13.5%，这说明以资本力量挖掘原创网文平台的几名头部作家，能够撬动的平台人气值比较有限。

图 32：2018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

图 33：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

在内容生态的生产端，17K给予签约作者一定的保底收入和充足的绩效激励。（1）保底收入：保底分成签约作品可获得15-1000元/千字的保底稿酬，保障全勤签约作品如果满足一定的更新条件、每月可获得1500元或2500元的全勤保障金。（2）分成收入：分成签约作品可获得自平台销售收入的50%或70%、打赏礼物收益的50%、其他渠道净收益的50%。

表 2：2020年17K/四月天的作者福利体系

具体条款		
稿酬	买断签约	买断稿酬：15-1000 元/千字（税前）
	保底分成签约	保底稿酬：15-1000 元/千字（税前）。
	分成签约	自平台销售收入（销售收入=订阅+包月收入）的 50%分成；如果当月 VIP 字数更新≥6 万字，额外获得自平台销售收入的 20%分成。
保底收入	上架保障金	保障全勤签约作品上架后，可获得一次性奖励 1000 元。
	全勤保障金	保障全勤签约作品（不包括买断/保底签约作品），VIP 字数日更新≥4000 字且月更新≥15 万字，当月可获得 1500 元；VIP 字数日更新≥8000 字且月更新≥25 万字，当月可获得 2500 元。
道具分成	礼物打赏	所有签约作品（授权销售作品除外）可获得礼物等值 50%的分成收益。
	其他道具	所有签约作品（授权销售作品除外）可获得“红包”K 币收入的 80%折算为人民币。
渠道分成	渠道奖励金	保障全勤和电子分成签约作品（授权销售作品除外）可获得全渠道收益的 50%（扣除渠道运营成本）。
激励奖励	完本续约奖	保障全勤签约作品完本两个月内，新书继续与本站签约，在新书满 20 万字并上架后可获得一次性奖励 500/1500/2500 元（17K 主站）、500/1000 元（四月天）。
	其他奖金	保障新秀福利，保障新星福利，推荐票奖励，销售冠军奖等。

数据来源：17K 中文网，广发证券发展研究中心

在内容生态的收益端，公司经过多年积累了海量的优质数字内容资源和销售渠道，通过框架协议等模式向各大阅读平台稳定输送内容，并获取源源不断的现金流入。同时，公司凭借经验丰富的编辑团队不断挖掘并培养平台上具有潜力的新作品，具体措施包括开办“网络文学大学”、提供码字软件“小黑屋”等。目前网络文学大学青训学院的全部课程均为免费提供的，其中基础课程以网文初级理论学习为主，

手速课程是2020年首发的原创课程、将由三位行业资深编辑分享讲解写作过程中遇到的实际问题，技能课程以理论学习与课堂训练为主。

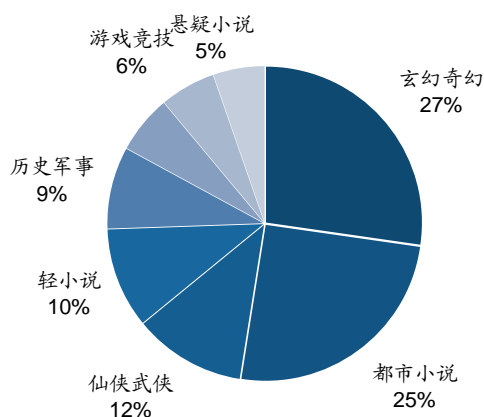
表 3：青训学院的课程设置

课程名称	课程提纲
青训营基础课	网络文学入门常识（10 课时）
青训营手速课	理论课程（5 课时） 手速特训（4 课时）
青训营技能课	创作技巧（12 课时） 创作通用（12 课时） 大神私家创作技能分享（3 课时） 直播讨论与点评（3 课时）

数据来源：网大公开课服务号，广发证券发展研究中心

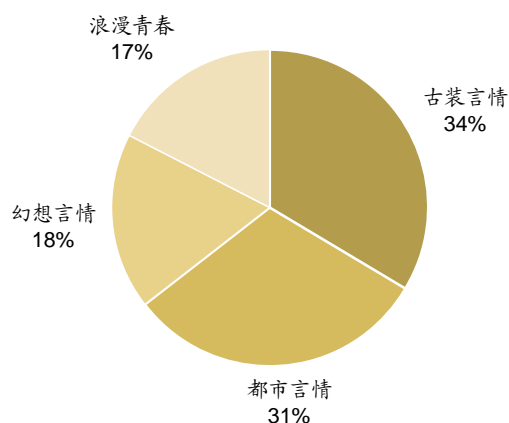
分析17K头部作品的画像，分别统计17K全站男频和女频点击量排名前一万的作品。从作品类型来看，男频作品以玄幻奇幻、都市小说为主，分别占比27%和25%；女频作品以古装言情、现代言情为主，分别占比34%和31%。

图 34：17K男频月点击量前1万作品的类型分布（2020.6.2）



数据来源：17K 官网，广发证券发展研究中心

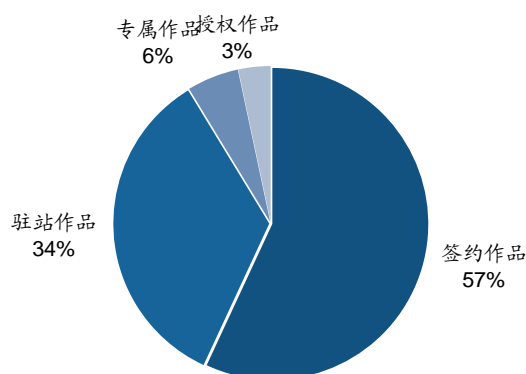
图 35：17K女频月点击量前1万作品的类型分布（2020.6.2）



数据来源：17K 官网，广发证券发展研究中心

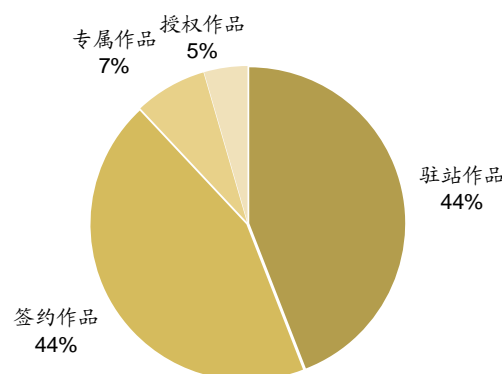
从签约情况来看，头部男频作品的签约比例更高。点击量排名前一万的女频作品中有57%已与网站签约，剩余34%为驻站作品；点击量排名前一万的女频作品有44%已与网站签约，剩余44%为驻站作品。

图 36: 17K男频月点击量前1万作品的签约情况
(2020.6.2)



数据来源: 17K 官网, 广发证券发展研究中心

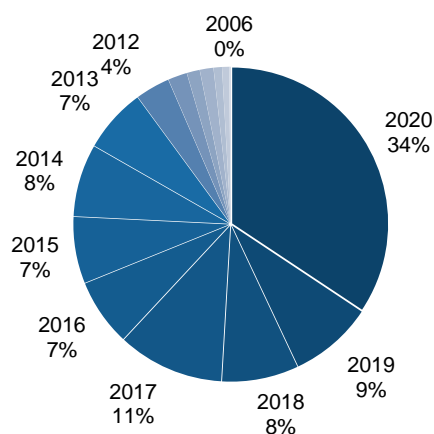
图 37: 17K女频月点击量前1万作品的签约情况
(2020.6.2)



数据来源: 17K 官网, 广发证券发展研究中心

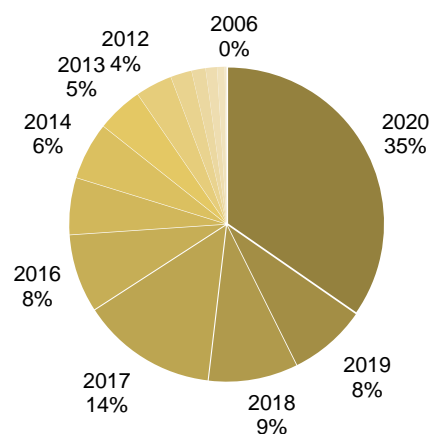
从作品的更新年份来看,男频与女频的差异较小。点击量排名前一万的作品约有35%曾在今年更新,约有50%曾在3年内更新,剩余约50%的作品最新更新时间在2017年及以前,这说明头部网文作品的生命周期较长。

图 38: 17K男频月点击量前1万作品的更新年份占比
(2020.6.2)



数据来源: 17K 官网, 广发证券发展研究中心

图 39: 17K女频月点击量前1万作品的更新年份占比
(2020.6.2)



数据来源: 17K 官网, 广发证券发展研究中心

(三) 分发渠道: 免费阅读平台打开增量空间

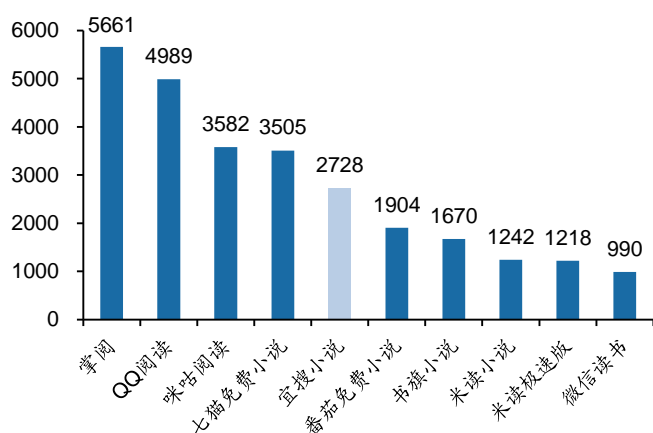
中文在线基本覆盖了国内所有主流的阅读平台,具体包括自有渠道、三大运营商的阅读平台、主流付费阅读平台、主流免费阅读平台、超级APP的阅读板块、电子书销售平台。根据易观千帆,2020年4月MAU排名前10的综合阅读APP,有9款APP均接入了中文在线旗下的内容;2020年4月MAU超过3亿人的超级APP,其中QQ、爱奇艺、百度、今日头条、QQ浏览器、WiFi万能钥匙通过APP的阅读板块接入中文在线的内容,微信、支付宝通过小程序接入了中文在线的内容。

表 4: 中文在线的内容分发渠道

渠道	具体平台
自有渠道	17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作 APP 等
三大运营商的阅读平台	咪咕阅读、天翼阅读、沃阅读
付费阅读平台	QQ 阅读、掌阅、书旗小说、微信读书等
免费阅读平台	米读小说、七猫免费小说、番茄免费小说等
超级 APP	QQ (小说频道)、支付宝 (书旗小说小程序)、百度 (小说频道)、爱奇艺 (文学频道)、微信 (微信读书小程序) 等
电子书销售平台	亚马逊等

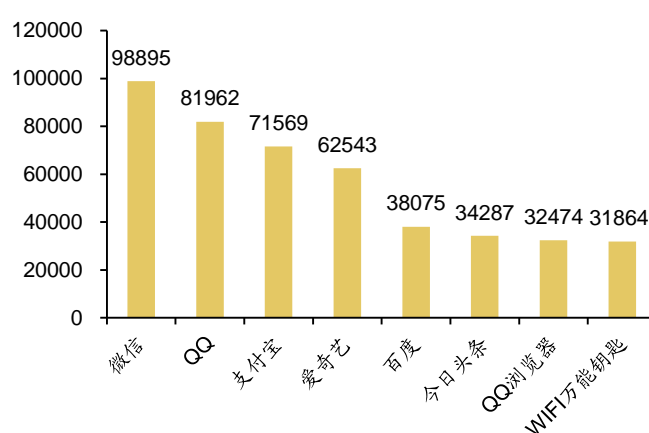
数据来源: 中文在线年报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 40: 2020年4月在线阅读APP的MAU (万人)



数据来源: 易观千帆, 广发证券发展研究中心

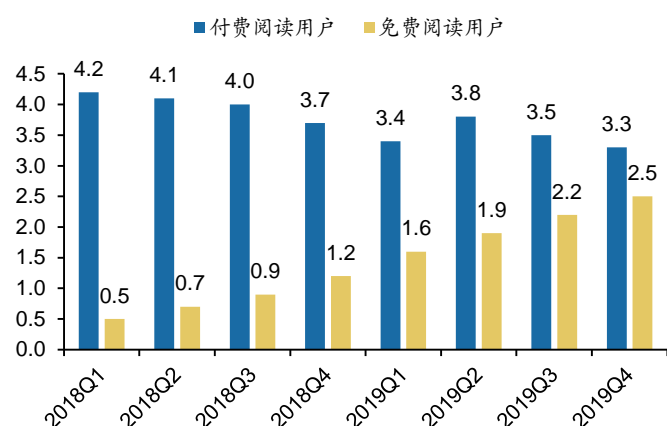
图 41: 2020年4月超级APP的MAU (万人)



数据来源: 易观千帆, 广发证券发展研究中心

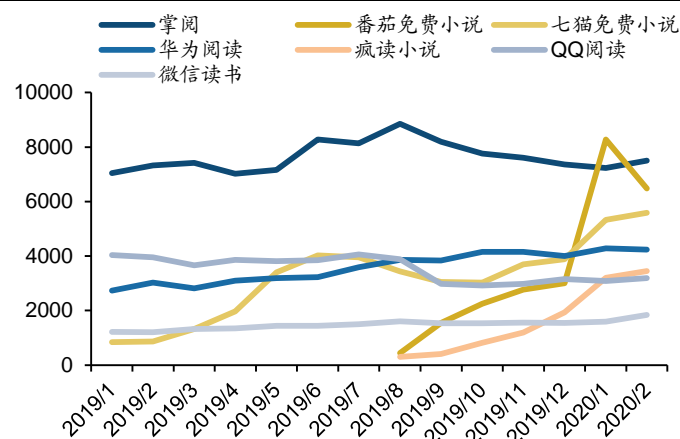
免费阅读模式的兴起为在线阅读市场和中文在线的内容分发渠道打开了增量空间。2018年5月, 趣头条推出首款正版免费阅读APP——米读小说, 经过2个月时间的运营, 米读证明了“免费内容+广告展示”的盈利模式可以跑通, 其后字节跳动旗下的番茄小说、百度参股的七猫小说纷纷加入免费阅读赛道。根据Questmobile, 在线阅读行业的MAU从2018年9月的2.57亿人增长至2019年9月的3.58亿人, 其中免费阅读类APP的MAU合计达到1.04亿人; 从头部APP来看, 2020年4月我国MAU排名前7的在线阅读APP有3个为免费阅读APP, 排名依序为七猫免费小说、番茄免费小说和疯读小说, 对应的MAU分别为4514万人、4345万人、2429万人。

图 42: 中国数字阅读行业的用户规模 (亿人)



数据来源: 比达咨询, 广发证券发展研究中心

图 43: 头部在线阅读APP的MAU (万人)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

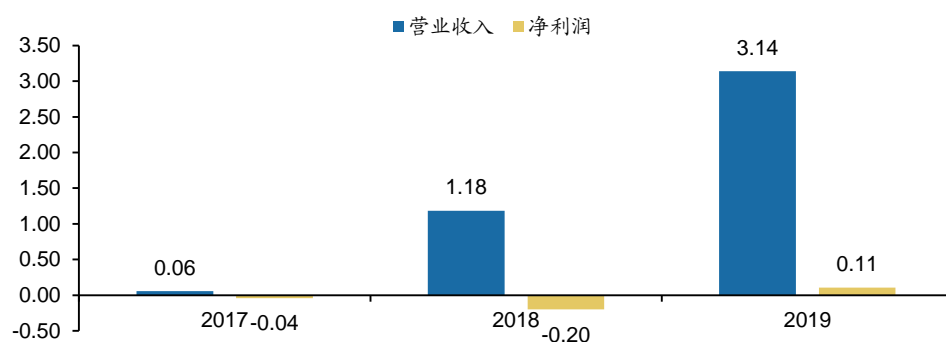
四、版权衍生业务: 出海互动阅读平台吸金, 有声内容拓宽销售渠道

中文在线以数字版权内容为核心, 通过授权、联合出品、自制等方式向产业链下游的“版权衍生开发”环节延伸, 公司开发的版权衍生产品主要包括: (1) 互动阅读产品; (2) 有声产品; (3) 影视剧。

(一) 互动阅读平台: 出海互动小说游戏稳定吸金, 存在内容壁垒

中文在线的互动阅读平台是指海外控股公司Crazy Maple Studio旗下的互动小说游戏《Chapters: Interactive Stories》。中文在线持有Crazy Maple Studio 51%的股权, 2018年Crazy Maple Studio的管理团队通过增资持有了另外49%的股权。2017年10月《Chapters》正式发布, 自2018年2月下旬进入美国iPhone Top Grossing榜单, 目前排名稳定在50名左右; 根据公司财报, Crazy Maple Studio的营业收入从2018年的1.18亿元增长至2019年的3.14亿元, 净利润从2018年的-0.20亿元增长至0.11亿元, 2019年《Chapters》成功实现盈利。

图 44: Crazy Maple Studio的营收和净利润（亿元）



数据来源：中文在线财报，广发证券发展研究中心

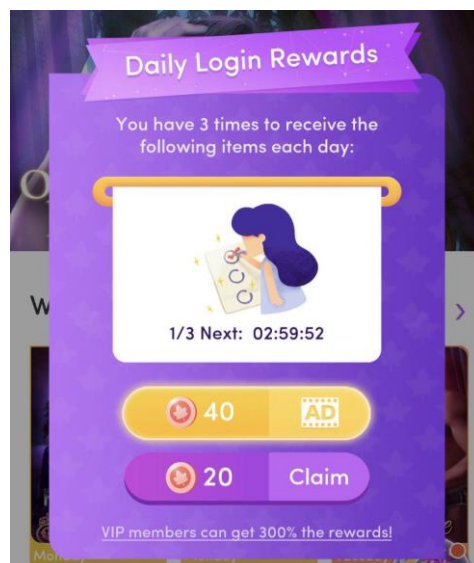
互动小说游戏是将文字作品通过漫画形象和文字对话的方式呈现，用户可以操控主角在一些关键节点做出选择，不同的选择会导致故事走向不同的结局。互动小说游戏的盈利点主要有两种：第一是道具充值，部分选项需要用户花费道具才能选择；第二是广告变现，用户通过观看广告可以免费获取道具。

图 45: 部分选项需要花费道具才能选择



数据来源：Chapters，广发证券发展研究中心

图 46: 观看广告可以免费获取道具福利



数据来源：Chapters，广发证券发展研究中心

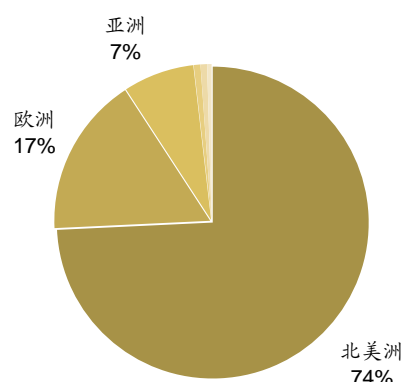
《Chapters: Interactive Stories》主要面向海外发行，根据Gamelook的报道，2019年3月《Chapters》首次登陆Sensor Tower的国产手游出海收入榜Top 30，其中美国地区的收入占比达到了70%，英国、加拿大的收入占比分别为8.8%、4.9%。根据公司对年报问询函的回复，2019年境外数字阅读及广告服务收入（主要是《Chapters》贡献的）有74%来自北美洲、17%来自欧洲、7%来自亚洲。

图 47: 《Chapters》全球iPhone排名 (2020.5.24)



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 48: 2019境外数字阅读及广告服务收入的来源结构



数据来源: 公司对年报问询函的回复, 广发证券发展研究中心

互动小说游戏的用户画像以女性为主, 根据Apptopia 2018年的研究报告, 美国互动小说游戏市场有78%的用户是女性, 满足了女性用户休闲、抒情的娱乐需求。

互动小说游戏属于角色扮演类游戏的一个细分类别, 目前有三款互动小说游戏稳定在美国iPhone畅销榜Top100, 分别为《Episode-Choose Your Story》(2013年发布)、《Choices: Stories You Play》(2016年发布)、《Chapters》(2017年发布)。根据Sensor Tower, 2020年4月《Episode》的新增下载量达到400万, 双平台月流水达到700万美元; 《Choices》的新增下载量达到80万, 双平台月流水达到700万美元; 而《Chapters》的新增下载量达到140万, 双平台月流水达到900万美元。头部互动小说游戏的生命周期较长, 且月流水稳定; 今年3月因新冠疫情在美国爆发, 各州政府纷纷下达“居家令”, 《Chapters》和《Episode》受益于此月流水和畅销榜排名显著提升。根据appannie, 5月24日《Chapters》在iPhone渠道排名美国畅销榜的第66位、互动小说游戏畅销榜的第2位, 在安卓渠道排名美国畅销榜的第71位、互动小说游戏畅销榜的第1位。

图 49: 三款头部互动小说游戏在美国iPhone畅销榜的排名推移



数据来源: appannie, 广发证券发展研究中心

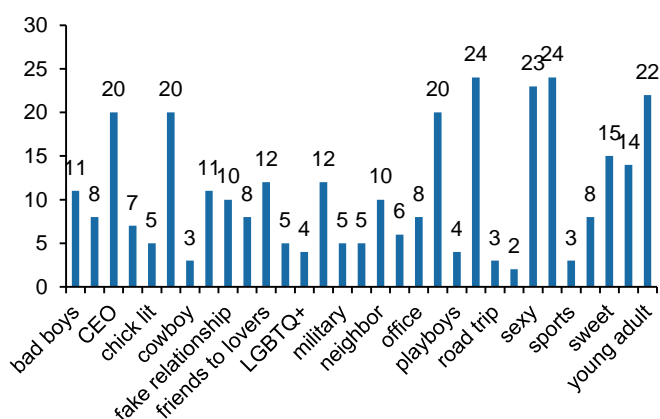
《Chapters》的核心竞争力在于丰富的好故事和引起消费欲望的产品体验。

内容方面，互动小说游戏需要针对目标用户群体不断地推出其感兴趣的故事。（1）公司通过与美国出版社、欧洲出版社的合作取得IP改编权；（2）公司在北美搭建了一个社区小说平台，目前平台上聚集了上万名作者，其中10%-20%的作者是长期活跃的，公司会将表现优异的作品改编为互动小说游戏；（3）根据独立出海联合体2019年采访Crazy Maple Studio的CEO贾毅，目前《Chapters》90%以上的内容来自本土作品，此外约有10%左右的内容来自中文在线旗下的知名版权，例如刘慈欣的《乡村教师》这类符合欧美玩家偏好的作品。《Chapters》面向17岁以上的用户，内容覆盖悬疑、浪漫、幻想等所有维度的流行题材，以“天”为更新单位、跨周更新。目前《Chapters》的产品库共有31个类别和332部作品，其中“simmering”和“red hot”标签下的作品数量最多，“red hot”和“CEO”标签下的作品观看次数最多，分别为453亿次和365亿次。

产品体验方面，互动小说游戏需要用户具备足够的“代入感”并吸引用户推进剧情。

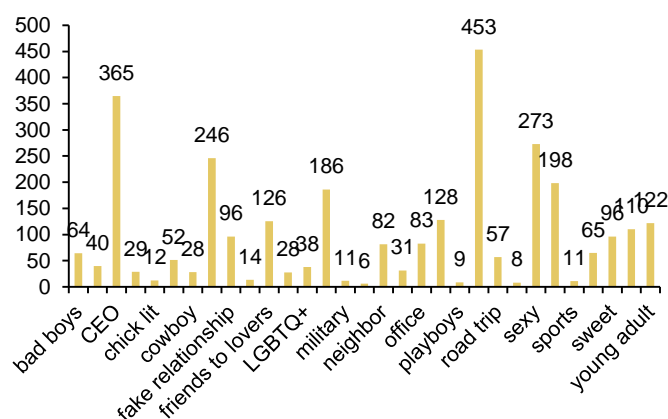
《Chapters》非常重视产品中矛盾冲突的密度，根据独立出海联合体2019年采访Crazy Maple Studio的CEO贾毅，团队内部遵循“五、三、一”原则，也就是每隔1分钟、3分钟、5分钟都要掀起或大或小的剧情冲突或高潮，由此吸引用户继续观看并花费道具来推进剧情发展。

图 50: chapters分类别的作品数量（种）



数据来源: chapters, 广发证券发展研究中心

图 51: chapters分类别的观看次数（万次）



数据来源: chapters, 广发证券发展研究中心

（二）有声内容：先发优势打造护城河，与蜻蜓 FM 达成合作

中文在线通过子公司鸿达以太开展长音频产品的相关业务。在存量方面，鸿达以太是国内最早的有声内容提供商之一，在先发优势的基础上经过24年的积累，目前拥有123万部集、28万小时的有声资源，类型涵盖评书、相声、畅销小说、原创小说、百家讲坛、管理课程、少儿作品等多个领域，特别是拥有单田芳等评书相声名家的独家有声版权，以及《修罗武神》等头部网络小说和出版作品的有声版权。在增量方面，鸿达以太与上市公司的数字阅读业务、影游衍生业务联动，不断开发新的热门有声产品，例如2019年新上线的影音联动作品《流浪地球》、《新白娘子传奇》、

《人民的名义》、《橙红年代》等，文音联动作品《万古第一神》、《归一》等，2020年与长江文艺出版社、北京人民广播电台三方合作打造的长篇历史小说作品《南宋王朝》即将在各大平台上线。

表 5：鸿达以太的主要有声资源

类型	主要资源
网络小说	善良的蜜蜂、风青阳、风御九秋、失落叶、骁骑校、酒徒、梦入洪荒等网络文学大神作品的有声书
出版作品	刘慈欣、周梅森、二月河、刘和平、洪昭光、星云大师等的出版作品的有声书
评书相声	单田芳、袁阔成、刘兰芳、连丽如、田占义、马三立、马季、李金斗等评书相声名家的作品

数据来源：中文在线年报，广发证券发展研究中心

鸿达以太凭借海量的独家有声内容形成护城河，成为喜马拉雅、蜻蜓FM、懒人听书、酷我音乐等长音频平台的主要内容提供方之一。截至2020年6月9日，鸿达以太旗下作品《少年药王》在蜻蜓FM的总播放量达到36亿次，在懒人听书的总播放量达到3亿次，在喜马拉雅的总播放量达到1.2亿次。

表 6：鸿达以太的部分作品在三大平台的播放量（次，截至2020.6.9）

作品	蜻蜓 FM	懒人听书	喜马拉雅
少年药王	36 亿	3 亿	1.2 亿
修罗武神	17.2 亿	1.2 亿	2656.2 万
茅山宗师	14.3 亿		5.2 万
龙血战神	14 亿	1098 万	105.2 万
混沌剑神	13.3 亿	3488 万	1436.6 万
网游之纵横天下	4.1 亿	1551 万	3759.1 万
龙纹战神	8.3 亿	5542 万	3803.1 万
万古仙穹	2 亿	1087 万	278.3 万
超级兵王	1.7 亿	1.3 亿	5722.1 万
炼神领域	1.6 亿	523 万	1.2 万

数据来源：喜马拉雅，蜻蜓 FM，懒人听书，广发证券发展研究中心

2020年5月8日中文在线发布公告，宣布与麦克风文化传媒签订了《战略合作协议》，本次合作使得鸿达以太的海量内容与蜻蜓FM的渠道能力强强联合，有利于公司进一步拓宽有声内容的变现渠道。麦克风文化传媒旗下拥有我国头部在线音频平台“蜻蜓FM”，根据公告内容，目前蜻蜓FM的用户规模超过4.5亿、生态月活跃度达到1.3亿、覆盖智能设备9000万台。根据合作协议：（1）中文在线将17K小说网、四月天文学网的数字版权授权作品授权给麦克风文化传媒；（2）麦克风文化传媒将享有著作权或已经取得合法有效完整授权的音频作品授权给中文在线，中文在线代理其音频作品在公司的合作渠道上进行销售；（3）麦克风文化传媒给予中文在线的音频作品推广资源等支持；（4）尝试在麦克风文化传媒平台开展AI主播专区联合运营模式。

（三）影视剧：数字阅读业务孕育 IP，与爱奇艺达成合作

中文在线的原创网络文学作品面向海量阅读用户、持续孕育IP，其中部分的头部IP已被改编为影视剧作品。例如骁骑校在2010-2011年在17K小说网连载的《橙红年代》，是17K小说网第一部点击量过亿的原创作品；其同名改编剧《橙红年代》由陈伟霆、马思纯、刘奕君领衔主演，于2018年在东方卫视和浙江卫视首播，并在腾讯视频、优酷视频、爱奇艺同步播出。

表 7：17K原创文学IP改编的部分影视剧

剧名	首播平台	首播时间	原著	完结时间
《倾城绝恋》	江苏卫视、陕西卫视	2013 年	《殇璃》	2009 年
《我的美女老师》	爱奇艺	2015 年	《我的美女老师》	2013 年
《我的狐仙老婆》	优酷视频	2017 年	《我的狐仙老婆》	2014 年
《我才不会被女孩子欺负呢》	优酷视频	2018 年	《我才不会被女孩子欺负呢》	2015 年
《橙红年代》	东方卫视、浙江卫视	2018 年	《橙红年代》	2011 年
《罪案心理小组 X》	搜狐视频	2018 年	《诡案追凶》	2016 年
《我的波塞冬》	芒果 TV	2019 年	《我的波塞冬》	2009 年

数据来源：17K 官网，百度百科，广发证券发展研究中心

目前，中文在线有多部原创IP正在改编中，例如骁骑校的《匹夫的逆袭》、酒徒的《家园》和《烽烟尽处》、血红的《巫颂》、解语的《沉鱼策》等，其中男频作品在17K主站的阅读人次均超过2000万人次，女频作品《沉鱼策》在17K的阅读人次也超过500万人次，读者基础较强，有望产出新的热门剧集。

表 8：17K正在改编的部分原创文学作品情况

作品	类型	阅读人次（万）	完结时间	作者
《巫颂》	仙侠武侠	9080	2009 年	血红
《家园》	历史军事	3274	2009 年	酒徒
《烽烟尽处》	历史军事	2041	2014 年	酒徒
《匹夫的逆袭》	都市小说	14411	2015 年	骁骑校
《沉鱼策》	古装言情	504	2019 年	解语

数据来源：17K 官网，广发证券发展研究中心

除了对外授权原创IP，中文在线也通过联合出品的方式参与影视衍生品的开发。目前，公司已成功联合出品《天盛长歌》、《橙红年代》、《新白娘子传奇》等电视剧，网络大电影《鬼吹灯之龙岭迷窟》。

2020年5月21日中文在线发布公告，拟与爱奇艺、青梧合资设立一家以影视制作、影视项目投资等为主营业务的公司“中文奇迹”，其中中文在线出资3000万元、持有中文奇迹30%的股权。达成本次合作后，爱奇艺或中文奇迹将加强向中文在线采购文学IP，同时中文奇迹将推进与中文在线联合策划和定制IP，进一步延伸中文在线旗下IP在影视产业链上的价值。

图 52: 中文在线联合出品电视剧《天盛长歌》



数据来源: 新浪网, 广发证券发展研究中心

图 53: 中文在线联合出品电视剧《新白娘子传奇》

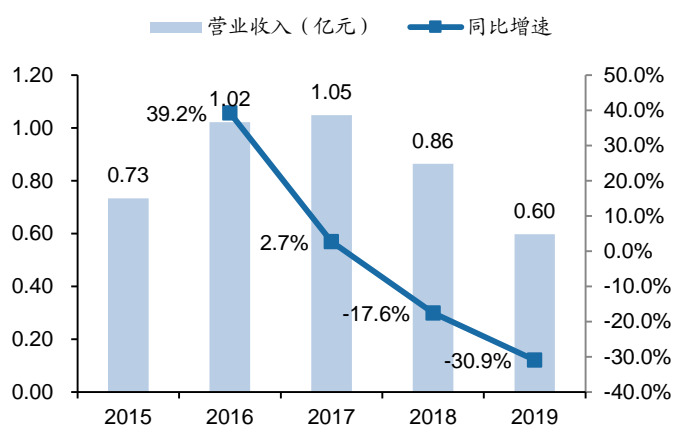


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

五、教育业务: 强于数字内容, 助力“停课不停学”

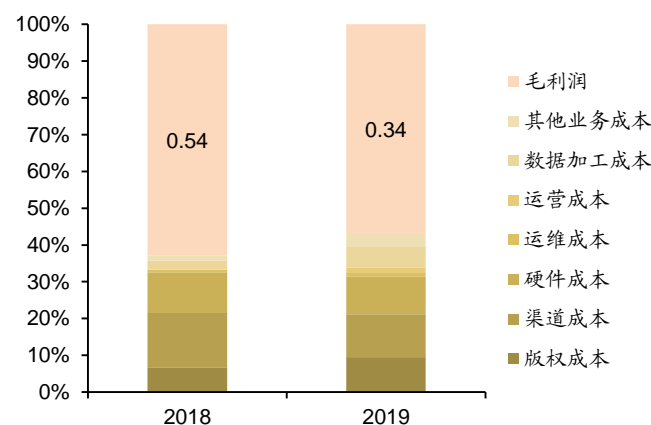
中文在线依托多年积累的教育领域的海量数字内容资源, 开展教育相关业务。根据公司财报, 2019年公司教育业务实现营收0.60亿元, 同比减少30.9%; 实现毛利润0.34亿元, 对应的毛利率为60.5%。

图 54: 公司教育业务的营收及其增速



数据来源: 中文在线财报, 广发证券发展研究中心

图 55: 2018-2019公司教育业务的成本结构



数据来源: 中文在线财报, 广发证券发展研究中心

中文在线的“教育+”板块主要提供教育阅读业务和教育服务业务, 核心竞争力一是教育数字内容储量, 二是已对接的客户资源。

(1) 教育阅读业务是指面向B端以硬件终端/网站/app等形式提供出版物的数字版权, 主要客户包括中小学、高校、机场、地铁、党政机关等B端机构, 产品主要包括“书香中国”全民阅读平台、数字图书馆、“慧读”基础教育阅读平台等。

(2) 教育服务业务是指公司发布的K12数字教材教辅平台, 公司已经完成小学、初

中、高中近2000册教材的数字化加工入库，并建设教材配套的课堂诊断、同步训练、强化训练等近5万道作业练习题目，以及大量的微课视频、教学设计案例等参考资料。截至目前，公司参与的上海数字教材试验范围为159所学校，已进入推广准备阶段；公司参与的深圳数字教材试验范围为22所学校。

今年年初，突如其来的新冠疫情导致全国各地的中小学不得不延迟开学，中文在线助力全国学生“停课不停学”。公司联袂北京师范大学出版社、江苏凤凰教育出版社、广东人民出版社、浙江科学技术出版社等国内主流的教材出版社，凭借自身在K12教材教辅领域精耕多年的积淀资源推出“数字教材服务网”，免费向全国师生提供K12全年段的数字教材、配套资源、研修研训工具和教学参考书库。

表 9： 中文在线助力全国各地“停课不停学”

地区	措施
北京	北京市教委在线上平台开通“空中课堂”，自4月13日北京中小学开展线上教学。中文在线学习与阅读平台接入“空中课堂”专栏提供点播服务，公司是“空中课堂”数字教材和学习与阅读方面的服务提供商。
上海	公司通过上海微校平台提供沪版数字教材的下载和应用服务。
内蒙古	公司的中小学全学科阅读平台接入内蒙古教育公共服务平台在线教学服务。
广东省	公司通过“国家中小学网络云平台”提供“经典阅读”资源，联合广东省中小学阅读平台“悦叮网”，精心挑选33本疫情防控相关电子图书。

数据来源：中文在线微信公众号，广发证券发展研究中心

六、风险提示

- （一）政策监管风险
- （二）免费阅读冲击付费阅读市场
- （三）新冠疫情影响
- （四）业绩增长不及预期
- （五）海外游戏市场竞争风险

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：高级分析师，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：高级分析师，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：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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。