

龙头公司加强投入，出版物电子书有望迎来渗透率提升

核心观点

- **数字出版规模稳步增长，但渗透率极低。**2017 年国内数字出版产业规模约 41.5 亿元，2014-2017 年 CAGR 为 9.8%（数字出版专指出版物电子书，不包含网络文学）。与实体出版相比，国内数字出版渗透率极低，2017 年总体规模占实体图书码洋比重仅为 5.2%
- **制约因素发生转变，数字出版有望迎来一波渗透率提升。**数字出版产业受多个因素制约：（1）历史版权环境差，互联网付费意识弱；（2）产业缺乏主导分发渠道；（3）数字出版内容供应不足。但近年来版权环境、付费意识、阅读平台等因素均在发生积极变化。根据美国相关协会的统计数据，所有品类出版物电子书销量占纸质书销量的比重约 31%，与美国传统出版物的数字化现状相比，国内数字出版渗透率有非常大提升空间。
- **掌阅科技：紧抓传统图书数字化机遇，全面覆盖成人及青少年人群。**出版图书一直为掌阅最重要的内容资源，从 iReader 出版频道畅销榜单看，除了《六宫无妃》等偏网文性质的作品外，《原则》、《1Q84》等纸质畅销图书也在榜单前列（这类作品通常被认为阅读门槛相对纯网文更高），一定程度上表明掌阅平台用户对于出版物电子书的接受度已经较高。2018 年 8 月 2 日，掌阅在北京召开发布会，推出了全新产品：掌阅课外书，其作为一款专为青少年课外阅读研发的内容产品，在内容和产品设计上特点鲜明。我们认为新产品有望助力公司提高阅读人群覆盖广度。

投资建议与投资标的

- 除了掌阅一直将出版图书电子版权作为重要的内容资源外，阅文自上市后也大力投入出版图书电子版权。两家公司均积累了超过 1 亿的活跃阅读用户，随着其对数字出版内容加强运营，数字出版有望迎来一波渗透率提升，一方面有助于平台自身扩大付费用户规模、提升 ARPU 值；另一方面有望带来优质图书版权价值重估。建议关注数字阅读龙头公司阅文集团(0772, 未评级)、掌阅科技(603533, 未评级)；以及优质图书出版商新经典(603096, 买入)。

风险提示

- 市场竞争加剧风险、监管政策变化风险、盗版及优质内容供应不足风险

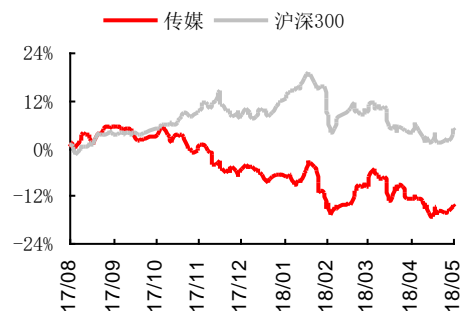


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 传媒
报告发布日期 2018 年 08 月 06 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 **邓文慧**
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

联系人 **马继愈**
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

- 畅销书效应提升，“老书”长销价值持续凸显 2018-07-31
- 从 Spotify 看海外流媒体音乐平台的特点、前景与趋势 2018-07-30
- 头部平台用户数恢复增长，单设备时长具有极大提升空间 2018-07-24

目 录

1. 国内电子书现状	4
1.1 受多重因素制约，出版物电子书渗透率低.....	4
1.2 制约因素发生转变，数字出版有望迎来一波渗透率提升	5
1.3 数字出版 vs. 纸质出版：侵蚀还是协同？	6
2. 掌阅科技：紧抓传统图书数字化机遇，全面覆盖成人及青少年人群	7
2.1 出版图书一直为掌阅最重要的内容资源	7
2.2 新产品“掌阅课外书”上线，专注青少年阅读市场.....	7
投资建议	9
风险提示	10

图表目录

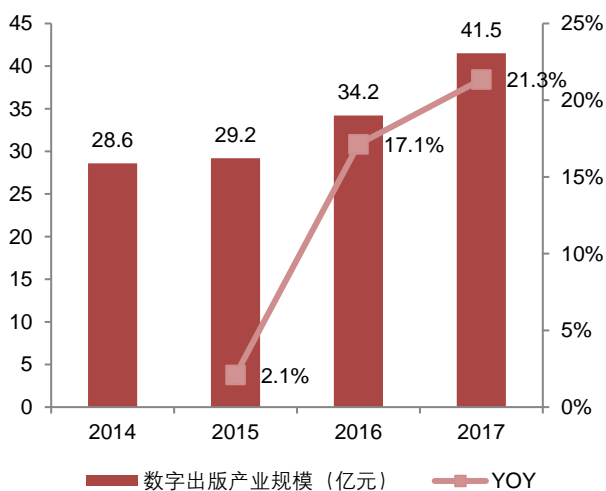
图 1：中国数字出版产业规模	4
图 2：国内数字出版规模占纸质图书出版规模比重	4
图 3：数字出版产业结构.....	5
图 4：美国电子书销售渠道.....	5
图 5：美国电子书渗透率（电子书销量/实体书销量，2016 年统计数据）	6
表 1：主要畅销书在各平台定价（元）	6
表 2：掌阅数字内容储备数量（册）	7
表 3：掌阅出版文学畅销周榜 TOP10	7
图 6：掌阅课外书主界面.....	8
图 7：掌阅课外书优选名校名师推荐内容.....	8
图 8：数字阅读付费市场年龄分布	9
图 9：00 后阅读习惯调查	9

1. 国内电子书现状

1.1 受多重因素制约，出版物电子书渗透率低

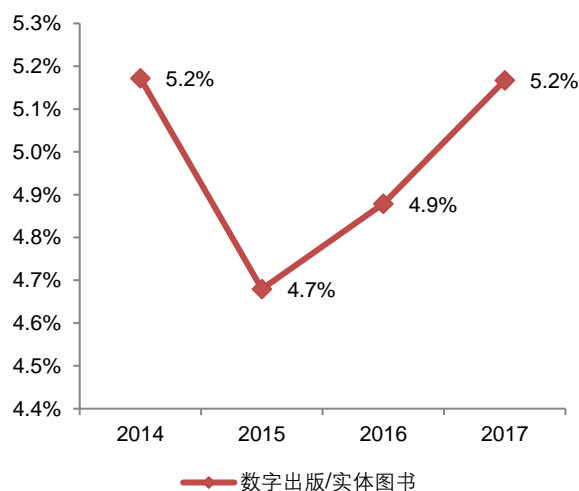
数字出版规模稳步增长，但渗透率极低。根据艾瑞咨询数据，中国数字出版产业整体规模稳步增长，2017 年约 41.5 亿元，2014-2017 年 CAGR 为 9.8%（需要说明的是，此处数字出版专指出版物电子书，不包含网络文学）。但与实体出版相比，国内数字出版渗透率极低，2017 年总体规模占实体图书码洋比重仅为 5.2%。

图 1：中国数字出版产业规模



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 2：国内数字出版规模占纸质图书出版规模比重



资料来源：艾瑞咨询，开卷数据，东方证券研究所

国内数字出版发展滞后的原因是多方面的：

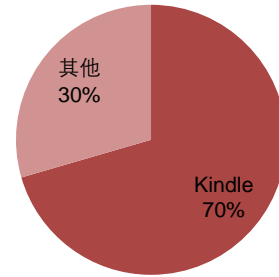
- (1) **历史版权环境差，互联网付费意识弱。**该因素是制约数字阅读行业发展的最主要障碍。
- (2) **产业缺乏主导分发渠道。**目前国内数字阅读分发平台主要包括 1) 硬件阅读器，如亚马逊 kindle、掌阅 iReader 等；2) 阅读应用 APP，如 QQ 阅读、掌阅 iReader、微信读书、咪咕读书等。与国内分散化渠道对应的是，美国电子书由亚马逊主导，Kindle 传统出版物电子书销量占据全美电子书总销量的 70%。
- (3) **数字出版内容供应不足。**由于各传统出版社对数字出版态度不一、转换能力不足，出版物电子书供应并不充足。2014 年亚马逊在国内共入库 47 万种纸质新书，但仅有约 8000 种电子书供应给读者。

图 3：数字出版产业结构



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 4：美国电子书销售渠道

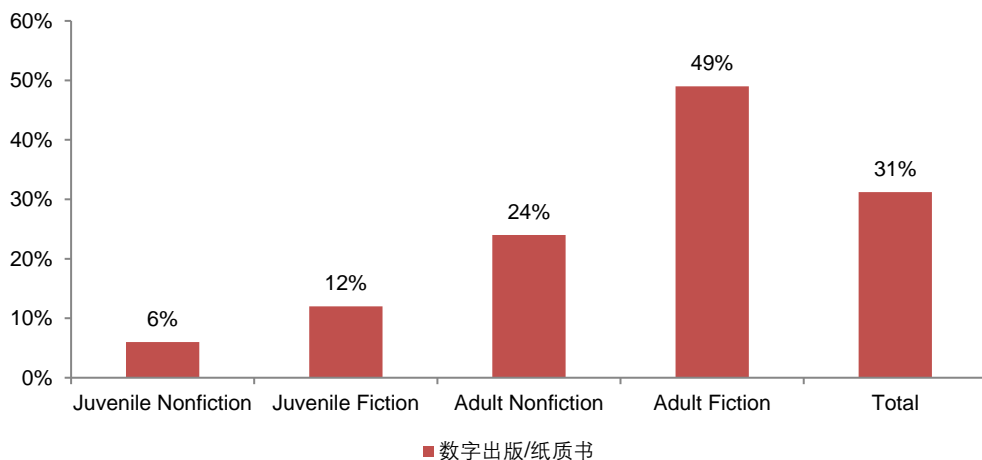


资料来源：Authorearnings，东方证券研究所

1.2 制约因素发生转变，数字出版有望迎来一波渗透率提升

我们认为，以上制约因素均在发生变化：（1）随着国家政策配合产业主体打击盗版的持续推进，目前国内文字版权环境大幅改善，用户付费率不断提升。以网文为例，阅文集团 2017 年全平台付费率达到 5.8%，同比提升约 1pct。（2）根据我们此前的行业跟踪数据，阅文集团和掌阅科技两家龙头公司通过近几年的持续推广已经形成在用户份额上的绝对领先优势，具备广泛的用户基础（截至 2018 年 6 月，QQ 阅读 MAU 超过 7900 万，掌阅 MAU 超过 11500 万）。（3）掌阅将出版物电子书作为其内容库中的重要部分，阅文集团对出版物电子书版权的重视程度越来越高，在头部公司的推动下，内容供应日趋丰富。

根据美国相关协会的统计数据，所有品类出版物电子书销量占纸质书销量的比重约 31%，其中，成人虚构类和非虚构类渗透率分别为 49%和 24%；青少年虚构类和非虚构类渗透率分别为 12%和 6%。与美国各细分品类的数字化现状相比，国内数字出版渗透率有非常大提升空间。

图 5：美国电子书渗透率（电子书销量/实体书销量，2016 年统计数据）


资料来源：Authorearnings，东方证券研究所

1.3 数字出版 vs. 纸质出版：侵蚀还是协同？

我们认为，随着版权环境优化、在线付费习惯成熟，数字出版对传统出版的协同效应将更加凸显。

(1) 出版物电子书定价渐成体系，对纸质出版物价格冲击趋于稳定。我们统计了《未来简史》、《白夜行》、《我们仨》等畅销书在各个渠道的定价情况，掌阅和 QQ 阅读两大主要在线平台电子书定价相同（但两个平台的销售折扣有差异），而电子书定价相对纸质书的折扣平均约 60%，不同图书差异较小。我们认为，出版物电子书定价已经形成体系，对纸质书的影响趋于稳定。

表 1：主要畅销书在各平台定价（元）

	掌阅 iReader	QQ 阅读	纸质书	电子书/纸质书
未来简史：从智人到神人	40.8	40.8	68	60%
撒哈拉的故事	21	21	35	60%
侠隐	30	30	52	58%
白夜行	24.99	24.99	39.5	63%
解忧杂货店	19.99	19.99	39.5	51%
我们仨	13.8	13.8	23	60%

资料来源：QQ 阅读、掌阅 iReader，开卷文摘，东方证券研究所

(2) 在线阅读平台总体活跃用户规模超过 3 亿，且通过预装 VIVO、OPPO、华为等手机品牌，在三四五线人群中具有一定覆盖率。一般情况下，年销量超过 100 万的图书已经属于绝对畅销作品；在线阅读平台在用户覆盖面的优势有利于出版图书接触更多潜在读者。

(3) 对于某些细分品种，例如儿童读物，由于其被重复消费的概率较高，电子版本的存在极有可能促进纸质版本的销量。

2. 掌阅科技：紧抓传统图书数字化机遇，全面覆盖成人及青少年人群

2.1 出版图书一直为掌阅最重要的内容资源

根据掌阅招股书，公司已经与众多版权机构、作者建立了长期的合作关系，形成了稳定的数字内容获取渠道，截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有数字内容 523,752 册，包括图书、杂志、漫画、听书等多类书籍，能够满足用户不同的阅读需求。出版优质重磅书覆盖率达 80%，重点杂志覆盖率达 90%，优质漫画覆盖率达 65%。

表 2：掌阅数字内容储备数量（册）

数字内容种类	数字内容数量（册）	典型作品
出版图书	378,121	《三体》《微微一笑很倾城》《三生三世十里桃花》
原创文学	129,227	《元龙》《诸天至尊》《蛮荒仙界》
期刊杂志	11,293	《时尚先生》《故事会》《男人装》
动漫作品	5,111	《偷星九月天合集》《蓝翅》《长歌行-夏达》
合计	523,752	

资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

根据我们统计的掌阅出版频道畅销榜单，排在畅销榜前列的除了《六宫无妃》等偏网文性质的作品外，《原则》、《1Q84》等纸质畅销图书也在榜单前列（这类作品通常被认为阅读门槛相对纯网文更高）。我们认为这一定程度上表明掌阅平台用户中对于出版物电子书的接受度已经较高。

表 3：掌阅出版文学畅销周榜 TOP10

书名	平台折扣价（元）	字数（万）
六宫无妃	18.99	88.7
原则	39.99	26.3
1Q84（套装全 3 册）	79.99	67.9
半小时漫画中国史 3	19.99	2.6
大唐狄公案（共 6 册）	28.99	148.4
诺贝尔文学奖大师代表作品（共 20 册）	69.99	294.9
永恒的科幻经典（共 32 册）	199.99	636.9
古龙作品大合集（共 72 册）	49.99	1218.7
不愿悄悄喜欢你	3.99	
清宫谋（全 3 册）	19.99	67.9

资料来源：掌阅 iReader，东方证券研究所

2.2 新产品“掌阅课外书”上线，专注青少年阅读市场

2018年8月2日，掌阅在北京召开“阅读是成长最好的礼物”新品发布会，推出了国内首款专注于青少年阅读的内容产品：掌阅课外书。

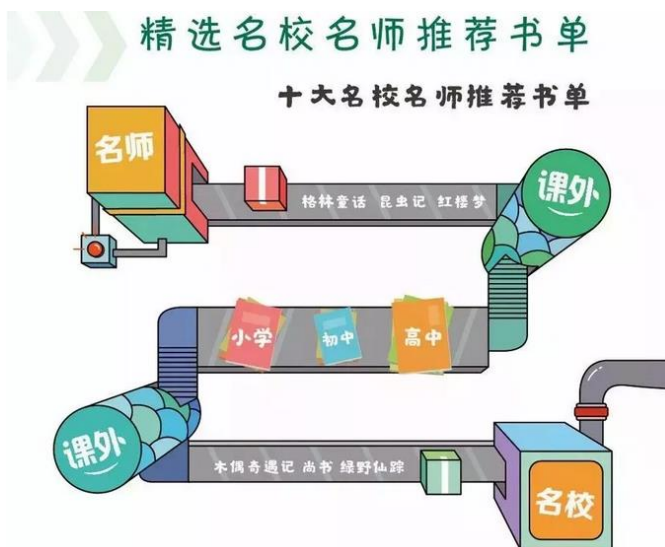
图 6：掌阅课外书主界面



资料来源：掌阅课外书 APP，东方证券研究所

掌阅课外书作为一款专为青少年课外阅读研发的内容产品，在内容和产品设计上特点鲜明，（1）内容接轨全球，精选来自全球 36 个国家的 20000 多本优质图书；（2）引进教育部语文新课标推荐图书，并独家引进人民文学出版社、二十一世纪出版社等知名出版社精选版本；（3）汇集国内中小学名校、名师推荐书单，让家长和孩子在选择图书上更有针对性；（4）按小学、初中、高中，以及不同年龄段推荐书籍，循序渐进引导孩子阅读；（5）同时配置 APP 和电子书阅读器两种形式，且 APP 内置护眼模式和防沉迷系统，呵护青少年健康。

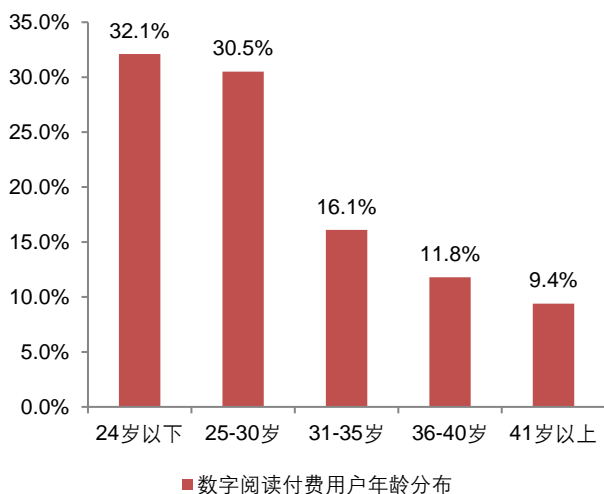
图 7：掌阅课外书优选名校名师推荐内容



资料来源：掌阅课外书 APP，东方证券研究所

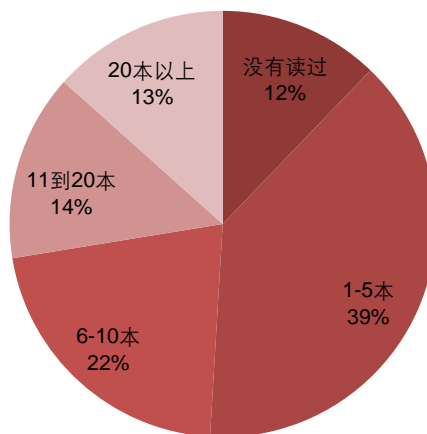
青少年阅读市场尚待开发，新产品助力公司提高阅读人群覆盖广度。目前，全国 K12 学生群体约 1.6-1.8 亿，根据中国人民大学中国综合社会调查针对 00 后人群的调查数据，12.2% 的调查对象在 2017 年里除了课本以外，无论是纸版书还是电子书一本也没读过；而全年读过 1 到 5 本书的占 38.8%，6 到 10 本的占 21.5%，11 到 20 本的占 14.2%，读书超过 20 本的则有 13.4%。即年阅读量超过 5 本的不到 50%，我们认为该调研中仍然包含了网络文学读物，若仅考虑出版类图书，阅读量预计更低。传统数字阅读付费用户中，约 68% 以上为 25 岁及以上用户，新产品的上线有助于提高公司在 18 岁以下付费人群的覆盖度。

图 8：数字阅读付费市场年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 9：00 后阅读习惯调查



资料来源：中国综合社会调查(CGSS)，东方证券研究所

投资建议

我们认为，

- **数字出版规模稳步增长，但渗透率极低。**2017 年国内数字出版产业规模约 41.5 亿元，2014-2017 年 CAGR 为 9.8%（数字出版专指出版物电子书，不包含网络文学）。与实体出版相比，国内数字出版渗透率极低，2017 年总体规模占实体图书码洋比重仅为 5.2%。
- **制约因素发生转变，数字出版有望迎来一波渗透率提升。**数字出版产业受多个因素制约：（1）历史版权环境差，互联网付费意识弱；（2）产业缺乏主导分发渠道；（3）数字出版内容供应不足。但近年来制版权环境、付费意识、阅读平台等因素均在发生积极变化。根据美国相关协会的统计数据，所有品类出版物电子书销量占纸质书销量的比重约 31%，与美国传统出版物的数字化现状相比，国内数字出版渗透率有非常大提升空间。

- **掌阅科技：紧抓传统图书数字化机遇，全面覆盖成人及青少年人群。**出版图书一直为掌阅最重要的内容资源，从 iReader 出版频道畅销榜单看，除了《六宫无妃》等偏网文性质的作品外，《原则》、《1Q84》等纸质畅销图书也在榜单前列（这类作品通常被认为阅读门槛相对纯网文更高），一定程度上表明掌阅平台用户对于出版物电子书的接受度已经较高。2018 年 8 月 2 日，掌阅在北京召开发布会，推出了全新产品：掌阅课外书，其作为一款专为青少年课外阅读研发的内容产品，在内容和产品设计上特点鲜明。我们认为新产品有望助力公司提高阅读人群覆盖广度。

除了掌阅一直将出版图书电子版权作为重要的内容资源外，阅文自上市后也大力投入出版图书电子版权。两家公司均积累了超过 1 亿的活跃阅读用户，随着其对数字出版内容加强运营，一方面有助于平台自身扩大付费用户规模、提升 ARPU 值；另一方面有望带来优质图书版权价值重估。建议关注数字阅读龙头公司阅文集团、掌阅科技；以及优质图书出版商新经典。

风险提示

- **市场竞争加剧风险**

目前，国内的移动阅读产业虽然处在发展初期，但其产业链已初步形成，融合竞争较为明显。服务提供商开始转型成为内容提供商、运营支撑商，除基础电信运营商之外的行业参与者也都纷纷开发直接面向用户的移动阅读产品，行业参与者相互之间的界限将越来越模糊。随着移动阅读市场竞争的加剧，移动阅读市场利润具有被摊薄风险。

- **监管政策变化风险**

数字阅读业务涉及增值电信业、移动互联网行业、文化创意产业，是多行业的交叉领域。若行业准入、版权保护、内容管理等方面的监管政策发生变动，将对数字阅读行业参与者产生影响。

- **盗版及优质内容供应不足风险**

数字阅读行业目前主要收入来源为订阅打赏，因此维护正版内容对产业参与者获得收入至关重要，若版权环境恶化，将出现无法获得订阅付费收入的风险。此外，数字阅读行业获得用户的根本支撑为优质阅读内容，若优质内容供应不足，将影响行业增长。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

