

疫情期间在线阅读大幅增长，付费+免费不断完善商业模式

——在线阅读行业专题报告——

行业跟踪

● 疫情期间在线阅读大幅增长，疫情后用户留存率高

疫情期间移动阅读用户数与平均阅读时长迎来“双击”，春节假期内移动阅读 APP 日均独立设备数达 1.33 亿台，同比增长 6.67%。同时，疫情期间超 7 成用户在阅读上花费的时间比平时多。60 家数字阅读平台及单位 2 月精选优质内容供全国用户免费阅读，充分吸引新用户养成阅读习惯，新增注册用户突破 1 亿人。疫情期间用户粘性强，疫情结束后留存率高，80% 接触阅读不到一年的用户表示会继续阅读。

● 内容付费转向流量广告，付费+免费不断完善模式

近年各大互联网巨头开始布局免费阅读，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。免费阅读模式下，内容本身不收取费用，内容提供方通过 APP 页面广告进行变现。免费阅读兴起对传统付费模式产生一定冲击，但免费阅读更多是一种差异化竞争，两种模式用户重合度低。免费阅读的兴起有助于行业吸引更多用户，付费+免费融合的模式有望成为新的发展方向，丰富行业变现方式，提供新动力引擎。

● 掌阅科技：付费与免费融合成功，定增引入百度战投

2019 年掌阅科技硬件业务出表致营收微降，归母净利润同比增长 15.57%。付费与免费阅读模式相结合的运营策略初见成效，数字阅读毛利率上涨 8.12 个百分点至 35.33%。版权业务持续推进，实现营收 2.62 亿元，同比大幅增长 91.17%；毛利 1.36 亿元，同比增长 86.56%。用户规模持续增长，MAU 达到 1.4 亿人，同比提升 17%，保持行业领先。公司拟非公开发行募资 7 亿元，引入百度战略投资并就数字内容授权等方面展开深度合作，发行完成后百度将持股 8.8%，成为公司第三大股东。

● 阅文集团：2019 年版权收入增长 341%，IP 全产业链开发取得关键突破

2019 年阅文集团营收同比增长 65.7%，归母净利润同比增长 20.31%，以 IP 为核心的多元变现取得成果，优质内容长期价值的可持续性正逐步凸显。收购整合新丽传媒，版权相关收入大幅提升，2019 年版权运营营收占比 52.99%，占比已超过 50%。IP 全产业链开发布局取得关键性突破，多部动画、游戏、电视剧表现亮眼。与腾讯音乐达成战略合作，共同开拓长音频有声作品市场。资源优势互补，释放有声作品市场巨大潜力。

● 中文在线：一季度预计扭亏，与咪咕文化达成战略合作，成长后续可期

中文在线 2019 年实现营收 7.08 亿元，同比减少 20%；2019 年实现归母净利润 -5.77 亿元，同比减亏。主要受到北京中文万维科技出表，广告业务收入下降，游戏业务收入下降等几方面影响。公司预计 2020 年第一季度归母净利润为 0-500 万元，同比扭亏为盈，公司战略止损游戏业务，重新聚焦数字阅读主业，有望迎来业绩拐点，重回增长轨道。2020 年 4 月 8 日与咪咕文化签订《战略合作协议》，共同打造数字媒体生态产业，持续发展 IP 运营业务。

● **重点关注标的：**A 股龙头掌阅科技、持续推进版权运营且拓展海外市场的阅文集团、底部向上的中文在线；具有阅读业务的趣头条、平治信息等公司。

● **风险提示：**行业增速放缓、政策监管风险、付费与免费推进不及预期等。

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

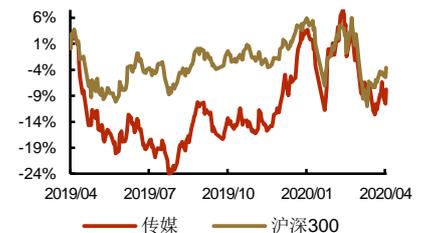
证书编号：S0280117100011

殷成钢（联系人）

yinchenggang@xsdzq.cn

证书编号：S02801200200006

行业指数走势图



相关报告

《VR 游戏《半衰期：爱莉克斯》口碑极佳，带来行业强劲催化剂》2020-03-25

《5G 应用有望加速推进，关注国有媒体发展新机遇》2020-03-14

《关注 5G 网络“新基建”，看好视频链条下 MCN 发展》2020-03-08

《网络信息内容生态治理规定 3 月 1 日施行，关注快报高增长公司》2020-03-01

《工信部加快推进 5G 发展，看好 2020 传媒互联网应用加速更新》2020-02-23

表1: 重点公司盈利预测

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE				PB
			TTM	2019A	2020E	2021E	TTM	2019A	2020E	2021E	
603533.SH	掌阅科技*	109.43	0.40	0.40	0.7	0.92	67.97	67.97	38.73	29.71	8.82
0772.HK	阅文集团	310.83	1.08	1.08	1.18	1.36	25.40	25.40	24.05	20.91	1.44
300364.SZ	中文在线	27.42	-0.79	-0.79	-	-	-4.75	-4.75	-	-	1.37

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 4 月 14 日收盘价)

表2: 重点公司财务数据摘要

单位: 百万元		掌阅科技*			阅文集团			中文在线		
科目		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
收入及利润	营业收入	1666.99	1903.15	1882.35	4095.07	5038.25	8355.84	716.78	885.49	707.65
	同比增速	39.19%	14.17%	-1.09%	60.16%	23.03%	65.85%	19.16%	23.54%	-20.08%
	毛利	496.03	560.70	707.38	2075.44	2557.98	3700.10	356.81	352.11	-
	同比增速	25.71%	13.04%	26.16%	96.75%	23.25%	44.65%	44.68%	-1.32%	-
	归母净利润	123.83	139.46	161.17	556.13	910.64	1,095.95	77.53	-1,508.46	-576.69
	同比增速	60.80%	12.63%	15.56%	1416.17%	63.75%	20.35%	121.26%	-2045.65%	61.77%
成本及费用	销售费用	250.96	287.57	422.82	965.12	1,293.11	2,073.94	105.08	312.57	-
	销售费用率	15.05%	15.11%	22.46%	23.57%	25.67%	24.82%	14.66%	35.30%	-
	管理费用	143.86	75.73	76.34	710.27	726.47	1,010.28	222.94	129.35	-
	管理费用率	8.63%	3.98%	4.06%	17.34%	14.42%	12.09%	31.10%	14.61%	-
	研发费用	-	112.68	120.07	-	-	-	-	88.03	-
	研发费用率	-	5.92%	6.38%	-	-	-	-	9.94%	-
	财务费用	-18.36	-40.54	-34.15	35.17	148.49	172.62	-22.78	-11.93	-
	财务费用率	-1.10%	-2.13%	-1.81%	0.86%	2.95%	2.07%	-3.18%	-1.35%	-
关键比率	ROE(摊薄)	12.53%	12.52%	12.98%	4.41%	4.95%	5.65%	2.91%	-69.21%	-30.79%
	销售毛利率	29.76%	29.46%	37.58%	50.68%	50.77%	44.23%	49.78%	39.76%	-
	销售净利率	7.43%	7.15%	7.80%	13.74%	18.11%	13.31%	11.31%	-169.95%	-
	资产负债率	26.91%	29.78%	34.37%	16.35%	33.84%	26.05%	9.80%	16.00%	-
每股指标	基本 EPS (元/股)	0.33	0.35	0.40	0.74	1.01	1.10	0.11	-1.99	-0.75
	P/E(TTM)	143.13	50.51	51.26	263.54	36.82	36.29	109.30	47.34	-
	P/B(MRQ)	18.40	6.41	5.48	10.75	2.36	1.54	2.47	1.71	-
	P/S(TTM)	11.37	3.84	3.63	18.82	7.03	5.05	9.26	3.92	-

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, 股价为 2020 年 4 月 14 日收盘价)

目 录

1、 近况：疫情期间在线阅读大幅增长，疫情后用户留存率高.....	5
2、 模式：用户付费叠加流量广告，付费+免费不断完善模式.....	6
3、 公司：推荐掌阅科技、阅文集团，关注中文在线.....	7
3.1、 掌阅科技：付费+免费融合逐步成功，定增引入百度战投.....	7
3.2、 阅文集团：2019 年版权收入增长 341%，版权与出海可期.....	11
3.3、 中文在线：一季度预计扭亏，与咪咕文化达成战略合作.....	15
4、 投资建议：积极把握在线阅读和优秀内容版权的投资机会.....	18
5、 风险提示.....	18

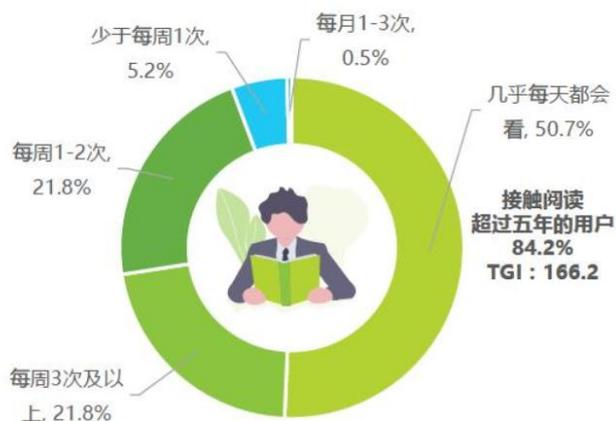
图表目录

图 1： 2020 春节移动阅读 APP 日独立设备数显著上升.....	5
图 2： 疫情期间超 7 成用户阅读花费时间比平时多.....	5
图 3： 《数字阅读行业战“疫”倡议书》.....	5
图 4： 疫情期间 50.7% 的用户每天都会阅读小说.....	6
图 5： 86.2% 的用户表示疫情后会继续阅读.....	6
图 6： 各互联网巨头与数字阅读企业纷纷布局免费阅读.....	6
图 7： 免费阅读用户规模迅速增长.....	7
图 8： 免费阅读与付费阅读商业模式对比.....	7
图 9： 掌阅科技旗下内容平台丰富.....	8
图 10： 硬件业务出表致营收微降 1.1%.....	8
图 11： 2019 年归母净利润同比增长 15.57%.....	8
图 12： 2019Q4 营业收入同比增长 2.4%.....	9
图 13： 2019Q4 归母净利润同比大增 116.42%.....	9
图 14： 2019 年销售费用率达 22.46%，同比提升 7.35 个百分点.....	9
图 15： 2019 年 MAU 达 1.4 亿人.....	9
图 16： 2019 数字阅读营收同比下降 5.55%.....	10
图 17： 2019 数字阅读毛利同比增长 24.17%.....	10
图 18： 2019 版权产品营收同比增长 91.09%.....	10
图 19： 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%.....	10
图 20： 2019 年数字阅读毛利率提升至 35.33%.....	11
图 21： 阅文集团旗下囊括起点中文网、红袖添香等在线阅读知名平台.....	12
图 22： 阅文作家群、作品数量、作品影响力均持续领先.....	12
图 23： 2019 年营收同比增长 65.7%.....	13
图 24： 2019 年归母净利润同比增长 20.31%.....	13
图 25： 2019 年版权运营营收占比达 52.99%.....	13
图 26： 2019 年在线阅读营收同比减少 3.08%.....	13
图 27： 2019 年版权运营营收同比增长 340.98%.....	13
图 28： 2019 年推出动画、游戏广受好评.....	14
图 29： 《庆余年》成为年度爆款 IP 剧.....	14
图 30： 自有平台在线阅读收入持续上升.....	14
图 31： 2019 年 MAU 达 2.2 亿人.....	15
图 32： 2019 年 MPU 为 980 万人.....	15
图 33： 2019 年 ARPU 值增长至 25.3 元.....	15

图 34: 中文在线营收中文化板块占 9 成.....	16
图 35: 中文在线自有渠道.....	16
图 36: 2019 年营业收入同比下降 20%.....	17
图 37: 2019 年归母净利润同比减亏.....	17
图 38: 2019 前三季度销售费用率达 55.25%.....	18
表 1: 重点公司盈利预测.....	2
表 2: 重点公司财务数据摘要.....	2
表 3: 中文在线数字阅读业务主要渠道.....	16
表 4: 中文在线主要平台及成绩.....	17

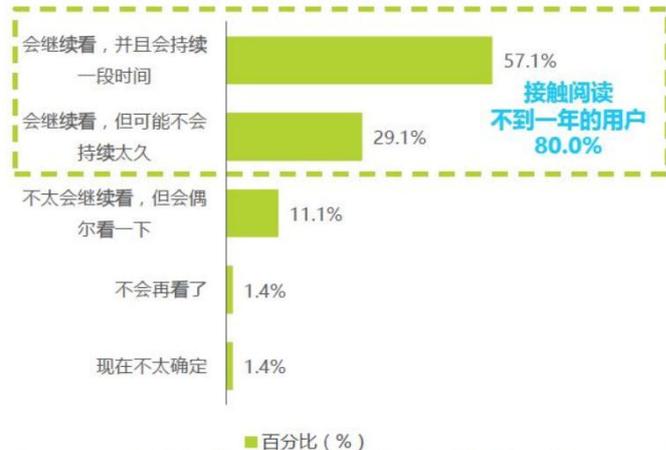
疫情期间用户粘性强，疫情结束后留存率高。疫情期间，50.7%的用户每天都会阅读小说，接触阅读超过5年的用户中，84.2%每天都会阅读小说，用户粘性极强。另外，86.2%的用户表示疫情后会继续阅读，80%接触阅读不到一年的用户表示会继续阅读，说明疫情免费阅读期间新用户具有较强的留存率。

图4: 疫情期间 50.7%的用户每天都会阅读小说



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

图5: 86.2%的用户表示疫情后会继续阅读



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

2、模式: 用户付费叠加流量广告, 付费+免费不断完善模式

互联网巨头与数字阅读企业纷纷布局免费阅读。2019年5月米读内部孵化“米读极速版App”，百度战略投资“7猫小说”，字节跳动投资吾里文化，推出“番茄小说”，掌阅推出“得见小说”，阅文推出“飞读小说”，免费阅读成为新风口。

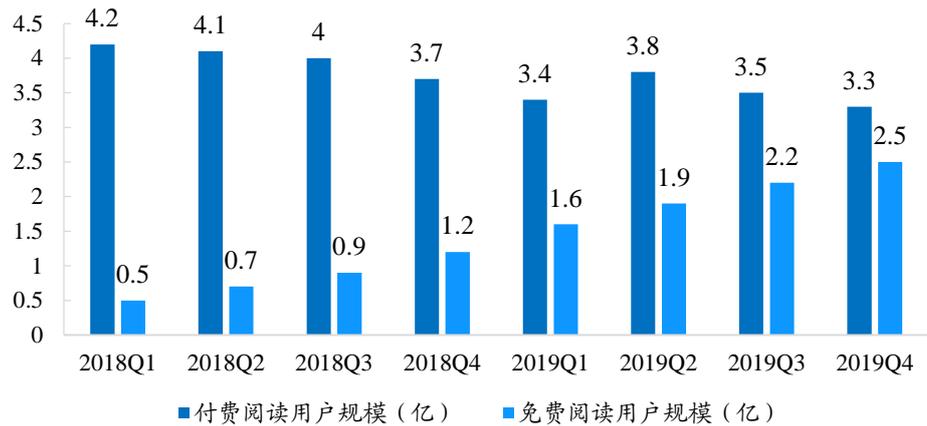
图6: 各互联网巨头与数字阅读企业纷纷布局免费阅读



资料来源: 各App官网, 新时代证券研究所

付费阅读用户规模有所下降, 免费阅读用户规模迅速增长。根据比达咨询数据, 2019年以来我国付费阅读受到免费模式冲击, 用户规模持续下降, 截至2019Q4达到3.3亿人。而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。

图7: 免费阅读用户规模快速增长



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

免费阅读主要通过广告变现, 提供新商业模式。免费阅读模式下, 内容本身不收取费用, 内容提供方通过 APP 页面广告进行变现。与付费阅读中占重要地位的版权运营相比, 免费阅读广告模式更加直接, 变现周期短, 无需长期 IP 运营。类似游戏中的 IAA (应用内广告) 模式, 免费阅读主要针对轻度, 付费意愿较低的三四线用户。

图8: 免费阅读与付费阅读商业模式对比



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

免费阅读兴起对传统付费模式产生一定冲击, 但免费阅读更多是一种差异化竞争, 两种模式用户重合度低。免费阅读的兴起有助于行业吸引更多用户, 付费+免费融合的模式有望成为新的发展方向, 丰富行业变现方式, 提供新动力引擎。

3、公司: 推荐掌阅科技、阅文集团, 关注中文在线

3.1、掌阅科技: 付费+免费融合逐步成功, 定增引入百度战投

掌阅科技成立于 2008 年 9 月, 专注于数字阅读, 是我国领先的移动阅读分发平台。旗下拥有掌阅文化、红薯中文网、趣阅小说网等内容平台, 数字内容资源丰富, 品类众多, 拥有数字阅读内容 50 多万册。经过多年深耕数字阅读, 已积累庞大的移动用户规模, 月活跃用户数量达 1.4 亿人, 在国内数字阅读平台中稳居领先地位。

图9： 掌阅科技旗下内容平台丰富



资料来源：各内容平台官网，新时代证券研究所

2019 年硬件业务出表致营收微降，归母净利润同比增长 15.57%。公司 2019 年实现营业收入 18.82 亿元，由于硬件业务收入出表，同比微降 1.09%，若剔除硬件业务收入影响，2019 年营收同比实现正向增长；2019 年实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 15.57%；版权产品业务增长及商业化增值业务尝试提升公司盈利水平，2019 年毛利率 37.58%，同比提升 8.12 个百分点。

图10： 硬件业务出表致营收微降 1.1%



资料来源：wind，新时代证券研究所

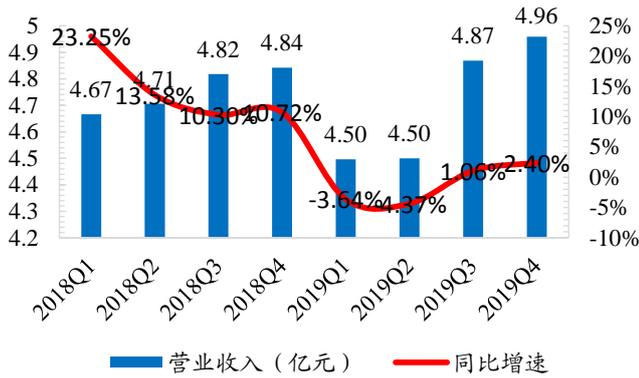
图11： 2019 年归母净利润同比增长 15.57%



资料来源：wind，新时代证券研究所

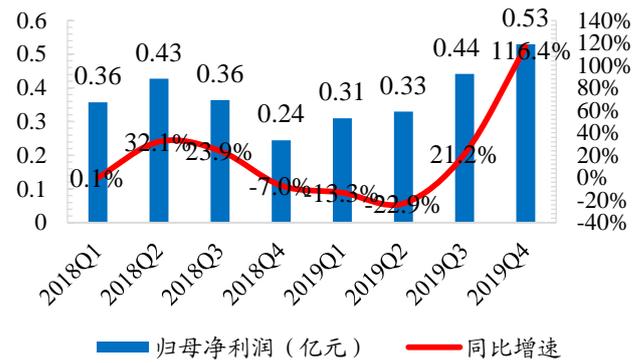
四季度业绩亮眼，归母净利润同比大增 116.42%。2019Q4 实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 0.53 亿元，同比大幅增长 116.42%，公司四季度业绩表现亮眼显著提振全年业绩。

图12: 2019Q4 营业收入同比增长 2.4%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

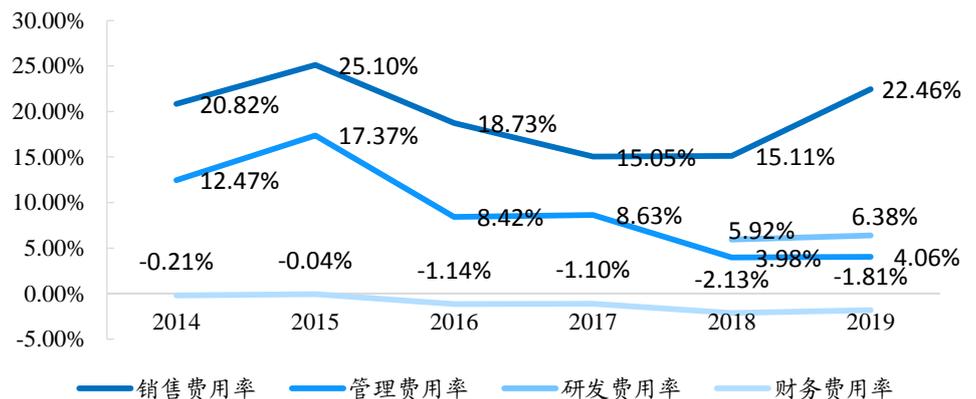
图13: 2019Q4 归母净利润同比大增 116.42%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

加大用户投入力度，销售费用率达 22.46%，同比提升 7.35 个百分点。由于公司付费与免费模式相融合的运营战略，2019 年公司加大了用户投放力度，销售费用 4.22 亿元，同比增长 47.03%，销售费用率由 15.11% 上涨至 22.46%；同时，公司持续注重技术研发投入，2019 年研发费用为 1.2 亿元，同比增长 6.56%，研发费用率由 5.92% 上涨至 6.38%。

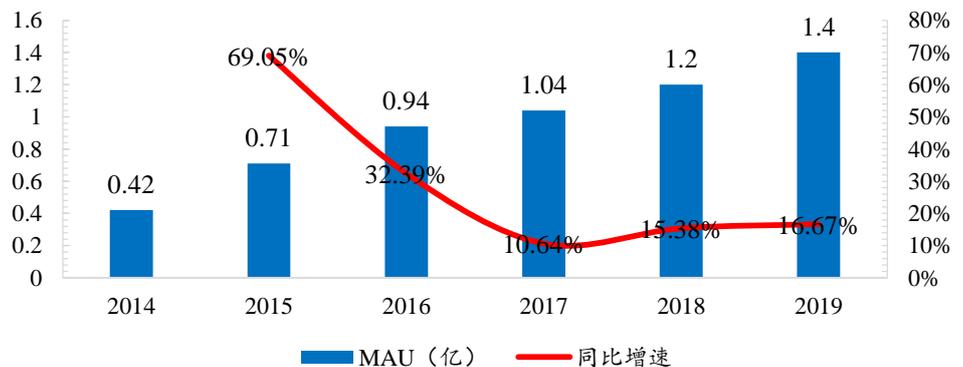
图14: 2019 年销售费用率达 22.46%，同比提升 7.35 个百分点



资料来源: wind, 新时代证券研究所

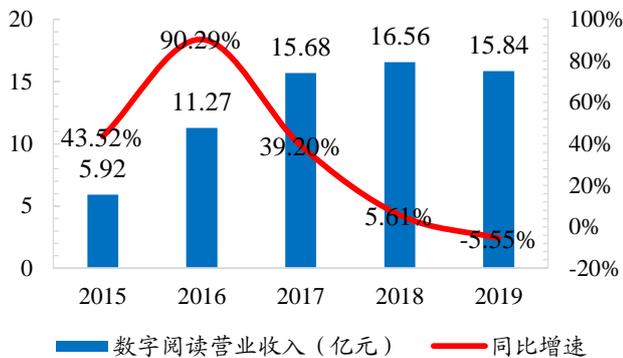
用户规模不断扩大，MAU 达 1.4 亿人。2019 年公司用户规模持续增长，MAU 达到 1.4 亿人，同比提升 17%，保持行业领先。

图15: 2019 年 MAU 达 1.4 亿人



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

付费+免费融合，商业化增值服务初显成效，数字阅读毛利高速增长。数字阅读平台收入 15.84 亿元，同比下降 5.55%。报告期内公司不断提升数字阅读相关技术，持续改进产品，提升用户体验同时改进运营模式，公司基于付费和免费模式融合的运营策略，适度尝试商业化增值服务，虽然付费阅读收入略有下降，但数字阅读平台商业化增值业务增速较快，使得数字阅读平台毛利达 5.6 亿元，同比增长 24.17%。

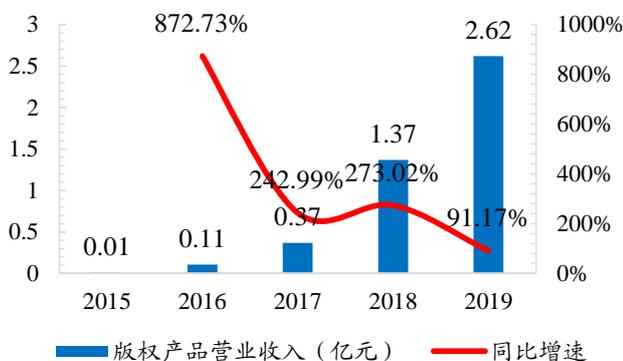
图16: 2019 数字阅读营收同比下降 5.55%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

图17: 2019 数字阅读毛利同比增长 24.17%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

版权业务持续推进，营收毛利大幅增长。版权产品收入 2.62 亿元，同比大幅增长 91.17%，主要是源于公司积极拓展分发渠道，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容增加所致。同时版权业务成本保持稳定增长，整体业务实现毛利 1.36 亿元，同比增长 86.56%，营收毛利均大幅增长。

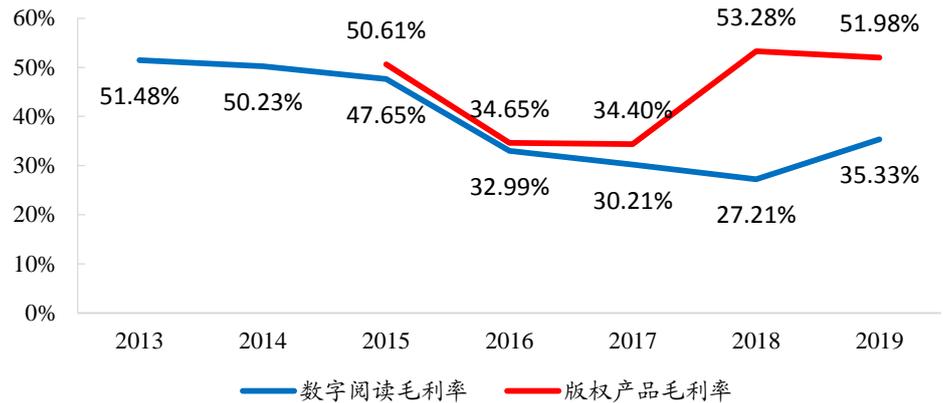
图18: 2019 版权产品营收同比增长 91.09%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

图19: 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%


资料来源: wind, 新时代证券研究所

数字阅读毛利率显著提升，版权产品毛利率稳定。基于公司付费与免费阅读模式相结合的运营策略初见成效，数字阅读毛利率上涨至 35.33%；2019 年版权产品毛利率 51.98%，趋于稳定。

图20: 2019年数字阅读毛利率提升至35.33%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司非公开发行募集7亿元,完成后百度将持股8.8%成为第三大股东。2020年3月公司发布非公开发行预案,公司拟发行价格为18.10元/股向百瑞翔非公开发行股票,拟募集资金总额不超过7亿元,并与百瑞翔投资及其母公司百度集团就战略投资、数字内容授权及深度战略合作等方面展开深度合作,具体合作内容包括:

1. **战略投资合作:**百瑞翔投资以现金方式认购公司2020年非公开发行A股股票的全部股份,发行完成后,百瑞翔投资将成为公司股东,持有公司不超过8.8%股份;

2. **内容授权合作:**公司授权百度集团对授权作品进行网络传播,授权期限内版权费用采用净收入分成+保底的方式计算,保底授权金总额为每期每12个月人民币1亿元(含税),共三期36个月,人民币3亿元。

3. **深度战略合作:**

(1) 公司版权内容向百度保持全量开放并优先支持百度的版权内容采购需求,且同等条件下百度及其关联方对前述版权内容可优先开发IP衍生产品;

(2) 百度将在流量、内容采购及开发、商业化、人工智能、大数据、软件应用等方面给予公司优先支持;

(3) 双方将共同发展数字阅读内容生态,拓展优质IP的衍生形式;

(4) 双方将加强在线教育、智能硬件领域的合作。

(5) 公司将与百度联盟开展商业化变现合作。

3.2、阅文集团:2019年版权收入增长341%,版权与出海可期

在线阅读龙头,IP产业核心源头。阅文集团为国内领先数字阅读平台和文学IP培育平台,旗下囊括QQ阅读、起点中文网、红袖添香、潇湘书院等知名在线阅读平台,阅文听书、天方听书网等有声作品平台。同时以自有文学作品为核心源头,进行IP版权运营,已成功输出《庆余年》《鬼吹灯》《盗墓笔记》《琅琊榜》《全职高手》《扶摇皇后》《将夜》等影视、动画、游戏等领域的IP改编代表作。

图21: 阅文集团旗下囊括起点中文网、红袖添香等在线阅读知名平台


资料来源：阅文集团公众号，新时代证券研究所

优质内容为核心驱动力，作家、作品行业领先。优质内容是阅文生态的核心驱动力，阅文作家群、作品数量、作品影响力均持续领先。2019年平台入驻作家810万位，作品数量达到1220万部，自有原创文学作品1150万部。根据2020年2月百度小说风云榜，排名前30部的网络文学作品中，25部出自阅文平台。

图22: 阅文作家群、作品数量、作品影响力均持续领先


资料来源：阅文集团官网，新时代证券研究所

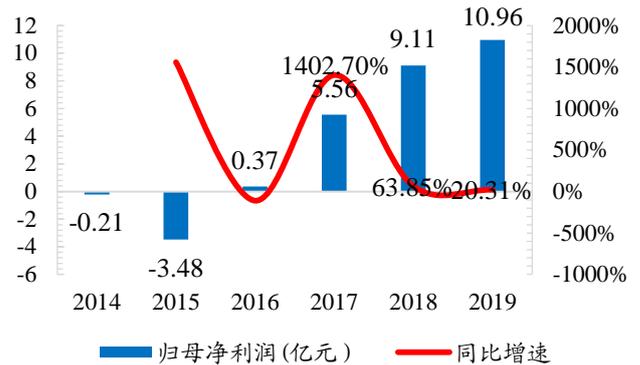
2019年营收同比增长65.7%，归母净利润同比增长20.31%。2020年3月17日，阅文集团公布2019年年报，2019年实现总营业收入83.48亿元，同比增长65.7%；归母净利润为10.96亿元，同比增长20.3%，以IP为核心的多元变现取得成果，优质内容长期价值的可持续性正逐步凸显。

图23: 2019年营收同比增长65.7%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

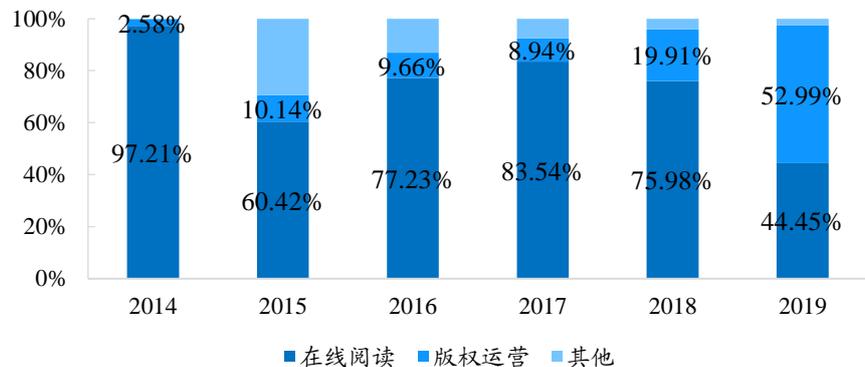
图24: 2019年归母净利润同比增长20.31%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

版权运营收入占比已达52.99%。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%。

图25: 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

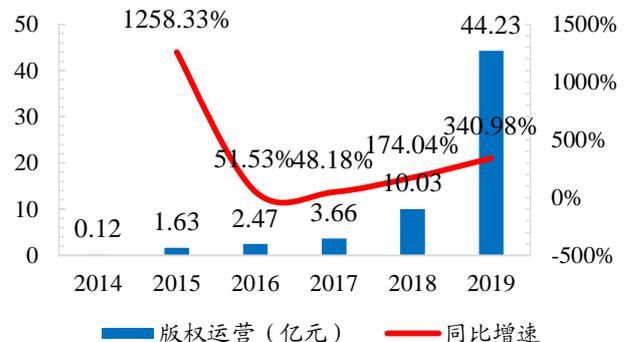
在线阅读营收略有下降,版权运营收入增长341%。2019年在线阅读业务营收达37.1亿元,同比下降3.08%,自有平台产品保持上升趋势,腾讯产品自营渠道及第三方平台收入同比下降。版权运营业务营收由2018年10.03亿元大幅增至44.23亿元,同比大幅增长340.98%,增长主要来自新丽传媒合并及版权相关业务增长。

图26: 2019年在线阅读营收同比减少3.08%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图27: 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28: 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

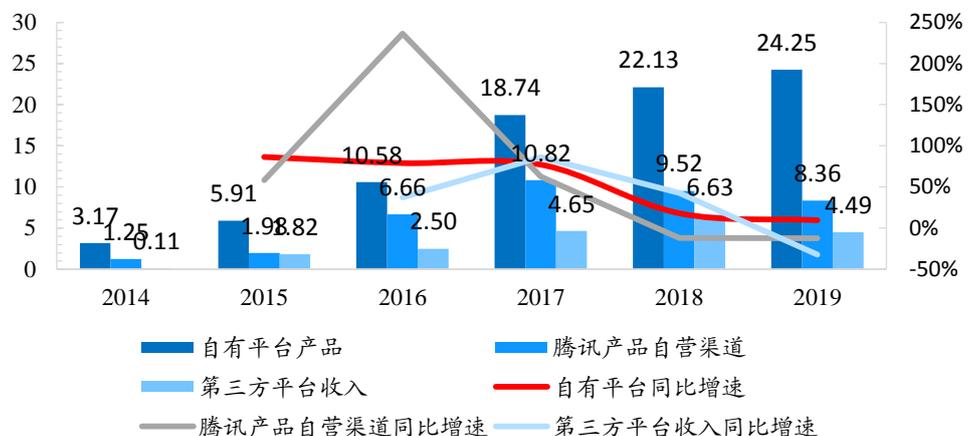
图29: 《庆余年》成为年度爆款 IP 剧



资料来源：阅文集团公众号，新时代证券研究所

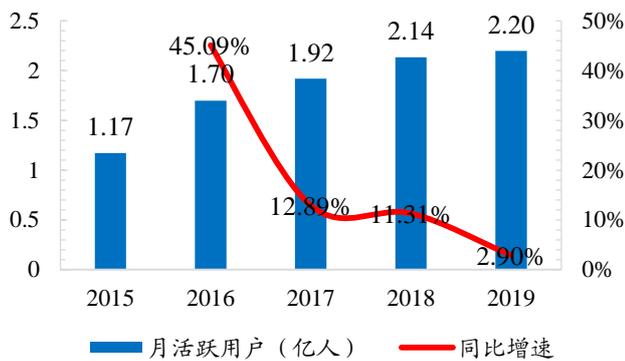
自有平台在线阅读收入 24.25 亿元，同比增长 9.6%。在线阅读业务中，自由平台产品延续增长趋势，2019 年实现营收 24.25 亿元，同比增长 9.6%。腾讯产品自营渠道在线业务收入同比减少 12.2%，部分腾讯产品自营渠道的付费阅读收入持续减少，但同时免费阅读带来广告收入增加。第三方平台在线业务收入同比减少 32.2%，主要是由于阅文终止与数家分销合作伙伴合作以及来自若干第三方平台合作商的收入减少所致。

图30: 自有平台在线阅读收入持续上升

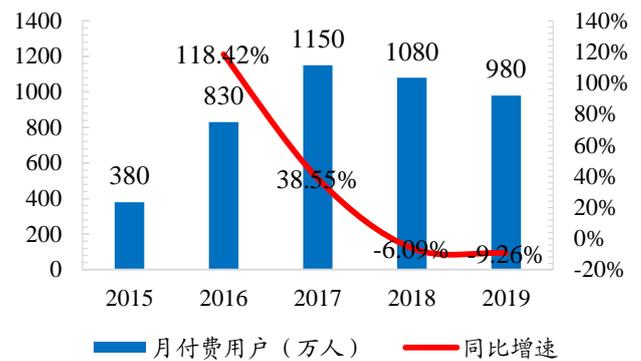


资料来源：wind，新时代证券研究所

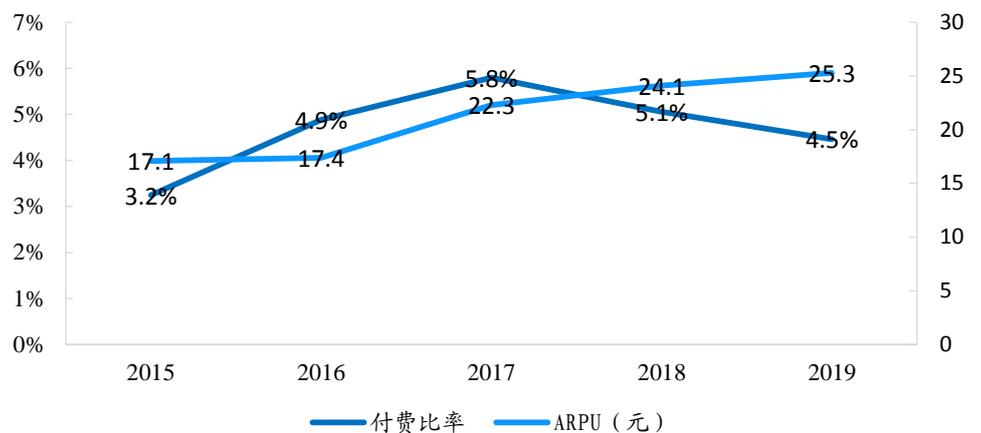
2019年 MAU、MPU 分别为 2.2 亿人、980 万人，ARPU 值上升至 25.3 元。2019 年 MAU 达 2.2 亿人，同比增长 2.9%，MPU 980 万人，同比下降 9.26%。部分腾讯产品改变其用户分配策略，推广免费阅读，较少推广在线付费阅读内容，并且有更多用户被分配至阅读免费内容，使得 MAU 增速下降，MPU 同比减少。受此影响，付费比率由 2018 年的 5.1% 下降至 2019 年的 4.5%。ARPU 值由 2018 年的 24.1 元上升至 2019 年的 25.3 元，体现内容运营、推荐体系、内容分发的全方位加强。

图31: 2019年 MAU 达 2.2 亿人

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图32: 2019年 MPU 为 980 万人

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图33: 2019年 ARPU 值增长至 25.3 元

资料来源: wind, 新时代证券研究所

与腾讯音乐达成战略合作，共同开拓长音频有声作品市场。2020年3月18日，阅文集团宣布与中国领先的在线音乐娱乐平台腾讯音乐娱乐集团达成战略合作，将共同开拓长音频领域有声作品市场。

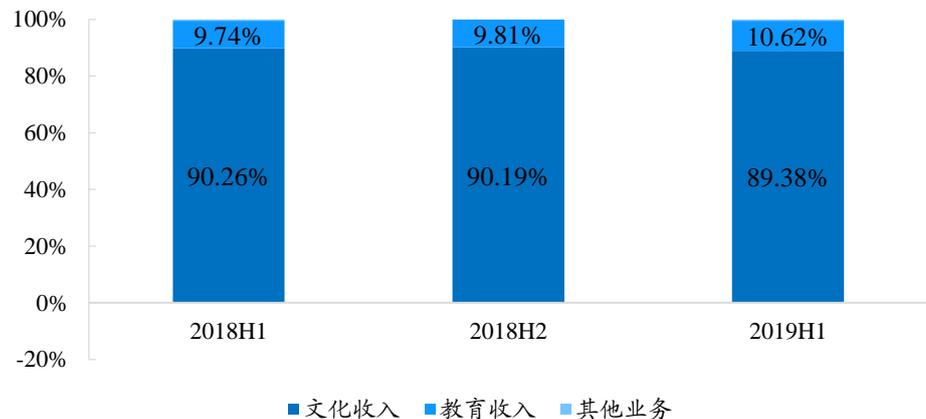
阅文将授权 TME 将阅文平台上的文学作品制作作为长音频有声读物，双方可以在各自平台上向全球发行有声作品，有助于阅文深化 IP 全产业链，推动内容在不同场景下融合变现。双方战略合作有助于资源优势互补，释放有声作品市场巨大潜力。

3.3、中文在线：一季度预计扭亏，与咪咕文化达成战略合作

立足数字阅读，打造 IP 泛娱乐生态。中文在线是国内最大的正版数字内容提

供应商之一，拥有数字内容资源过 400 万种，签约版权机构 600 余家，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位，驻站网络作者近 370 万名，累计注册用户数超 1 亿人。公司从事的主要业务包括文化及教育板块，主营构成中文化行业占比维持在 90% 左右，教育行业的占比在 10% 上下。文化领域，公司通过数字出版获得海量 IP 资源，形成了以数字阅读业务为主，IP 轻衍生业务、IP 深度运营业务、知识产权业务等为辅的泛娱乐新生态。

图34： 中文在线营收中文化板块占 9 成



资料来源：wind，新时代证券研究所

首创“全媒体出版”模式，覆盖数亿用户。公司以自有原创平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源，在对数字内容进行聚合和管理后，向多终端、全媒体分发数字阅读产品。在渠道方面包括三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商，以及其他多种阅读平台，除此之外，还有大量以影视、游戏、动漫、听书、纸书等衍生品形式覆盖的众多泛娱乐受众用户，间接覆盖数亿用户。

图35： 中文在线自有渠道








资料来源：中文在线官网，新时代证券研究所

表3： 中文在线数字阅读业务主要渠道

渠道	具体内容
自有渠道	17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作、书香中国、鸿达以太、中文书城
合作渠道	三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商，以及其他多种阅读平台，如 QQ 阅读、掌阅、百度阅读、爱奇艺、书旗、新浪、亚马逊、米读、七猫等重点渠道

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

内容平台持续输出优秀作品。中文在线原创平台包括 17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网。17K 小说网为公司核心的原创内容生产平台，累计注册用户数超 1 亿人，过亿点击量作品近百部。汤圆创作是国内最大的校园移动创作平台，累计注册用户数近 700 万人。四月天文学网是一个面向用户的女生垂直网文平台，女频作

品累计超 15 万部。

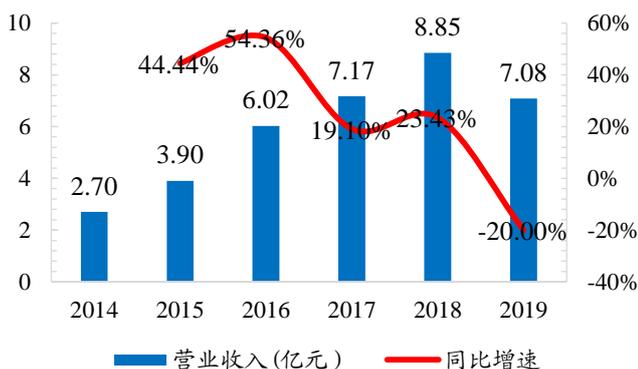
表4: 中文在线主要平台及成绩

平台	定位	成绩
17K 小说网	公司核心的原创内容生产平台	累计注册用户数超 1 亿人；点击量过亿次作品近百部，2019 年新增的优秀作品如《超级商业帝国》、《万古第一神》、《最强上门女婿》等
汤圆创作	国内最大的校园移动创作平台	累计注册用户数近 700 万人，新增作品超 200 万部，优秀作品如《何欢未央》、《你就在对岸等我勇敢》、《初恋同桌》、《我从未到过你的世界》等
四月天文学网	面向用户的女生垂直网文平台	女频作品累计超 15 万部，签约知名作家如鱼歌、小鱼大心、八面妖狐、解语、真树乃、关又、鱼仲子等，优秀作品如《侯门嫡女如珠似宝》、《冰上无双》、《农园似锦》、《重生之麻辣小媳妇》等。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

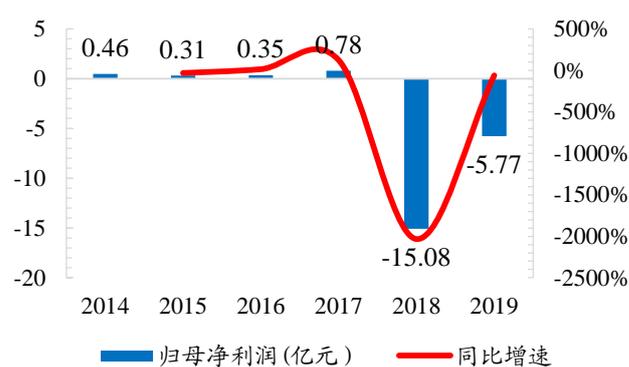
2019 营收同比下降 20%，净利润减亏。中文在线 2019 年实现营收 7.08 亿元，同比减少 20%；2019 年实现归母净利润-5.77 亿元，同比减亏。营收同比下降主要受到北京中文万维科技出表，广告业务收入较 2018 年大幅下降，游戏发行业务收入下降幅度较大等几方面影响。由于 2018 年公司商誉减值 12.54 亿元，2019 年数字阅读业务收入较大增长，实现归母净利润同比减亏。

图36: 2019 年营业收入同比下降 20%



资料来源：wind，新时代证券研究所

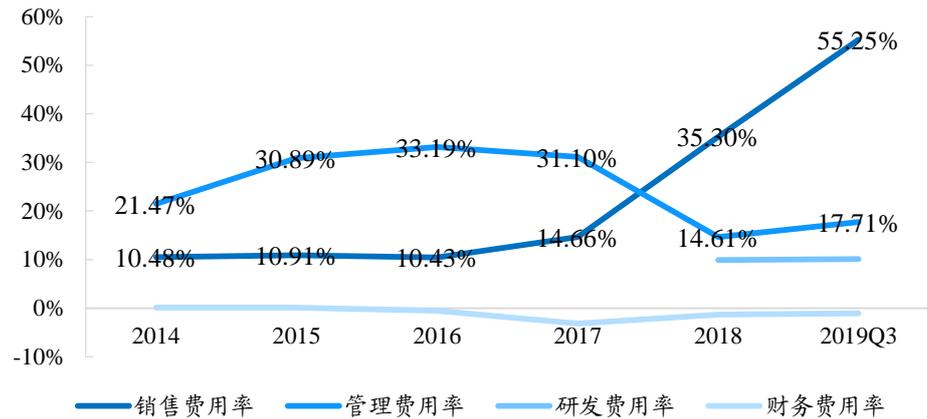
图37: 2019 年归母净利润同比减亏



资料来源：wind，新时代证券研究所

2020Q1 预计扭亏为盈。公司预计 2020 年第一季度归母净利润为 0-500 万元，同比扭亏为盈。主要原因为公司“文学+”业务收入大幅增长，致净利润较上年同期有较大幅度的增长；游戏业务亏损金额较上年同期大幅下降；股权投资收益对净利润的影响金额约为 3400 万元。公司战略止损游戏业务，重新聚焦数字阅读主业，有望迎来业绩拐点，重回增长轨道。

2019 前三季度销售费用率达 55.25%。公司费用方面，管理、研发、财务费用率整体保持稳定，销售费用率 2018、2019 连续上升，由 2017 年 14.66% 上升至 2019 年前三季度 55.25%，销售费用已超过营业收入的 50%，主要为互动式视觉阅读平台及游戏业务营销推广所致。

图38: 2019 前三季度销售费用率达 55.25%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

与咪咕文化战略合作，共同打造数字媒体生态产业。2020年4月8日，中文在线发布公告，与咪咕文化签订《战略合作协议》，双方将共同打造数字媒体生态产业。合作有利于将双方在内容版权，全IP开发，渠道分发，海外合作，签约知名作家、艺人，地方公共文化等各方面的优势充分结合，共同发展。

内容版权方面，对于中文在线及其子公司拥有全IP版权的文学内容，**每年向咪咕文化及其子公司提供至少30部优秀文学作品版权**，包括优秀作品项目投资权益供双方选择合作。对于中文在线及其子公司以及咪咕文化及其子公司拥有版权的内容，双方可在平等互利前提下共同投资、开发、运营和出品，双方共同进行全IP版权孵化、开发、发行及运营。

针对海外市场，中文在线与咪咕文化可在原创内容上进行联合分发，**中文在线可针对咪咕文化优质内容开发视觉小说、游戏等衍生合作**，利用自身海外渠道优势，协助咪咕文化拓展海外市场。同时，双方可针对多语种翻译进行优先合作。

双方还将在渠道分发合作，签约知名作家、艺人，共同开发地方公共文化等方面进行合作。

4、投资建议：积极把握在线阅读和优秀内容版权的投资机会

在线阅读行业近两年有明显的付费和免费的融合，商业模式趋向更加互联网的方式，类比在线音乐和视频，商业模型向着会员付费+流量广告+版权运营等模式演进。建议关注重点标的：A股龙头掌阅科技、持续推进版权运营且拓展海外市场的阅文集团、底部向上的中文在线；具有阅读业务的趣头条、平治信息公司等。

5、风险提示

行业增速放缓、政策监管风险、付费与免费推进不及预期等。

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	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@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/>