

2020年05月25日

## 免费阅读崛起推升版权价值，出海业务步入发展快车道

### 中文在线(300364)

#### ▶ 市占率第二的内容平台，版权资源丰富

公司自2006年开始深耕在线阅读，数字内容主要来源于自有原创平台、知名作家、版权机构等，积累了大量优质内容。目前，公司拥有数字内容资源超400万种，网络原创驻站作者超370万名，与国内600余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者2000余位。据QuestMobile报告，截至2017年，中文在线在作品和作者份额上，分别以27.5%和41.6%的市占率位列全国第二，仅次于阅文。

#### ▶ 免费阅读为行业带来增量，公司版权价值凸显

在互联网流量红利见顶的情况下，免费阅读激活了对价格敏感但喜欢阅读的人群。据QuestMobile报告，免费阅读预计在2022年将带来53亿元的广告增量。此外，互联网巨头在渠道和内容端全面布局免费阅读，百度战略投资掌阅，腾讯接管阅文。作为市占率排名第二的行业巨头，公司有望充分受益免费阅读行业的快速发展。

#### ▶ 鸿达以太音频资源丰富，音频内容分发运营良好

近年来，随着音频行业不断发展，网络音频市场及用户规模不断上升，在广阔的内容需求下，公司凭借其内容积累与开发能力抢占先机。子公司鸿达以太作为全国最大的有声版权机构，经过24年积累，目前拥有123万部(集)，28万小时有声书资源，目前，鸿达以太已经成为蜻蜓FM、懒人听书及喜马拉雅三大音频平台第一内容提供方，作品在各大平台表现优异，总播放量超30亿。此外，由于音频版权主要来自于数字内容版权，公司作为数字内容头部平台，且有能力将数字内容开发成音频版权，在这一领域优势明显，我们长期看好公司有声阅读业务。

#### ▶ 出海市场互动阅读新赛道，有望成为公司业务新增长点

2017年公司顺应数字阅读趋势，在美国市场推出互动式视觉小说平台Chapters，将交互体验和视觉小说结合，满足海外用户的新阅读需求，上线两年流水与用户数不断增长，已成为全球Top2的视觉小说平台。我们认为，互动式阅读是介于阅读与游戏的中间形态产品，其优势在于用户沉浸感更强，长线运营带来的用户粘性极高；对于产品核心用户，Z世代自我意识更强，该类作品满足了他们在故事推进过程扮演重要角色的意愿，互动阅读有望成为未来阅读领域的新兴模式，Chapters有望成为公司新的业绩增长点。

#### 投资建议

假设公司各项业务稳步发展，我们预计，2020-2022年公司将分别实现营收9.81亿元、12.28亿元和15亿元，同比增长

#### 评级及分析师信息

评级：增持  
上次评级：首次覆盖  
最新收盘价：4.27

股票代码：300364  
52周最高价/最低价：4.99/3.23  
总市值(亿)：31.06  
自由流通市值(亿)：26.98  
自由流通股数(百万)：631.93



分析师：赵琳  
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040003

分析师：李婉云  
邮箱：liwy1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520010002

#### 相关研究

39%、25.2%和 22.1%，归母净利润分别为 0.7 亿元、1.07 亿元和 1.93 亿元，同比增长 111.6%、53.2%和 80.4%，EPS 分别为 0.1 元、0.15 元和 0.27 元，对应 PE 分别为 44x、29x 和 16x。考虑公司作为市占率第二的头部内容公司，积累了丰富的版权资源，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

版权采购价格上涨风险，IP 运营风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	885	705	981	1,228	1,500
YoY (%)	23.5%	-20.3%	39.0%	25.2%	22.1%
归母净利润(百万元)	-1,508	-603	70	107	193
YoY (%)	-2045.7%	60.0%	111.6%	53.2%	80.4%
毛利率 (%)	39.8%	44.1%	45.5%	47.2%	48.5%
每股收益 (元)	-2.07	-0.83	0.10	0.15	0.27
ROE	-69.2%	-42.6%	4.7%	6.7%	10.8%
市盈率	-2.06	-5.15	44.35	28.96	16.06

资料来源：wind、华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司概况：聚焦数字出版业务，文学教育双翼飞翔 .....	5
1.1. 发展历程：二十年积累，深耕在线阅读行业 .....	5
1.2. 股权结构：股权稳定，激励充分 .....	5
1.3. 主营业务：文化教育双翼齐飞 .....	6
1.4. 财务分析：触底反弹，20Q1 业绩转好 .....	7
2. 免费阅读模式回归，给在线阅读行业带来新增量 .....	9
2.1. 在线阅读行业：免费与付费模式共同发展 .....	9
2.2. 在线阅读业务：内容+渠道双轮驱动 .....	16
3. 互动式视觉阅读平台新赛道，Chapters 大有可为 .....	24
3.1. 出海市场空间广阔，视觉小说平台赛道正当时 .....	24
3.2. 出海业务快速增长，Chapters 引爆欧美市场 .....	27
4. 盈利预测及投资建议 .....	30
5. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1 公司发展历史 .....	5
图 2 公司最新股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日） .....	6
图 3 2015-2019 年公司营收构成（单位：亿元） .....	7
图 4 部分全资及控股子公司业务情况 .....	7
图 5 2011-2020Q1 公司营收及增速（单位：亿元） .....	8
图 6 2011-2020Q1 归母净利润及增速（单位：亿元） .....	8
图 7 2011-2020Q1 公司期间费用率变化 .....	9
图 8 2011-2020Q1 公司期间费用率变化（调整后） .....	9
图 9 免费阅读与付费阅读发展历程 .....	10
图 10 2011-2019 年中国数字阅读用户规模及增速 .....	10
图 11 2011-2019 年中国成年国民阅读率 .....	10
图 12 2016-2019 年中国数字阅读产业规模及增速 .....	11
图 13 2015-2019 年中国数字内容作者规模及增速 .....	11
图 14 2014-2018 年中国网络文学盗版损失规模 .....	11
图 15 泛娱乐行业 ARPPU 值对比 .....	11
图 16 2018Q1-2019Q4 中国数字阅读行业免费/付费阅读用户规模（亿人） .....	12
图 17 2019 年 4 月在线阅读典型 app 月活跃用户规模（MAU>1000 万） .....	12
图 18 免费用户与付费用户重合率低 .....	12
图 19 免费阅读模式带来新增用户 .....	13
图 20 专科以下用户偏好免费阅读 .....	13
图 21 三四线城市用户偏好免费阅读 .....	13
图 22 免费阅读与付费阅读商业模式对比 .....	14
图 23 免费阅读模式广告营收规模（单位：亿元，按 CPM 测算） .....	14
图 24 互联网巨头纷纷布局免费阅读 .....	15
图 25 头部在线阅读 APP 热门作品内容来源 .....	15
图 26 2020 年春节移动阅读用户增多 .....	16
图 27 71.1%的用户表示疫情期间比平时花更多时间 .....	16
图 28 86.2%用户表示疫情结束后会继续阅读 .....	16
图 29 三大自有平台及成绩 .....	17
图 30 公司传统出版优秀作品 .....	17
图 31 书香中国防疫专题图书 .....	18
图 32 内容分发渠道 .....	19

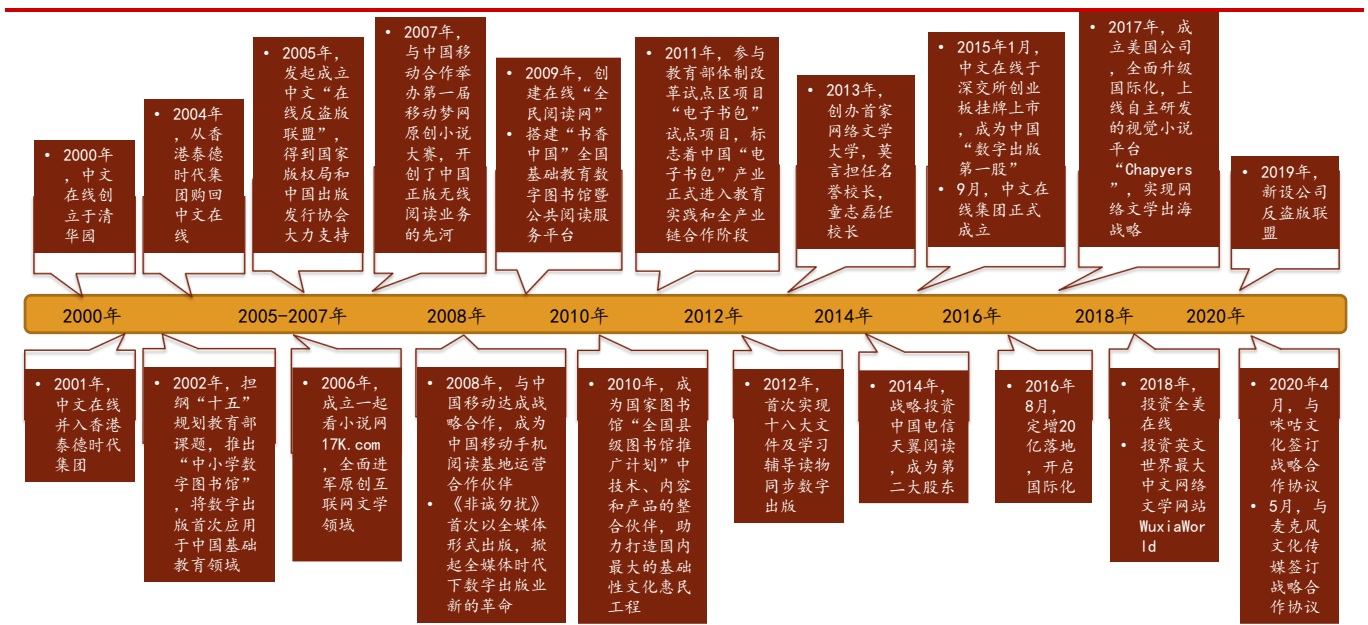
图 33 天盛长歌剧照 .....	19
图 34 变更后的募集资金投资项目 .....	20
图 35 新白娘子传奇宣传海报 .....	20
图 36 标的公司投资人基本情况、投资规模、持股比例及权益 .....	21
图 37 鸿达以太优秀音频作品 .....	22
图 38 中文在线旗下 17K 小说网部分数字图书登陆“蜻蜓 FM”平台“看小说”频道 .....	22
图 39 2015-2022 年中国网络音频行业市场规模 .....	23
图 40 2015-2019 年中国网络音频行业用户规模 .....	23
图 41 IP 定制游戏《武道至尊》 .....	24
图 42 2018Q1-2019Q4 美国手游市场 TOP100 收入&中国厂商占比（单位：亿美元） .....	24
图 43 2018Q1-2019Q4 进入美国手游畅销榜的中国手游数量-iOS & Google Play .....	24
图 44 2018 年美国 4 大互动故事类游戏流水 .....	25
图 45 剧情互动类手游主体受众多为年轻女性 .....	25
图 46 《Chapters》在 2018 年 10 月美国 Facebook 手游买量 Top20 榜单中排名第 8 .....	26
图 47 《Episode》在美国 Facebook 手游买量中排名第 6 .....	26
图 48 《Episode》中的 UGC 故事 .....	26
图 49 Chapters 登陆海外市场 .....	27
图 50 《Chapters》在美国 IOS 畅销榜排名呈上升态势 .....	28
图 51 Chapters 举办用户写作比赛 .....	28
图 52 流浪地球在 Chapters 上线 .....	28
图 53 Chapters 通过虚拟货币购买、会员购买、广告投放变现 .....	29
图 54 2019Q1Chapters 在中国手游在美国收入 TOP20 榜单排名 13 .....	29
图 55 2020Q1Chapters 在中国手游在美国收入 TOP20 榜单排名 12 .....	29
表 1 业务营业收入拆分及预测（单位：亿元） .....	30
表 2 可比公司及估值 .....	30

## 1. 公司概况：聚焦数字出版业务，文学教育双翼飞翔

### 1.1. 发展历程：二十年积累，深耕在线阅读行业

北京中文在线数字出版股份有限公司于 2000 年创立于清华园，2002 年推出“中小学数字图书馆”，2000 年至 2006 年，公司主要通过数字版权采集和数字化加工，面向教育机构提供数字图书馆服务，至今已打造“书香中国”、“慧读”、“云屏数字借阅机”等教育行业阅读产品。2006 年成立一起看小说网 17K.com，进军原创互联网文学领域，目前公司自有原创平台有 17K 小说网、四月天文学网和汤圆创作，发放渠道除三大自有渠道外，还包括三大运营商、腾讯、网易等互联网平台；2011 年，公司变更为股份有限公司，于 2015 年 1 月在深交所挂牌上市，成为中国数字出版第一股。2017 年成立美国公司，并推出互动式视觉小说平台“Chapters”，开启国际化进程，2018 年，战略投资英文世界最大的中文网络文学网站 WuxiaWorld，以及美股教育上市公司 ATA，从教育和文化两个领域全面开展出海战略。

图 1 公司发展历史



资料来源：公司官网、华西证券研究所

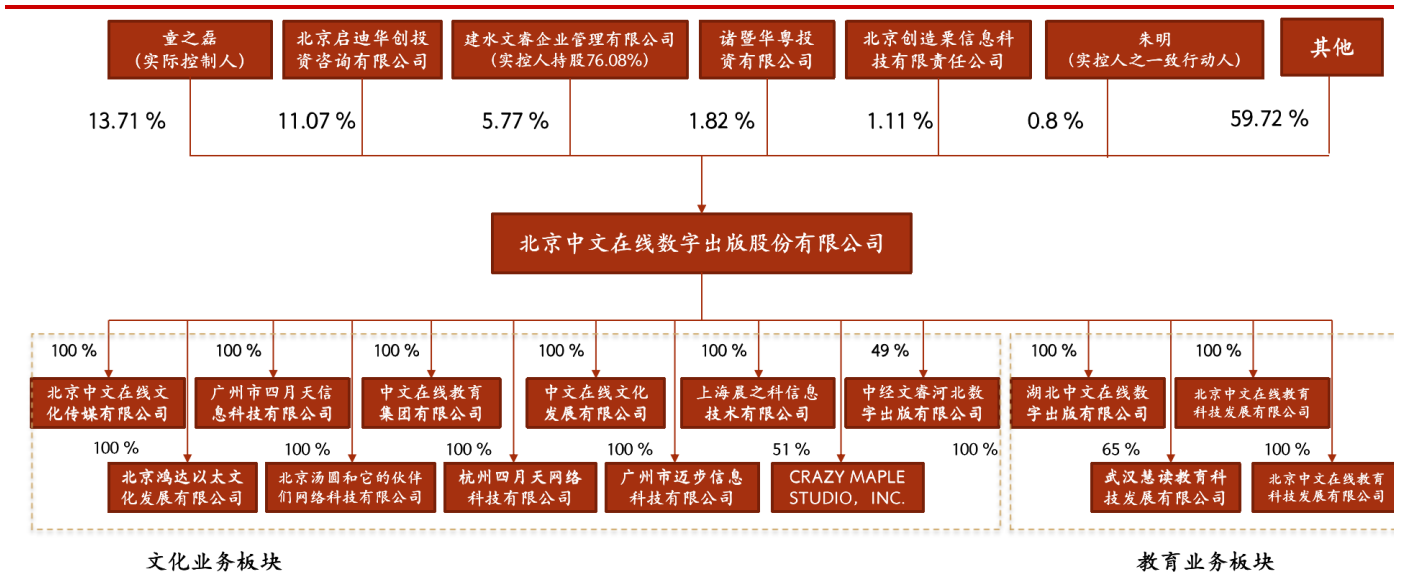
### 1.2. 股权结构：股权稳定，激励充分

截止 2020 年 3 月 31 日，董事长兼总经理童之磊直接持股比例为 13.71%，为公司第一大股东和实际控制人；其控股 76.08% 的建水文睿企业管理有限公司持有公司 5.77% 的股份，为公司的第三大股东；童之磊一致行动人朱明持股 0.8%。

2020 年 4 月，公司发布调整股权激励计划公告，拟向张帆、谢广才、王京京等 32 名核心人员授予股票期权 3611.48 万份，期权分四期行权，每期行权比例为 25%，

行权价格为每股3元。行权期业绩考核目标为：第一次行权，以2020年为基数，2021年净利润增长率不低于40%；第二次行权，以2020年为基数，2023年净利润增长率不低于80%；第三次行权，以2020年为基数，2025年净利润增长率不低于150%；第四次行权，以2020年为基数，2027年净利润增长率不低于200%。我们认为，充分的激励条件有助于将核心人员个人利益与公司利益绑定在一起，降低道德风险，促进公司长期发展。

图2 公司最新股权结构（截至2020年3月31日）



资料来源：wind、华西证券研究所

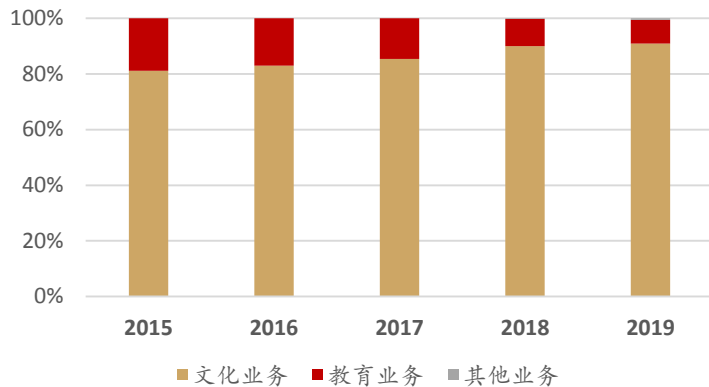
### 1.3. 主营业务：文化、教育双翼齐飞

公司从事的主要业务包括文化及教育板块，其中文化业务营收占比提升至90%以上。

1) **文化业务**以数字阅读业务为核心，涉及内容版权的全产业链开发。上游内容资源是公司的核心优势所在，经过多年运营，三大原创平台积累大量内容，并签约大量名家与版权机构；中游分销方面，公司版权分发渠道包括三大运营商、免费及付费互联网阅读平台等；下游版权衍生开发方面，经过前几年的尝试，目前除少量头部IP及音频版权之外，其他版权开发主要通过授权给影视、游戏等公司变现。

2) **教育业务**分为教育阅读和教育服务两块。其中，**教育阅读业务**面向多个场景，主要产品有“书香中国”、“数字图书馆”、“慧读”、“云屏数字借阅机”等；**教育服务业务**方面，公司深入建设数字教育出版综合服务平台，提供以数字教材为核心的各类数字教育内容的生成发布、质量控制、交易结算、下载推送、教学应用平台、工具和服务。

图 3 2015-2019 年公司营收构成 (单位: 亿元)



资料来源: wind、华西证券研究所

图 4 部分全资及控股子公司业务情况

公司名称	持股比例	业务板块	主要产品或服务
北京中文在线文化传媒有限公司	100%	文化	为手机、手持终端、互联网等媒体提供数字阅读产品,并向出版社、游戏公司、影视制作公司等机构提供纸质出版权和改编权等数字内容增值服务
广州市四月天信息科技有限公司	100%	文化	为手机、手持终端、互联网等媒体提供数字阅读产品,并向出版社、游戏公司、影视制作公司等机构提供纸质出版权和改编权等数字内容增值服务
杭州中文在线信息科技有限公司	100%	文化	提供内容数字化加工及无线阅读渠道推广服务
北京鸿达以太文化发展有限公司	100%	文化	有声读物的批发零售、有声版权的制作与发行
北京汤圆和它的小伙伴们网络科技	90.01%	文化	基于移动互联网的手机等移动设备的创作平台研发,新媒体内容的运营及推广
广州市迈步信息科技有限公司	100%	文化	向手机用户直接提供数字阅读服务,以及为中国移动手机阅读基地提供推广服务
上海晨之科信息技术有限公司	100%	文化	业务涉及整个二次元产业链,包括 G 站社区、手游宣发、网红视频直播、夏沐嘉年华等
CRAZY MAPLE STUDIO, INC.	51%	文化	Chapters
上海中文在线文化发展有限公司	100%	教育	经营上海本地及周边地区范围内的中小学及公共数字图书馆业务,以及参与“电子书包”试点项目
北京中文在线教育科技有限公司	100%	教育	提供中小学数字图书馆等教育阅读服务
湖北中文在线数字出版有限公司	100%	教育	提供手机教育、数字教育、数字农家书屋数字版权交易、数字出版培训等方面的服务
武汉慧读教育科技发展有限公司	65%	教育	数字教育出版综合服务平台的落地应用

资料来源: wind、公司年报、招股书、华西证券研究所 注: 持股比例截至 2019 年 12 月 31 日

## 1.4. 财务分析: 触底反弹, 20Q1 业绩转好

### 1.4.1. 营收同比下降, 归母净利润减亏

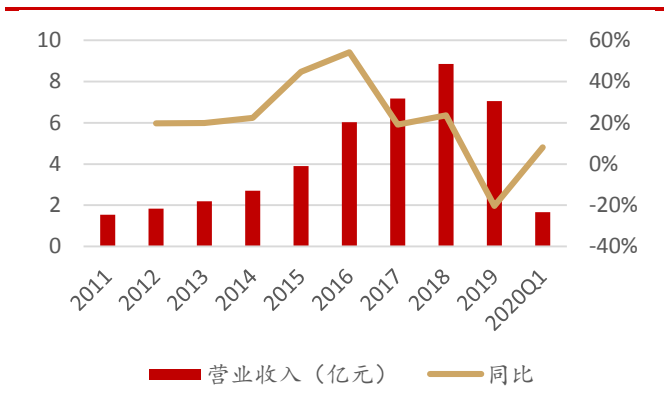
2011 至 2018 年, 公司营业收入稳步增长, 年均复合增长率达 28.38%。2019 年, 公司实现营业收入 7.05 亿元, 较上年同期下降 20.34%, 主要系广告业务及游戏发

行业务收入大幅下降所致；2020Q1 公司实现营收 1.67 亿元，同比增长 8.01%，主要由文学业务增长拉动。

2018 年公司归母净利润为-15.08 亿元，主要原因是游戏版号停发导致子公司晨之科未能完成业绩对赌，计提 12.54 亿元的商誉减值，此外，公司对新浪阅读计提 2.08 亿元的长期股权投资减值。

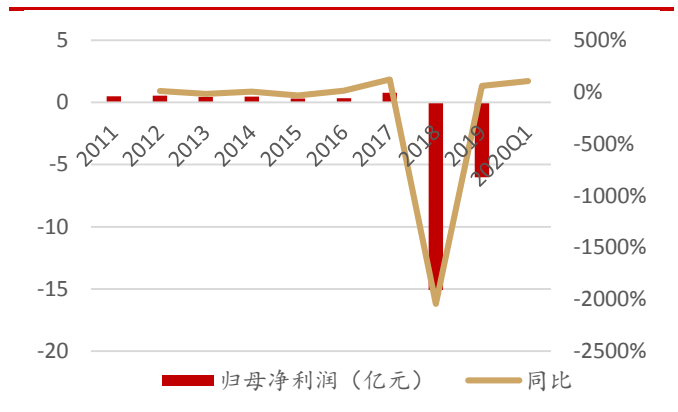
2019 年公司归母净利润亏损 6.03 亿元，主要系营业收入下降以及资产减值所致。2020Q1，公司实现归母净利润 0.04 亿元，扭亏为盈，主要系文学业务收入增长、游戏业务亏损下降以及股权投资收益影响所致。

图 5 2011-2020Q1 公司营收及增速（单位：亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图 6 2011-2020Q1 归母净利润及增速（单位：亿元）



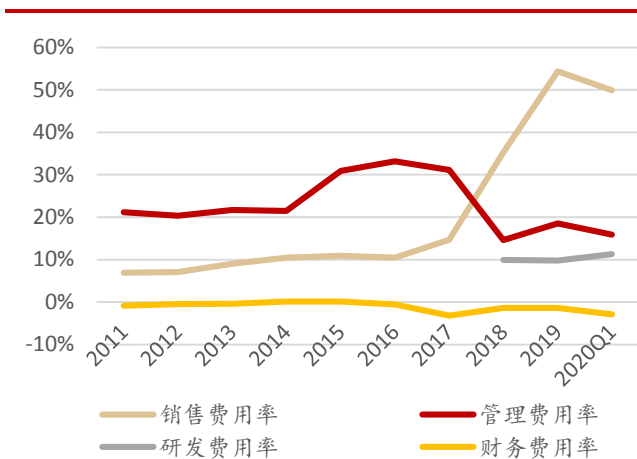
资料来源：wind、华西证券研究所

#### 1.4.2. 销售费用率持续上升，管理费用率得到控制

近三年，公司新业务推广使销售费用率高企，但管理费用率及研发费用率得到控制。2016 至 2019 年，销售费用率分别为 10.43%、14.66%、35.3%、54.39%，主要是由于销售人员薪酬增加，以及新业务（游戏业务、互动式视觉阅读业务）营销推广费用增长所致。2011 至 2015 年，研发费用率由 7.14% 逐年增长至 16.41%，主要系公司不断加强移动互联网和教育产品的研发投入所致。2015 至 2017 年，管理费用率由 14.62% 增长至 20.22%，系股权激励计划确认期权费用及管理人员薪酬增长所致，2018 年公司结束股权激励计划，中介机构服务费减少，使得管理费用率下降至 14.58%。



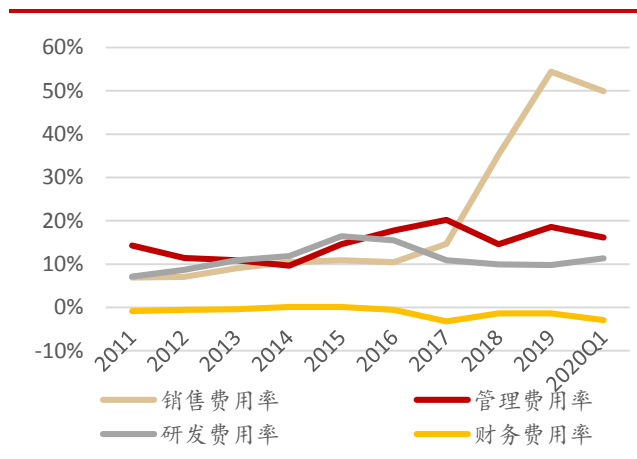
图 7 2011-2020Q1 公司期间费用率变化



资料来源: wind、华西证券研究所

注: 2018 年之前, 研发费用包含在管理费用中

图 8 2011-2020Q1 公司期间费用率变化 (调整后)



资料来源: wind、华西证券研究所

## 2. 免费阅读模式回归, 给在线阅读行业带来新增量

### 2.1. 在线阅读行业: 免费与付费模式共同发展

#### 2.1.1. 在线阅读行业迈入免费与付费共同发展时期

经过多年发展, 在线阅读行业目前处于免费模式与付费模式并存的时期。我们认为, 随着免费阅读的崛起, 在线阅读行业的商业模式将持续向“会员付费+流量广告+版权运营”方向演变。

1) 网文兴起于盗版免费, 在互联网发展早期, 网络文学未形成商业模式, 网文作者大多将作品免费发表在网络, 1998 年《第一次亲密接触》在网络上连载, 宣告网络文学的诞生。2002 年, 起点中文网成立, 行业迈入 PC 端看文时代, 此时市场上充斥着各种盗版网站。

2) 2003 年起点中文网率先实行 VIP 付费模式, 付费模式开始兴起, 网络文学平台实现盈利, 小说类型增多, 形成好内容与好收益相互促进的良性循环; 2015 年国家加大对网络文学版权保护力度, 许多盗版网站受到重创, 被迫关停或者转型, 行业巨头纷纷完善用户内容付费体系, 设立免费阅读专区作为付费阅读的补充, 正版付费阅读时代到来。

3) 2018 年 6 月, 基分文化推出“米读小说”, 此后, 米读小说、连尚免费读书、爱奇艺读书、飞读、番茄小说等免费阅读平台接连出现, 满足了下沉市场的阅读需求, 在线阅读行业正式迈入付费阅读与免费阅读共同发展的阶段。

图9 免费阅读与付费阅读发展历程

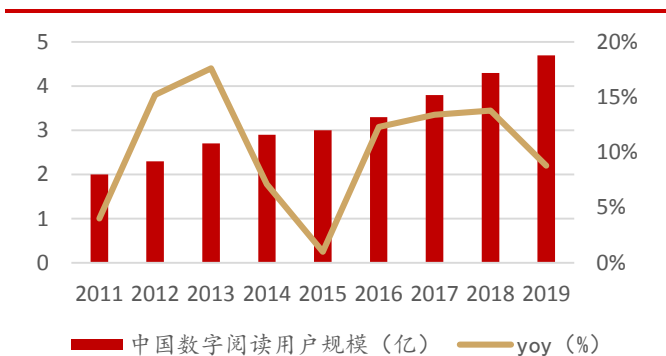


资料来源：华西证券研究所

### 2.1.2. 在线阅读市场规模：供需端促进规模稳步增长，商业化程度低

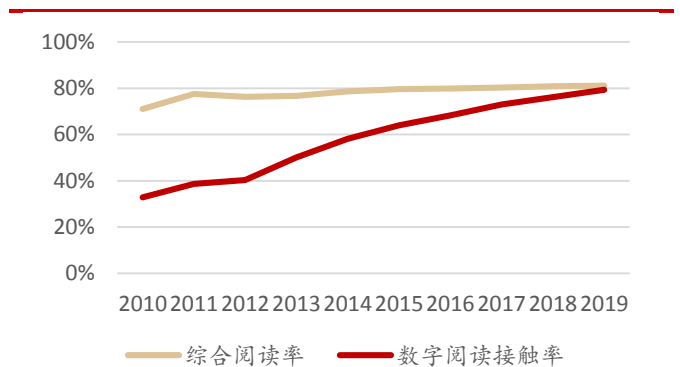
**需求端：**数字阅读成为主要的阅读方式，数字阅读用户规模稳步增长。随着互联网的普及，人们阅读习惯逐渐由传统纸质阅读转为数字阅读，国民数字阅读接触率逐年稳步上升，据第十七次全国国民阅读调查数据，2019年中国成年国民数字阅读接触率达79.3%，同比增长3.1pct。据音数协数据，截至2019年，我国数字阅读用户总量达4.7亿，同比增长8.8%，人均电子书及纸质书接触量分别为14.6本和8.8本。

图10 2011-2019年中国数字阅读用户规模及增速



资料来源：音数协、华西证券研究所

图11 2011-2019年中国成年国民阅读率

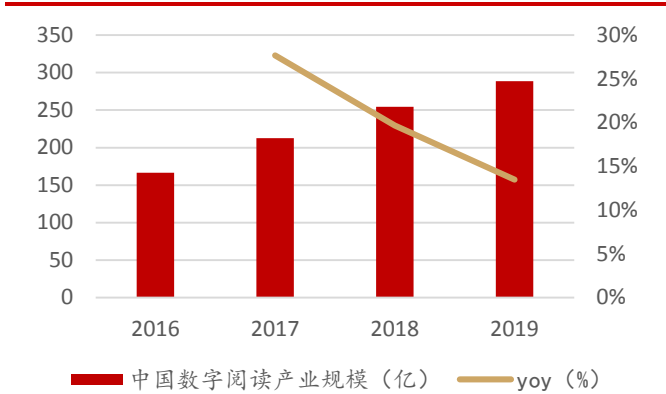


资料来源：新闻出版研究院、华西证券研究所

**供给端：**作者数量保持快速增长，保障内容供给，行业规模稳步增长。据音数协数据，2019年网络文学作者数量达929万人，较2018年增长67万，增长率为7.77%，其中90后作者占比58.8%，数字阅读市场规模达288.8亿，较2018年增长

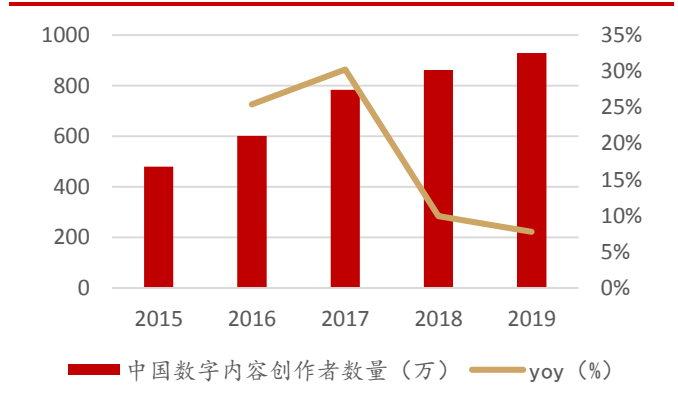
34.3 亿，增长率为 13.5%，作者数量的快速增长为数字阅读行业内容供给奠定了坚实的基础。

图 12 2016-2019 年中国数字阅读产业规模及增速



资料来源：音数协、华西证券研究所

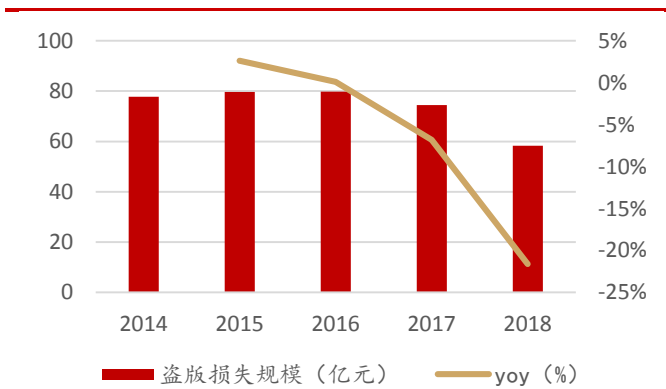
图 13 2015-2019 年中国数字内容作者规模及增速



资料来源：音数协、华西证券研究所

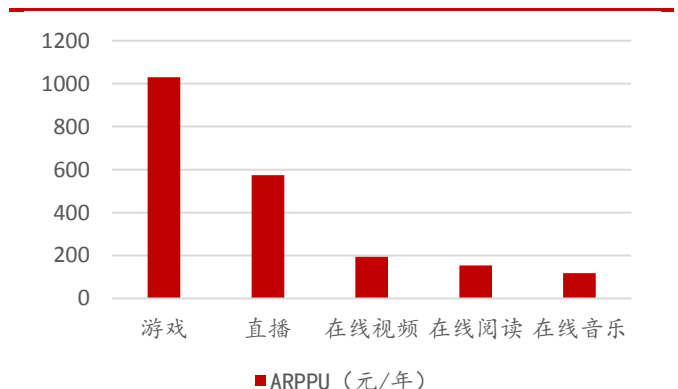
**盗版猖獗，阻碍付费模式下的商业变现。**文字天然有盗版成本低的属性，付费阅读用户以价格不敏感群体为主，价格敏感型用户往往选择看盗版，使得盗版损失规模高企。2014-2017 年，网络文学盗版损失规模均在 70 亿元以上，2018 年随着打击盗版力度加大，及免费阅读兴起，网文盗版损失规模同比下降 21.6% 至 58.3 亿元。盗版损失高企叠加人们知识产权付费意识还在养成阶段导致网文行业付费率较低，2018 年在线阅读 ARPPU 仅为 153 元/人，在泛娱乐行业仍处于低位。

图 14 2014-2018 年中国网络文学盗版损失规模



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 15 泛娱乐行业 ARPPU 值对比

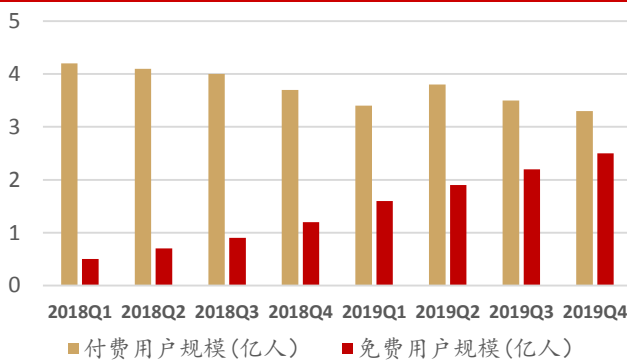


资料来源：斗鱼招股书、华西证券研究所

### 2.1.3. 免费阅读模式打开增量空间

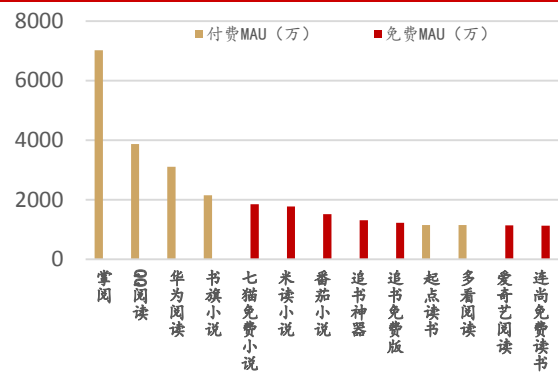
付费阅读进入瓶颈，免费阅读带来流量增长。随着互联网的普及，人口红利逐渐消失，付费阅读进入瓶颈期，而免费阅读 app 自 2018 年上线后，短时间之内便积累了大量的用户，实现了流量的高速增长。据比达咨询数据，我国付费用户规模从 2018Q1 的 4.2 亿人持续下降至 2019Q4 的 3.3 亿人，而免费用户规模则从 2018Q1 的 0.5 亿人持续增长至 2019Q4 的 2.5 亿人；QuestMobile 数据显示，2019 年 4 月，在线阅读 app 月活超过 1000 万的 13 个 app 中，免费阅读占据 7 个席位，包括七猫免费小说、米读小说、番茄小说等。

图 16 2018Q1-2019Q4 中国数字阅读行业免费/付费阅读用户规模 (亿人)



资料来源：比达咨询、华西证券研究所

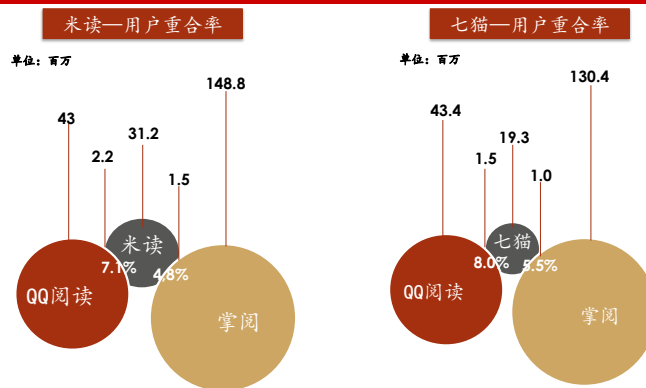
图 17 2019 年 4 月在线阅读典型 app 月活跃用户规模 (MAU>1000 万)



资料来源：QuestMobile、华西证券研究所

免费阅读与付费阅读用户重合率低。以米读小说和七猫小说为免费模式代表，QQ 阅读和掌阅为付费阅读代表，Mob 数据显示，2019 年 6 月，QQ 阅读与米读小说及七猫小说的用户重合率分别为 7.1% 和 8%，掌阅与米读小说和七猫小说用户重合率分别为 4.8% 和 5.5%，免费用户和付费用户重合率不到 10%。我们认为，付费用户对作品质量要求较高，愿意为内容付费且对激励广告等降低阅读体验的模式接受度低，而更庞大的免费阅读用户对内容价格敏感，愿意牺牲一定的阅读体验来换取免费内容，从而为广告等变现模式带来可能性。

图 18 免费用户与付费用户重合率低

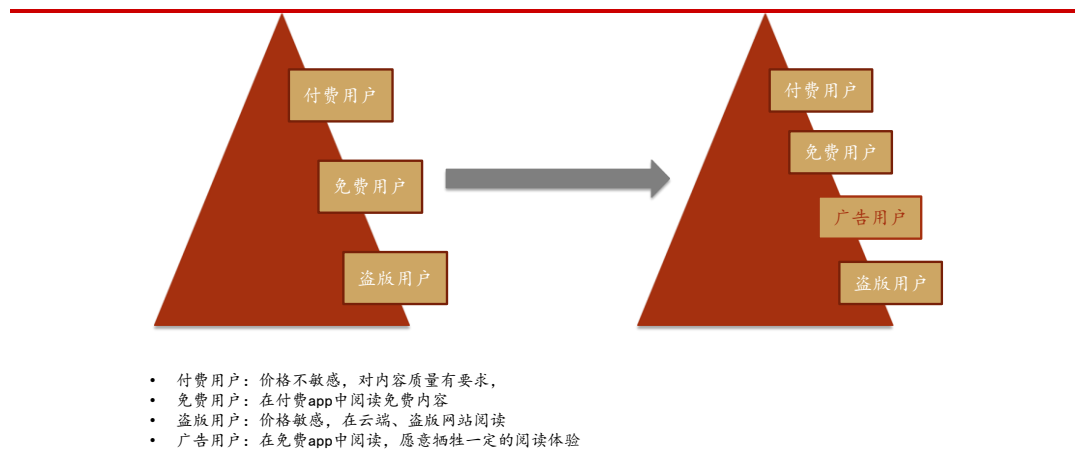


注：米读与 QQ 阅读用户重合率=二者重合用户数/米读用户数

资料来源：Mob 研究院、华西证券研究所

免费阅读增量用户主要来自下沉市场阅读中长尾盗版内容的读者。免费模式出现之前，市场上的用户主要分为三种：看中高端内容的付费用户、看中长尾内容的免费用户以及愿意损失部分阅读体验的盗版用户。免费阅读模式以牺牲部分阅读体验的方式提供免费中长尾版权，其用户主要来自于看长尾内容的免费用户、看中长尾内容的盗版用户以及少部分中腰部内容付费用户。

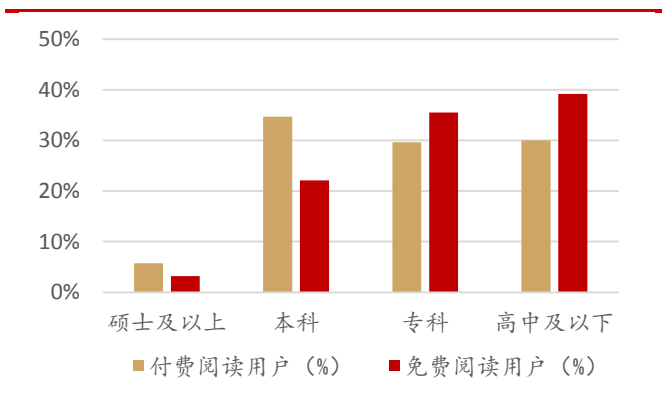
图 19 免费阅读模式带来新增用户



资料来源：华西证券研究所

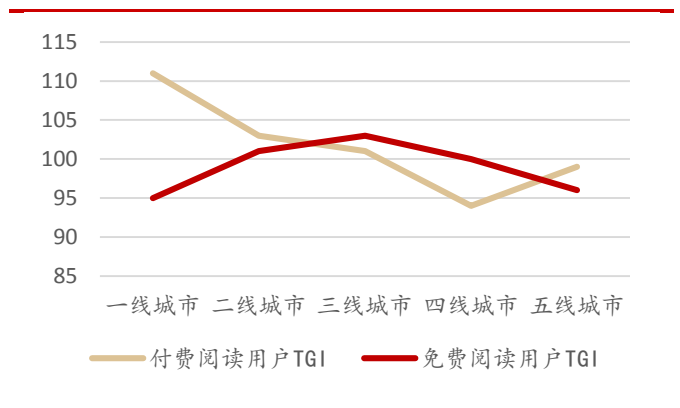
根据用户画像，专科及以下用户偏好免费阅读，本科及以上用户偏好付费阅读，三四线城市用户偏好免费阅读，一二线城市用户偏好付费阅读。据 Mob 研究院数据，免费阅读用户中专科及以下读者占比为 74.7% 高于付费阅读用户的 59.5%，免费阅读在三四线城市的 TGI 分别为 103 和 100 高于付费阅读的 101 和 94。免费广告模式给在线阅读行业吸引了新的增量流量，扩大了行业总体规模，在线阅读行业形成付费与免费模式互补的局面。

图 20 专科以下用户偏好免费阅读



资料来源：Mob 研究院、华西证券研究所

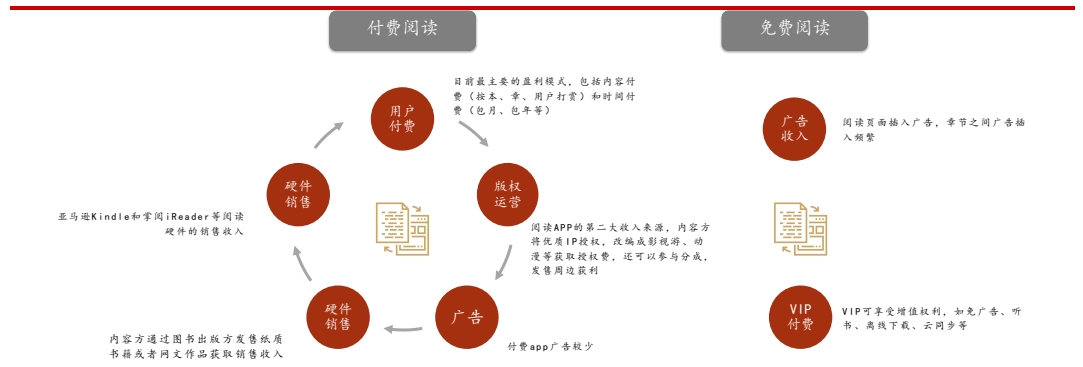
图 21 三四线城市用户偏好免费阅读



资料来源：Mob 研究院、华西证券研究所

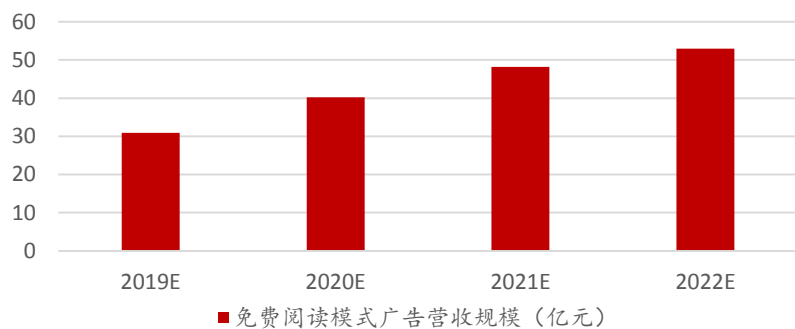
付费阅读以内容变现为主，免费阅读主要依赖广告变现。付费阅读商业模式主要有用户收费、版权运营、广告、硬件销售、图书出版发行等，其中向用户收费是最主要的盈利模式，包括按会员套餐付费、按点券付费和打赏分成等；免费阅读则以广告和VIP付费为变现方式，其中，基于流量与算法的广告收入成为主要营收来源，据QuestMobile数据，2022年免费阅读模式广告营收规模有望突破50亿元。

图 22 免费阅读与付费阅读商业模式对比



资料来源：华西证券研究所

图 23 免费阅读模式广告营收规模（单位：亿元，按 CPM 测算）



资料来源：QuestMobile、华西证券研究所

### 2.1.4. 互联网巨头纷纷入局，内容是获取流量的核心

在线阅读 APP 核心竞争力在于内容与渠道的结合，免费阅读公司成立时间较短，多发力于渠道建设，其内容来源以外购为主。七猫、番茄、连尚、搜狗、追书神器这五款免费 app 目前都以外购版权的形式提供数字阅读产品，内容在行业中的地位愈发重要。

随着各平台流量逐渐见顶，免费阅读带来的流量增量引发了新一轮的互联网巨头流量争夺战，各平台公司纷纷加大免费阅读布局。渠道端，百度系爱奇艺推出爱奇艺阅读、腾讯系阅文推出飞读免费小说，字节跳动推出番茄小说，阿里投资米读母公司趣头条。而在内容端，目前腾讯已经全面接管阅文、百度战略投资掌阅，中文在线作为版权内容份额市场第二的巨头，将成为亟需内容的互联网公司的重要补充。

图 24 互联网巨头纷纷布局免费阅读



资料来源: QuestMobile、华西证券研究所

注: 作品份额及作者份额数据截至 2017 年 12 月 31 日

图 25 头部在线阅读 APP 热门作品内容来源

平台	内容来源
QQ阅读	起点中文网、潇湘书院、中文在线、红袖添香、小说阅读网、晋江文学城等
掌阅	红薯网、中文在线、书山中文网、掌阅文化、纵横中文网、逐浪网等
七猫免费小说	梧桐小说网、阅友科技、中文在线、香网、黑岩阅读、若初等
米读小说	黑岩文学、掌阅、中文在线、逸云、万卷中文网等
书旗小说	书旗小说、中文在线等
番茄小说	黑岩文学、掌阅、塔读文学、中文在线、阿里文学等

资料来源: APP 官网、华西证券研究所

### 2.1.5. 疫情使得在线阅读时长增加，用户留存度变高

疫情期间，移动阅读用户数与在线阅读时长大幅上升。艾瑞咨询数据显示，2020 年 1 月 31 日（农历初七），移动阅读 app 日均独立设备数达 1.33 亿台，较上年同期增加 883 万台；而且疫情期间 71.1% 的用户比平时花更多时间在阅读上，并且 86.2% 的用户表示疫情之后会继续阅读，用户留存度变高。

图 26 2020 年春节移动阅读用户增多



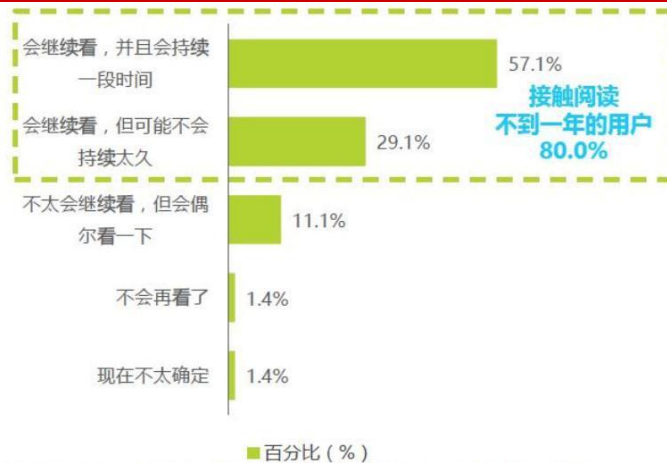
资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 27 71.1%的用户表示疫情期间比平时花更多时间



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 28 86.2%用户表示疫情结束后会继续阅读



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

## 2.2. 在线阅读业务：内容+渠道双轮驱动

### 2.2.1. 丰富内容资源构建核心壁垒，免费阅读拓宽分销渠道

公司以 3 大自有原创平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源，积累了大量优质内容。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有数字内容资源超 400 万种，网络原创驻站作者超 370 万名；与 600 余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位，据 QuestMobile 报告，截至 2017 年，中文在线在作品和作者总数上，分别以 27.5%和 41.6%的市占率位列全国第二，仅次于阅文。

网络原创作品方面，公司旗下拥有 17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作三大原创网络平台，吸引了大量作者入驻，多部原创作品获得了市场的认可。17K 小说网是公司核心的原创内容生产平台，作者总数超 110w，累计注册用户数超 1 亿，点击



量过亿作品近百部，其中《修罗武神》全网点击超过 200 亿。汤圆创作是一款为 00 后服务的原创内容互动社区，以塑造 00 后作家代表为己任，月活跃有效作者数 9.7W+，00 后作者占比 45.3%、05 后作者占比超过 50%。平台生产更多的广受年轻群体喜爱的优秀作品，优秀作品如《盛年有桑桑》《对方辩友，请指教》《少年斫琴师》《等待少年的你》《致我们浓浓的小甜蜜》《他的心动式甜吻》等。

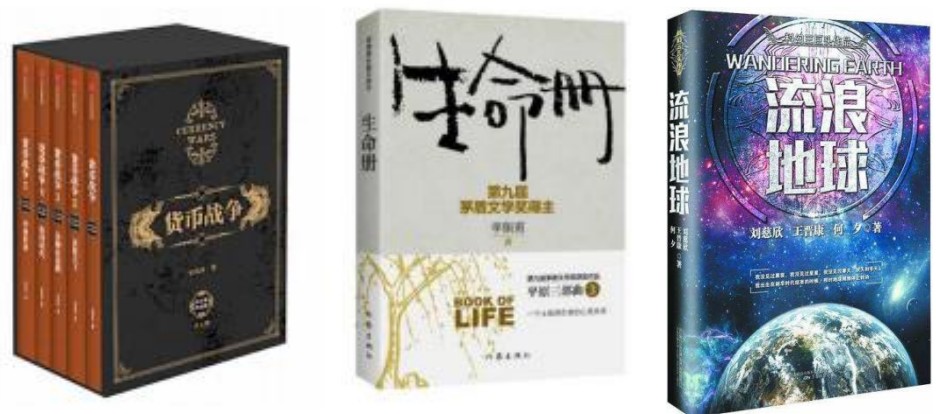
图 29 三大自有平台及成绩

平台	定位	成绩
17K小说网	公司核心的原创内容生产平台	目前已拥有网络作者超110万，累计注册用户数超1亿，点击量过亿作品近百部，其中《修罗武神》全网点击超过200亿。2019年新增优秀作品有《超级商业帝国》、《万古第一神》、《最强上门女婿》、《斩月》、《霸婿崛起》、《第九特区》、《近身狂婿》、《全职国医》、《都市妖孽高手》等。
汤圆创作	Z世代移动创作社区，“00后”最喜欢的创作阅读社交平台	汤圆创作是一款为00后服务的原创内容互动社区，以塑造00后作家代表为己任，月活跃有效作者数9.7W+，00后作者占比45.3%、05后作者占比超过50%。汤圆创作发起的全国校园文学联盟，现已覆盖国内七大区三十省市校园文学联盟，校园文学社团2300个，入驻校园作者超过25万人；其优秀作品如《盛年有桑桑》、《对方辩友，请指教》、《少年斫琴师》、《等待少年的你》、《致我们浓浓的小甜蜜》、《他的心动式甜吻》等
四月天文学网	面向女性向的垂直网文平台	目前拥有驻站作品20万余册，驻站创作者超过15万人，网站名家作者有辛夷坞、桐华缪娟、米兰lady、鱼歌、小鱼大心、八面妖狐、越人歌等；网站诸多作品被开发成知名的影视剧作品，如《我的波塞冬》、《清平乐》（改编自米兰lady的小说《孤城闭》）

资料来源：公司年报、公司官网、华西证券研究所

公司出版文学内容来源于传统出版合作中心，目前公司已签约包括余秋雨、刘慈欣在内的 2000 余位知名作家，与全国 600 余家版权机构开展合作。2019 年公司新签约优秀出版作品有《生命册》《货币战争》《吾血吾土》《大风》等。李佩甫作品《生命册》获第九届茅盾文学奖，《羊的门》曾获庄重文文学奖、全国“五个一”工程奖等，西藏作协副主席次仁罗布作品《放生羊》获第五届鲁迅文学奖。

图 30 公司传统出版优秀作品



资料来源：公司年报、搜狐网、华西证券研究所

2020 年初，疫情爆发，公司旗下 17K 小说网、书香中国等平台快速上线防疫专题，截至 3 月 24 日，共获取防疫类图书 139 种，涉及 80 多家出版社，内容涵盖了广东科技出版社《新型冠状病毒感染防护》、人民卫生出版社《新型冠状病毒感染的肺炎公众心理自助与疏导指南》、中国协和医科大学出版社《协和新型冠状病毒肺炎防护手册》、科学普及出版社《科学开开门：给小朋友们的新型冠状病毒感染防护绘本》、长江少年儿童出版社《写给孩子的病毒简史（彩绘本）》等优秀新书。

图 31 书香中国防疫专题图书



资料来源：书香中国官网、华西证券研究所

通过与三大运营商深度合作，免费阅读平台得以加速拓宽版权分销渠道。中文在线旗下的数字内容分别在自有渠道及合作渠道进行销售，其合作渠道包括三大运营商、互联网及移动互联网平台，以及其他多种阅读平台，间接覆盖用户数以亿计。

1) **三大运营商**：公司从 2010 年开始与中国移动合作，为其提供数字出版运营服务，之后与咪咕文化延续了多年的深度合作，2020 年 4 月，公司与咪咕文化签订战略合作协议，双方结合各自优势在内容版权，全 IP 版权孵化、开发及运营，海外市场，渠道分发，签约知名作家、艺人，地方公共文化开发等方面进行合作。2013 年起与中国联通“沃阅读”、中国电信“天翼阅读”也开展合作，为其提供内容及运营服务。2018 年 6 月，公司与号百控股签订《战略合作协议》，进一步深化双方在渠道分发 IP 开发等方面的合作。此外公司与中国电信已签署天翼阅读的 CP 协议、中国电信全国积分平台、“翼积分”通用积分平台虚拟商品合作框架协议；公司为中国联通官方自营阅读平台沃阅读编审运营支撑合作伙伴，也是其重要的内容合作伙伴，双方长期保持良好合作关系。

2) **付费及免费阅读渠道**：免费阅读在 2018 年下半年开始崛起，数字阅读市场规模扩大，免费阅读平台版权采购需求随之增长，成为带动数字阅读行业发展的新的增长点。公司作为以内容为核心优势的数字出版企业，在保持与业内原有 QQ 阅读、掌阅、微信读书等付费渠道合作之外，与 2018 年新上线的米读、七猫、番茄等免费阅读平台以及蜻蜓 FM 等有声阅读平台等也开展了合作，受益于分销渠道的拓宽，2019 年公司数字版权分销业务收入以及三方合作渠道数量均取得大幅增长。

图 32 内容分发渠道



资料来源：公司官网、百度百科、华西证券研究所

### 2.2.2. 背靠海量内容资源，全产业链挖掘 IP 价值

**调整版权开发策略，把握内容优势。**公司在发展过程中与出版社、影视公司、游戏公司、动漫公司等平台开展合作，将其丰富的版权资源，以授权、合作分成、联合出品等多种方式进行深度开发，衍生为游戏、文学、动漫、影视、听书、纸书等产品，2019 年末公司调整版权开发策略，除音频版权及少量头部优质 IP 外，影视、游戏等版权主要授权给第三方公司。我们认为，公司在影视行业寒冬期调整版权开发策略有利于提升应收账款周转率，降低 IP 改编出品风险。

图 33 天盛长歌剧照



资料来源：新浪网、华西证券研究所

**变更募集资金投向，加码 IP 泛娱乐业务。**5 月 14 日，公司发布公告，拟将原募集资金投资项目“在线教育平台及资源建设项目”的部分募集资金以及“收购晨之科 24.42%股权”剩余未支付的募集资金共计 3 亿元人民币，变更为用于补充投入原募集

资金投资项目“基于 IP 的泛娱乐数字内容生态系统建设项目”，其中 2.4 亿元用于数字版权采购，2133 万元用于市场推广支出，1742 万元用于现有文学网站升级，2125 万元用于铺底流动资金。

图 34 变更后的募集资金投资项目

序号	资金使用项目	资金使用金额（万）
1	版权采购	24000
2	推广支出	2133
3	文学平台升级建设	1742
4	铺底流动资金	2125
合计		30000

资料来源：公司公告、华西证券研究所

影视改编剧众多，市场反馈良好。2015 年被称为 IP 元年，中国泛娱乐产业进入 IP 为王时代，公司顺应 IP 市场化开发趋势，将 IP 运营业务由原来授权合作模式转变为授权、投资、合作分成、联合出品等多种模式，深入挖掘 IP 价值，当年公司与爱奇艺联合打造的网剧《我的美女老师》在爱奇艺独家上映，两个月点击量突破 2 亿。2016 至 2019 年公司先后打造了《我的狐仙老婆》《橙红时代》《情满四合院》《天盛长歌》《新白娘子传奇》等取得良好反馈的影视作品。2018，公司减少一次性 IP 授权叠加影视行业寒冬，致使 IP 衍生业务收入大幅减少。2019 年公司再次调整 IP 衍生开发策略，除少量头部 IP 外，将根据客户需求出售 IP 衍生权。目前公司正在改编中的原创 IP 有《巫颂》《家园》《烽烟尽处》《匹夫的逆袭》《沉鱼策》《女为悦己者》等。

图 35 新白娘子传奇宣传海报



资料来源：北青网、华西证券研究所

2020 年 5 月 21 日，公司发布公告，拟与爱奇艺及青梧合资设立北京中文奇迹文化科技有限公司，标的公司主营影视制作、影视项目投资业务，注册资本暂定为 1 亿

元，其中中文在线出资 3000 万，持股比例 30%，有权委派 1 名董事（董事会由 5 名董事组成）。标的公司正式成立后将与中文在线及爱奇艺在影视制作方面进行深度合作，爱奇艺或标的公司将加强采购中文在线文学 IP，标的公司自行开发或其他有权决定采购方的影视项目重点出售给爱奇艺，此外，标的公司将加强与中文在线原创平台的深度联动，推进联合策划和定制 IP。我们认为，合资公司的设立有助于发挥爱奇艺龙头视频平台优势及中文在线 IP 内容优势，推进 IP 影视多元化开发，增强公司 IP 下游变现能力同时降低 IP 投资风险。

图 36 标的公司投资人基本情况、投资规模、持股比例及权益

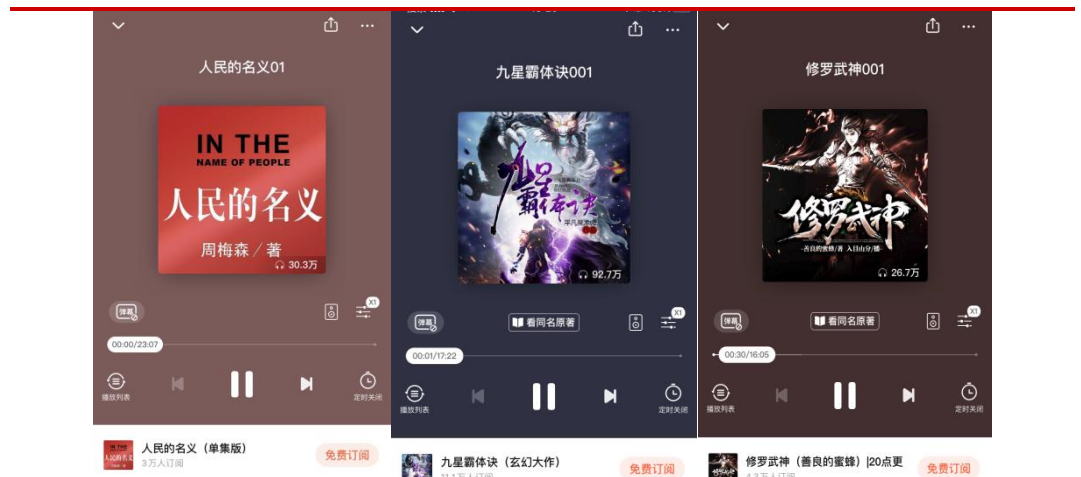
股东	基本情况	注册资本（万元）	股权比例	治理结构
中文在线	市占率第二的内容平台，内容资源丰富。以自有原创网络平台（17K小说网、四月天文学网、汤圆创作）、知名作家、版权机构为正版数字内容来源，建立了广泛的内容采购网络，拥有超过400万种数字内容资源	3000	30%	委派1名董事
爱奇艺	中国领先的创新型在线娱乐公司，向中文在线采购文学IP，拥有标的公司剧集的优先采购权。截至2020Q1，爱奇艺的订阅会员规模达到1.19亿，同比增23%，会员规模单季度净增长1,200万	3400	34%	委派2名董事，1名监事
青梧（有限合伙）	成立于2020年1月19日，主营企业管理及信息咨询服务，实际控制人戴和忠，戴和忠于2019年辞去中文在线执行总经理职务，辞职原因是未来将集中精力投入IP影视业务的发展	3600	36%	委派2名董事，董事长由其委派的董事担任
总计		10000	100%	标的公司董事会共5名董事，不设监事会，设1名监事

资料来源：公司公告、华西证券研究所

子公司鸿达以太将公司大量原创作品通过自有主播生态打造成音频产品，并授权给第三方渠道，是全国最大的有声版权机构。经过 24 年的积累，目前拥有 123 万部（集），28 万小时有声书资源，内容涵盖评书、相声、畅销小说、原创小说、百家讲坛、管理课程、少儿作品等各领域，作品总播放量超 30 亿。2019 年，鸿达以太签约并制作《官途》《九星霸体诀》《修罗武神》《我的绝色总裁未婚妻》《沉鱼策》等年度爆款原创文学 IP 作品，实现影视、游戏、有声等全版权的深度开发，优秀作品《官途》播放量超 1 亿，《人民的名义》2017 年 4 月上线，半月付费收听超千万，《修罗武神》播放量超 17 亿，《九星霸体诀》播放量超 1.5 亿。此外，还上线音频、游戏同步产品如《天空之门》，影视音频联动作品如《流浪地球》《新白娘子传奇》《人民的名义》《橙红年代》等。

在充分挖掘内容的同时，公司通过培养和扶持优秀主播将优质头部作品演绎形成有声书。目前公司从 500 位长期合作的有声主播中独家签约熊二、有声凯丰、坤晓、陌陌等 9 位主播，为其提供独家作品优先选择权、专属培训等扶持政策，打造精品有声书。

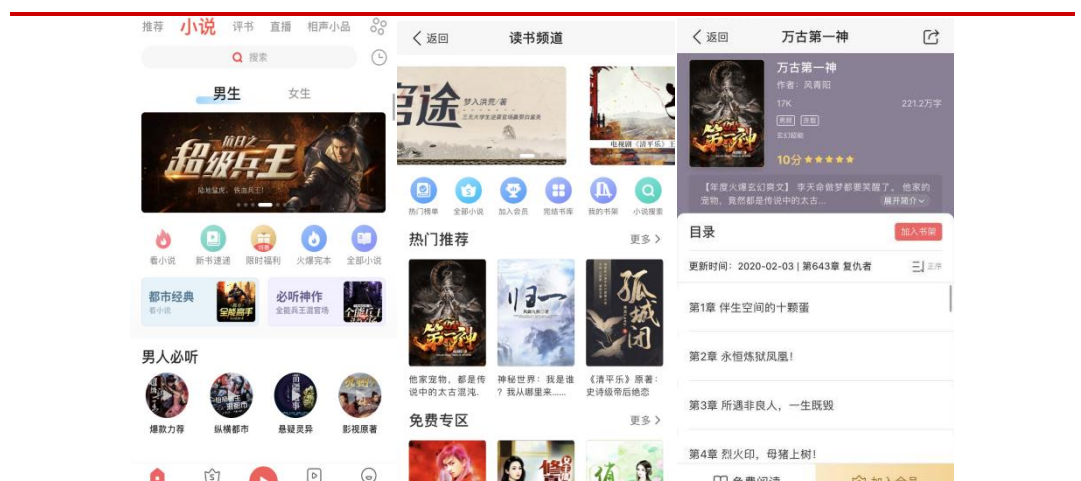
图 37 鸿达以太优秀音频作品



资料来源：喜马拉雅、华西证券研究所

与蜻蜓 FM 达成战略合作，开启音频内容分发增量空间。公司作为有声内容提供商，其旗下音频作品在喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人听书、酷我音乐等各大音频平台及中央人民广播电台、北京广播电台等传统媒体上线播出，是蜻蜓 FM、懒人听书和喜马拉雅三大音频平台的第一内容提供方。5 月 8 日，公司与国内领先的在线音频平台蜻蜓 FM 签订战略合作协议，公司将旗下 17K 小说网与四月天文学网的数字版权授权给蜻蜓 FM 平台，通过平台上新搭建的看小说文学频道触达 C 端用户；而蜻蜓 FM 则将其音频作品版权授权给中文在线，由公司自有及合作渠道分销至 B 端市场。蜻蜓 FM 是国内重要的音频平台，总用户规模超 4.5 亿，生态流量月活跃用户量 1.3 亿，我们认为本次合作，有利于拓宽公司海量版权变现渠道，提升版权价值，促进音频业务的发展。

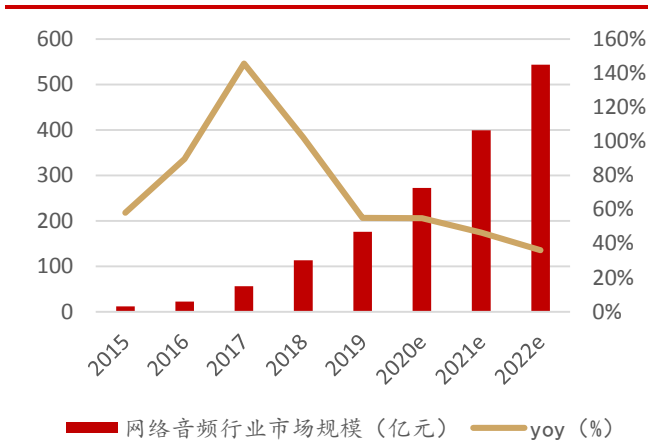
图 38 中文在线旗下 17K 小说网部分数字图书登陆“蜻蜓 FM”平台“看小说”频道



资料来源：蜻蜓 FM、华西证券研究所

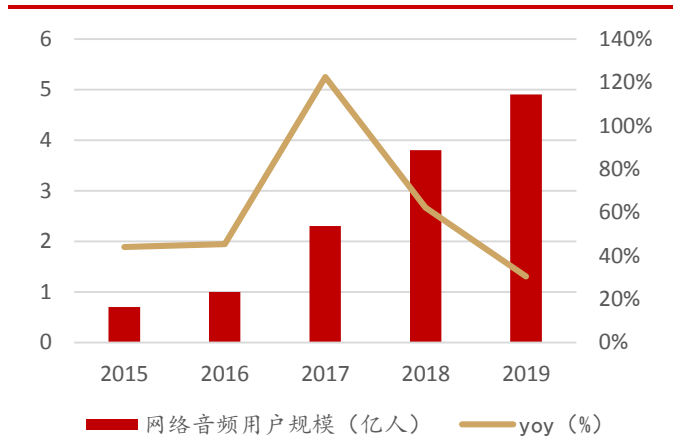
网络音频市场保持增长态势，公司优势明显。随着音频行业不断发展，头部节目和精品内容不断增加，种类愈加丰富，叠加多场景用户需求进一步得到满足，内容分发渠道不断拓展，网络音频市场及用户规模不断上升，艾瑞咨询数据显示，2019年，中国网络音频行业市场规模达175.8亿元，同比增长55.1%，用户规模4.9亿人，同比增长30.4%。在广阔的内容需求下，公司凭借其内容积累与开发能力抢占先机，因为音频版权主要来自于数字内容版权，公司作为数字内容头部平台，且有能力将数字内容开发成音频版权，在这一领域优势明显，我们长期看好公司有声阅读业务。

图 39 2015-2022 年中国网络音频行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 40 2015-2019 年中国网络音频行业用户规模



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

游戏业务方面，公司游戏业务的发展历程同影视业务相似，都经历了从授权模式到自主开发模式，再转为授权给游戏公司开发的模式。随着2015年前后游戏市场的爆热叠加IP成为泛娱乐产业的核心，IP需求激增，公司旗下《龙血战神》《罪恶之城》《吞噬苍穹》《人皇纪》《武道至尊》《苍蓝境界》《修罗武神》等原创作品纷纷改编为游戏，并取得良好的流水和市场排名。其中《龙血战神》由17K小说网同名小说改编而成，安卓上线首日流水破210万，2016年上线的IP定制游戏《武道至尊》当年在应用宝的游戏推荐榜数周排名前五。受2018年行业监管收紧，版号停发的影响，游戏业务受到较大冲击，公司调整IP开发策略，游戏业务回归至IP授权开发为主。

图 41 IP 定制游戏《武道至尊》



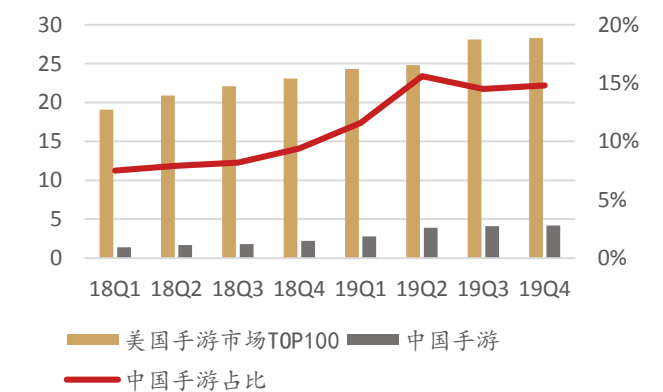
资料来源：火舞游戏、华西证券研究所

### 3. 互动式视觉阅读平台新赛道，Chapters 大有可为

#### 3.1. 出海市场空间广阔，视觉小说平台赛道正当时

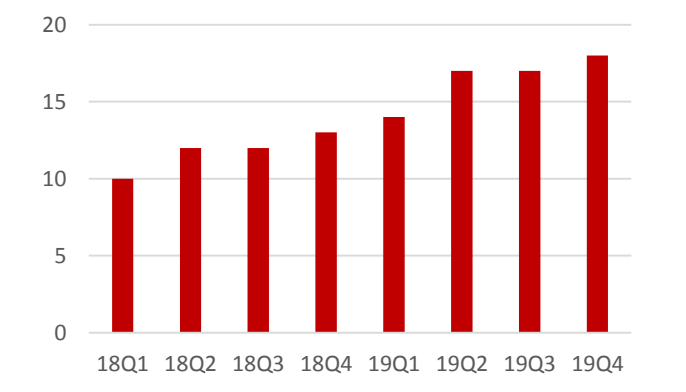
美国手游市场 Top100 收入规模稳健上升，中国厂商份额突破 15%。SensorTower 数据显示，2019Q4 美国手游市场 Top100 在 App Store 和 Google play 的总收入达 28.3 亿元，与 Q3 基本持平，同比增长 22.7%，其中中国手游贡献 4.2 亿美元收入，所占份额为 14.8%，较上年同期增长 5.4pct；2019Q4 共有 18 款中国软件进入美国手游畅销榜 T100，较 2019Q3 新增一款，中文在线旗下 Chapters 于 2019Q1 入榜。

图 42 2018Q1-2019Q4 美国手游市场 TOP100 收入&中国厂商占比（单位：亿美元）



资料来源：SensorTower、华西证券研究所

图 43 2018Q1-2019Q4 进入美国手游畅销榜的中国手游数量-iOS & Google Play



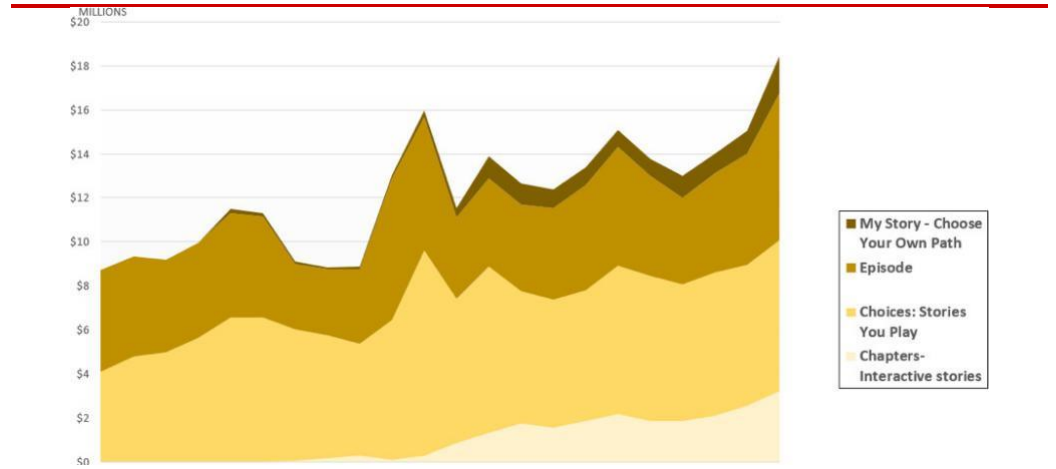
资料来源：SensorTower、华西证券研究所

细分赛道上，互动故事类游戏头部产品流水持续增长。据 Sensor Tower 数据，2018 年《Choice》《Episode》《Chapters》《Story》四款头部手游总流水呈持续增长态势，最高达 1800 万美元；2019 年 3 月，头部产品《Choices》《Episode》全球流水分别为



600 万美元和 480 万美元,《Chapters》在 app store 和 google play 两平台收入约为 400 万美元。

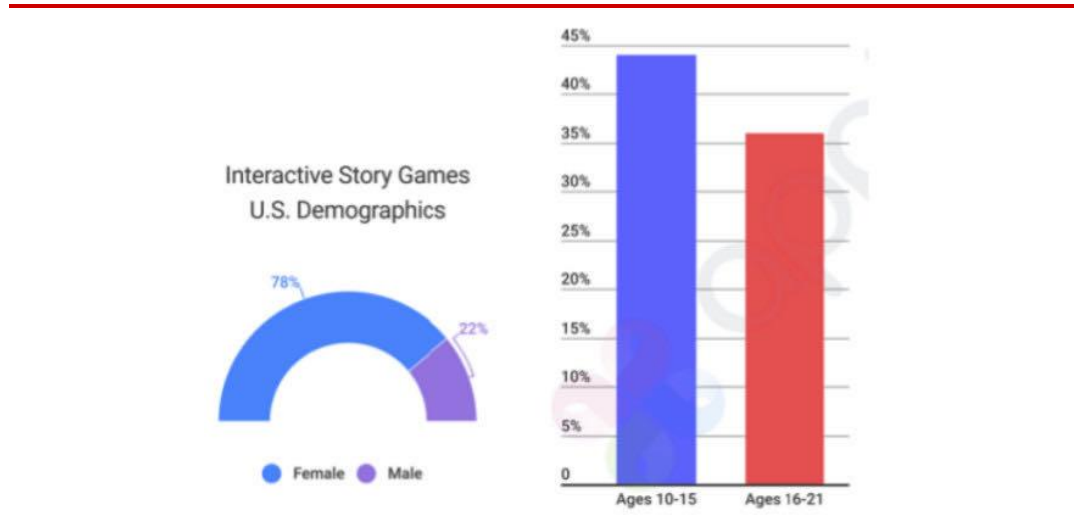
图 44 2018 年美国 4 大互动故事类游戏流水



资料来源: Apptopia、华西证券研究所

**剧情互动类手游主体受众为年轻女性。**平台中不同类型的故事多以女性视角展开,用户可以选择主角的形象包括面貌、发型及服饰,然后以这个形象开展故事;产品在声音、图片、动画等方面做出升级,为读者提供富媒体的阅读体验,文字旁白构成场景描述,角色对话穿插其中,玩家在一些节点自由选择对话选项,不同的选择通向不同的故事情节及结局。据 Apptopia 数据,剧情互动品类游戏中,女性玩家占比 78%,男性仅占 22%;而从年龄构成来看,21 岁以下的玩家占比达 80%左右,其中 16-21 岁玩家占比 35%左右,10-15 岁用户占比 45%左右。

图 45 剧情互动类手游主体受众多为年轻女性

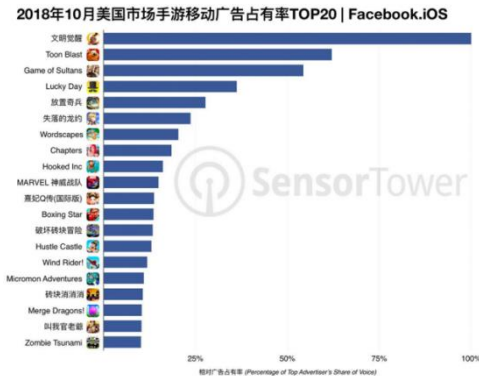


资料来源: Apptopia、华西证券研究所

**高付费与短期低留存并行,维持长线运营的关键在于获客与内容。**剧情互动手游有着 ARPU 高与短期留存率低的特点,一方面,平台方需要不断买量获客,扩大用户规模,寻找目标玩家,另一方面,由于用户快速的内容消耗,平台需要快速更新内容,根据用

户偏好推荐故事，以提高付费用户的长线留存率。买量渠道主要是 Facebook、Instagram、YouTube、Twitter 等平台。据 Sensor Tower，《Chapters》在 2018 年 10 月美国 Facebook 手游买量 Top20 榜单中排名第 8，2019 年 3 月，《Episode》在美国 Facebook 手游买量中排名第 6。

图 46 《Chapters》在 2018 年 10 月美国 Facebook 手游买量 Top20 榜单中排名第 8



资料来源：Sensor Tower、华西证券研究所

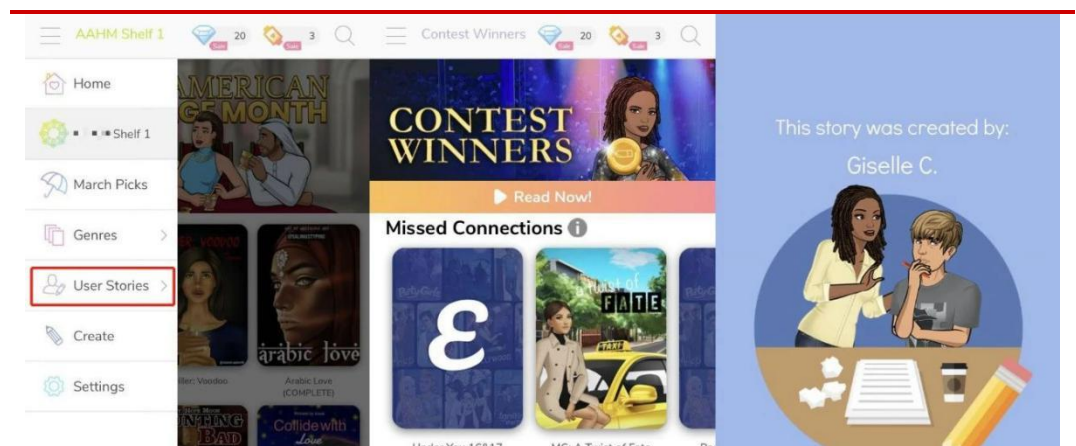
图 47 《Episode》在美国 Facebook 手游买量中排名第 6



资料来源：Sensor Tower、华西证券研究所

内容来源多样，包括明星、影视 IP、用户创作等。以美国排名靠前的互动叙事游戏《Episode》为例，15 年 8 月上线的《Demi Lovato: Path to Fame》基于著名演员歌手 Demi Lovato 改编，15 年 11 月上线的《Mean Girls: Senior Year》基于 2004 年上映的青春校园电影 IP《Mean Girls》改编。此外，该平台还加入社区功能，用户或者业余作家可以自行上传自己编写的故事，用户可对小说内容进行点赞、评论，并且开展征文，构造小说创作生态。

图 48 《Episode》中的 UGC 故事



资料来源：游戏葡萄、华西证券研究所

对比 Episode 和 Chapter，前者强调核心玩法，融入如支线情节的设计，其产品主要根据社区小说改编而成，内容偏青春校园类型，用户群体多为 13-15 岁的高中生；而 Chapters 主打故事和节奏，用户多为 17 岁以上年轻女性用户，作品主题以浪漫为主，其

Slogan 为“Choose Your Romance”，此外 Chapters 还涉及悬疑、魔幻、校园、科幻等题材，内容 90%来自版权书籍改编，剩余 10%来自 UCG 社区。

### 3.2. 出海业务快速增长，Chapters 引爆欧美市场

2017 年，中文在线在美国市场推出“交互式视觉小说平台”——Chapters。该平台通过技术和运营创新，将单线文字作品转化为图文并茂的呈现方式，打破了传统小说所固有的单向阅读模式，极大程度上丰富了文学作品的表现力和感染力，用户不但可以看小说，而且还可以参与到剧情当中来进行互动。2019 年，Chapters 注册用户数超 1500 万，产品在美国 iPhone Game Top Grossing 排名不断提升，且多次登上安卓平台 Top-Free&Top-trending 榜首，2020 年以来，在美国 IOS 畅销榜排名呈上升态势，尤其是 3 月份之后，受疫情影响，在游戏类畅销榜排名稳定在 TOP40，角色扮演及冒险类游戏畅销榜排名前 10。

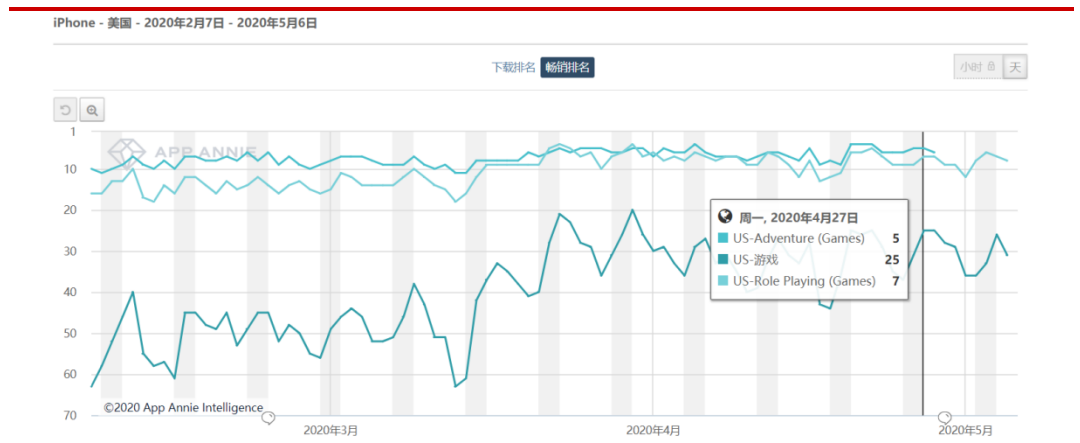
图 49 Chapters 登陆海外市场



资料来源：公司官网、华西证券研究所

我们认为，交互式阅读是融合了阅读与游戏的娱乐产品，其优势在于用户沉浸感更强，而且长线运营带来的用户粘性极高；对于产品核心用户群体，Z 世代有着强烈的自我意识，在故事推进过程对于扮演重要角色的意愿更强，该类作品恰好满足了他们的需求，交互式阅读有望成为未来阅读领域的新兴模式。

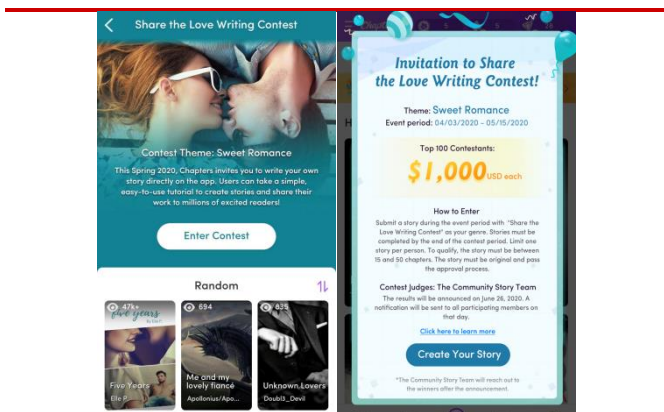
图 50 《Chapters》在美国 IOS 畅销榜排名呈上升态势



资料来源：App Annie、华西证券研究所

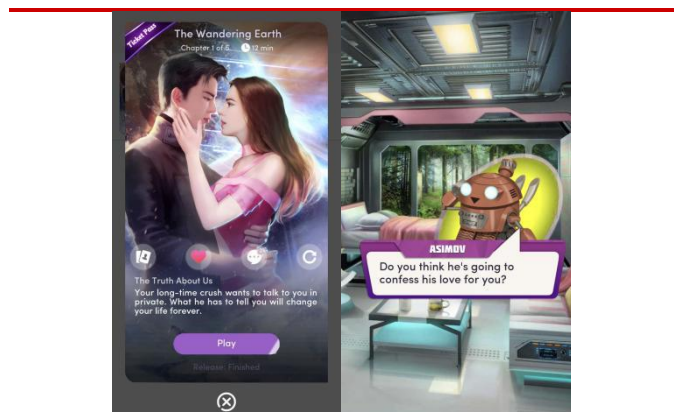
背靠海量版权库，培养 UGC 社区，内容来源愈加丰富。短信小说平台可以用来连接读者和作者，提高用户活跃度和留存率，2019 年活跃作者增加超过 30%，此外，算法团队可从社区平台中检测热点话题，总结用户喜好，并据此改编成视觉小说，丰富内容供给；2019 年平台成功举行了全球短信小说大赛，作者和读者踊跃投稿和评选，最终产生多位全球优胜者，活动的成功进一步展示其作为作家聚合平台和粉丝互动平台的平台效应。此外，公司海量版权内容库保证了作品上线速度，以及内容的丰富度，满足用户内容需求，刘慈欣作品《乡村教师》与《流浪地球》分别在 2018 年及 2019 年在 Chapters 上线。

图 51 Chapters 举办用户写作比赛



资料来源：Chapters、华西证券研究所

图 52 流浪地球在 Chapters 上线



资料来源：Chapters、华西证券研究所

商业模式上，Chapters 目前主要有 to B 的广告收入以及 to C 的会员和虚拟货币购买收入：

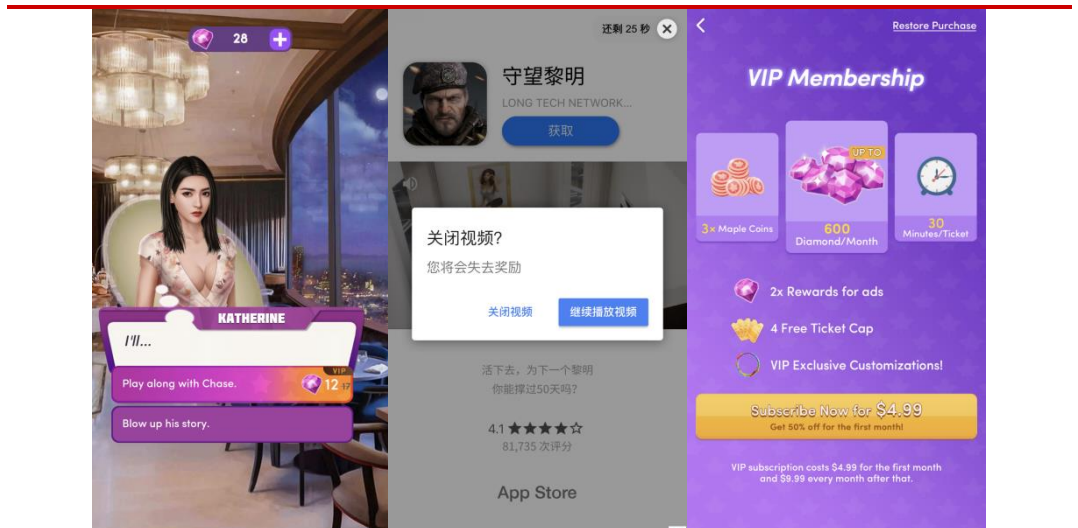
- 1) 虚拟货币：枫叶币、钻石及章节通票三种。枫叶币可以通过做任务来获取，包括读完章节、写读书评论、登陆游戏、观看广告购买钻石或通票等，40 个枫叶币可以兑换为一个钻石；钻石可以通过付费购买、观看广告或枫叶币兑换获得，可以用于解锁付费情节；

章节通票通过购买获取，用于解锁新的章节，此外用户通票小于两张时，平台每两个小时之内免费发放通票，补足至2张为限。

2) 广告变现：登录页面会出现20秒左右的视频广告，用户可以选择直接关闭，或者看完广告，领取钻石或枫叶币奖励；用户也可以在任务栏自行选择观看广告，以赚取一定数额的钻石。

3) VIP会员：会员权益在于VIP专属故事、定制人物形象、比一般用户更高的奖励金机制等，会员费用为9.99美元每月，首月4.99美元。

图 53 Chapters 通过虚拟货币购买、会员购买、广告投放变现



资料来源：Chapters、华西证券研究所

收入快速增长，Chapters运营公司Crazy Maple Studio, Inc.扭亏为盈。受益于公司内容扩充及买量投入，2019年3月，Chapters首次入围中国出海手游收入30强，其美国用户占比达70%，在美国市场中国手游收入排行榜中，Chapters由2019Q1的第13名上升至2020Q1的第12名；在Chapters的良好市场表现下，Crazy Maple Studio, Inc 2019年实现收入3.14亿元，同比增长165%，净利润1064.9万，扭亏为盈（2018年净利润为-1983万元）。我们认为，随着Chapters平台内容及服务逐渐完善，有望成为公司新的业绩增长点。

图 54 2019Q1 Chapters 在中国手游在美国收入 TOP20 榜单排名 13

排名	手游及发行商
1	PUBG Mobile 腾讯
2	火枪纪元 FunPlus
3	万国觉醒 莉莉丝
4	王国纪元 IGG
5	阿瓦隆之王 FunPlus
6	末日孤城 乐游网络
7	放置奇兵 乐游网络
8	苏丹的游戏 罗加网络 & 点触科技
9	黑道风云 友塔网络
10	战火与秩序 完美时空
11	兵人大战 原力觉醒
12	奇迹暖暖 智明美通
13	Chapters: Interactive Stories 中文在线
14	列王的纷争 智明美通
15	仙境传说RO 心动网络
16	Z Day: Hearts of Heroes FunPlus
17	海战游戏 IQVY Games
18	梦幻模拟战 紫龙游戏
19	Be The King 创想互动
20	无尽对决 沐瞳科技

以上榜单来源于Sensor Tower 2019年Q1美国App Store及Google Play商店之手游收入估算。

资料来源：Sensor Tower、华西证券研究所

图 55 2020Q1 Chapters 在中国手游在美国收入 TOP20 榜单排名 12

排名	手游及发行商
1	PUBG Mobile 腾讯
2	万国觉醒 莉莉丝
3	火枪纪元 FunPlus
4	使命召唤手游 动视暴雪 & 腾讯
5	阿瓦隆之王 FunPlus
6	守望黎明 龙创互动
7	王国纪元 IGG
8	Cash Frenzy Casino 博乐科技
9	奇妙庄园 时空幻境
10	剑与远征 莉莉丝
11	State of Survival FunPlus
12	Chapters: Interactive Stories 中文在线
13	苏丹的游戏 罗加网络
14	黑道风云 乐游网络
15	Lotsa Slots 博乐科技
16	战火与秩序 GameGames
17	明日方舟 鹰角网络 & 鹰角网络
18	西部风云 LEXIANG
19	列王的纷争 智明美通
20	兵人大战 原力觉醒

以上榜单来源于Sensor Tower 2020年Q1美国App Store及Google Play商店之手游收入估算。

资料来源：Sensor Tower、华西证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

公司核心业务为文化业务板块的在线阅读业务，近年来免费阅读兴起，给在线阅读业务带来了广阔的增量空间，此外作为行业领先的音频内容提供方，在有声书市场的快速增长下，公司音频业务前景十分可观，我们预计公司：

1) 受益于免费阅读市场崛起和有声书市场的快速增长，2020-2022 年文化业务收入分别为 9.1 亿元、11.5 亿元和 14.12 亿元。

2) 假设教育业务平稳发展，2020-2022 年教育业务收入分别为 0.65 亿元、0.7 亿元和 0.77 亿元。

假设公司各项业务稳步发展，我们预计，2020-2022 年公司分别实现营收 9.81 亿元、12.28 亿元和 15 亿元，同比增长 39%、25.2%和 22.1%，归母净利润分别为 0.7 亿元、1.07 亿元和 1.93 亿元，同比增长 111.6%、53.2%和 80.4%，EPS 分别为 0.1 元、0.15 元和 0.27 元，对应 PE 分别为 44x、29x 和 16x。考虑公司作为市占率第二的头部内容公司，积累了丰富的版权资源，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 业务营业收入拆分及预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
文化业务	6.42	9.1	11.5	14.12
同比增速 (%)	-19.52%	42%	26%	23%
教育业务	0.6	0.65	0.7	0.77
同比增速 (%)	-30.88%	8%	9%	10%

资料来源：公司年报、华西证券研究所

表 2 可比公司及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价	2018P/E	2019P/E	2020P/E	2021P/E
603533.SH	掌阅科技	126.64	31.58	50.51	51.26	46.91	31.81
300571.SZ	平治信息	57.51	46.16	24.39	27.62	16.9	14.72
600633.SH	浙数文化	121.08	9.30	21.02	24.17	19.78	16.78

资料来源：wind，华西证券研究所

## 5. 风险提示

**版权采集价格上涨的风险。**随着数字出版行业盈利模式的逐渐成熟，优质版权竞争加剧，同时版权所有者要求的买断价格和版税分成比例也逐年上升。未来若优质数字版权竞争持续加剧，版权采集价格持续上涨，但却未能带来预期收入的增加，将对公司的持续盈利能力和成长性产生影响。

**IP 运营风险。**公司 IP 衍生出品业务以文学 IP 为核心，以授权、合作分成、联合出品等多种方式多维度地深度开发大众娱乐产品。IP 项目存在进度延迟、审核不通过、发行失败等风险。同时，当前影视、游戏等市场已形成激烈的竞争格局，用户对产品要求日趋提高，IP 衍生项目出品发行后，存在市场效果不佳的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	705	981	1,228	1,500	净利润	-599	70	106	192
YoY (%)	-20.3%	39.0%	25.2%	22.1%	折旧和摊销	229	100	90	80
营业成本	394	534	649	773	营运资金变动	65	-13	-12	-8
营业税金及附加	3	4	5	6	经营活动现金流	34	114	159	241
销售费用	384	275	319	345	资本开支	-93	2	2	3
管理费用	131	98	111	127	投资	219	0	0	0
财务费用	-10	-15	-13	-13	投资活动现金流	148	61	39	33
资产减值损失	-314	-20	-15	-10	股权募资	0	0	0	0
投资收益	8	59	37	30	债务募资	102	0	0	0
营业利润	-581	64	100	183	筹资活动现金流	-73	0	0	0
营业外收支	-5	4	4	5	现金净流量	110	176	198	274
利润总额	-586	68	104	188					
所得税	13	-1	-2	-4	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	-599	70	106	192	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	-603	70	107	193	营业收入增长率	-20.3%	39.0%	25.2%	22.1%
YoY (%)	60.0%	111.6%	53.2%	80.4%	净利润增长率	60.0%	111.6%	53.2%	80.4%
每股收益	-0.83	0.10	0.15	0.27	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	44.1%	45.5%	47.2%	48.5%
					净利率	-84.9%	7.1%	8.7%	12.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	总资产收益率 ROA	-33.5%	3.5%	4.9%	7.9%
货币资金	612	788	986	1,259	净资产收益率 ROE	-42.6%	4.7%	6.7%	10.8%
预付款项	76	103	125	149	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	13	17	21	25	流动比率	<b>2.90</b>	<b>2.83</b>	<b>2.90</b>	<b>3.05</b>
其他流动资产	217	283	341	406	速动比率	2.51	2.46	2.55	2.71
流动资产合计	918	1,191	1,473	1,839	现金比率	1.93	1.87	1.94	2.09
长期股权投资	147	147	147	147	资产负债率	21.3%	24.7%	26.5%	27.3%
固定资产	46	47	48	49	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	337	237	147	67	总资产周转率	0.39	0.50	0.57	0.61
非流动资产合计	885	786	697	618	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,803	1,976	2,170	2,457	每股收益	-0.83	0.10	0.15	0.27
短期借款	31	31	31	31	每股净资产	1.95	2.04	2.19	2.46
应付账款及票据	133	180	219	261	每股经营现金流	0.05	0.16	0.22	0.33
其他流动负债	152	209	258	311	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	317	421	508	603	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	-5.15	44.35	28.96	16.06
其他长期负债	68	68	68	68	PB	2.11	2.09	1.95	1.74
非流动负债合计	68	68	68	68					
负债合计	384	488	575	670					
股本	727	727	727	727					
少数股东权益	2	2	1	0					
股东权益合计	1,418	1,488	1,594	1,786					
负债和股东权益合计	1,803	1,976	2,170	2,457					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

李婉云：传媒行业分析师。2019年12月加盟华西证券，3年从业经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。