传媒/数字阅读

数字阅读专题报告

报告原因：专题研究

行业之变全梳理，赛道拓宽价值凸显

看好

2020 年 10 月 22 日

行业研究/深度报告

传媒（中信）近一年市场表现



分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

报告要点：

- 自 2003 年数字阅读 WAP 网站出现以来，中国数字阅读行业经历了近二十年从萌芽、探索到高速发展阶段。2019 年我国大众数字阅读市场规模 273 亿元，同比增长 18.0%；内容创作者模达到 929 万人，同比增长 7.77%；居民数字阅读接触率为 79.3%，用户扩圈化加剧，规模达到 4.7 亿人，同比增长 9.30%。**目前来看，在中国数字阅读市场还尚未完全成熟，行业呈现出更多元的变化而迈向了转型发展的阶段。**
- **商业模式之变：会员模式优化，免费崛起与版权培育推动数字阅读商业变现多元化。**1）用户付费作为数字阅读基础商业模式已呈现多元化。传统的平台 VIP（包月/包年）逐步形成全站书库的内容提供；跨平台联合会员的模式以及打通生态内不同应用的移动资费的方式，形成了多元化的会员权益。2）平台加速布局免费阅读模式，带动低消费群体的阅读意愿，用户呈现规模化为广告作为变现方式奠定基础，运营模式不断演化，目前较低的广告收入占比仍有广阔的提升空间。3）数字阅读行业作为整个内容生产领域 IP 蓄水池，在作品、用户、平台公司三方驱动以及外部政策环境改善的共同推动下，版权运营的市场潜力将迎来进一步释放的机会。
- **应用场景之变：布局有声赛道成为平台标配。**1）有声阅读由耳朵听代替眼睛看的方式满足了用户在休闲运动等不易通过眼睛进行阅读的特殊场景下的需求，其便利性与对碎片化时间的利用，更加受到用户青睐。2020 年 2 月，中国有声书用户规模为 1.35 亿人，用户付费率达 50%以上。2）面对用户的需求旺盛，内容方与平台方均在加码有声阅读内容生产储备，内容矩阵与知识授课、读书类广播节目、广播剧等多类型打通，在原创方面积极扶持。3）电子阅读器、绘本阅读器、智能音像/耳机等硬件设备的发展与普及，进一步推动了阅读场景的多元化发展，阅读+VR/AR 沉浸式阅读以及高音质听书模式也有望在 5G 等新技术下快速实现。
- **营销方式之变：短视频与阅读联动成为营销新阵地。**1）2016 年以来国内短视频平台迅速崛起月活用户呈现爆发式增长，短视频不仅使得移动互联网的局部市场形成了流量增量的红利，同时在用户拓展路径与娱乐方式与数字阅读具有一定契合度。2）数字阅读可以通过在短视频平台上的话题推广、榜单推荐、内容推荐、KOL 安利等方式提高内容、平台与 IP 的曝光量，并通过短视频内容制作的方式，将阅读内容中的重要情节改编和拍摄成短剧、系列剧场等其他内容形式，以生动形象和具有代入感的方式吸引用户下载阅读，通过用户的转发评论实现传播裂变。此外知识付费型 MCN/KOL 等内容营销趋向专业化。
- **分发渠道之变：融入巨头生态，构建数字阅读强大流量背书。**数字阅读作为重要的内容赛道，成为互联网巨头在文娱内容产业加强重视和强化布局的细分领域，超级 App、小程序等接入数字阅读平台均为构建内容产品矩阵、打通流量转化的手段。以互联网巨头强大的生态为背书，能够为阅读内容创作者搭建

足够的流量基础，并且提供内容运营与技术服务等支撑，吸纳更多的内容和作者入驻。2）移动硬件产品的丰富化及智能手机市场的下沉及出海，软件预装仍为数字阅读产品分发的重要线下渠道。

➢ **平台分析：平台公司各具特色，内容与运营优势凸显。**1）阅文集团打造的内容矩阵对用户均有足够的吸引力，而渠道上拥有三方的加持推动内容的分发；在版权运营领域阅文已逐步构建出泛阅文系的内容运营生态，成为平台的支柱板块；此外平台出海进入原创内容生产与运营的深化阶段。2）掌阅 iReader 作为掌阅科技产品的核心，具有内容集成与流量集成的强大能力，MAU 领先于全市场；以内外部硬件预装锁定用户，强化传统搜索与短视频新流量平台的渠道拓展。3）平治信息以百足模式积累了丰富内容资源基础，在后期阅读站的整合更利于精细化运营，背靠着大 DAU 平台自媒体和运营商形成独特的渠道网络，抢占海量的尾部市场用户。

投资建议：

➢ 看好数字阅读行业发展，投资建议方面可关注两条主线：1）头部平台公司兼具内容生产与运营能力优势，行业变化中拓展业务增量，有望强者恒强，标的包括阅文集团、掌阅科技；2）围绕内容竞争，拥有内容版权输出能力、积极布局阅读数字化及有声内容的图书公司有望受益，标的包括中信出版、新经典、凤凰传媒、中南传媒等。

风险提示：

➢ 行业竞争加剧风险；内容监管趋严；盗版对正版内容权益的侵害。

目录

1. 内容供给与用户需求推动市场发展壮大 6
2. 会员模式优化，免费崛起与版权培育推动数字阅读商业变现多元化 8
2.1 用户付费作为数字阅读基础商业模式已呈现多元化 8
2.2 免费模式触达增量用户，广告变现或有百亿空间 11
2.3 市场加速培育，版权运营挖掘 IP 长尾价值 14
3. 阅读应用场景扩展，布局有声赛道成为平台标配 16
3.1 听书习惯逐步养成，用户粘性不断提升 16
3.2 围绕内容运营的广度与差异化，平台加速布局 17
3.3 变现方式丰富增强有声内容商业化能力 19
3.4 智能硬件普及，推动阅读场景不断细分 21
4. 长短视频与阅读联动，内容营销趋向专业化 21
4.1 用户拓展路径契合度，短视频成为数字阅读营销阵地 21
4.2 长短视频营销兼具内容生产，素材形式丰富 23
5. 数字阅读融入巨头生态，构建强大渠道背书 25
5.1 全景流量战略下，数字阅读成为互联网生态重点入口 25
5.2 硬件预装仍占据出海与下沉渠道分发的重要地位 28
6. 平台公司各具特色，内容与运营优势凸显 29
6.1 阅文集团：内容渠道矩阵构建头部壁垒，IP 运营生态已成为行业标杆 31
6.2 掌阅科技：核心平台运营聚集效应凸显，布局新流量渠道拓展 35
6.3 平治信息：百足模式构建内容基础，渠道拓展走出差异化 37
7. 投资建议 40
8. 风险提示 41

图表目录

图 1：中国数字阅读产业发展阶段 6
图 2：2019 年中国数字阅读产业规模及增速 7
图 3：2019 年数字阅读作品类型结构 7
图 4：2019 年数字阅读内容作者数量及年龄分布 7
图 5：2019 年中国数字阅读市场用户规模 7
图 6：2019 年中国数字阅读用户年龄分布 8
图 7：2019 年中国数字阅读用户城市结构分布 8
图 8：不同地域用户付费意愿及月均数字阅读花费 9
图 9：不同年龄用户付费意愿及月均数字阅读花费 9
图 10：按次付费与包月/年付费模式比较 9
表 1：主要数字阅读平台包月会员模式对比 9

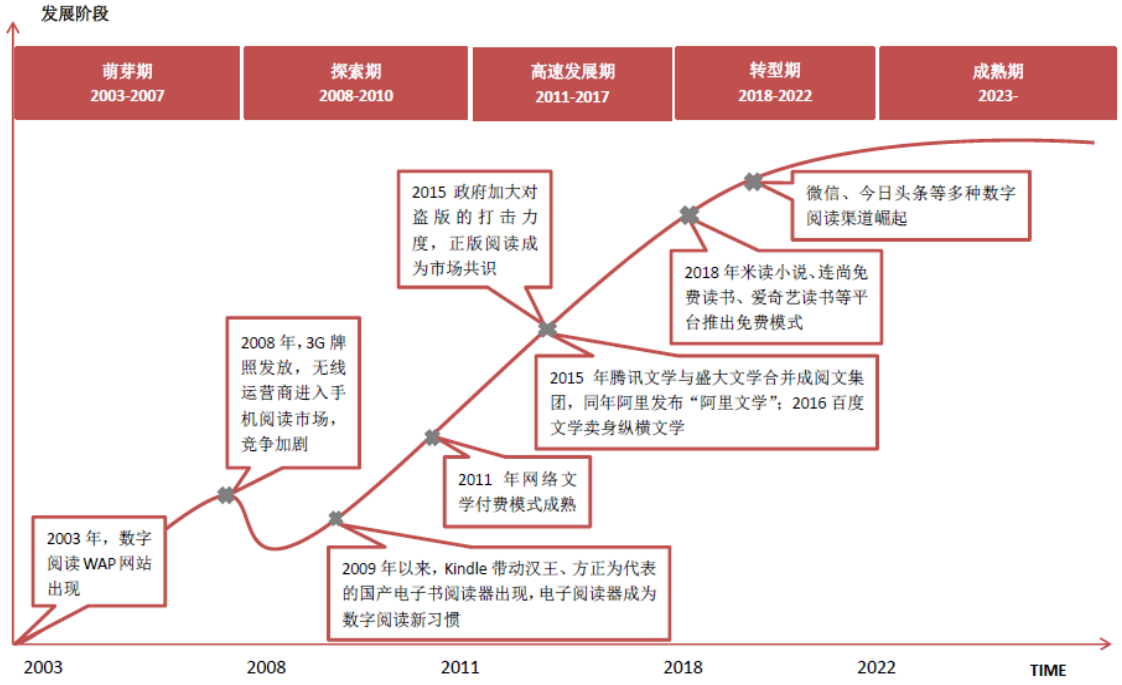
图 11：数字阅读平台的联合会员付费模式 10
图 12：数字阅读免费平台的兴起与发展 11
图 13：2018Q1-2019Q4 数字阅读免费用户规模 12
图 14：以 2020.2 MAU 规模划分的行业三级梯队 12
图 15：2019.6 付费阅读平台与免费阅读平台用户交叉率 12
图 16：2018Q1-2019Q4 中国互联网广告市场规模及增速 13
图 17：数字阅读免费平台四大运营模式 13
图 18：2019 年网络播放 TOP10 剧本来源情况 14
图 19：2019 年不同 IP 改编游戏流水增长情况 14
图 20：2019 年数字阅读用户 IP 改编关注度 15
图 21：2019 年数字阅读用户 IP 改编付费意愿 15
图 22：2015-2019 年数字阅读行业收入结构 15
图 23：中国有声阅读行业发展历程 16
图 24：中国有声书市场规模及增速情况 17
图 25：中国有声书市场用户规模情况 17
图 26：2019 年不同年龄段音频有声书偏好度 17
图 27：有声阅读平台的主要类型 18
图 28：有声阅读内容生产模式运行链条 19
表 2：部分有声阅读平台内容生态对比 19
图 29：有声阅读商业变现模式逐渐走向成熟多元化 20
图 30：有声阅读平台营销产品丰富化提升广告变现能力 20
图 31：硬件及技术发展推动阅读场景丰富和细化 21
图 32：2020H1 中国移动互联网及短视频行业月活用户规模 22
表 3：2020 年 6 月典型新型流量平台运营效率分析 22
图 33：2020 年 2 月数字阅读用户在短视频 APP 活跃人数渗透率和使用深度 23
图 34：数字阅读平台传统媒体投放与长短视频内容营销 24
图 35：以有声阅读为例，专业 MCN 机构壮大音频内容生态 24
图 36：2019 年数字阅读流量结构分布 25
图 37：2019 年各数字阅读渠道用户使用率 25
图 38：互联网巨头流量与生态整合全景 26
图 39：移动互联网巨头在移动大盘的渗透率情况 27
表 4：字节系布局数字阅读行业情况 27
图 40：19Q2&20Q2 中国大陆智能手机出货市场份额 28
图 41：19Q2&20Q2 除中国外大陆智能手机市场份额 28
图 42：VIVO 硬件品牌与掌阅的联动营销 29
图 43：阅文、掌阅、平治信息营业收入情况对比 29
图 44：阅文、掌阅、归母净利润情况对比 29
图 45：阅文（左）、掌阅（中）与平治信息（右）业务收入结构对比 30

图 46：阅文、掌阅与平治信息毛利率情况对比 30
图 47：阅文、掌阅与平治信息净利率情况对比 30
图 48：阅文集团发展历程 31
图 49：阅文集团旗下品牌矩阵 32
图 50：阅文全部平台作家及作品数量储备 32
图 51：阅文自有平台 MAU、付费率及 ARPU 值 32
图 52：2020 年 1-3 月小说阅读类 APP 广告投放平台对比 33
图 53：阅文集团版权运营产业链 34
图 54：全球数字阅读市场规模 34
图 55：阅文集团出海发展阶段 34
图 56：掌阅科技发展历程 35
图 57：掌阅科技旗下品牌矩阵 35
图 58：2015-2020H1 掌阅 IREADER 月活用户规模 36
图 59：2020.8 数字阅读 APP 活跃用户排名 36
图 60：不同掌阅 IREADER 阅读器对比 37
图 61：掌阅科技抖音内容矩阵 37
图 62：平治信息发展历程 38
图 63：平治信息旗下品牌矩阵 38
表 5：平治信息数字阅读与有声内容储备情况 39
图 64：平治信息内容分发渠道网络 40
图 65：社交媒体平台 2020H1 月均用户规模 40
图 66：截至 2020.8 运营商累计移动用户规模 40
表 6：行业相关上市公司估值情况 41

1. 内容供给与用户需求推动市场发展壮大

自 2003 年数字阅读 WAP 网站出现以来，中国数字阅读行业经历了近二十年从萌芽、探索到高速发展阶段，在全民阅读、打击盗版等产业政策扶持及技术推动下，数字阅读行业发展迅速，成为国民日常阅读中重要的形式。目前来看，在中国数字阅读市场还尚未完全成熟，行业呈现出更多元的变化而迈向了转型发展的阶段。

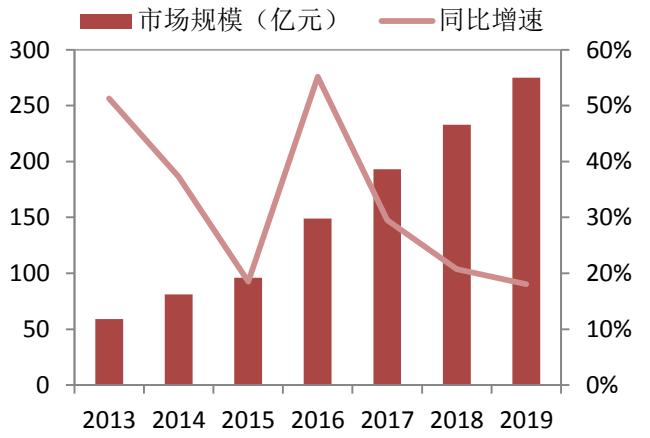
图 1：中国数字阅读产业发展阶段



资料来源：比达咨询，山西证券研究所

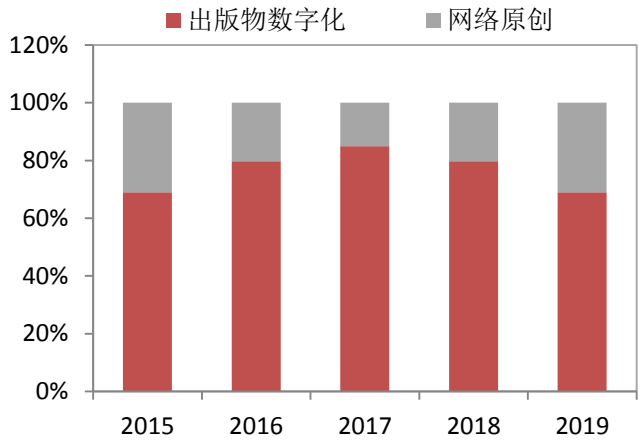
2019 年我国数字阅读市场规模为 288.8 亿元，同比增长 13.5%，其中大众数字阅读市场规模为 273 亿元，同比增长 18.0%。在整个数字阅读市场结构中，出版物的数字化产品数量占绝对比例，2019 年为 69.0%，网络原创作品数量占比 31.0%，但随着网络原创作者数量增加，政府监管与行业企业自律等共同为网络原创文学营造出良好的发展环境，推动作品数量增加，占比逐年提升。

图 2：2019 年中国数字阅读产业规模及增速



资料来源：数字阅读工委会，山西证券研究所

图 3：2019 年数字阅读作品类型结构

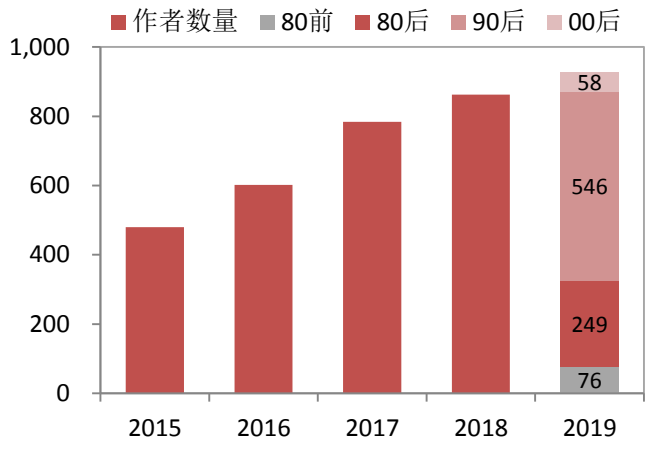


资料来源：数字阅读工委会，山西证券研究所

对于内容创作而言，数字阅读内容生产与传播的方式更便捷，能在短时间内实现高效传播与用户的付费转化，同时借助平台将地域分散的读者聚集起来达成粉丝的规模效应，因而有更多的作者进入到数字阅读内容的创作领域，到 2019 年规模达到 929 万人，同比增长 7.77%；其中以 90 后作者数量的占比最多为 58.8%。

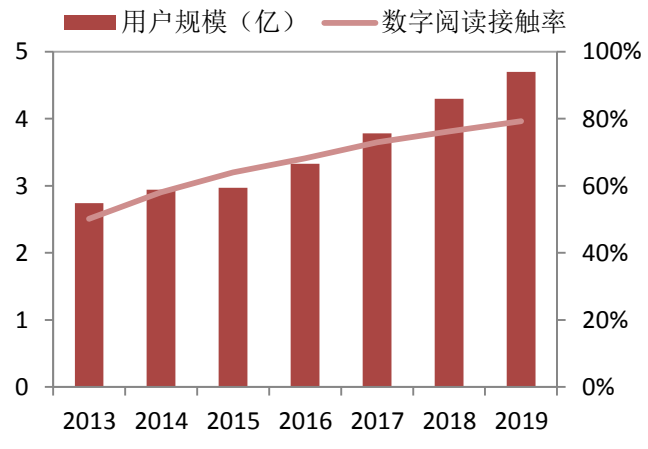
对于用户而言，数字阅读方式相较传统的纸质图书更便捷，利用碎片化时间内获得多元化的内容，能够满足大众阅读的需求。2019 年我国居民数字阅读接触率为 79.3%，同比提升 3.1 个百分点；数字阅读用户规模为 4.7 亿人，同比增长 9.30%，数字阅读用户更偏向重度，人均纸质图书与电子书的接触量分别为 8.8 本和 14.6 本，高于成年国民人均水平。尤其是在 2020 年春节叠加疫情影响，用户粘性明显提升，日均活跃规模增长 6.67%、阅读时长增加用户占比超 70%。

图 4：2019 年数字阅读内容作者数量及年龄分布



资料来源：数字阅读工委会，山西证券研究所

图 5：2019 年中国数字阅读市场用户规模

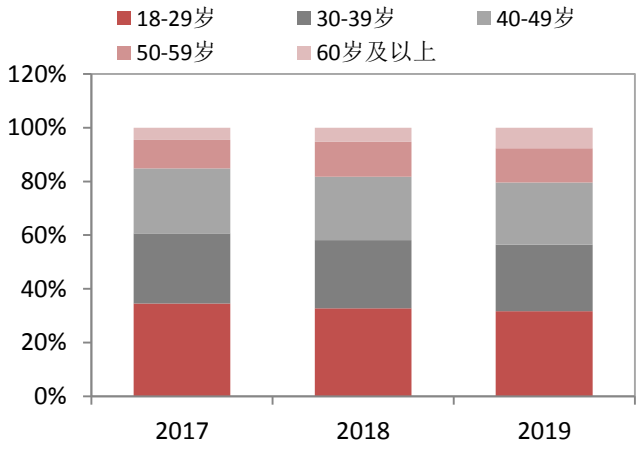


资料来源：数字阅读工委会，山西证券研究所

在用户结构方面，数字阅读用户的扩圈化加剧。用户年龄分布方面，数字阅读的渗透率已逐渐走向全民化，虽然 50%以上的成年数字阅读用户集中于 40 岁以下，但近三年来 50 岁以上的数字阅读用

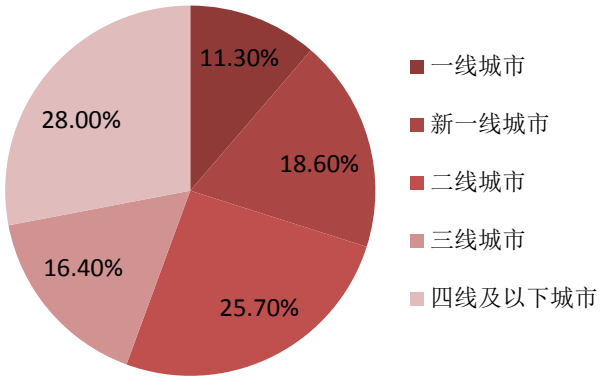
户的占比在逐年提升，由 2017 年的 15.10%提升至 2019 年的 20.40%，银发群体对数字化内容及阅读方式的认可为数字阅读赛道带来了结构性的增量。用户地域分布方面，随着移动互联网流量整体向下沉市场的迁移，数字阅读在一二线及新一线城市已具有较高的渗透率，2019 年的用户占比达 55.6%，低线城市的数字阅读用户占比逐步提升，到 2019 年三线和四线及以下城市用户的占比分别为 16.4%和 28.0%，未来数字阅读对低线城市的渗透仍具有一定潜力。

图 6：2019 年中国数字阅读用户年龄分布



资料来源：新闻出版研究院，山西证券研究所

图 7：2019 年中国数字阅读用户城市结构分布



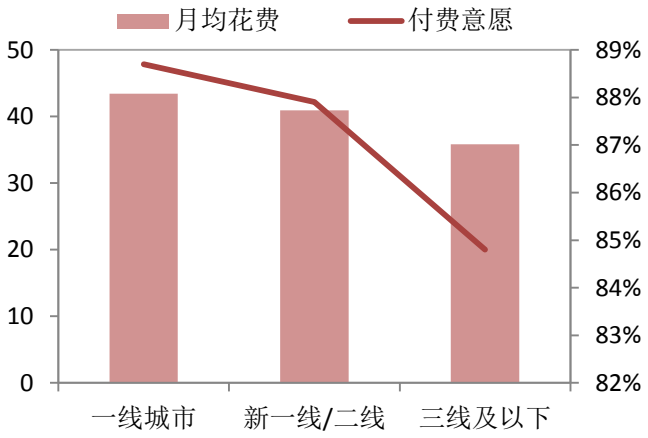
资料来源：比达咨询，山西证券研究所

2. 会员模式优化，免费崛起与版权培育推动数字阅读商业变现多元化

2.1 用户付费作为数字阅读基础商业模式已呈现多元化

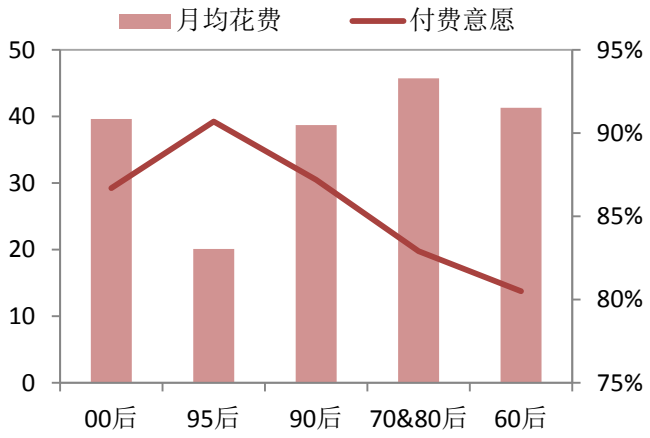
不同于其他线上内容的商业模式，用户付费一直以来都是数字阅读基础性的商业模式。2011 年网文市场的付费模式就已基本成熟，又经过一定时间的市场培育，我国数字阅读用户的付费意愿不断提升至较高水平，其中以一线城市的付费意愿最高，达 88.7%，平均月花费 43.3 元；新一线及二线城市电子书的付费意愿为 87.9%，平均月花费 40.9 元；三线及以下城市用户付费意愿相对较低，但也有 84.8%的水平，月均花费为 35.8 元。付费用户奠定的商业化基础使得数字阅读收入结构中订阅收入占绝对比重，保持在 60%以上。

图 8：不同地域用户付费意愿及月均数字阅读花费



资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

图 9：不同年龄用户付费意愿及月均数字阅读花费



资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

传统的数字阅读付费模式是以按次付费（章节/本）以及平台 VIP（包月/包年）为主流，其中包月书库的覆盖方面较为有限并非是全站书库，头部作品更多以按次收费的方式呈现以更好地激励作者的内容创作。但事实上包月/年的消费方式与阅读具有的连续性属性更加契合，全站书库的包月开放能够更好地提升用户权益，尤其对于阅读量较大、阅读粘性较高的用户而言更具吸引力，进而刺激用户付费为阅读平台带来更多地流量转化。据艾瑞咨询数据调研数据显示，90%以上的移动阅读包月付费用户对包月付费的使用感受良好，阅读内容及付费的性价比（包括定价实惠、专属特权、阅读礼包等体验）是吸引用户包月付费的关键因素。

图 10：按次付费与包月/年付费模式比较



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

表 1：主要数字阅读平台包月会员模式对比

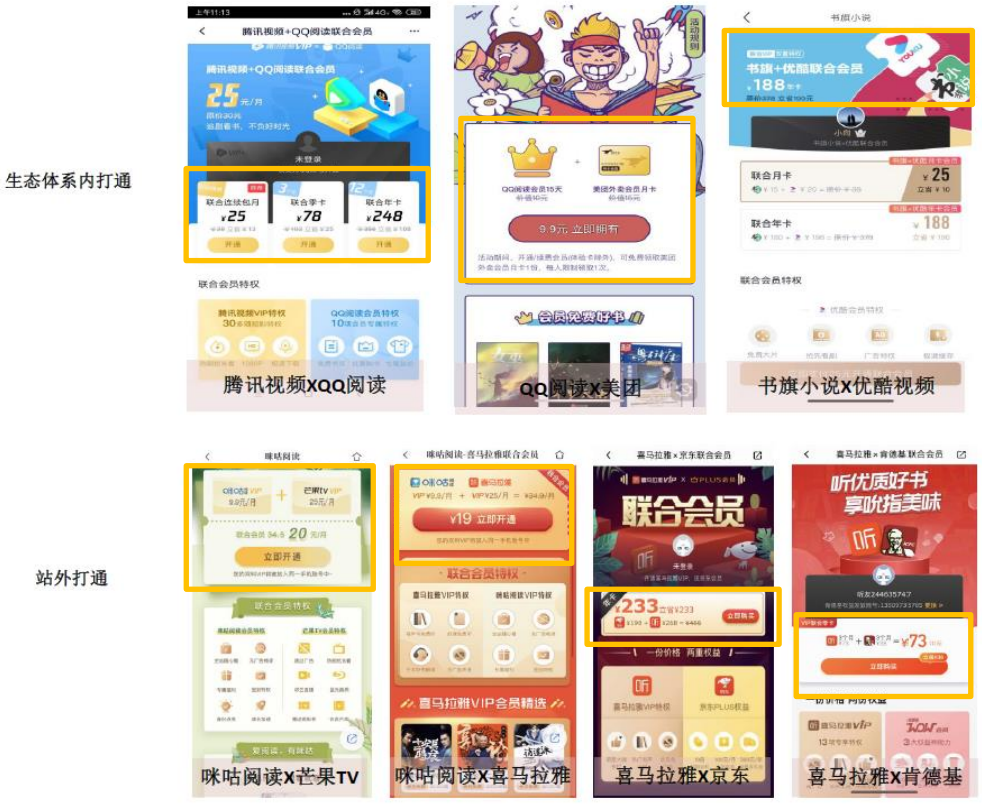
	付费方式及资费	全库免费	会员权益
QQ 阅读	18 元/月，40 元/季，128 元/年	否	会员书库免费，除此以外的付费内容可享 8 折优惠；每月礼包；专属装扮；粉丝特权等。
掌阅	连续包月 15 元/月，单月 18 元/月	否	会员书库免费，出版&漫画频道部分 8 折优惠等内容特权；礼物特权，专属月票，免费表情等。

咪咕阅读	单月 25 元/月	是	在线免费畅读、免费畅听，每月通看券，点播/下载内容享折扣等。
书旗小说	连续包月 15 元/月	否	会员书库免费，非会员书籍 8 折优惠，专属礼包等。
	连续包月 113 元/月，单月 188 元/月	是	全站免费阅读，会员体系最高权益（特殊书籍除外）。

资料来源：数字阅读各 app，山西证券研究所

另一方面，付费方式的多元化还体现通过构建内容产品矩阵、打通会员体系，将单一会员权益升级至联合会员付费的模式，这一模式在其他内容产品上，例如视频、游戏等也已验证。跨平台联合会员的模式通常是以互联网巨头内容生态权益联结为主要模式，例如腾讯的 VIP+模式是以腾讯视频+视听/生活/购物等不同移动应用，为会员提供双重 VIP 福利吸引用户购买会员；同时通过打通生态内不同应用的移动资费的方式同样形成多元化的会员权益，例如腾讯推出的“腾讯大王卡”，以腾讯体系内超 100 款 app 专属免流量的模式吸引用户订阅，进行资源和用户流量的整合。除互联网平台生态外，数字阅读平台也会与站外其他平台进行打通推出联合会员的模式，如咪咕阅读与喜马拉雅、芒果 TV 以及掌阅与优酷视频等，实现跨平台的相互导流和提高用户粘性，获得增量付费。

图 11：数字阅读平台的联合会员付费模式

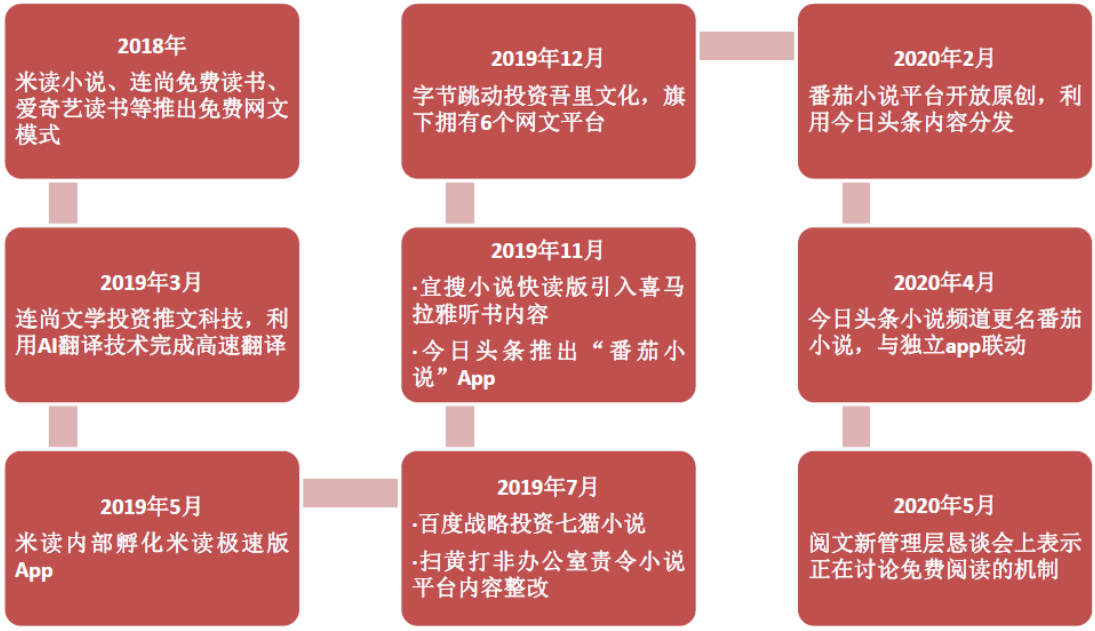


资料来源：数字阅读 app 会员频道，山西证券研究所

2.2 免费模式触达增量用户，广告变现或有百亿空间

免费阅读模式的兴起开拓了数字阅读以广告为主要的变现方式。自 2018 年米读小说、爱奇艺读书等平台推出免费网文模式后，免费阅读模式迅速发展壮大。我们认为免费阅读模式的迅速崛起一方面源自付费模式深入一二线城市但对低线城市的渗透率不高，免费阅读更能带动低消费群体的阅读意愿，以用户时长方式贡献增量和粘性；另一方面源自上一阶段付费用户的转化红利逐渐消减，增量不足导致平台的获客成本增加，互联网平台全域流量竞争下希望抢占更多的流量入口，因而加速布局免费阅读平台。2019 年 7 月百度战略投资了七猫免费小说，持股约 37%；11 月今日头条推出旗下免费阅读 app 番茄小说，并在 2020 年 4 月将头条 app 中的小说频道更名为“番茄小说”支持小说免费阅读；12 月字节跳动投资了吾里文化持股 13.04%；2020 年以阅文集团、掌阅科技为代表的数字阅读行业头部公司同样将试水免费阅读模式，通过付费+免费的模式进一步提升市场的覆盖率。第三，免费阅读模式基于算法的推送机制而非用户付费行为的推介机制能够提升腰尾部作品对用户的触达率，最终以广告分成完成变现。

图 12：数字阅读免费平台的兴起与发展

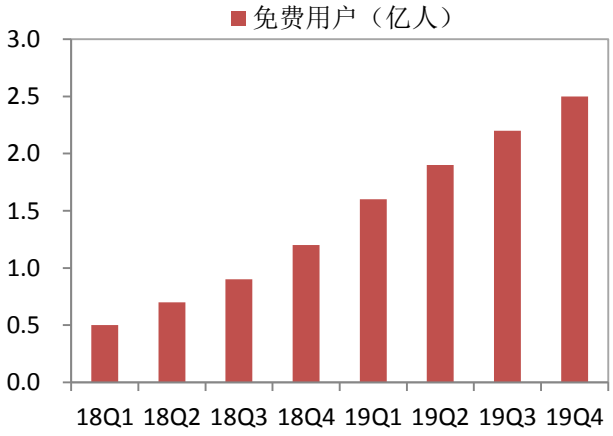


资料来源：公开信息整理，山西证券研究所

免费阅读的商业模式其实是以通过降低用户自身阅读体验来换取正版内容消费权益的方式，对抢占阅读体验要求并不高但又能获得正版阅读内容的用户而言更为有效，这部分特性的用户与下沉市场用户有一定的重合，进而能够带动数字阅读行业对下沉市场的渗透。另一方面，从用户数据来看，免费阅读用户与付费阅读用户的重合度非常低，MobTech 数据显示，QQ 阅读、掌阅的用户与米读、七猫

小说用户的交叉率均在 10%以下，而相较于大体量的 QQ 阅读和掌阅而言，用户的交叉率则更低，因此对于数字阅读平台而言，免费阅读模式在并未影响原有付费用户市场的前提下为平台带来了增量用户。比达咨询数据显示，2018Q1-2019Q4 各季度数字阅读免费用户规模呈持续上升态势，到 19Q4 已达到 2.5 亿人次。免费阅读模式下形成了数字阅读行业中新的流量池，带动免费阅读平台的加速入局和快速成长，至今年 2 月 MAU 破千万级别的头部免费平台已经达到了五家，形成了以七猫免费小说为代表的行业三级梯队。

图 13：2018Q1-2019Q4 数字阅读免费用户规模



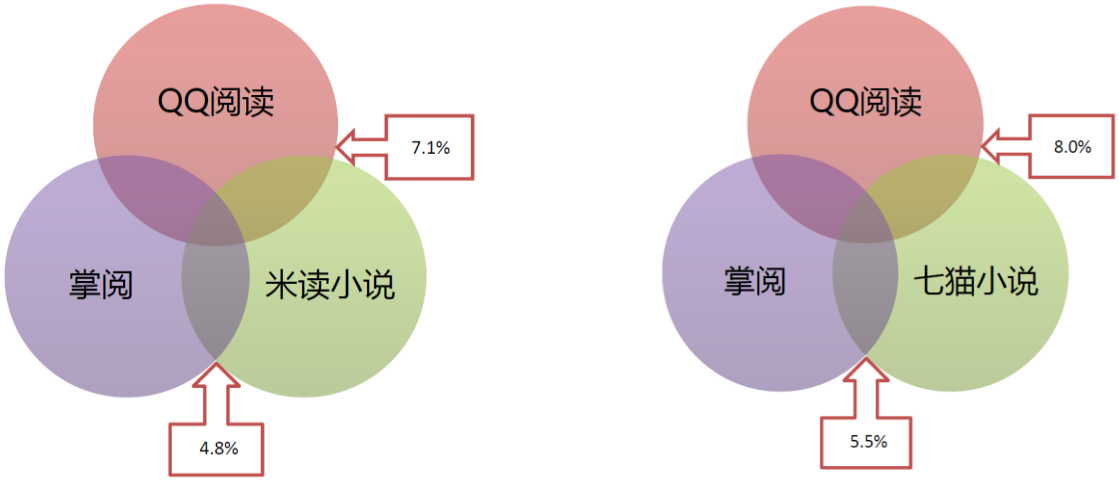
资料来源：比达咨询，山西证券研究所

图 14：以 2020.2 MAU 规模划分的行业三级梯队



资料来源：易观，山西证券研究所

图 15：2019.6 付费阅读平台与免费阅读平台用户交叉率

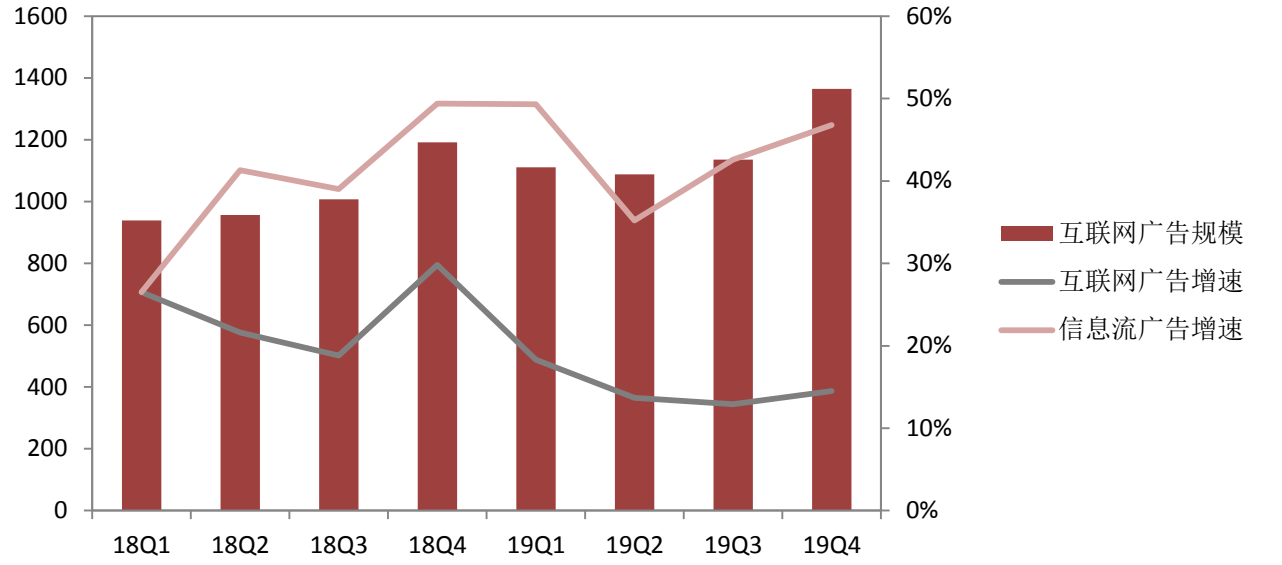


资料来源：Mob Tech，山西证券研究所（交叉率计算=交叉用户/免费阅读平台用户数）

用户呈现规模化为免费阅读模式下广告作为变现方式奠定基础，与此同时随着入局平台公司的增加，免费阅读的运营模式也加速演化。首先广告作为免费阅读模式下的主流变现方式，通过用户阅读达到一定页数后展示广告界面，用户完成点击浏览实现计费。从供给端来看，阅文、掌阅等头部阅读

平台公司布局免费阅读+广告业务后有望显著提升数字阅读广告业务的流量池，充分挖掘未付费用户侧的价值；从需求端来看，2019 年以来品牌主对兼具品牌展示与效果投放的信息流广告投放青睐度提升，以平台 DAU 与用户 ARPU 测算预计将为数字阅读行业带来百亿规模的广告空间，但目前在数字阅读行业整体收入结构中来看广告业务的收入占比相对较低，未来仍有广阔的提升空间。

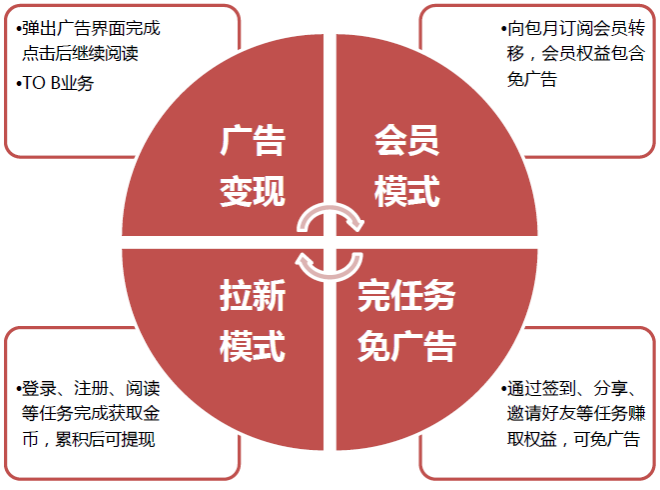
图 16：2018Q1-2019Q4 中国互联网广告市场规模及增速



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

除广告模式外，免费阅读的运营模式还衍生出了包括拉新模式、会员模式以及完成既定任务免广告等模式相互嵌套，其中拉新模式是以登陆、注册、阅读等相应任务完成赚取金币后可提现的方式吸引新用户注册，对于新崛起的免费阅读平台更为有效；完成任务免广告的模式更有助于带动用户在平台停留的时长以及通过分享等行为完成社交化的传播，引入新用户有进一步的带动。

图 17：数字阅读免费平台四大运营模式



资料来源：易观，山西证券研究所

2.3 市场加速培育，版权运营挖掘 IP 长尾价值

在数字阅读的商业模式中除会员付费收入外，版权运营收入占据市场的重要位置。一直以来我们都秉持在内容生产领域，原创文学创作是内容 IP 最重要的来源，数字阅读行业即是整个内容生产领域 IP 蓄水池的观点，但版权运营收入在整个数字阅读市场的规模占比并不是很高，我们认为原因在于第一，网文市场中头部 IP 的数量较少，对于大多数作者而言力量较小难以通过自身的资源进行 IP 版权的运营，因此对平台的依赖程度较大，而平台对 IP 运营的资源更倾向于头部，进而没有形成规模化和批量化 IP 运营与改编的路径；第二，此前网络盗版侵权等市场环境加大了正版 IP 运营和变现的难度。但经过近几年的市场培育和环境改善，在作品、用户、平台公司三方驱动以及外部政策环境改善的共同推动下，我们认为数字阅读版权运营的市场潜力将迎来进一步释放的机会，并以此带来整个数字阅读市场规模的壮大。

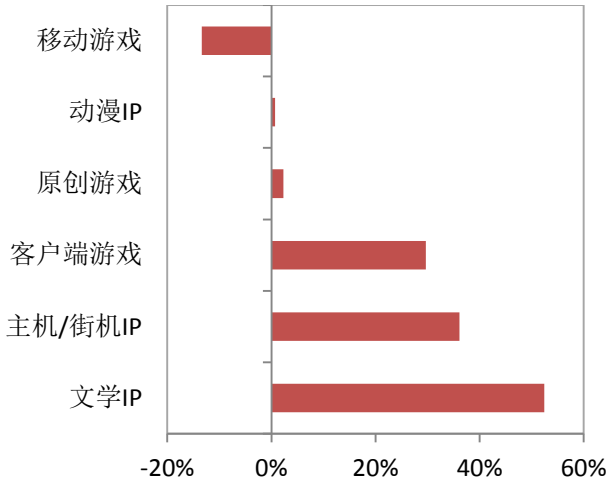
就作品而言，文学作品不仅数量庞大、题材丰富，网文质量的显著提升为文学 IP 版权向游戏、影视、动漫等产品提供更丰富的素材，IP 版权价值二次开发的潜力更大，进而充分发挥优质 IP 的长尾效应。数据显示，2019 年文学 IP 改编在网络视频平台自制剧中的占比为 50%-70%；移动游戏中文学 IP 改编的数量虽然不及端改手的数量普遍，但 2019 年文学类 IP 产品的流水增速高达 52.4%，显著高于其他类型的 IP 产品的流水表现。

图 18：2019 年网络播放 TOP10 剧本来源情况

作品	剧本来源
亲爱的，热爱的	文学改编
小欢喜	文学改编
都挺好	文学改编
封神演义	文学改编
知否知否应是绿肥红瘦	文学改编
少年派	文学改编
倚天屠龙记	文学改编
带着爸爸去留学	原创剧本
陈情令	文学改编
庆余年	文学改编

资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

图 19：2019 年不同 IP 改编游戏流水增长情况

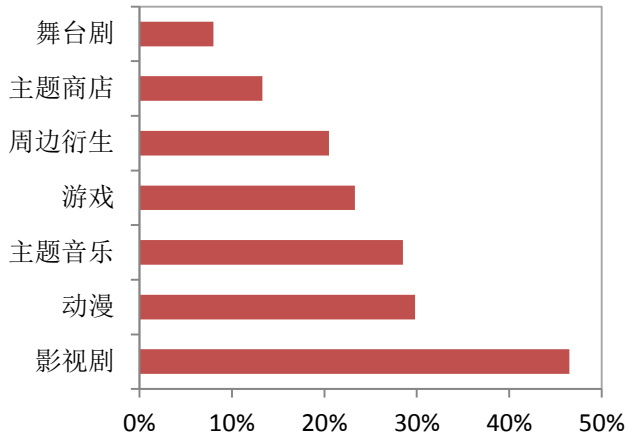


资料来源：伽马数据，山西证券研究所

就用户而言，一方面优质 IP 本身围绕着大量的粉丝群体，为各 IP 改编作品奠定核心圈流量基础，对于本身就自带流量光环改编作品而言成功率与能效更高；另一方面数字阅读用户对 IP 改编作品的关注度较高、付费意愿较强，且不同用户对不同类型的改编作品存在差异性的偏好度和匹配度，例如都

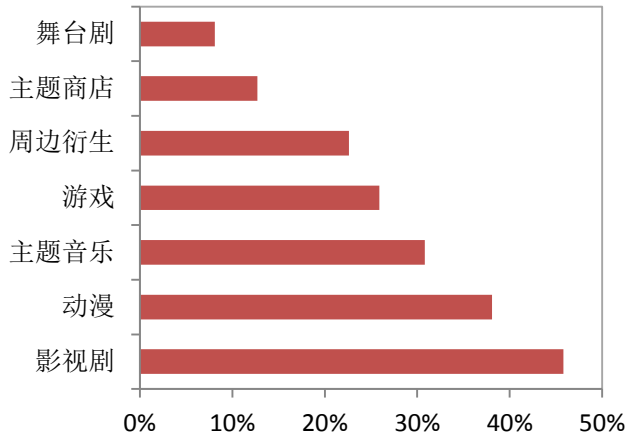
市情感小说与甜宠类、爱情类剧集，武侠玄幻题材与游戏、动漫，以及悬疑探案与男频类剧集的匹配和契合程度更高，进而挖掘文学 IP 在垂直领域的价值。

图 20：2019 年数字阅读用户 IP 改编关注度



资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

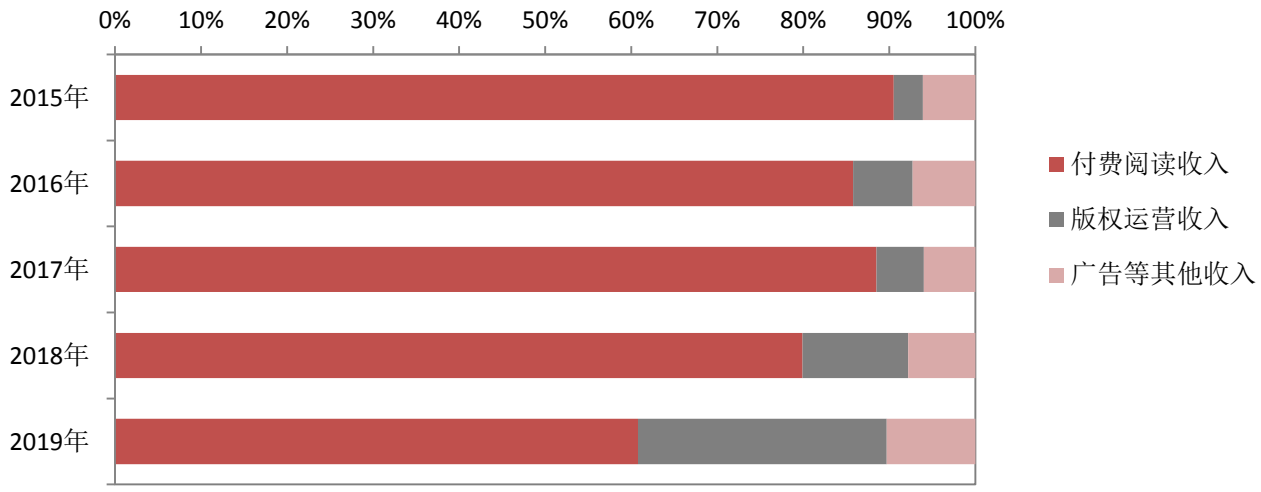
图 21：2019 年数字阅读用户 IP 改编付费意愿



资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

就平台公司而言，在用户规模及付费率达到一定水平后在存量竞争下短期内或难会有较高的增幅，因此版权运营业务拓展了内容变现的边界，为掌握原创作品的平台公司打开了盈利空间。以 IP 产业链为核心的业务布局有望成为数字阅读平台发力的方向。以阅文集团为例，旗下多个数字阅读平台掌握不同热门文学 IP，整合新丽传媒后与其版权业务打通，上线了热播剧集《庆余年》，同时利用腾讯体系内外的影视、游戏、音乐等业态进行版权输出，2019 年阅文版权运营收入占比达到 53%，成为集团的支柱收入。虽然近年来数字阅读行业版权运营收入的占比显著提升，由 2015 年的 3.4%已经提升至 2019 年的 28.9%，但与下游电视剧、电影、综艺等版权采买千亿的市场规模相比，我们认为数字阅读的版权业务潜力亟待进一步挖掘，具有广阔的上升空间。

图 22：2015-2019 年数字阅读行业收入结构



资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

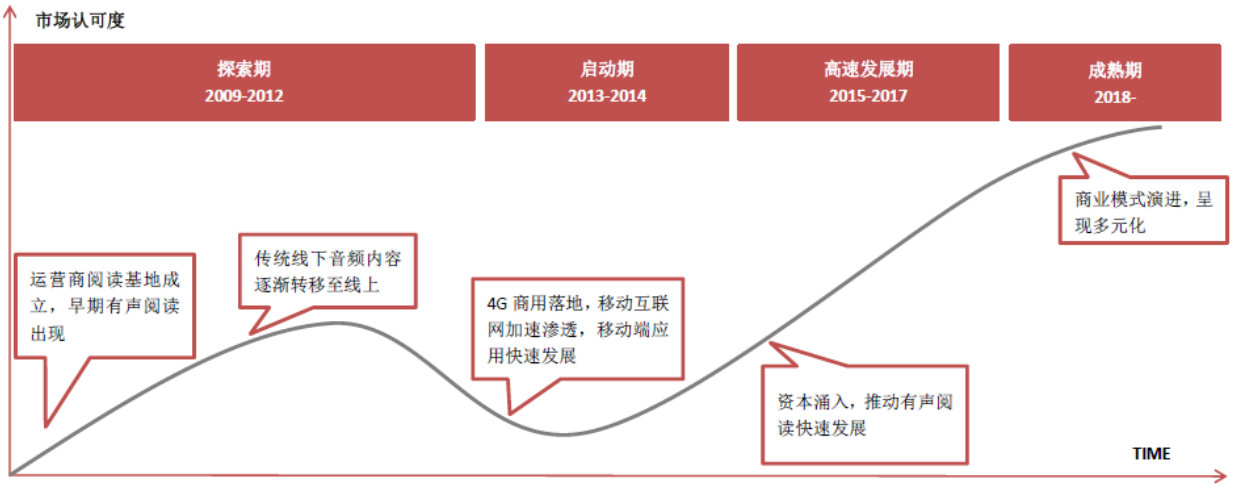
3. 阅读应用场景扩展，布局有声赛道成为平台标配

有声阅读方式的崛起，对用户阅读场景的扩充最为有效，由耳朵听代替眼睛看的方式满足了用户在做家务劳动、休闲运动、通勤及睡前等不易通过眼睛进行阅读的特殊场景下的需求，其便利性与对碎片化时间的利用，更加受到用户青睐成为数字阅读中重要的细分赛道。在需求端与供给端同时发力驱动下有望推动有声阅读市场进一步快速发展。

3.1 听书习惯逐步养成，用户粘性不断提升

传统有声阅读产品由线下的音频业务复制迁移而来，最早由 2009 年中国移动上线有声阅读服务，在此之后以 PGC 内容为主的豆瓣 FM、蜻蜓 FM 等产品相继上线；2013 年至 2014 年期间，随着国内 4G 网商用落地，移动互联网加速渗透，移动端相关应用快速发展，喜马拉雅、考拉 FM 等移动音频应用上线，在此之后资本涌入，推动有声阅读市场迅速成长，竞争加剧；2018 年后，有声阅读市场在内容、渠道及商业模式方面不断演进，逐步走向成熟、多元化发展阶段。

图 23：中国有声阅读行业发展历程



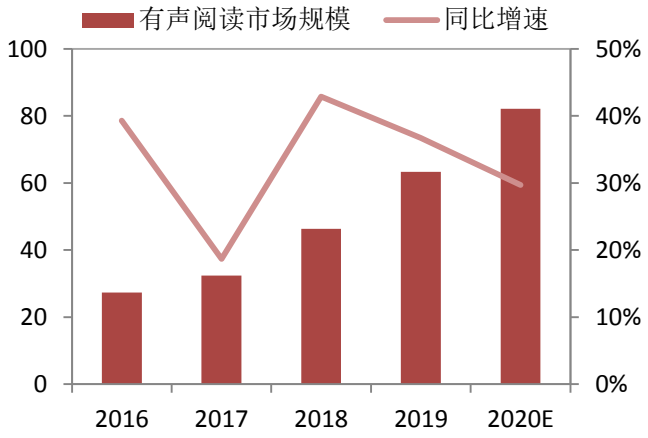
资料来源：易观，山西证券研究所

我国有声阅读市场近年来呈现快速发展态势，不仅用户规模呈现迅速增长，使用频率与时长方面同样具有粘性。易观及国民阅读调查数据显示，截至 2020 年 2 月，中国有声书用户规模为 1.35 亿人，同比增长 36.6%，人均收听有声阅读专辑 10.7 本，各年龄段用户听书率较 2018 年均呈现上升；2020 年 Q1 在疫情催化及行业企业发起免费阅读等因素影响下，以喜马拉雅为代表的头部音频平台有声阅读用户及用户时长分别增长了 63%、100%，我们预期随着用户听书习惯的进一步养成，有声阅读的普及率有望继续提高。

另一方面，有声书用户的付费意愿较高，付费率达 50%以上，在一定程度上推动了有声书的商业

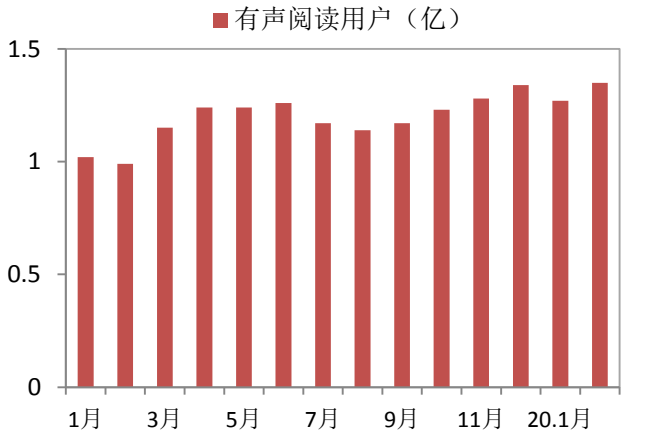
化发展，据艾媒咨询数据预测 2019 年中国有声书市场规模为 63.6 亿元，同比增长 36.72%。当下在知识付费意识崛起下，有声书对用户而言不仅仅是阅读的方式，而是获取知识的重要手段，有望进一步推动有声书付费市场空间的扩张。

图 24：中国有声书市场规模及增速情况



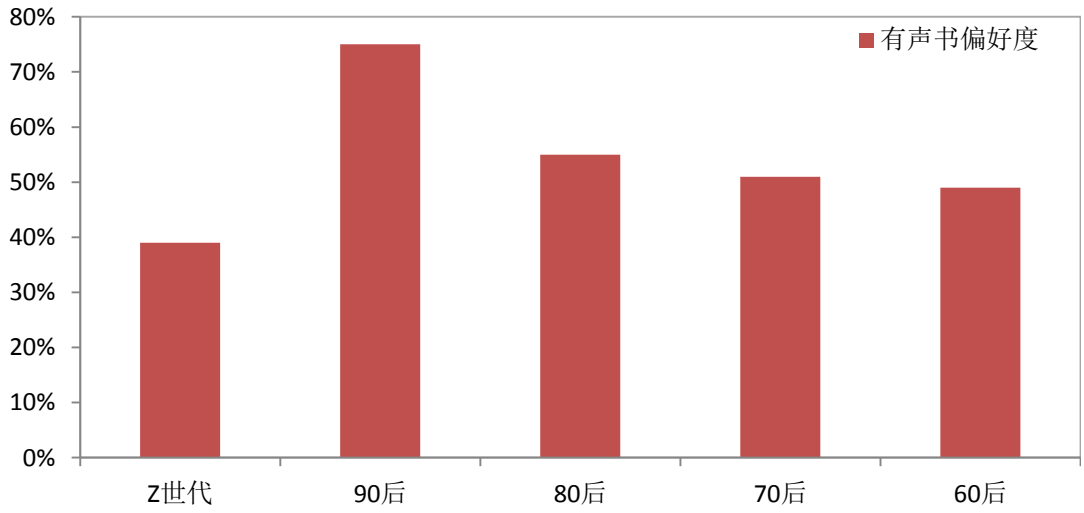
资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

图 25：中国有声书市场用户规模情况



资料来源：易观，山西证券研究所

图 26：2019 年不同年龄段音频有声书偏好度



资料来源：第 17 次国民阅读调查，山西证券研究所

3.2 围绕内容运营的广度与差异化，平台加速布局

面对用户的需求旺盛，内容方与平台方均在加码有声阅读细分赛道。对于内容方而言，在版权储备上本身具有一定优势和话语权，通过选择已有的内容版权、契合的题材与主播进行有声化路径较为便捷，同时还能够增加版权的变现渠道。但是相较于平台方，内容出版方离用户比较远，对用户的需求了解不及平台全面，因此内容方需要与平台进行合作，进行内容的分发和用户反馈的获取，因此在此逻辑下平台在推动有声阅读行业的发展中的力量更为关键。

平台方的布局较早，目前市面上运营有声书的平台可以分为三类，包括 1)综合类的在线音频平台，以喜马拉雅、蜻蜓 FM 和荔枝为头部，无论是上游内容合作资源还是下游分发渠道资源、用户流量方面都更具优势；2）垂直听书平台，例如懒人听书、酷我听书等，主要布局在垂直内容产品领域，用户更为聚焦；3）具有听书功能的电子书、知识付费、阅读类小程序&公众号等其他平台。其中数字阅读平台运营公司阅文集团、咪咕阅读、中文在线等均已推出各自的听书品牌，以自身平台内容实现有效转化，通过看+听相结合的方式为会员提供增值服务，拓展多元化的服务场景。

图 27：有声阅读平台的主要类型



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

对于有声阅读业务而言，内容运营为平台竞争的核心。在平台多元化内容政策的扶持下，有声阅读的内容矩阵已不再局限于出版图书或网络文学等文字版书籍的有声化，同时还与知识授课、读书类广播节目、广播剧等多类型内容打通，有声产品的内容边界不断扩展以满足用户的不同需求。我们认为文字版书籍的有声化更类似于标准化产品，对精品内容的覆盖度，获得版权方更多的内容授权更为关键，从版权运营的角度推动了图书出版及数字阅读平台的内容变现，尤其是在智能语音合成技术快速发展的助力下文字转化有声生产力能力的进一步释放。对于音频节目类的产品则是有声阅读平台差异化的体现，不仅需要 PGC 的内容生产，类似短视频内容创作的专业音频内容创作者、主播及 MCN 同样为平台获取差异化内容的手段，成为丰富有声阅读内容生态、完善产品体系的重要环节，提升产业链专业化的协作效率。2019 年以来市场上主要的有声阅读平台均对音频创作者在内容、流量、变现等方面进行相关扶持，借助平台资源为内容创作赋能。

图 28：有声阅读内容生产模式运行链条



资料来源：易观，山西证券研究所

表 2：部分有声阅读平台内容生态对比

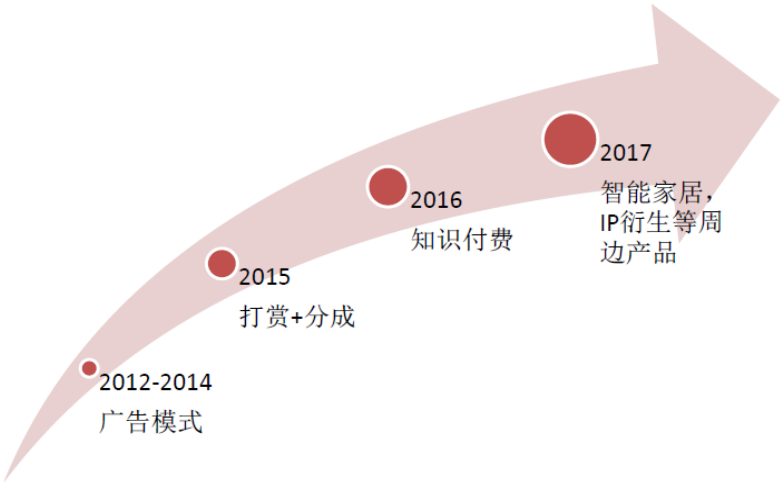
	喜马拉雅 FM	蜻蜓 FM	荔枝 FM	懒人听书
内容类型	有声书、娱乐、知识、生活等内容板块	小说、出版精品、短音频等 30+内容分类	用户内容生产，19Q4 活跃内容创作者峰值 590 万	文学名著网文小说等有声书籍及有声节目
内容数量	有声书十大门类；328 类过亿有声内容			有声书籍音频作品数万部，正版有声节目 100 万+小时
版权合作	阅文集团，中信出版，博集天卷，磨铁等	掌阅科技，中文在线，纵横中文网等		阅文集团，时代出版集团等
付费机制	免费/订阅/VIP 会员	免费/订阅/超级会员	免费/充值付费	免费/订阅/会员套餐
生态特点	首创 PUGC 内容生态，有声内容覆盖不同智能终端与场景	由网络音频应用发展成为音频内容的聚合平台	音频娱乐与播客内容生态结合，社区化生态	背靠阅文生态，与阅文达成内部战略合作，成为其音频出口，获得 85%网文有声改编权
内容扶持	万人十亿计划/喜乐计划/直播春生计划	主播生态战略	回声计划	主播招募/作家合作/机构入驻计划等

资料来源：各平台官网/APP，荔枝招股说明书等公开信息，易观，山西证券研究所

3.3 变现方式丰富增强有声内容商业化能力

随着平台内容策略的推进和产品矩阵的丰富，有声阅读商业模式同样呈现多元化发展趋势。传统的内容变现模式主要依靠免费听书+广告变现为主，后续又演生出了包括打赏+分成、内容付费、会员订阅、IP 衍生及周边产品销售等变现模式，成为有声阅读行业重要的收入来源。

图 29：有声阅读商业变现模式逐渐走向成熟多元化



资料来源：易观，山西证券研究所

另一方面，在新媒体营销方式的快速发展丰富了有声阅读平台营销产品，目前有声阅读平台的营销产品不仅包括开屏广告（视频或图片开屏）、Banner、暂停广告、栏目内展示等传统的硬广形式，同时信息流广告、内容营销等新营销方式近年来更被广泛采用。在信息流广告方面，不仅兼具品牌广告与效果广告的特性，同时在大数据及算法支撑下能够实现广告精准投放、成本控制、效果反馈一站式营销服务；在内容营销方面，营销与内容相结合例如品牌冠名、品牌电台、音频内容广告植入等模式能够降低广告对用户体验的影响，深度覆盖垂直类用户，提高品牌的曝光度与辨识度，这一营销逻辑与视频类的内容营销思路相近。营销能力的不断提升，带动平台广告变现能力增强，进一步推动了有声阅读平台的发展。

图 30：有声阅读平台营销产品丰富化提升广告变现能力



资料来源：易观，山西证券研究所

3.4 智能硬件普及，推动阅读场景不断细分

随着数字阅读对用户日常休闲娱乐生活的渗透，用户对阅读场形式的需求不再是单一化，除传统的移动阅读 App、有声阅读 App 具有最广泛的覆盖面外，电子阅读器、绘本阅读器、智能音像/耳机等硬件设备的发展与普及，推动了阅读场景的多元化发展，使得用户可以在不同时间内和不同场景下进行阅读的行为，同时也为用户带来了不同的阅读体验。此外，5G 技术的发展落地，或将为数字阅读构建全新的阅读场景和阅读模式，在更大带宽与更快传输的加持下，阅读+VR/AR 沉浸式阅读以及高音质听书模式均有望快速实现，为用户提供全新的阅读体验。

图 31：硬件及技术发展推动阅读场景丰富和细化



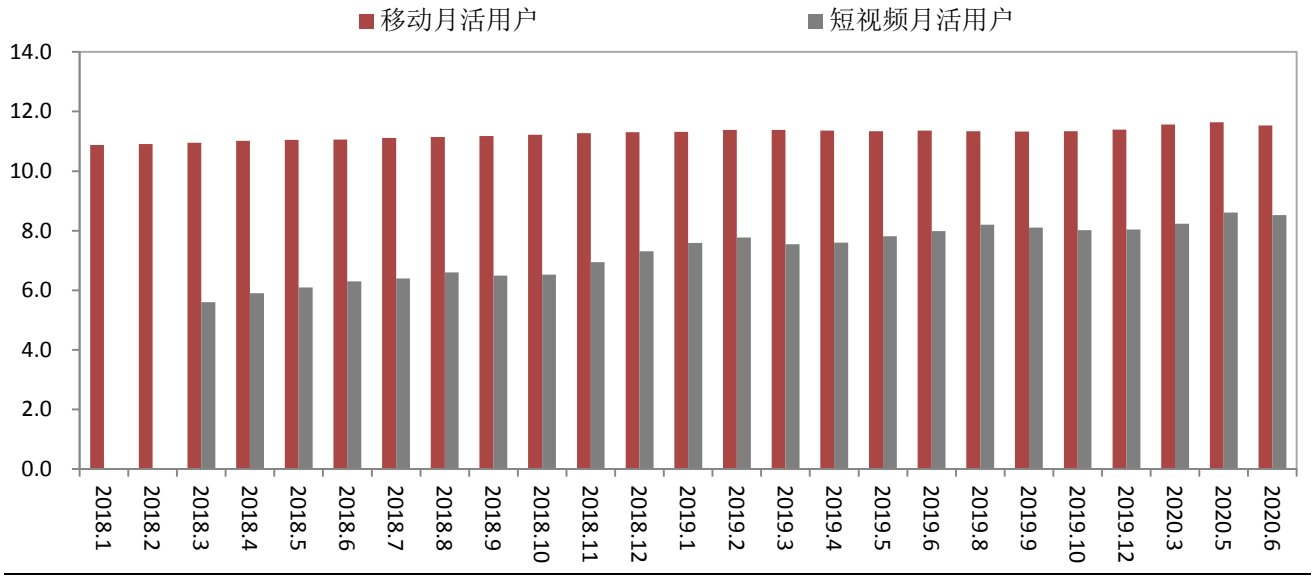
资料来源：中国数字阅读白皮书，山西证券研究所

4. 长短视频与阅读联动，内容营销趋向专业化

4.1 用户拓展路径契合度，短视频成为数字阅读营销阵地

2020 年受到疫情影响用户生活、娱乐、办公等需求均向线上转移，为移动互联网带来一定的流量红利，全网月活跃用户规模在 5 月达到峰值为 11.64 亿，上半年全网净新增月活用户规模超过 2019 年全年；但随着我国移动互联网用户整体规模的不断扩大，新增流量面临缩减、获客成本提升已经成为线上文娱消费行业长期发展的趋势。2016 年以来国内短视频平台迅速崛起，月活用户呈现爆发式增长，到 2020 年 6 月用户规模达到 8.52 亿人，抖音、快手等主要短视频平台上半年用户规模及粘性指标均继续呈现增长态势。短视频行业不仅使得移动互联网的局部市场形成了流量增量的红利，同时也成为数字阅读新的营销阵地。

图 32：2020H1 中国移动互联网及短视频行业月活用户规模



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

表 3：2020 年 6 月典型新型流量平台运营效率分析

	抖音短视频	快手	快手极速版	抖音极速版
月活跃用户数（万）	51,336	42,975	12,118	8,840
同比增长率	5.6%	26.2%	15,049.5%	--
活跃率	57.5%	50.0%	57.9%	44.4%
月人均时长（分钟）	1,569.5	1,162.6	1,389.8	994.3
同比增长率	44.9%	2.2%	264.4%	--
活跃用户 7 日留存	87.2%	82.9%	83.0%	77.8%
卸载率	6.0%	8.1%	13.7%	23.0%

资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

我们认为，短视频行业与数字阅读行业在用户方面有一定契合度，进而为行业营销联动和实现流量转化奠定良好基础。一方面，短视频平台由一二线深入低线城市、由年轻用户向全民拓展，市场的拓展路径与数字阅读行业相似，持续的流量红利为数字阅读内容搭建了更有效的分发及流量转化平台；另一方面，短视频的时长短、内容突出、观看场景多样特点与移动阅读碎片化的阅读方式相契合。根据易观万象的数据显示，数字阅读用户对泛娱乐领域的使用深度上短视频领域占据第二位，并且数字阅读的活跃用户在抖音、快手等短视频平台上的渗透率较高。

图 33：2020 年 2 月数字阅读用户在短视频 app 活跃人数渗透率和使用深度



资料来源：易观，山西证券研究所

4.2 长短视频营销兼具内容生产，素材形式丰富

除了传统的综合资讯、应用商店等媒体和平台的投放和推广，随着媒体的融合发展以及流量变现诉求的提升，短视频所提供的内容营销方式更加普及化和多元化。数字阅读平台不仅可以通过在短视频平台上的话题推广、榜单推荐、内容推荐、KOL 安利等方式提高内容、平台与 IP 的曝光量，还可以通过短视频内容制作的方式，将阅读内容中的重要情节改编和拍摄成短剧、系列剧场等其他内容形式，以生动形象和具有代入感的方式吸引用户下载阅读，并且通过用户的转发评论实现传播裂变。除数字阅读与短视频的联动模式外，长视频及综艺内容的植入作为内容营销的模式之一以广阔的覆盖度、剧情融入和反复口播等方式提高曝光度与辨识度，例如前期《向往的生活》中植入的七猫小说 App，结合疫情宅家、休闲生活与免费阅读的概念，通过内容植入的方式对 app 进行了品牌推广和内容宣传。

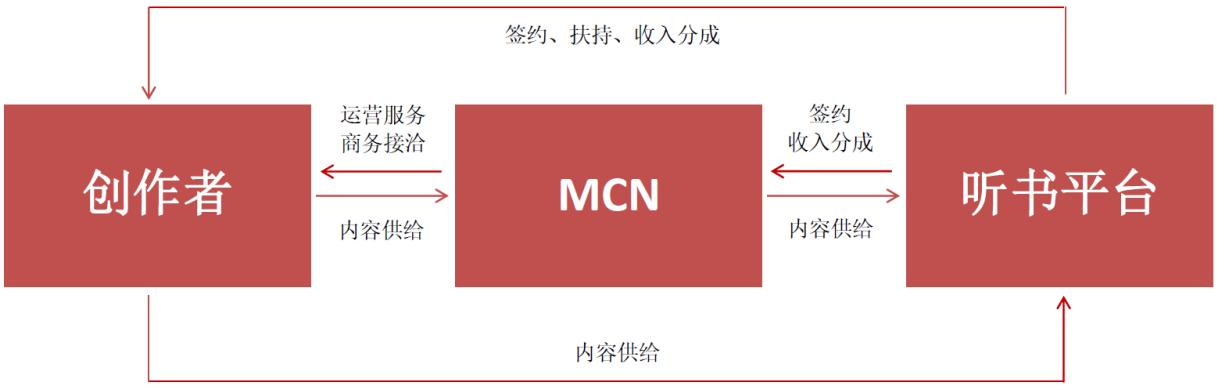
图 34：数字阅读平台传统媒体投放与长短视频内容营销



资料来源：艾瑞咨询，哔哩哔哩，芒果 TV，山西证券研究所

2019 年以来 KOL 营销与网红经济的效能在电商直播的带动下进一步显现，通过 KOL 在直播间内向用户介绍图书及阅读产品以及动态化、立体式的展示，与用户实时互动，实现短时间内的阅读品牌曝光与销售增长。我们认为，对于以长线销售和强调专业运营的阅读产品而言，直播间内短期的销量转化以实现销售的暴增并不是符合阅读产品的原有属性，而作为商品销售主播的推介也未能全面而深刻反映内容的本质，尤其是对于数字阅读产品而言，用户实际的下载及付费转化目前还难以衡量，品牌营销的作用可能更为明显。但随着知识付费型 MCN 机构的发展以及内容出版商、阅读平台对主播人才的筛选和培养，图书及数字阅读的内容营销会更加专业化，在不同垂直领域的学者、作家及专业主播的引领下才能充分调动起用户阅读、讨论及付费的热情，以及达到更精准的受众传播。

图 35：以有声阅读为例，专业 MCN 机构壮大音频内容生态



资料来源：易观，山西证券研究所

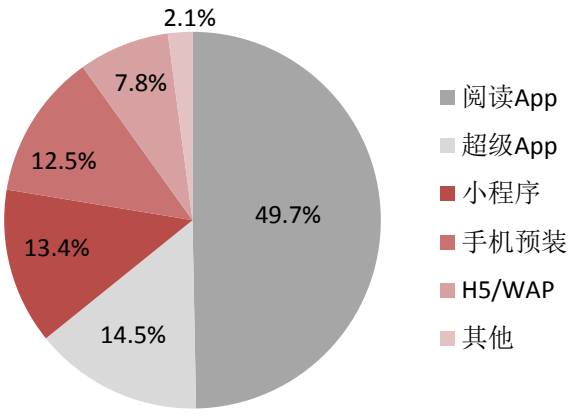
目前，我们看到市场上 QQ 阅读、咪咕阅读、必看小说、七猫小说等移动阅读平台均已在短视频内容营销方面进行尝试；此外在短视频平台侧也在与数字阅读机构开展版权和宣发合作，例如 8 月 10 日第四届中国“网络文学+”大会新闻发布会上，大会组委会与快手签订了网络文学作品孵化战略合作协议，将通过对 100 部网络文学作品进行改编、拍摄和宣发，打造网文短剧的孵化平台，尝试以流量+宣发、分账+采买的方式，不仅能够协助数字阅读内容的宣推支持，同时还能拓展版权内容的多元变现，实现由内容营销到内容变现的演进。

5. 数字阅读融入巨头生态，构建强大渠道背书

5.1 全景流量战略下，数字阅读成为互联网生态重点入口

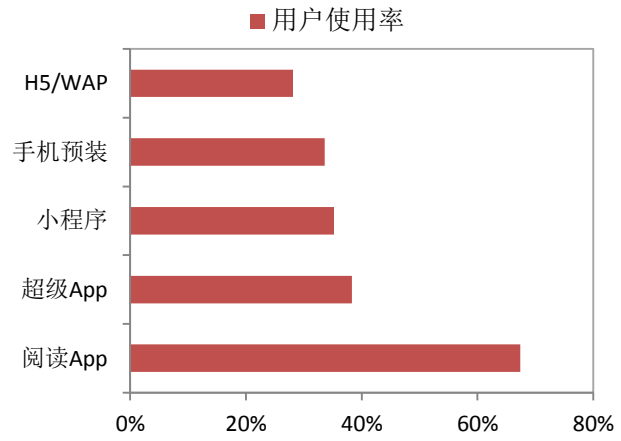
从数字阅读内容分发渠道来看，阅读 app 是数字阅读平台最主要的流量入口，2019 年占据市场的流量比重达 49.7%，用户使用率达 67.4%。但是随着新流量平台的快速发展，超级 App、小程序等崛起成为了数字阅读平台新的流量入口和分发渠道。超级 App 主要是指 DAU 在 1 亿以上的基础应用（如微信、QQ、百度、支付宝、淘宝、今日头条、视频网站 App 等），2019 年超级 App 为数字阅读提供的流量占比达到市场第二位，用户使用率达 38.3%、流量占比为 14.5%；而小程序以轻操作和高频使用同样能为 app 提供流量增长路径，2019 年小程序的流量占比与用户使用率紧跟超级 App 排在数字阅读渠道第三位，分别为 13.4%和 33.6%。

图 36：2019 年数字阅读流量结构分布



资料来源：比达咨询，山西证券研究所

图 37：2019 年各数字阅读渠道用户使用率

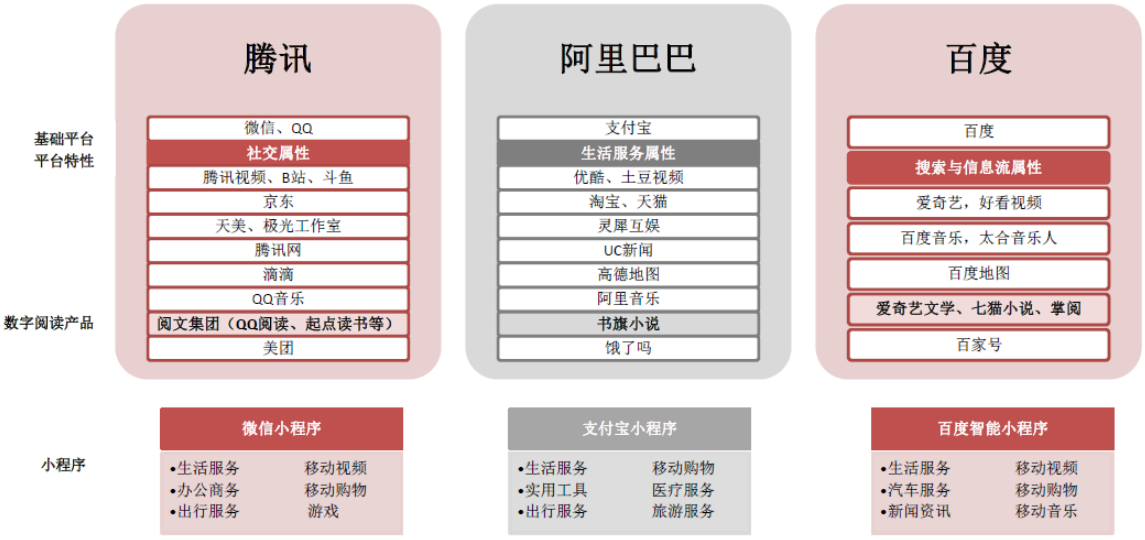


资料来源：比达咨询，山西证券研究所

数字阅读分发渠道的拓展背后逻辑与近年来互联网巨头整合生态流量、进行全域流量竞争的发展战略相关。目前我们看到腾讯系、阿里系、百度系对移动大盘整体的渗透率程度较高，其中腾讯与阿里在早前便分别搭建了数字阅读平台阅文集团（QQ 阅读、起点读书等产品）、书旗小说等；百度体系

旗下除爱奇艺上线的免费阅读平台爱奇艺文学、手机百度小说频道外，分别在 2019 年和 2020 年战略投资了七猫小说和掌阅科技，强化内容版权、用户与商业变现的联动。

图 38：互联网巨头流量与生态整合全景

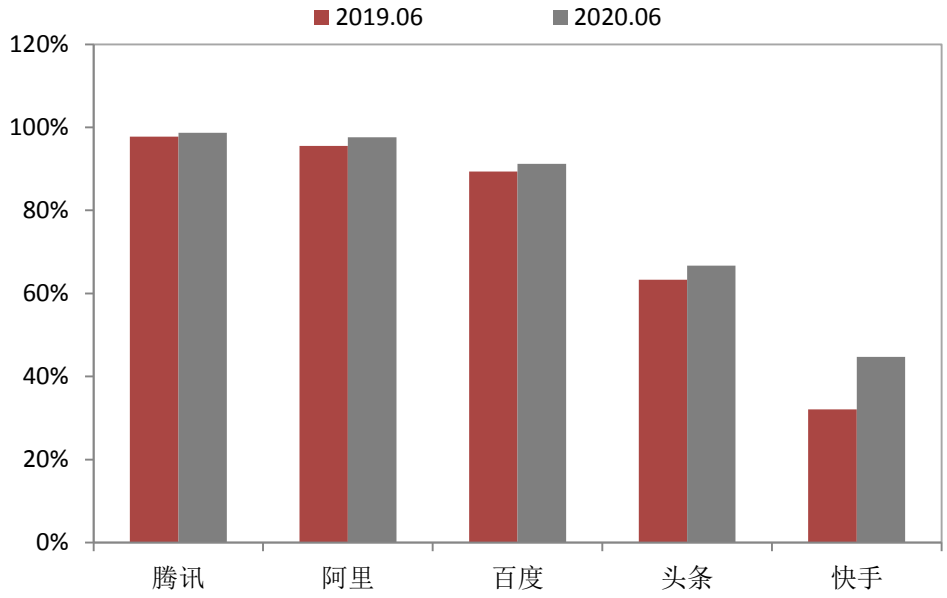


资料来源：公开信息整理，山西证券研究所

新崛起的头条与快手系在移动大盘的渗透程度快速，且不仅仍有提升空间，在数字阅读等内容领域的布局在明显强化。以字节跳动为例，在 2019 年字节系上线了免费小说独立 app 番茄小说，后又与头条的小说频道进行联动整合，在字节系流量与广告变现系统、智能算法的加持下，番茄小说实现快速成长，app 用户规模从 2020 年初 1700+万增加至 6 月的 5100+万，跃居免费阅读 app 用户规模第一。对外投资方面，字节系自 2019 年-2020 年先后投资了鼎甜文化、秀闻科技、吾里文化、萌萌达网络等，不仅战略入股了塔读文学，持股比例达 18.9%，同时与中文在线签订了《框架合作协议》，双方将在音频作品授权、内容共建，主播生态联合打造，数字版权及知名 IP 作品授权等开展长期合作。

由此可见，数字阅读作为重要的内容赛道，成为互联网巨头在文娱内容产业加强重视和强化布局的细分领域，超级 App、小程序等接入数字阅读平台均为构建内容产品矩阵、打通流量转化的手段之一，同时在商业模式的联动方面还包括生态内不同内容产品的转化、联合会员模式的推出、广告资源的对接与共享等方式，不仅是完成对流量资源的整合和渗透，同时也能够充分挖掘用户价值、提高用户客单价。对数字阅读平台而言，以互联网巨头强大的生态为背书，能够为阅读内容创作者搭建足够的流量基础，并且提供内容运营与技术服务等支撑，吸纳更多的内容和作者入驻，更有助于用户的留存与平台变现，推动数字阅读平台进一步的发展。

图 39：移动互联网巨头在移动大盘的渗透率情况



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

表 4：字节系布局数字阅读行业情况

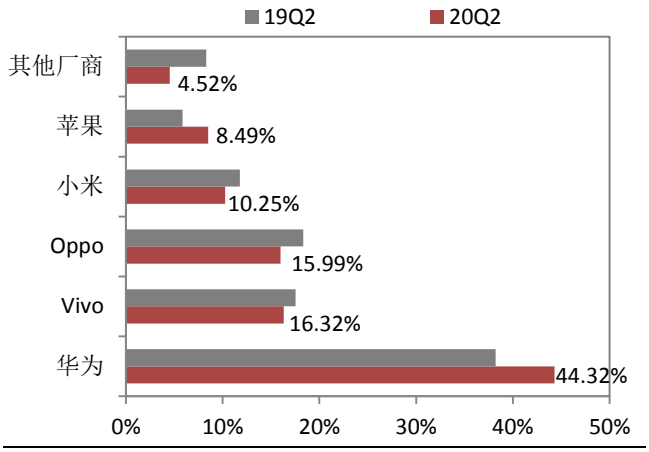
时间	相关标的	持股比例	标的或合作介绍
2019-11	番茄小说	100%	app 用户规模从 2020 年初 1700+万增加至 6 月的 5100+万，跃居免费阅读 app 用户规模第一。
2019-12	吾里文化	13.4%	吾里文化法定代表人为公司 CEO 艾德鹏，为原红袖添香总编辑，吾里文化旗下拥有“时阅文学网”“栀子欢文学网”等六大原创阅读网站，截至今年 10 月，已签约作者 4000 余位。
2020-06	秀闻科技	10.0%	为北京磨铁图书有限公司控股公司，旗下逸云书院是一家专注于女性精品阅读集无线阅读，原创出版，影视漫画改编等业务为一体的网站。从“逸云书院”的书籍推荐情况看，平台中目前主要的书籍类型为言情、穿越、后宫等女性向书籍。
2020-06	鼎甜文化	10.0%	业务为网文平台运营、IP 运营、影视发行等相关领域。旗下运营甜悦读、瓜子小说网、朵米阅读网三大网文平台品牌、西柚小说网、茶悦读等多个网文平台、公众号、微博账号的版权。在有声剧、动漫、网络大电影等 IP 改编方面有成功经验和产品。
2020-07	易天新动	18.9%	为塔读文学平台的运营主体。塔读文学在日均在线时长及日均启动次数均处在行业领先位置，近年来发力于签约作者原创 IP 作品和版权运营，如 2019 年上线的《奈何 BOSS 要娶我》及近期热映的《奈何 BOSS 又如何》。
2020-07	中文在线	——	签订了《框架合作协议》，双方将在音频作品授权、内容共建，主播生态联合打造，数字版权及知名 IP 作品授权等开展长期合作。
2020-09	萌萌达网络	10%	旗下九库文学网是一家综合型的阅读和内容创作平台，涵盖阅读、社交和娱乐，与知名的电影自媒体“毒舌电影”达成合作，将联手投资拍摄电影。

资料来源：公开信息整理，山西证券研究所

5.2 硬件预装仍占据出海与下沉渠道分发的重要地位

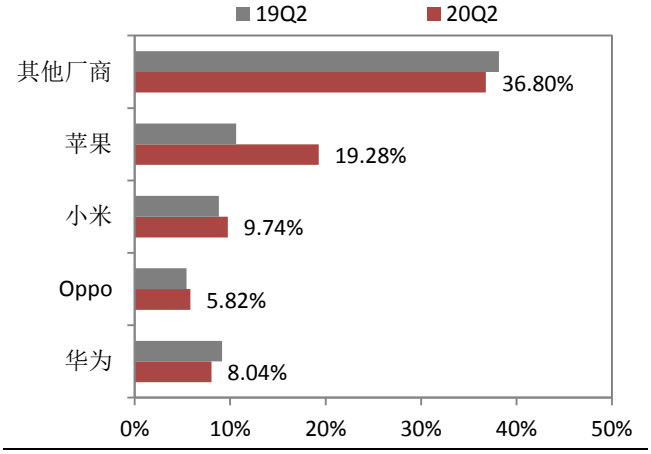
手机预装的流量占比仅次于小程序，2019 年为 12.5%，用户的使用率也较高，达 33.6%。随着移动硬件产品的丰富化及智能手机市场的下沉及出海，我们认为软件预装仍为数字阅读产品分发的重要线下渠道之一。以智能手机为例，一方面数字阅读内容通过手机硬件分发能够获得更多品牌曝光以及获得硬件绑定的用户。同时数字阅读产品下沉用户的拓展与智能手机向低线城市拓展的路径相匹配，有助于数字阅读产品获得更多的低线城市用户；智能手机海外市场出货也有助数字阅读预装产品在网络文学市场普及度较低的新兴市场如东南亚等进行拓展。另一方面，智能手机厂商需要通过预装软件向用户提供多元化的互联网服务以打造自身的生态系统，用户基础较广、使用频率较高的数字阅读、有声阅读、在线视频等内容服务成为硬件厂商的第一选择，数字阅读平台通过手机预装嵌入到硬件厂商的用户生态中同样有利于获得线下流量的背书。

图 40：19Q2&20Q2 中国大陆智能手机出货市场份额



资料来源：Canalys，山西证券研究所

图 41：19Q2&20Q2 除中国外大陆智能手机市场份额



资料来源：Canalys，山西证券研究所

基于硬件方与内容方的双赢，目前我们已经能看到硬件厂商与数字阅读企业不同方式的“预装”合作，例如：1）华为手机不仅推出自有手机阅读产品，结合华为云实现跨设备内容打通，在部分系列产品上预装了阅文、掌阅等平台 App。2）小米手机是通过收购多看阅读的方式完善内容生态。3）vivo 联合掌阅进行品牌营销活动，联合顶级作家面向科技与阅读的交叉用户扩大各自的品牌声量。4）华为荣耀系列、OPPO、vivo、联想等手机设备上，预装阅文非品牌白牌产品。

图 42：vivo 硬件品牌与掌阅的联动营销



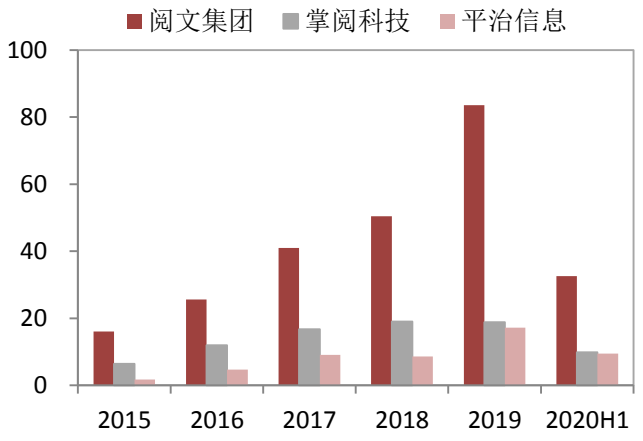
资料来源：互联网公开信息，山西证券研究所

6. 平台公司各具特色，内容与运营优势凸显

目前数字阅读市场中头部阅读平台公司均已实现港股或 A 股上市，我们选取头部的阅文集团、掌阅科技以及具有自身发展特色的平治信息，从财务数据及各平台特点方面进行对比与分析。

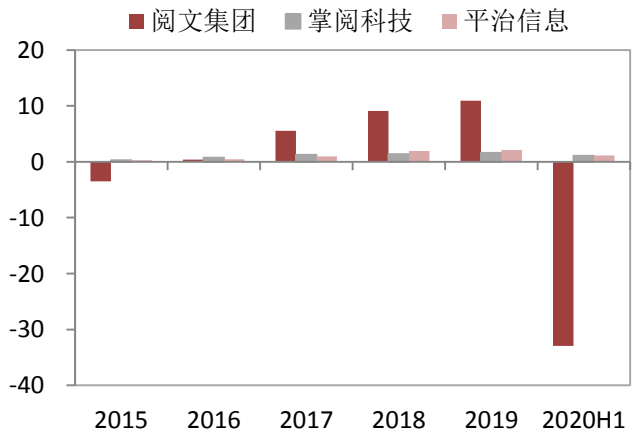
从业绩情况来看，阅文集团在收入方面具有明显的规模优势，2020 年 H1 实现营业收入 32.60 亿元，掌阅科技为 9.80 亿元，平治信息由于 2019 年并表新增智慧家庭业务，收入规模快速增长，2020H1 为 9.44 亿元；利润方面，掌阅科技更为稳健，近五年来始终保持良好增长态势，2020 年 H1 实现归母净利润 1.10 亿元，平治信息为 1.13 亿元，阅文集团自 2016 年盈利以来利润端保持快速增长，但 2020H1 由于计提新丽传媒的商誉减值 44.1 亿至利润亏损 32.96 亿。

图 43：阅文、掌阅、平治信息营业收入情况对比



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 44：阅文、掌阅、归母净利润情况对比

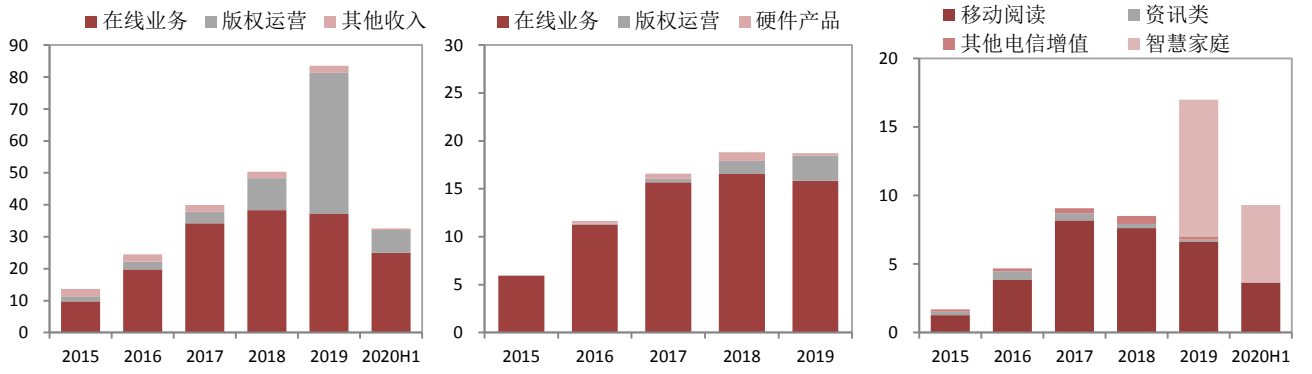


资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

从收入结构来看，阅文集团、掌阅科的数字阅读业务均为公司收入占比第一大业务板块，所占比

重均达 70%以上（除阅文集团 2019 年版权运营业务爆发，收入占比提升至 50%以上），平治信息由于外延并表智慧家庭业务，导致移动阅读业务占比由 80%下降至 40%以下；2019 年阅文、掌阅、平治信息的数字阅读收入分别为 37.10 亿、15.84 亿和 6.63 亿。此外版权运营业务作为阅文与掌阅的第二大业务板块，收入占比不断提升并且均呈现快速增长态势，有望逐步发展成为重要的收入支柱。

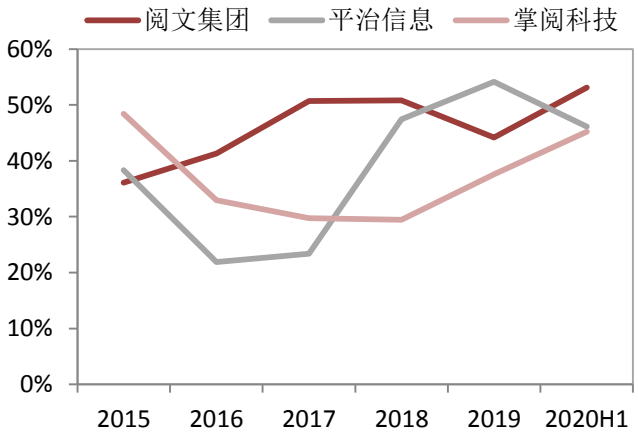
图 45：阅文（左）、掌阅（中）与平治信息（右）业务收入结构对比



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所（平治信息版权运营业务收入包含至移动阅读业务）

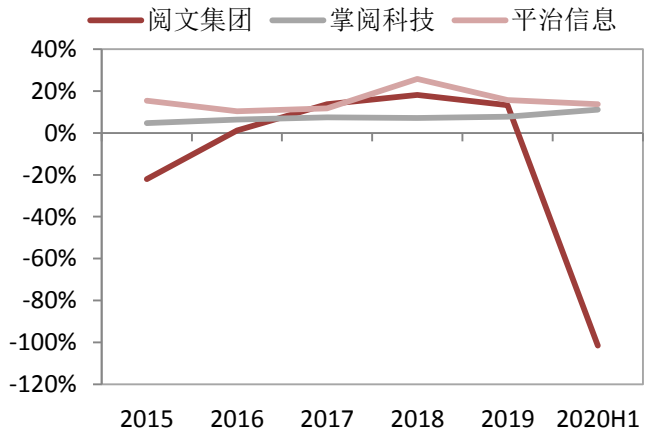
从盈利指标来看，阅文集团、掌阅科技 2019 年的毛利率基本处于 35%至 45%区间。从趋势来看，阅文集团 2019 年毛利率为 44.20%，低毛利率版权运营收入占比提升致使综合毛利有所下降，2020H1 已回升至 50%以上；掌阅科技 2019 年毛利率为 37.57%，渠道成本下降及广告业务毛利率水平较高带动综合毛利率持续提升，2020H1 上升至 45.20%；平治信息的移动阅读业务 2019 年毛利率为 54.13%，受益 CPS 分销模式的高毛利影响移动阅读业务毛利率水平不断提升，2020H1 签约内容成本有所增加导致毛利率下降至 46.13%。净利率指标上三家公司存在较大差异，其中掌阅科技的净利率水平最为稳定，处于稳步提升的态势，阅文受利润波动影响，净利率水平也较为波动。

图 46：阅文、掌阅与平治信息毛利率情况对比



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所（为方便比较，平治信息为移动阅读业务毛利率）

图 47：阅文、掌阅与平治信息净利率情况对比

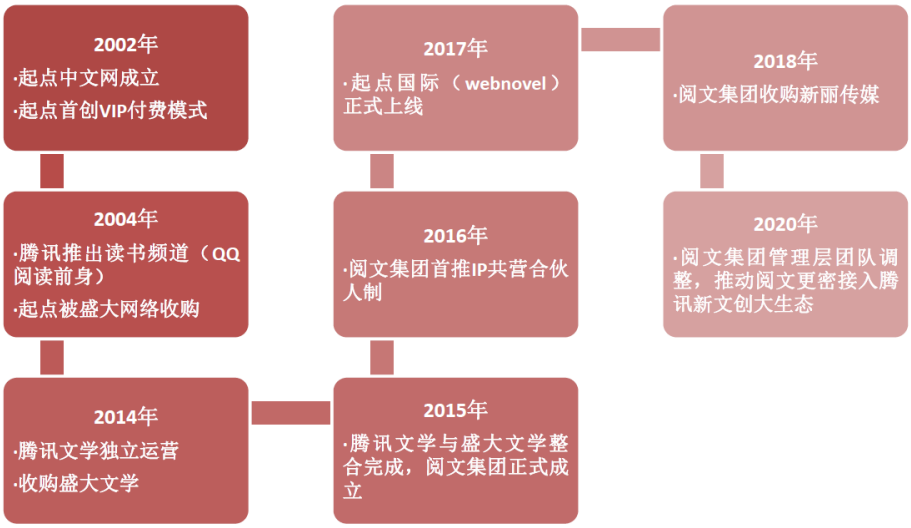


资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

6.1 阅文集团：内容渠道矩阵构建头部壁垒，IP 运营生态已成为行业标杆

阅文集团作为数字阅读行业头部公司，在平台/品牌、内容资源、用户覆盖及版权运营等多个维度领先于市场。阅文集团于 2015 年 3 月由腾讯旗下腾讯文学与原盛大文学整合而来，其中盛大文学于 2004 年收购起点中文网，后者成立于 2002 年并首创了中国网络文学的 VIP 收费模式，腾讯文学则于 2014 年独立运营，其前身为 2004 年腾讯推出的读书频道。

图 48：阅文集团发展历程



资料来源：阅文集团网站，山西证券研究所

阅文集团旗下包括数字阅读平台（QQ 阅读、起点中文网、创世中文网、云起书院、红袖添香、潇湘书院、飞读免费小说、元气小说、Webnovel）、音频听书平台（阅文听书，天方听书网、懒人听书）、纸质图书（中智博文、聚石文华、华文天下）、自有版权运营生产（新丽传媒）及硬件（QQ 阅读电子书）等多平台与品牌运营。在公司拥有的九大品牌产品中，QQ 阅读为其中最旗舰的产品为公司统一的移动内容聚集和分发的中心，其他各品牌则主要专注于细分领域与用户群。

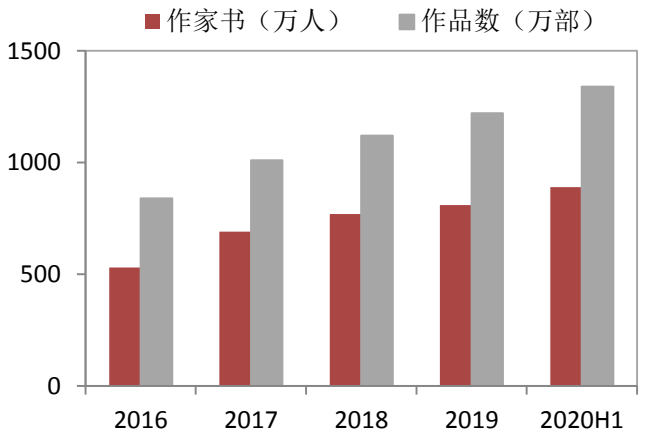
图 49：阅文集团旗下品牌矩阵



资料来源：阅文集团网站，山西证券研究所

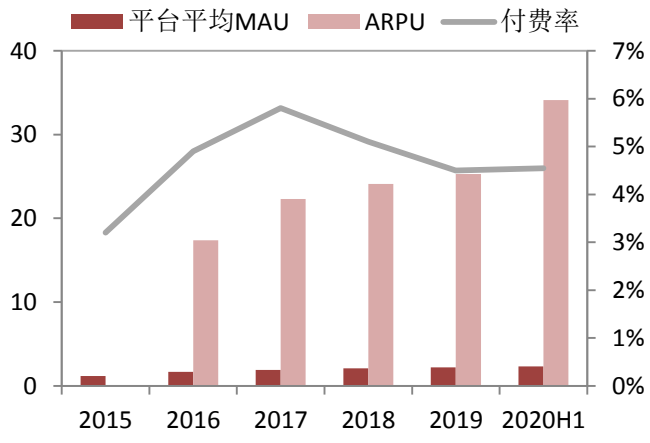
阅文集团在内容渠道矩阵、版权运营及平台出海方面具有明显头部优势。首先在线阅读领域，阅文打造的内容矩阵对用户均有足够的吸引力，而渠道上拥有三方的加持推动内容的分发。在内容层面，阅文通过旗下各平台打造了全行业最多的内容储备量，到 2020 年上半年公司拥有的作家数达 890 万人，作品数 1340 万部；百度小说风云榜 TOP10 网络文学作品中《元尊》《三寸人间》《万古神帝》《斗罗大陆》《武炼巅峰》《圣墟》《伏天氏》均为阅文旗下网文平台长期连载的内容。在渠道层面，阅文拥有自有平台、腾讯生态及第三方平台的加持；其中自有平台包括 QQ 阅读、起点中文网等，腾讯生态中包含手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯新闻、微信读书、腾讯视频等独家分发的途径，第三方平台不仅包括 OPPO、华为和 VIVO 等手机制造商的预装合作，还包括百度、搜狗、小米多看等其他阅读平台方，为阅文构建起强大的流量体系，截至 2020 年上半年，阅文自有平台用户 MAU 达到 2.33 亿，较 2015 年增长 1.13 亿人，用户付费率为 4.5%，ARPU 值增长至 34.1 元。

图 50：阅文全部平台作家及作品数量储备



资料来源：公司公告，山西证券研究所

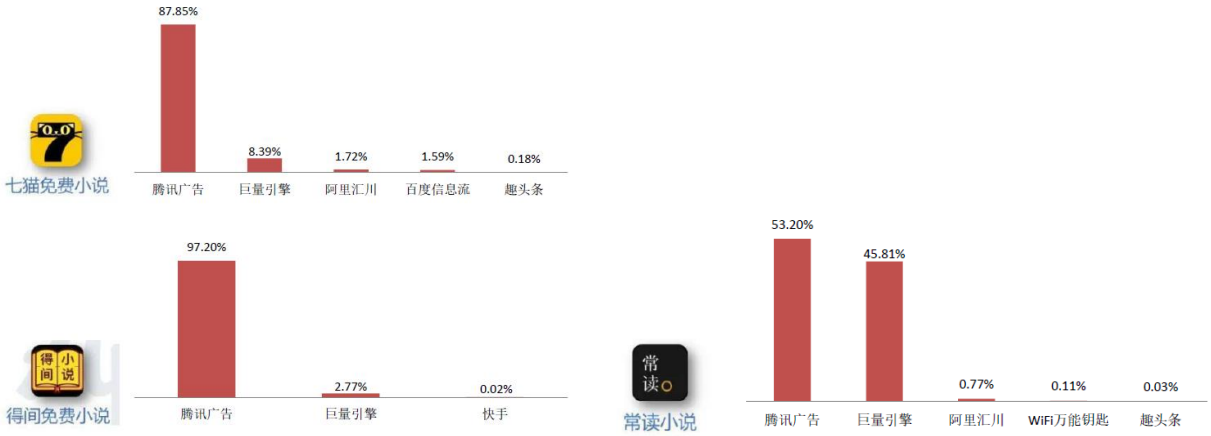
图 51：阅文自有平台 MAU、付费率及 ARPU 值



资料来源：公司公告，山西证券研究所

阅文集团在 2018 年推出了自己的免费小说平台“飞读免费小说”，该平台有望在免费阅读市场中获得阅文生态的内容与流量加持。在内容方面，飞读小说平台内拥有百万册热门精品书籍，每日上线新书，涵盖玄幻仙侠，都市生活，古代言情，浪漫青春等多种类型，且永久免费为用户提供优质的正版免费小说；在流量方面，据 App Growing 数据显示，2020Q1 腾讯广告为七猫小说、得间小说、常读小说等头部买量阅读平台最主要的广告投放渠道，也有望为飞读小说提供买量的便利。

图 52：2020 年 1-3 月小说阅读类 App 广告投放平台对比



资料来源：App Growing，山西证券研究所

在版权运营领域，阅文已逐步构建出泛阅文系的内容运营生态，成为平台的支柱板块。阅文集团本身根植于腾讯生态，掌握从 IP 生产和挖掘、IP 运营、IP 变现的全产业链和全流程，形成在版权运营领域的先发优势。与此同时，伴随着阅文 2018 年整合新丽传媒以及推行 IP 共营合伙人制，联合产业链 200 余家公司进行拓展版权开发计划，将其内容生态扩展至腾讯体系外，不仅使得产品与业态矩阵更丰富化，IP 的联动与扩圈化也能够进一步挖掘版权的长尾价值。近年阅文集团在 IP 运营上的成功案例包括《琅琊榜》《择天记》《鬼吹灯之寻龙诀》《楚乔传》《双世宠妃》《扶摇》《余罪》《国民老公》《全职高手》《庆余年》等，形成了阅文精品内容的旗舰产品和产业的标杆，其中《庆余年》是 2019 年阅文与新丽整合版权运营业务后推出的热播剧，同时影文联动还推动《庆余年》小说完结 11 年后再次登顶畅销榜首，且该 IP 的第二部影视剧作品《庆余年 2》及同名手游（盛趣网络研发、腾讯游戏代理）有望于 2020 年联动推出。自 2015 年阅文集团版权运营收入由 1.63 亿元增长至 2019 年的 44.2 亿元，复合增长率达 128%，收入的占比达 52.93%。

2020 年腾讯集团副总裁、腾讯影业首席执行官程武先生出任阅文集团首席执行官和执行董事，腾讯平台与内容事业群副总裁侯晓楠先生出任阅文集团总裁和执行董事，将推动阅文更密接入腾讯新文创大生态，在影视、动漫、游戏等内容业务更深度联动。与此同时在版权运营领域，阅文还将建立一套自上而下的系统以推动 IP 各个内容形态的打通及规模化的运营，以整合生态的打法将 IP 的生命周期

价值最大化。

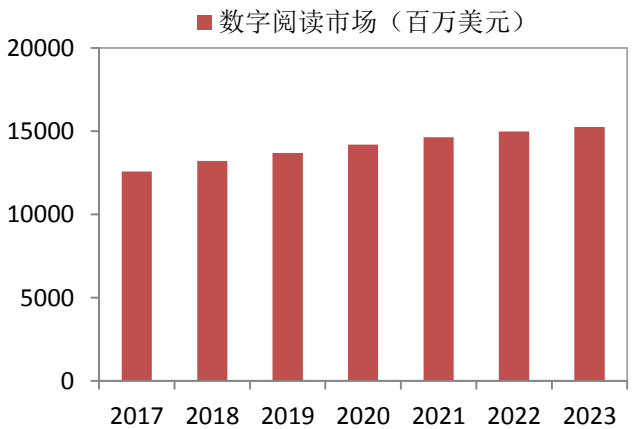
图 53：阅文集团版权运营产业链



资料来源：公司公告，山西证券研究所

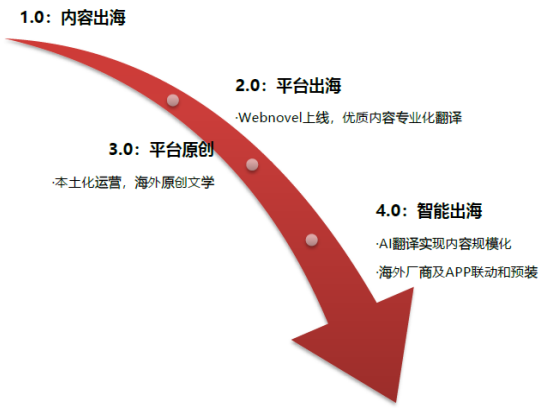
在海外市场拓展领域，阅文集团平台出海进入原创内容生产与运营的深化阶段。海外网络文学市场并没有国内市场发展规模之迅速，实属于蓝海市场。易观数据显示，2017 年全球数字阅读市场规模为 125.77 亿元，到 2019 年增长至 136.93 亿元，复合增速 4.34%（中国市场同期复合增速为 19.37%）。我们认为海外读者的整体阅读率高且具有良好的付费习惯，但数字阅读内容主要为出版作品，网络文学原创较少，读者也更倾向于纸质阅读方式，因此海外用户网文阅读的培养是平台出海的关键。2017 年阅文推出了海外网站及移动平台 WebNovel 正式上线，通过对优质作品进行专业化翻译，开启了阅文集团平台出海的新阶段；在此之后阅文集团探索对网文进行海外本土化运营，推进海外原创作品生产，并在 AI 等新技术的加持下对网文作品进行批量翻译形成内容的规模化，通过对外投资与战略合作拓展了东南亚、非洲等新兴市场。截至 2019 年底，WebNovel 平台内容储备达 700 部中文译文作品和 8.8 万部英文及本地语言的原创文学作品，年内的访问量增长至 3600 万。海外平台的搭建一方面能为阅文集团带来用户增量和进一步拉长长尾内容价值链，另一方面也能为海外原创 IP 的生产和引入提供便利。

图 54：全球数字阅读市场规模



资料来源：易观，山西证券研究所

图 55：阅文集团出海发展阶段



资料来源：易观，山西证券研究所

6.2 掌阅科技：核心平台运营聚集效应凸显，布局新流量渠道拓展

掌阅科技是专注于移动阅读分发的数字阅读平台。公司成立于 2008 年功能机的时代，通过基于功能机操作系统平台下定制阅读 APP 形成了“掌阅”数字阅读平台的雏形；2011 年随着智能机普及，掌阅推出了第一版安卓 APP，并开始进行版权内容的积累；2015 年公司成立掌阅文学，发力原创内容，并开始进军海外市场；2019 年公司布局了“免费阅读+广告”商业模式。

图 56：掌阅科技发展历程



资料来源：公司招股说明书等公告，山西证券研究所

掌阅公司旗下同样拥有多元化的阅读产品，包括掌阅 iReader、掌阅书城、掌阅听书、wap 书城、职工电子书屋等，其中掌阅 iReader 是平台核心产品，而类似职工电子书屋这种面向 B 端机构客户、服务于 C 端用户的产品同样为公司特色；此外，在 2019 年公司布局免费阅读业务后上线了得间免费小说 APP。不同于阅文集团的品牌矩阵，掌阅平台的聚合效应更明显，同时掌阅也具有自身的平台特色。

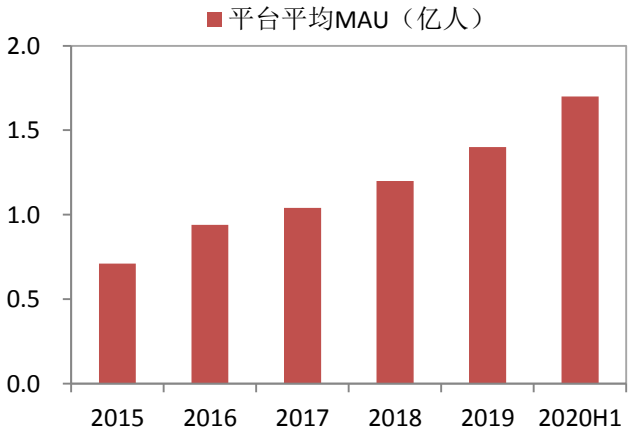
图 57：掌阅科技旗下品牌矩阵



资料来源：掌阅科技公司网站，山西证券研究所

掌阅 iReader 作为公司产品的核心，具有内容集成与流量集成的强大能力，MAU 领先于全市场。掌阅的内容策略主要为对外合作（和上千家出版公司、文学网站建立合作关系）构建内容采购网络与发展“掌阅文学”内部孵化生态体系、签约作者的方式，形成对优质重磅图书的高比例覆盖。目前掌阅 iReader 平台上汇聚了 50 多万册的数字阅读内容，不仅包括图书，还包括有声读物、漫画、自出版、杂志等多种品类，尤其是在用户对多场景阅读需求增加的市场背景下公司加大了对有声内容的生产和引进，仅 2020 年上半年公司就引进了《芳华》、《侯大利刑侦笔记》、《守夜者 3》等约 12 万小时有声内容，并通过智能合成语音技术制作约 6 万小时的有声内容。以丰富的优质内容为驱动，加之平台功能的迭代与体验升级，掌阅 iReader 月活用户规模快速增长，年平均 MAU 由 2015 年的 7100 万增长至 2020 年上半年的 1.70 亿，复合增速达 21.41%，MAU 规模持续处于行业第一位。

图 58：2015-2020H1 掌阅 iReader 月活用户规模



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 59：2020.8 数字阅读 APP 活跃用户排名

排名	APP	月活规模（万）	环比变化
1	掌阅	6401	1.70%
2	QQ阅读	5152	3.10%
3	懒人听书	4638	0.10%
4	七猫免费小说	4624	6.00%
5	咪咕阅读	3570	2.70%
6	宜搜小说	3042	5.30%
7	番茄免费小说	2788	7.10%
8	书旗小说	1588	9.00%
9	微信读书	894	2.10%
10	米读小说	858	-9.00%

资料来源：易观，山西证券研究所

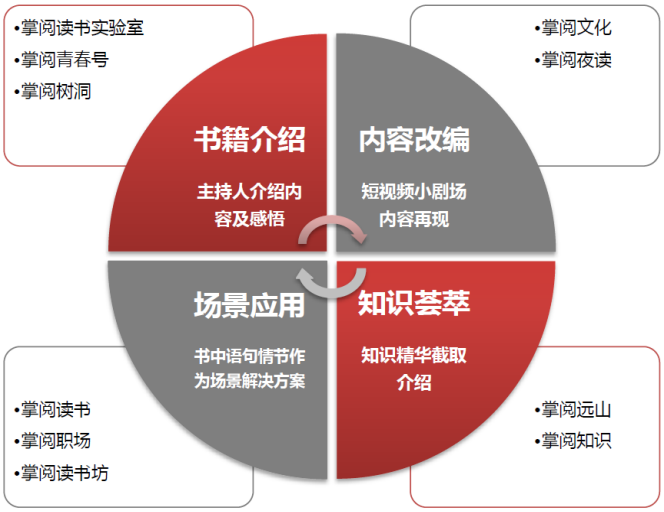
掌阅 iReader 以内外部硬件预装锁定用户，强化传统搜索与短视频新流量平台的渠道拓展。掌阅公司本身起家于功能机时代的 APP 定制，在智能硬件时代下平台掌握了华为、oppo、vivo、三星等市场主流的手机终端厂商渠道，以预装模式构建稳定的流量优势及拓展海外市场的机会。与此同时掌阅拥有自有硬件品牌 iReader 阅读器，目前在售的包括四款不同类型及一款儿童阅读器。尽管硬件业务已置出到掌阅上市公司外部，但对于平台导流和用户绑定的意义仍在。国内短视频呈现爆发式增长以来，头部短视频平台成为移动互联网领域中新的流量中心，掌阅从 2019 年开始重点发力于视频+阅读的富媒体领域，通过短视频平台进行数字阅读相关内容的运营，以经典畅销文学类书籍为主，利用短视频平台本身的流量优势为掌阅品牌引流，在短视频多内容矩阵分发下触达不同的圈层用户进行差异化的引导分类，粉丝数量迅速增长。2020 年掌阅拟通过定增方式引入百度为战略投资者，百度不仅为掌阅设置流量入口，入驻百度智能小程序，以搜索的方式为掌阅带来更多的主动用户，同时在版权内容分发、授权及 IP 衍生品开发等方面进行商业化变现合作，构建数字阅读生态。

图 60：不同掌阅 iReader 阅读器对比

产品名称	 iReader Light 青春版	 iReader A6	 iReader C6	 iReader Smart X
建议零售价	658元	1098元	1499元	3499元
屏幕尺寸	6英寸	6英寸	6英寸	10.3英寸
分辨率	1024 X 758 (212PPI)	1448X1072 (300PPI)	1448X1072	1872X1404 (227PPI)
内存容量	8G	8G	16G	32G
内置阅读灯	20级可调阅读灯	20级冷暖可调阅读灯	28级可调阅读灯	20级冷暖可调阅读灯
蓝牙听书	无	有	有	有
音频外放	无	有	有	有
防水	无	IP67级防水	无	无
重量	142克	166克	170克	370克
设备厚度	8毫米	7.8毫米	8.6毫米	7.1毫米
设备尺寸	156.4X110.7X8 (毫米)	153.8X108.7X7.8 (毫米)	156 X 110.6 X 8.6 (毫米)	251.2X177.6X7.1 (毫米)
外观颜色	黑/白	太空灰/星耀蓝	星暮白	深空灰/幽海蓝

资料来源：掌阅京东官网，山西证券研究所

图 61：掌阅科技抖音内容矩阵



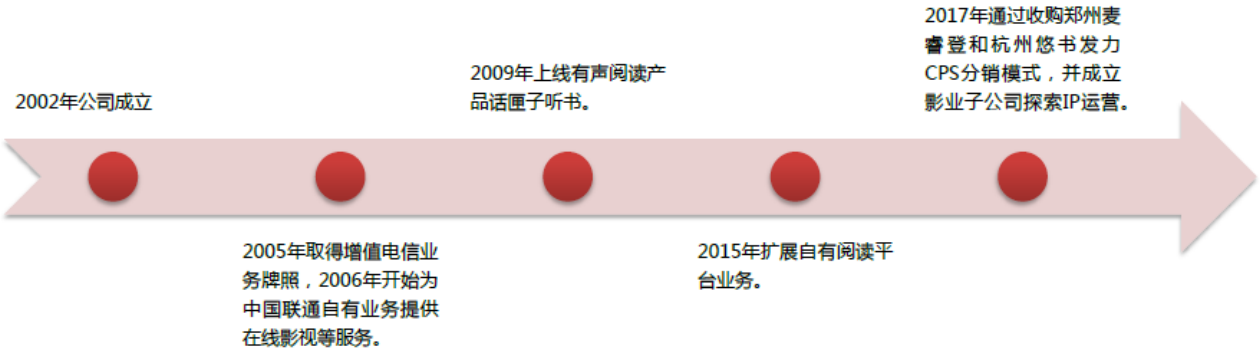
资料来源：易观，山西证券研究所

6.3 平治信息：百足模式构建内容基础，渠道拓展走出差异化

平治信息是国内领先的移动数字阅读服务商。公司成立于 2002 年，主要为电信运营商从事增值服务。2009 年公司研发推出了手机有声阅读产品并于 10 月正式上线运营“话匣子听书”，以固网、移动网和互联网为载体，为广大用户提供包括小说、评书相声、少儿读物、教育经管等各类内容在内的有声阅读服务。2015 年开始扩展自有阅读平台业务，采用了多团队并行的模式（百足模式），丰富移动文字阅读的内容和渠道。2017 年公司通过收购郑州麦睿登和杭州悠书各 51%股权发力 CPS 分销模式，进一步拓宽移动阅读业务渠道；同年 6 月，成立子公司平治影业，着手 IP 影视化改编业务，探索移动阅

读的立体化发展路径。

图 62：平治信息发展历程



资料来源：公司招股说明书等公告，山西证券研究所

目前平治信息旗下拥有 15 家原创阅读站，包括平治文学、超阅小说、盒子小说、掌读小说、麦子阅读等以及部分阅读站拥有微信公众号运营平台，此外包括有声阅读品牌话匣子听书。

图 63：平治信息旗下品牌矩阵



资料来源：平治信息公司网站，公司公告，山西证券研究所

百足模式奠定丰富内容资源基础，阅读站整合后更利于精细化运营。平治信息在扩展自有阅读平台业务的初期采用市场独有的百足模式，即以多团队并行的扩展模式孵化了近百家原创数字阅读平台，通过与出版机构、版权方、媒体、其他数字阅读平台等开展长期合作，签约引入大量优势阅读内容，并签约了大量原创作家，孵化原创内容作品，相对独立的运营团队亦如触角般伸向网文市场，囊括了市场上海量的内容资源，为公司的内容分发与之后的平台整合奠定了坚实的内容基础。自 2016 年，以公司为整体每年新增储备的文字阅读产品和原创作家作品均在万本以上，到 2020H1 数量分别达 5.2 万

本和 3.4 万本，平均每年新增签约作者 4500 位。通过打造海量的数字阅读内容储备，公司在现有版权库进行优质 IP 的筛选和衍生产业链的拓展：在有声阅读内容方面，采用外部引入+自有有声工作室打造自有原创作品，推出《我若离去，后会无期》《最后一个捞尸人》《二皮匠》《万古镇魔》《凤勾情，弃后独步天下》《千秋我为凰》《帝盼鸾归》等有声改编作品，截至到 2020H1，公司储备有引入有声作品 5 万小时以上，自制有声作品 2 万小时以上；在影视方面，子公司平治影业推出并上线了《武动乾坤：涅槃神石》《武动乾坤：九层符塔》《聊斋古卷：兰若之境》《杀人蜂入侵》《镇魔司：四象伏魔》《镇魔司：苍龙觉醒》《巅峰营救》等多部网络电影；在漫画方面，原创与漫改并举完成 40 余部作品创作，包括《契婚》《千秋我为凰》《史上最强帝后》《妖怪通缉》《挑战者还是空想家》《如意佳妻》等，在腾讯动漫等平台上线及海外市场的输出。

在拥有一定量级的内容储备后，为提升公司整体的运营效率，自 2019 年开始公司对旗下数字阅读平台进行整合精简，阅读站点由 100 个逐步缩减至目前的 15 个原创核心平台，进而更有利于在运平台的内容精细化运营。此外，公司在 2020 年初拟对杭州云悦读 100%股权进行收购，获得网易云阅读业务全部核心资产。网易云阅读拥有小说近 3 万余部，其中 4000 部为独家内容，收购网易云阅读将对公司男频内容形成强有力的补充，公司原有以女频为主导的内容体系将更加完善。

表 5：平治信息数字阅读与有声内容储备情况

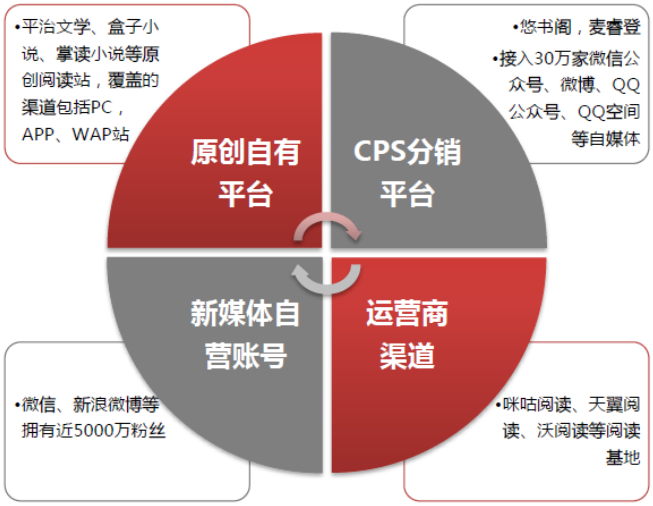
时间	文字阅读产品	签约原创作品	引入有声作品	自制有声作品	新增签约作者
2016	10000	8000	30000	5000	2000
2017	21000	17000	35000	6000	5000
2018	40000	28000	45000	10000	8000
2019	50000	33000	50000	10000+	3000
2020H1	52000	34000	50000+	20000+	700

资料来源：公司公告，山西证券研究所

背靠大 DAU 平台自媒体和运营商形成独特的渠道网络，抢占尾部市场。与融入互联网巨头生态的头部公司相比，平治信息通过自有渠道建设获取流量的优势并不明显，因而除自运营的 15 个原创阅读站（包含 PC 端、手机 APP、wap 站等）外，公司建立起依托社交媒体平台及电信运营商的分发渠道，而上述渠道背后是强大的 DAU 及庞大的电信用户基础。其中包括：1）在微信、微博等新媒体平台开设的新媒体账号以及各阅读站开设的微信公众号及小程序等形成一定先发优势，粉丝覆盖近 5000 万，更直接和快捷的与粉丝进行互动并获得信息反馈，从而精准对接目标用户。2）通过收购郑州麦睿登和杭州悠书股权而进行的 CPS 分销模式（CPS 模式指公司为外部自媒体提供接入平台，并为接入其中的自媒体提供内容资源，自媒体再通过自己的分发渠道将公司提供的内容作品进行推广，实现内容渠道资源共享，从而吸引用户获得收入后自媒体与提供内容的公司进行分成），接入了 30 万的微信公众号、

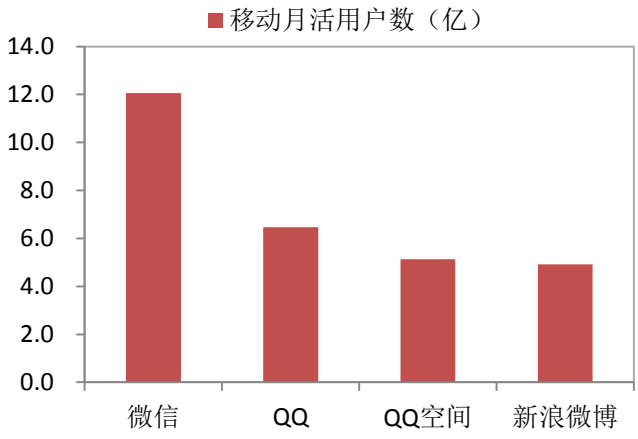
微博、QQ 公众号、QQ 空间等自媒体账号，通过拓展社交媒体渠道覆盖了亿量级的用户流量。3）公司一直与咪咕阅读、天翼阅读、沃阅读等运营商阅读基地开展紧密合作，同样形成了大规模的内容分发，并获得在 5G 网络的发展下新的权益合作机会。

图 64：平治信息内容分发渠道网络



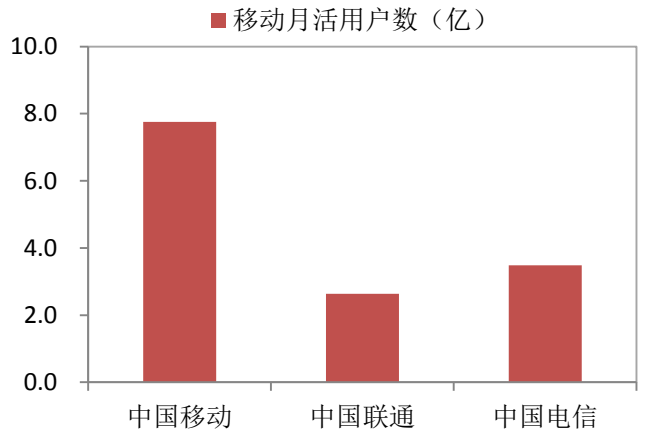
资料来源：平治信息公司网站，公司公告，山西证券研究所

图 65：社交媒体平台 2020H1 月均用户规模



资料来源：腾讯、微博公告，山西证券研究所

图 66：截至 2020.8 运营商累计移动用户规模



资料来源：各公司公告，山西证券研究所

7. 投资建议

在全民阅读等产业政策扶持及技术推动下，我国数字阅读行业发展迅速，在线阅读、有声阅读等阅读方式普及率不断提升，用户的付费意愿增强。在数字阅读当下迈入转型发展的阶段，我们更加关注行业的多元变化对市场及市场参与者带来的积极影响。

商业模式方面，免费模式兴起使得数字阅读对低线城市及更广泛用户的触达进一步深化为市场带

来增量用户，同时广告变现拓展流量变现的空间；版权运营市场经历加速培育，IP 产业链有望形成规模经济。内容模式方面，阅读应用场景不断拓展，用户偏好驱动下听书功能成为平台标配，有声阅读赛道商业化能力不断增强。营销手段方面，以短视频为代表的新型营销方式兼具内容生产能力，同时在用户拓展路径上与数字阅读行业相契合，与数字阅读联动有望实现流量的有效转化。数字阅读分发渠道呈现多元化，在互联网巨头全景流量整合战略下，数字阅读已经成为巨头内容生态的重要入口和组成部分，形成强大的渠道背书。

通过对数字阅读平台公司阅文集团、掌阅科技、平治信息分析，我们认为头部数字阅读平台聚焦在线阅读平台内容与渠道建设，同时布局并发力版权运营业务。此外，在应对行业商业模式、内容、营销及渠道等方面的转型变化，头部平台不仅能够依靠原有内容、渠道、用户等资源壁垒积极应对，同时依靠自身的资源禀赋和发展战略构建特色化与差异化的内容生态。平息信息占领尾部市场，以多平台奠定海量内容基础后再进行资源整合和精细化运营，并形成差异化的渠道拓展路径覆盖海量的流量用户。

看好数字阅读行业发展，投资建议方面可关注两条主线：1）头部平台公司兼具内容生产与运营能力优势，行业变化中拓展业务增量强者恒强，标的包括阅文集团、掌阅科技；2）围绕内容竞争，拥有内容版权输出能力、积极布局阅读数字化及有声内容的图书公司有望受益，标的包括中信出版、新经典、凤凰传媒、中南传媒等。

表 6：行业相关上市公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS：20E	EPS：21E	EPS：22E	收盘价	PE：20E	PE：21E	PE：22E
0772.HK	阅文集团	-1.56	1.25	1.67	57.95	-37	46	35
300788.SZ	中信出版	1.42	1.67	1.94	44.00	31	26	23
601098.SH	中南传媒	0.76	0.80	0.83	10.86	14	14	13
601928.SH	凤凰传媒	0.59	0.61	0.62	7.17	12	12	12
603096.SH	新经典	2.05	2.33	2.61	49.46	24	21	19
603533.SH	掌阅科技	0.67	0.99	1.33	25.61	38	26	19

资料来源：wind，山西证券研究所（9 月 30 日收盘价单位为 CNY，阅文集团、掌阅科技采用万得一致预期）

8. 风险提示

行业竞争加剧风险；内容监管趋严；盗版对正版内容权益的侵害。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336