

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年01月22日

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：张正威 S1070518120002

☎ 0755-83554449

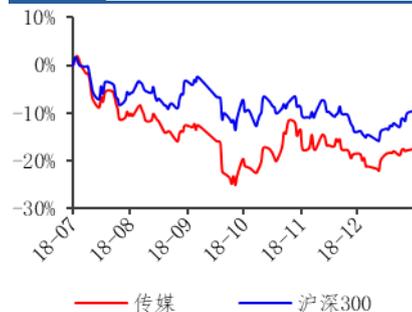
✉ zhangzhengwei@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

✉ hesilin@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<多闪：以“视频短信/随拍”为卖点，打造中国“Z世代”的 Snapchat>> 2019-01-16

<<“腾讯”研究策论：渠道轮换新王者，游戏广告为股肱>> 2019-01-10

<<云游戏：一场或由5G触发的3A游戏平民化>> 2018-12-28

## 阅文集团 (0772.HK) 18 阅读数据：进击中的微信读书，QQ 阅读/起点增长疲软

——传媒行业专题报告

核心观点

### 1、自营平台：QQ 阅读/起点用户受短视频冲击，但预装用户上升

**用户数：**根据 Questmobile，QQ 阅读月活用户从 2018 年 1 月的 3629 万上升至 7 月的峰值 4289 万，后下跌至 11 月的 3727 万，因此全年平均月活为 4003 万，同比增长 6.7%，增长相对较慢。起点 APP 月活用户 18H1 增长较快，但 18H2 几乎没有增长，处于 1016~1038 万之间，全年平均月活用户为 964 万，同比增长 51.0%。

**IOS 端充值额：**QQ 阅读 IOS 端充值额从 18H1 开始停滞，从 2018H2 开始出现明显的下滑（环比-19.8%）；而起点 IOS 端充值额也从 2018H2 开始出现小幅的下滑（环比-6.1%）。从同比数据来看，2017 年 QQ 阅读、起点 IOS 端充值额分别为 2444 万美元、1382 万美元，2018 年为 2487 万美元、1663 万美元，同比增长 1.8% 和 20.3%。

**预装用户：**从极光大数据可以发现“OPPO 书城”的月活和日活数据波动相对较大，月活在 1041~1632 万之间；而“荣耀阅读”月活用户在 510~569 万之间。

### 2、进击中的微信读书：老用户付费结构改变且留存率持续提高

**微信读书促销手段：**无限卡赠送，本质是免费提供短期会员卡；好书分享免费领，本质是向新用户提供免费的优质书籍；限时赠一得一，本质是激励老用户向新用户分享；小型促销活动，在微信读书公众号上频繁推出，如微信读书锦鲤等社会热点促销活动。

**新用户的导入效果：**整体效果一般，或受整体用户时长竞争影响。2018 年 9 月微信读书正式推出无限卡会员以来，新用户人数增长并不强劲，2018 年 9 月~11 月，月活用户分别为 811 万、770 万和 743 万。

**老用户付费结构发生根本性变化，留存率持续提升。**通过分析 2018 年 10 月初和 11 月底微信读书的内购信息，可以发现内购数量最多的项目由“3 微币礼包”变成“无限卡会员连续包月”，同时 2018 年微信读书留存率连续 3 季度攀升。

### 3、微信读书的付费潜力有多大？

**微信读书将通过“按时段付费”（连续包月会员）迅速抢占市场：**从孵化角度，按次付费，然后与内容提供者分享付费收入，能够使得优质作品获得更多的收入，从而激励内容创作者更加积极地进行创作；而按时段收费，

能够以更低的价格吸引用户进行消费，有助于平台进行付费用户扩张。

**微信读书付费潜力预测：**由于目前 QQ 阅读、起点 APP 付费率为 10%，同时电子书盗版难度远大于网络文学，因而我们预计微信读书 3 年后付费率将超越网络文学付费率的 10%。以此为基础，我们进行敏感性分析，假设微信读书 2021 年的付费为 10%、12%、14%、16%、18% 和 20%，同时假设微信读书 2018~2021 年月活用户复合增速为 20%、30%、40%、50%。在此背景下，如果付费率达 14%，用户月活复合增速达 30%，那么微信读书收入预计达 4.9 亿。

■ **风险提示：**

短视频冲击大于预期，微信读书付费用户增长不及预期。

## 目录

1. 自营平台：QQ 阅读/起点用户受短视频冲击，但预装用户上升 .....	5
1.1 QQ 阅读和起点：18H2 放缓较明显，18 全年仍有增长 .....	5
1.1.1 从用户数来看：QQ 阅读用户回落明显，起点增长有所放缓 .....	5
1.1.2 从人均用户时长来看：相比起点，QQ 阅读下降较明显 .....	5
1.1.3 IOS 端充值额：QQ 阅读/起点 18H2 下滑明显 .....	6
1.2 预装体量：阅文预装集中于 OPPO 新机和荣耀新机 .....	6
2. 进击中的微信读书：老用户付费结构改变且留存率持续提高 .....	7
2.1 新用户的导入：老用户“分享”带动新用户“认知”，“优惠”促使新用户“转化” .....	7
2.1.1 无限卡赠送：本质是免费提供短期会员卡 .....	7
2.1.2 好书分享免费领：本质是向新用户提供免费的优质书籍 .....	8
2.1.3 限时赠一得一：本质是激励老用户向新用户分享 .....	8
2.1.4 小型促销活动：带来好的口碑或自发的传播 .....	8
2.1.5 新用户的导入效果：整体效果一般，或受整体用户时长竞争 .....	9
2.2 老用户：付费结构发生根本性变化，留存率持续提升 .....	9
2.2.1 付费结构：会员付费成主要付费方式 .....	9
2.2.2 “时长激励”与“分享/互动”促进留存率提高 .....	10
3. 微信读书的付费潜力有多大？ .....	12
3.1 电子书市场空间：相比美国市场，国内电子书渗透率仍然较低 .....	12
3.2 按次付费 VS 按时段付费：微信读书将通过“按时段付费”迅速抢占市场 .....	13
3.3 微信读书付费潜力预测 .....	14
4. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1:	微信读书新用户导入情况.....	9
图 2:	微信读书付费结构发生根本性变化（左图为 10 月初，右图为 11 月底）.....	10
图 3:	微信读书中的社交.....	11
图 4:	微信读书用户留存率.....	11
图 5:	美国纸质书与电子书销量.....	12
图 6:	2015 年 8 月至今微信读书月充值金额（美元）.....	14
图 7:	2015 年 8 月至今微信读书日充值金额（美元）.....	14
表 1:	QQ 阅读 APP 和起点 APP 月活跃用户（2018.1~2018.11）（单位：万人）.....	5
表 2:	QQ 阅读 APP 和起点 APP 月人均使用时长（2018.1~2018.11）（单位：分钟）.....	5
表 3:	QQ 阅读 APP 的 IOS 端半年充值额趋势（单位：万美元）.....	6
表 4:	起点 APP 的 IOS 端半年充值额趋势（单位：万美元）.....	6
表 5:	阅文集团手机预装用户数据（单位：万人）.....	6
表 6:	微信读书“无限卡”营销流程.....	7
表 7:	微信读书“无限卡”营销效果（以 3564 个好友为例）.....	7
表 8:	微信读书“好书分享免费领”营销流程.....	8
表 9:	微信读书“限时赠一得一”营销流程.....	8
表 10:	微信读书月活跃用户（2018.1~2018.11）（单位：万人）.....	9
表 11:	2016 年掌阅电子书实际价格敏感性分析.....	12
表 12:	国内 2012~2016 年电子书市场渗透率（假设电子书均价为 3 元）.....	12
表 13:	中信出版“运营商阅读产品包”与“电子书销售”收入（单位：万元）.....	13
表 14:	微信读书 2021 年付费收入敏感性分析.....	15

# 1. 自营平台: QQ 阅读/起点用户受短视频冲击, 但预装用户上升

## 1.1 QQ 阅读和起点: 18H2 放缓较明显, 18 全年仍有增长

### 1.1.1 从用户数来看: QQ 阅读用户回落明显, 起点增长有所放缓

根据 Questmobile, QQ 阅读 APP 月活用户从 2018 年 1 月的 3629 万上升至 7 月的峰值 4289 万, 后下跌至 11 月的 3727 万, 因此全年平均月活为 4003 万, 同比增长 6.7% (17 年年均为 3752 万), 增长相对较慢。

根据 Questmobile, 起点 APP 月活用户 18H1 增长较快, 但 18H2 几乎没有增长, 处于 1016~1038 万之间, 全年平均月活用户为 964 万, 同比增长 51.0% (17 年平均为 683 万月活用户)。

表 1: QQ 阅读 APP 和起点 APP 月活跃用户 (2018.1~2018.11) (单位: 万人)

App	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11
QQ 阅读	3629	4146	4018	4027	4131	4121	4289	4112	3930	3906	3727
QoQ		14.3%	-3.1%	0.2%	2.6%	-0.2%	4.1%	-4.1%	-4.4%	-0.6%	-4.6%
起点读书	860	896	916	926	919	961	1016	1021	1033	1022	1038
QoQ		4.1%	2.3%	1.0%	-0.7%	4.5%	5.7%	0.5%	1.2%	-1.0%	1.6%

资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

### 1.1.2 从人均用户时长来看: 相比起点, QQ 阅读下降较明显

根据 Questmobile, 相比 2018 年 1 月, QQ 阅读和起点人均使用时长均有所下降, 且 QQ 阅读 APP 的下滑程度相对高于起点 APP。造成 QQ 阅读和起点人均使用时长下降的原因是互联网产品对用户时长争夺加剧, 尤其是抖音短视频、大 DAU 类游戏 (王者荣耀和刺激战场) 对用户时长的挤占。对于阅读类 APP 而言, 由于网络文学主要按千字计价, 因而与阅读时长密切相关, 人均使用时长下降意味着人均付费水平将受到一定的冲击。

表 2: QQ 阅读 APP 和起点 APP 月人均使用时长 (2018.1~2018.11) (单位: 分钟)

App	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11
QQ 阅读	623	552	588	571	591	592	627	648	559	582	542
QoQ		-11.4%	6.5%	-2.8%	3.5%	0.1%	6.0%	3.3%	-13.8%	4.1%	-6.8%
起点读书	436	394	462	441	464	433	446	457	412	417	407
QoQ		-11.4%	6.5%	-2.8%	3.5%	0.1%	6.0%	3.3%	-13.8%	4.1%	-6.8%

资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

### 1.1.3 IOS 端充值额：QQ 阅读/起点 18H2 下滑明显

根据 Appannie 数据，为了更好地了解未来的增长趋势，我们采用环比数据：QQ 阅读 IOS 端充值额从 2018H1 开始停滞，从 2018H2 开始出现明显的下滑（环比-19.8%）；而起点 IOS 端充值额也从 2018H2 开始出现小幅的下滑（环比-6.1%）。

从同比数据来看，2017 年 QQ 阅读、起点 IOS 端充值额分别为 2444 万美元、1382 万美元，2018 年为 2487 万美元、1663 万美元，同比增长 1.8%和 20.3%。

表 3: QQ 阅读 APP 的 IOS 端半年充值额趋势（单位：万美元）

时期	13H1	13H2	14H1	14H2	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2
充值额	3	5	8	38	162	275	353	659	1,062	1,383	1,380	1,107
QoQ	553.8%	34.4%	67.0%	406.2%	321.7%	69.8%	28.2%	86.8%	61.1%	30.2%	-0.2%	-19.8%

资料来源: Appannie, 长城证券研究所

表 4: 起点 APP 的 IOS 端半年充值额趋势（单位：万美元）

时期	13H1	13H2	14H1	14H2	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2
充值额		11	28	40	68	99	159	365	662	720	857	805
QoQ			151.0%	44.4%	69.4%	45.9%	61.6%	128.7%	81.5%	8.7%	19.1%	-6.1%

资料来源: Appannie, 长城证券研究所

## 1.2 预装体量：阅文预装集中于 OPPO 新机和荣耀新机

从极光大数据可以发现“OPPO 书城”的月活和日活数据波动相对较大，月活在 1041~1632 万之间；而“荣耀阅读”月活用户在 510 万~569 万之间。通过极光大数据对阅文预装的监控，主要是 OPPO 手机预装的“OPPO 书城”和荣耀手机的“荣耀阅读”2 个 APP 进行监控，我们可以大概预期其月活和日活体量。但是由于极光大数据为 2018 年下半年开始对预装数据进行监控，因而其拟合效果将有待进一步提高，如“OPPO 书城”2018 年 9 月与 10 月数据相差较大。

表 5: 阅文集团手机预装用户数据（单位：万人）

日期	OPPO 书城		荣耀阅读	
	MAU	DAU	MAU	DAU
201811		210		91
201810	1,041	205	568	87
201809	1,632	306	510	91
201808		276		95

资料来源: 极光大数据, 长城证券研究所

注: 由于极光大数据于 2018 年下半年推出该数据, 因而拟合效果有待商榷

## 2. 进击中的微信读书：老用户付费结构改变且留存率持续提高

### 2.1 新用户的导入：老用户“分享”带动新用户“认知”，“优惠”促使新用户“转化”

#### 2.1.1 无限卡赠送：本质是免费提供短期会员卡

无限阅读卡是微信读书于2018年8月推出的体验活动，是指用无限卡可以随意看任何书籍，不需要另行付费，对于每周长时间阅读的爱好者来讲，是一个不错的读书福利。

微信读书赠送无限卡营销流程：1) 活动前期，登陆APP免费用户3天或7天时间的阅读无限体验卡，通过补贴让新用户接触到产品的体验，形成依赖性。2) 活动后期，当体验期一旦结束，原养成可以免费看任何书籍不需要充值与购买的习惯之后，就会产生购买冲动。同时平台策划了一场适合新老用户参与的组队抽奖活动。组队人数达到5人即可参与抽奖，中奖后每位成员都将获得奖品，奖品是3天、7天、15天、30天、365天以及终身无限卡会员。这种抽取的方式跟拼团方式类似，通过邀请4位好友帮用户开局抽取，邀请链接渠道定向了微信端的朋友圈或微信群。

表 6: 微信读书“无限卡”营销流程

项目	具体信息
触达	老用户从微信读书发现页看到“组队抽奖无限卡”活动→分享到微信，邀请好友
认知	新/老用户从分享链接页面中产生兴趣后参与组队
转化	组队完成后抽奖，等待开奖，根据中奖结果领取相应的奖品

资料来源：微信读书，长城证券研究所

从朋友圈里转发链接的人数来看，此次活动效果很好，在活动以前很少有人分享微信读书的链接，而无限卡活动推出以来，以某微信号为例，其拥有3564个好友，在一个多月（2018.10.06-2018.11.21）之内就有43个微信读书的无限卡抽奖分享链接。这就达到了老用户对新用户的触达，新用户出于好奇心点进朋友圈的链接，从而加入好友的拼团或者获得相应优惠，使得新用户下载应用，达到转化。

表 7: 微信读书“无限卡”营销效果（以3564个好友为例）

项目	分享总次数	占比	分享大于一次的人数
微信读书无限卡抽奖	43	1.21%	7
使用微信读书的**天	3	0.08%	0
送你无限畅读卡	24	0.67%	3

资料来源：草根调研，长城证券研究所

## 2.1.2 好书分享免费领：本质是向新用户提供免费的高质量书籍

“好书分享免费领”是老用户向新用户分享优质书籍，进而通过免费的高质量书籍吸引新用户加入到微信读书中。平台综合热门书籍、好评书籍（评分高低）、最新书籍（新上架）以及用户阅读历史等众多影响因素，向用户推荐他可能感兴趣的书籍。并设定【分享免费领】规则吸引用户主动分享，在用户选定喜欢的书籍并分享后，即可免费领取并永久获得相应书籍。每周二、周五更新一期，一期共有6本书籍待分享，每期最多领取一本。

表 8: 微信读书“好书分享免费领”营销流程

项目	详细信息
触达	老用户从每期的免费书籍中选择一本自己喜欢且好友也可能喜欢的书籍分享给好友
认知	好友看到被分享的书籍及微信读书
转化	新用户点击【去微信读书免费领取书籍】直接下载并打开微信读书，领取书籍，此时新老用户均可免费领取，并永久获得该书籍。

资料来源：微信读书，长城证券研究所

## 2.1.3 限时赠一得一：本质是激励老用户向新用户分享

“限时赠一得一”是微信读书希望通过“得一”来促进老用户向新用户分享“赠一”。首先平台综合多维度的影响因素，猜测出用户可能感兴趣的书籍，为之推荐，同时激励用户，在限定时间内赠出，有机会免费获取书籍。此次赠送免费，且书籍被领取后，分享者将免费获得此书，好友最多可通过此路径领取2本书。

表 9: 微信读书“限时赠一得一”营销流程

项目	详细信息
触达	老用户选择自己喜欢的书，点击“获取”，打开新的页面，展示待赠书籍信息，以及书籍自带编辑好的赠言，老用户点击“赠送给好友”，即可定向的分享给好友
认知	新用户通过链接，了解到好友赠送的书籍信息，若要领取，需先注册/登录
转化	当新用户完成注册/登录后，即可成功领取书籍，与此同时，双方均免费获得此书。

资料来源：微信读书，长城证券研究所

## 2.1.4 小型促销活动：带来好的口碑或自发的传播

小型促销活动在微信读书公众号上频繁推出：1)、微信读书锦鲤等社会热点促销活动，关注微信读书公众号回复关键词“锦鲤口令”获取抽奖助手小程序参与口令参与抽奖，奖品包括价值228元的微信读书无限卡会员年卡和价值895元的超值畅销实体书大礼包。2)、微信读书公众号平台日常性送福利促销活动，公众号文章评论留言获赞前5名赠送畅销书实体书，公众号留言分享书本金句获赞前三位赠送实体书，购买19元的微信读书无限月卡，享受任意畅读指定的价值数百元的畅销书作品集的福利。这些小型的促销活动可以一定程度上促进用户的活跃度，让老用户转发/传播从而达到对新用户的触达和导入。

## 2.1.5 新用户的导入效果：整体效果一般，或受整体用户时长竞争

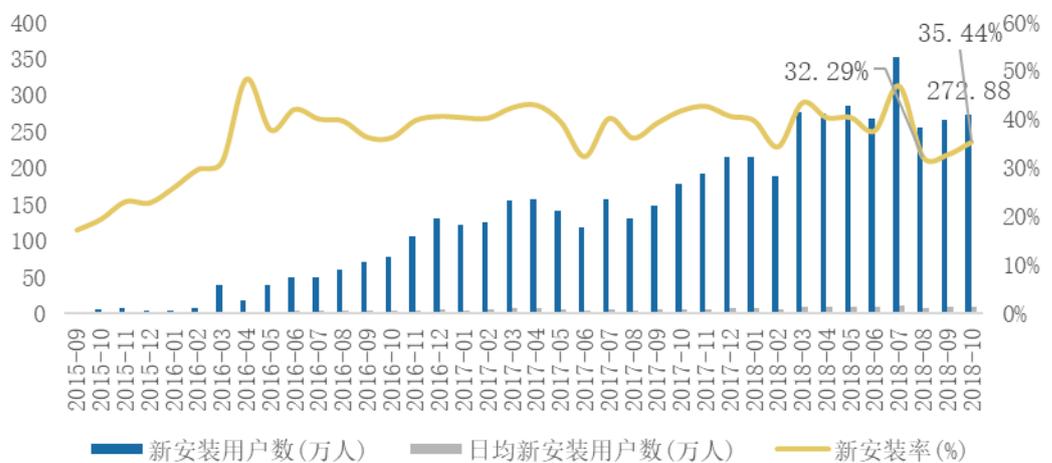
2018年9月微信读书正式推出无限卡会员以来，新用户人数增长并不强劲，2018年9月~2018年11月，月活用户分别为811万、770万和743万，这在一定程度上也受到互联网时长争夺的影响。但是无限卡会员推出以来新安装率确实有所反弹，从2018年9月的32.29%反弹至35.44%。

表 10: 微信读书月活跃用户 (2018.1~2018.11) (单位: 万人)

App	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11
微信读书	540	548	637	678	704	710	749	793	811	770	743

资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

图 1: 微信读书新用户导入情况



资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

## 2.2 老用户：付费结构发生根本性变化，留存率持续提升

### 2.2.1 付费结构：会员付费成主要付费方式

通过分析2018年10月初和11月底微信读书的内购信息，可以发现内购数量最多的项目由“3微币礼包”变成“无限卡会员连续包月”。

图 2: 微信读书付费结构发生根本性变化 (左图为 10 月初, 右图为 11 月底)

类别	图书	类别	图书
兼容性	可在此 iPhone 上使用	兼容性	可在此 iPhone 上使用
语言	简体中文	语言	简体中文
年龄分级	12+	年龄分级	17+
App 内购买项目		App 内购买项目	
3微币礼包	¥3.00	无限卡会员连续包月	¥19.00
6微币礼包	¥6.00	3微币礼包	¥3.00
12微币礼包	¥12.00	6微币礼包	¥6.00
30微币礼包	¥30.00	12微币礼包	¥12.00
无限卡会员连续包月	¥19.00	30微币礼包	¥30.00
50微币礼包	¥50.00	50微币礼包	¥50.00
98微币礼包	¥98.00	98微币礼包	¥98.00
无限卡会员包月	¥30.00	无限卡会员包月	¥30.00
无限卡会员包季	¥60.00	无限卡会员包季	¥60.00
无限卡会员包年	¥228.00	18微币礼包	¥18.00

资料来源: 苹果商店, 长城证券研究所

## 2.2.2 “时长激励”与“分享/互动”促进留存率提高

### 2.2.2.1 阅读时长激励制度: 以“优惠”激励用户阅读

在提高用户留存方面, 微信读书做得很出色的一点就是书币兑换机制: 只要阅读 30 分钟就可兑换 1 个书币, “阅读——换币——买书”, 形成了很好的正向循环, 每周最多可兑换 10 书币。让用户在阅读的过程中除了获取知识外, 还可以获取书币奖励, 大大提高了用户的阅读动力。同时, 对这个书币设置了局限性——不能提现, 但可与真实金钱一样在书城购买书籍, 有利于促使用户持续购买书籍, 再次阅读, 提高用户留存。

### 2.2.2.2 “分享/互动”等社交活动提高留存率

#### 1) 建立用户成长体系

**显示已读书籍、阅读时长和好友阅读排行:** 通过显示已读书籍和阅读时长给予用户升级的成就感; 而突出好友阅读排行, 可激发用户与好友间的攀比心理。

#### 2) 熟人社交与陌生人社交

**分享:** 老用户通过微信自有渠道微信好友、朋友圈分享给好友。

**发现页面:** 微信读书会根据微信好友同步阅读人数及全网的阅读人数向你推荐书籍。当显示自己多少好友在阅读时, 会在一定程度上吸引本人进行阅读。

**书架阅读页面:** 在阅读页面的右上角小人头按钮, 会显示此本书目前正在读的人数, 阅读进度及笔记数量。

**书架隐藏社交:** 页面中引人深思的语句, 总能促进评论与互动。

图 3: 微信读书中的社交

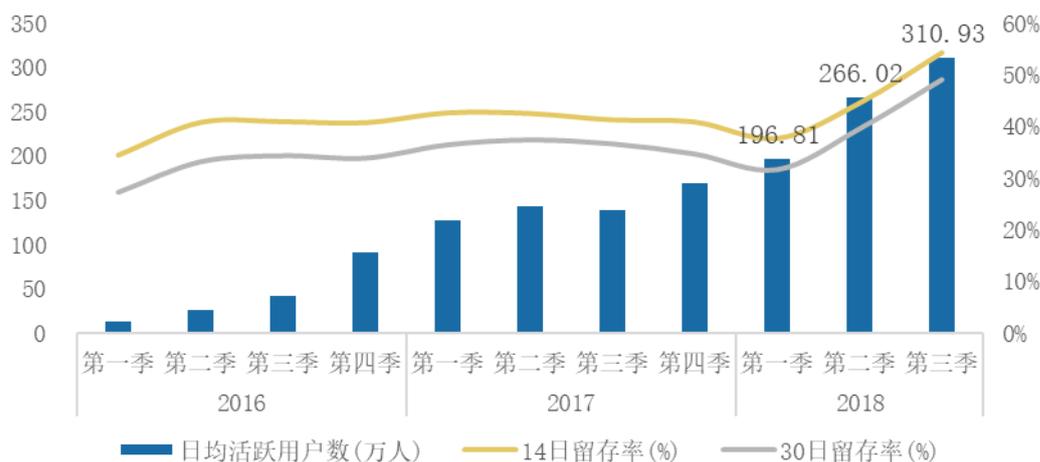


资料来源: 微信读书, 长城证券研究所

### 2.2.2.3 2018 年微信读书留存率连续 3 季度攀升

从数据来看, 2018Q1~Q3 微信读书人均使用时长和 14 日、30 日留存率均有所提升, 14 日留存率达到 55%左右, 30 日留存率达到 50%左右; 而 2018 年 10 月, 14 日留存率达 60.55%。

图 4: 微信读书用户留存率



资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

### 3. 微信读书的付费潜力有多大？

#### 3.1 电子书市场空间：相比美国市场，国内电子书渗透率仍然较低

根据 2016 年掌阅电子书消费情况，人均消费 50.3 元，人均购买原创作品 275 章节，8.3 本书。假设原创作品每章的字数为 2000、2200、2400、2600、2800、3000 字，千字价格分别为 0.01 元、0.02 元、0.03 元、0.04 元、0.05 元。根据敏感性分析，掌阅电子书实际价格为 1.09~5.40 元/本，由于每章的字数均值为 2.5 千字，同时大多数网文章节为 5 分钱/千字，其余部分为 0.01/千字，因此网络文学每章 2.4 千字、0.04 元/千字的情况可能与实际情况接近，因而预计电子书单册价格在 3 元左右，这一参数用于下文电子书市场空间测算。

表 11: 2016 年掌阅电子书实际价格敏感性分析

电子书单册页数(页)	每千字价格/元				
	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
2000	5.40	4.73	4.07	3.41	2.75
2200	5.33	4.60	3.87	3.14	2.42
2400	5.27	4.47	3.67	2.88	2.08
2600	5.20	4.34	3.48	2.61	1.75
2800	5.13	4.20	3.28	2.35	1.42
3000	5.07	4.07	3.08	2.08	1.09
人均购买网络文学(章)	275				
人均购买电子书(本)	8.30				
人均支出(元)	50.30				

资料来源：掌阅 APP、掌阅招股书等、长城证券研究所

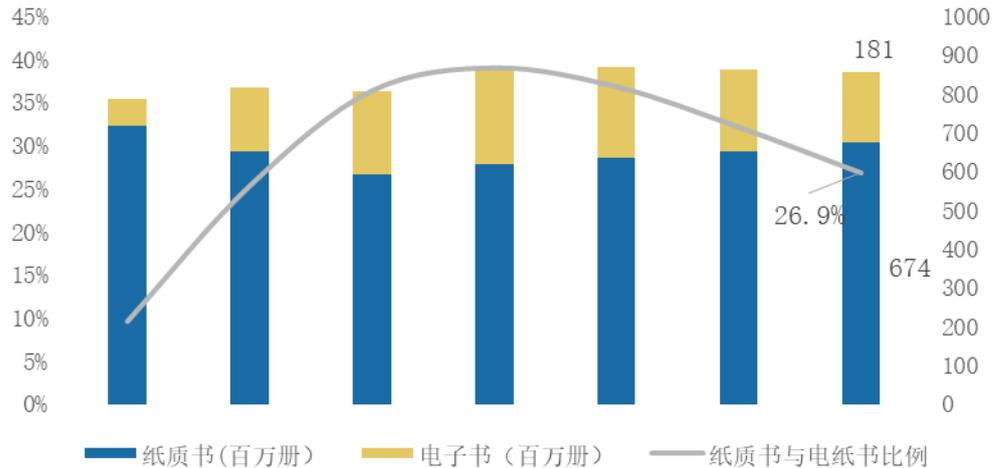
电子书市场渗透率：国内 2012~2016 年电子书市场渗透率一直在上涨，但仍处于较低的水平，2016 年该数字才仅为 2.8%；而美国 2016 年电子书渗透率虽有所下降，但仍高达 27%，中国出版图书向电子书转化空间巨大。电子书市场渗透率=电子书销售册数/图书销售册数，在此我们选取的是电子书和图书市销售数量，而非市场规模，主要是考虑电子书和图书价格差异较大，两者价格比各个国家差别也较大，通过销售量计算电子书市场渗透率再进行国内外对比更合理。

表 12: 国内 2012~2016 年电子书市场渗透率（假设电子书均价为 3 元）

年份	2012	2013	2014	2015	2016
电子书市场规模(亿元)	0.1	3.3	3.7	4.9	5.7
电子书均价(元)	3	3	3	3	3
电子书销售量(亿册)	0.0	1.1	1.2	1.6	1.9
图书销售数量(亿册)	61.5	63.4	63.9	63.7	67.1
电子书市场渗透率	0.1%	1.7%	1.9%	2.6%	2.8%

资料来源：中国新闻出版研究院、长城证券研究所

图 5: 美国纸质书与电子书销量



资料来源：中国经济网，长城证券研究所

### 3.2 按次付费 VS 按时段付费：微信读书将通过“按时段付费”迅速抢占市场

对于孵化平台（主要是网络文学），其将更倾向于按次付费，对于纯渠道（微信读书、咪咕阅读），包月付费或能加速其获取用户。按次付费，主要是按章节/本收费，这也是目前网络文学的主流付费模式；按时段收费主要是包月、包季度和包年用户，从而获得会员权益，这些权益包括特定内容免费阅读、部分内容折扣价购买，这是目前电子书重要的付费模式。从孵化角度，按次付费，然后与内容提供者分享付费收入，能够使得优质作品获得更多的收入，从而激励内容创作者更加积极的进行创作；而按时段收费，能够以更低的价格吸引用户进行消费，进行快速扩张，从而在达到一定规模后其收益将超过按次付费收益。

根据中信出版招股书，其2015年“运营商阅读产品包”收入体量相对大于“电子书销售”（这里指单本销售），但随着数字阅读平台（主打按次付费，以掌阅为代表）的崛起促使电子书单本消费增长较快。然而主打按时段付费的微信读书快速增长后，预计未来其将通过低廉的价格进一步抢占用户，带动行业中按时段付费收入（包月、包季或包年）占比提高。以中信出版为例，其与中国电信、中国移动、中国联通三大电信运营商进行合作，通过产品包月的形式，为充值用户提供一站式电子书阅读服务；与移动运营商根据包月产品类型不同，按照约定的比例进行收益分成。

表 13：中信出版“运营商阅读产品包”与“电子书销售”收入（单位：万元）

项目	2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	金额	占总收入	金额	占总收入	金额	占总收入
运营商阅读产品包	2,480	1.99%	1,839	1.95%	2,291	3.31%
电子书销售	2,980	2.39%	2,164	2.30%	1,389	2.01%

资料来源：中信出版招股说明书，长城证券研究所

### 3.3 微信读书付费潜力预测

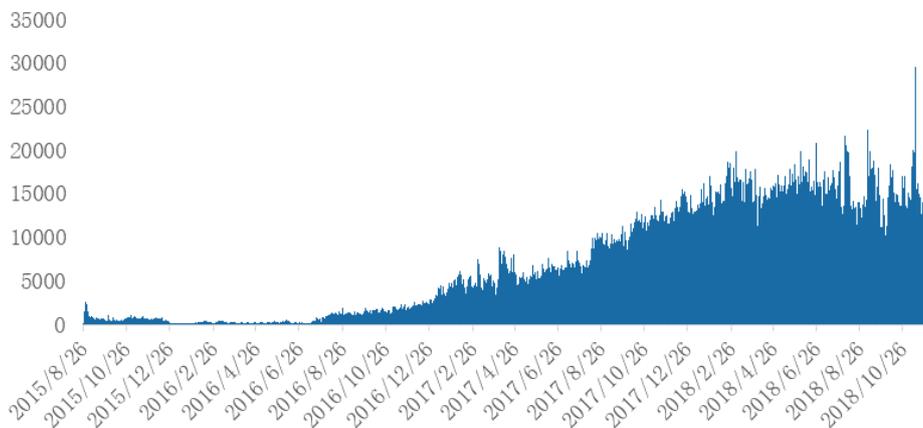
从微信读书月充值数据可以明显看出从微信读书推出以来，月充值金额明显上升，从 2015 年 8 月的 10219 美元上升至 2018 年 11 月的 464973 美元。由于微信读书的营销策略的效果提高了用户的付费意愿，从 2018 年 5 月以来充值数据虽然保持平稳，但是其结构已经发生根本性变化，会员付费已成主力（19 元连续会员）。

图 6: 2015 年 8 月至今微信读书月充值金额（美元）



资料来源: Appannie, 长城证券研究所

图 7: 2015 年 8 月至今微信读书日充值金额（美元）



资料来源: Appannie, 长城证券研究所

在电子书领域，我们将微信读书与掌阅进行对比，从微信读书和掌阅科技的用户结构来看，我们认为微信读书的用户质量相对于掌阅的预装用户付费能力更强，且对电子书的需求相对更广。根据 Questmobile，掌阅科技 2018 年平均月活为 6,408 万，而微信读书 2018 年平均月活为 699 万。根据我们的敏感性分析，在 2016 年单本电子书为 3 元的情况下，预计掌阅电子书付费占数字阅读的 50% 左右，因而其电子书月活用户或也接近 3200 万。

**微信读书 2021 年付费收入敏感性分析：**由于目前 QQ 阅读、起点 APP 付费率为 10%，由于电子书盗版难度远大于网络文学，因而我们预计微信读书 3 年后付费率将超越网络文学付费率的 10%。假设微信读书 2021 年的付费为 10%、12%、14%、16%、18% 和 20%，同时假设微信读书 2018~2021 年月活用户复合增速为 20%、30%、40%、50%，进而得到

微信读书的付费收入敏感性。在此背景下,如果付费率达 14%,用户月活复合增速达 30%,那么微信读书收入预计达 4.9 亿。

**表 14: 微信读书 2021 年付费收入敏感性分析**

3 年复合增速		20%	30%	40%	50%
付费率	2021 年月活用户	1,208	1,536	1,918	2,359
	10%	2.75	3.50	4.37	5.38
	12%	3.30	4.20	5.25	6.45
	14%	3.86	4.90	6.12	7.53
	16%	4.41	5.60	7.00	8.61
	18%	4.96	6.30	7.87	9.68
	20%	5.51	7.00	8.75	10.76

资料来源: 长城证券研究所

## 4. 风险提示

短视频冲击大于预期, 微信读书付费用户增长不及预期。

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

