



东兴证券
DONGXING SECURITIES

掌阅科技 (603533): 版权业务前景 明朗, 平台商业化价值持续提升

2020年04月12日

推荐/首次

掌阅科技

公司报告

报告摘要:

事件: 掌阅科技发布 2019 年年报: 2019 年, 公司实现营收 18.82 亿元 (-1.09%), 归母净利 1.61 亿元 (+15.57%), 扣非归母净利 1.40 亿元 (+9.26%)。2019 年第四季度, 公司实现营收 4.96 亿元 (+2.40%), 归母净利润 0.53 亿元 (+116.40%), 扣非归母净利润 0.52 亿元 (+140.77%)。

优质内容储备丰富, 版权业务前景明朗。 免费小说平台发展迅速但缺少内容来源。公司凭借丰富优质的版权储备, 公司 2019 年开始加大向免费阅读平台分发数字内容, 助力了版权业务营收大幅增长。同时, 掌阅已与战略投资者百度签署了每年保底 1 亿元、共计 3 年的数字内容采买协议, 预计今后将进一步增加对接的第三方平台数量, 将更多的优质内容通过第三方平台向市场分发, 版权业务前景明朗。

盈利模式多元化, 平台商业化价值持续提升。 免费阅读模式是付费阅读模式的补充, 提高了数字阅读行业规模的天花板, 据 QuestMobile 测算, 2019 年免费阅读市场的广告营收规模或达到 31 亿元, 数字阅读平台商业化变现空间广阔。2019 年公司进入免费阅读领域, 旗下免费阅读 APP“得间小说”活跃用户数不断增长, 2019 年营收 8510 万元。引入战略投资者百度后, 公司有望在流量+广告资源等方面和其进行深入合作, 不断提升流量运营质量。经过 2 个季度的上升, 2019 年 Q4 毛利率稳定在 40% 水平, 或为公司付费和免费模式的融合运营策略取得初步成果、商业化变现探索走上快车道的重要拐点。

盈利预测与评级: 我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 2.57 亿元, 3.47 亿元和 4.36 亿元, EPS 分别为 0.64 元, 0.87 元以及 1.09 元 (暂不考虑定增), 对应现有股价 PE 分别为 36X, 27X 和 21X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 1、付费阅读与免费阅读模式融合发展不及预期; 2、与百度战略合作不及预期; 3、对手机厂商预装依赖加深。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,903.15	1,882.35	2,270.43	2,678.30	3,126.89
增长率 (%)	14.17%	-1.09%	20.62%	17.96%	16.75%
归母净利润 (百万)	139.32	161.00	256.92	347.09	436.07
增长率 (%)	12.62%	15.57%	59.57%	35.10%	25.63%
净资产收益率 (%)	12.52%	12.98%	18.76%	22.49%	24.76%
每股收益 (元)	0.35	0.40	0.64	0.87	1.09
PE	66.69	58.35	36.43	26.97	21.46
PB	8.41	7.54	6.84	6.07	5.31

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司专注于数字阅读, 是我国领先的移动阅读分发平台。公司主营业务为互联网数字阅读服务及增值服务业务, 以出版社、版权机构、文学网站、作家为正版图书数字内容来源, 对数字图书内容进行编辑制作和聚合管理, 面向互联网发行数字阅读产品 (包括漫画、有声内容等), 同时从事网络原创文学版权运营, 电子书阅读器硬件产品研发及销售, 基于自有互联网平台的流量增值服务。

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.01-26.30
总市值 (亿元)	93.59
流通市值 (亿元)	38.08
总股本/流通 A 股 (亿股)	4.01/1.63
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	/

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518080001

研究助理: 辛迪

010-66554067

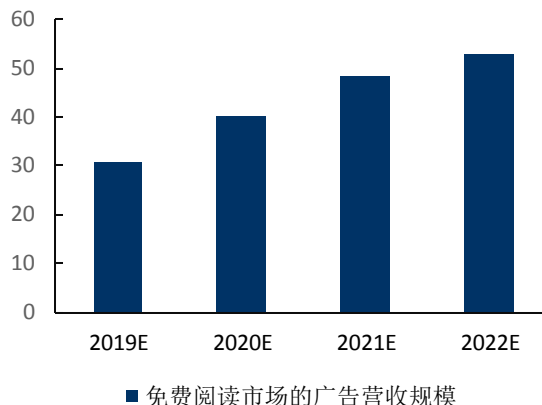
掌阅科技发布 2019 年年报：2019 年，公司实现营收 18.82 亿元(-1.09%)，归母净利 1.61 亿元(+15.57%)，扣非归母净利 1.40 亿元 (+9.26%)。2019 年第四季度，公司实现营收 4.96 亿元 (+2.40%)，归母净利 0.53 亿元 (+116.40%)，扣非归母净利润 0.52 亿元 (+140.77%)。

盈利模式多元化，平台商业化价值持续提升

庞大的用户数量是公司商业化变现的重要基础。掌阅 APP 累计注册用户数超 6 亿，在移动阅读类 APP 中稳居第一，2019 年公司月度平均活跃用户超过 1.4 亿，公司平台庞大的用户和流量规模是发展商业化变现的坚实基础。

进入免费阅读领域，平台商业化价值持续提升。免费阅读模式是付费阅读模式的补充，提高了数字阅读行业规模的天花板，据 QuestMobile 测算，2019 年免费阅读市场的广告营收规模或达到 31 亿元，数字阅读平台商业化变现空间广阔。2019 年公司进入免费阅读领域，旗下免费阅读 APP “得间小说”活跃用户数不断增长，2019 年营收 8510 万元。引入战略投资者百度后，公司有望在流量+广告资源等方面和其进行深入合作，不断提升流量运营质量。经过 2 个季度的上升，2019 年 Q4 毛利率稳定在 40% 水平，或为公司付费和免费模式的融合运营策略取得初步成果、商业化变现探索走上快车道的重要拐点。

图 1：掌阅科技 2014-2019 年月平均活跃用户数（亿人） 图 2：免费阅读市场规模预测



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

优质内容储备丰富，版权业务前景明朗

优质内容沉淀为公司核心竞争力。公司是国内最早布局正版付费阅读的数字阅读龙头，积累了大量优质的正版数字阅读内容资源。第一，截至 2019 年底，掌阅科技拥有数字内容 50 余万册，类型覆盖图书、杂志、漫画、听书等品类，并对优质重磅书始终保持较高的覆盖比例；2019 年公司持续进行内容体系建设，引进了《平凡的世界》、《伊豆的舞女》、《希腊史纲》等数万部优质数字图书内容。第二，公司通过签约头部作家+文学大赛培育优质作者的方式，保持对原创文学的投入力度，旗下作家数量处于行业前列。第三，2018 年，公司成立掌阅漫画，同时不断引进优秀漫画内容，并发力有声书领域，建立了丰富的内容储备，为用户提供了更多阅读选择。

公司版权业务前景明朗。免费小说平台发展迅速但缺少内容来源。公司凭借丰富优质的版权储备，公司 2019 年开始加大向免费阅读平台分发数字内容，助力了版权业务营收大幅增长。同时，掌阅已与战略投资者百度签署了每年保底 1 亿元、共计 3 年的数字内容采买协议，预计今后将进一步增加对接的第三

方平台数量, 将更多的优质内容通过第三方平台向市场分发, 版权业务前景明朗。

表 1: 2019 年掌阅科技数字内容体系建设情况

领域	具体举措
数字图书	引进了《平凡的世界》、《伊豆的舞女》、《希腊史纲》等数万部优质数字图书内容 独家签约了“茅盾文学奖”得主忠实作品《日子》电子版, 以及多位“鲁迅文学奖”得主作品, 包括王十月作品《荒野》、石舒清作品《三岔河》等丰富了优质内容储备
数字漫画	引进了包括《斗罗大陆 2: 绝世唐门》、《风起苍岚》等在内的大量漫画内容
有声书	引进了包括《显微镜下的大明》、《凯叔讲历史》等在内的海量优质有声内容 公司已凭借自有的丰富版权资源, 自制上千部有声作品

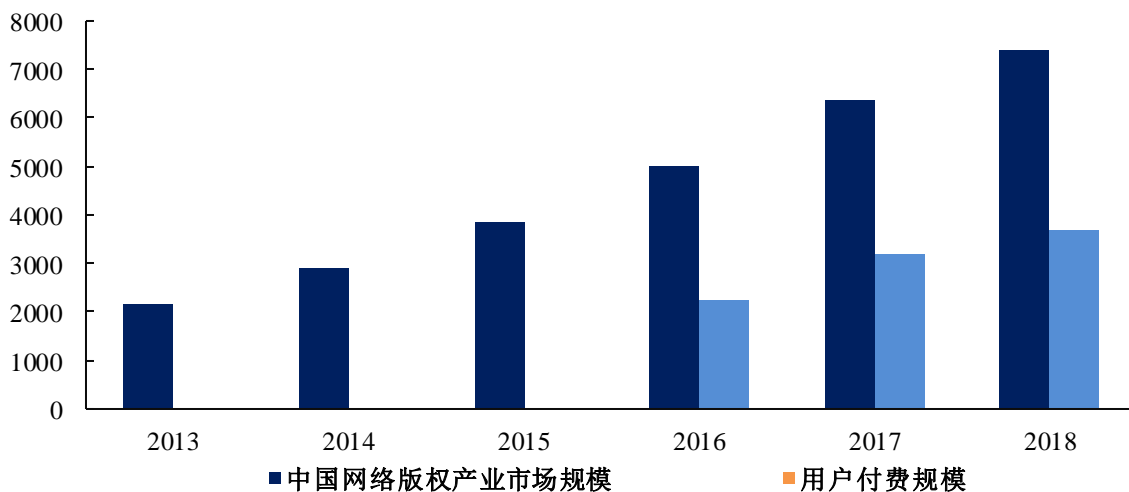
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

付费阅读业务预计保持稳定, 有声书业务步入正轨

用户付费消费内容成为不可逆趋势, 传统出版产业积极向互联网转型。2018 年国内网络版权产业规模 7423 亿元, 其中用户付费占比近半, 规模达到 3686 亿元, 用户付费消费内容成为不可逆趋势。2018 年网络文学用户达到 4.32 亿, 但对比之下数字阅读市场规模仅为 154 亿元, 主要源于国内网络文学用户付费率偏低。目前数字阅读两大巨头阅文集团好掌阅科技旗下活跃用户付费率均不足 10%, 提升空间广阔。传统出版机构加速数字化转型, 但大部分出版社由于不具备自建线上内容整合分发平台的技术和资本, 倾向于选择投入产出比更高的平台合作方式。

公司付费阅读业务预计保持稳定。长期来看, 公司付费阅读业务仍将受益于互联网付费环境的持续提升和传统出版企业加速数字化转型的双重利好, 保持稳定增长。

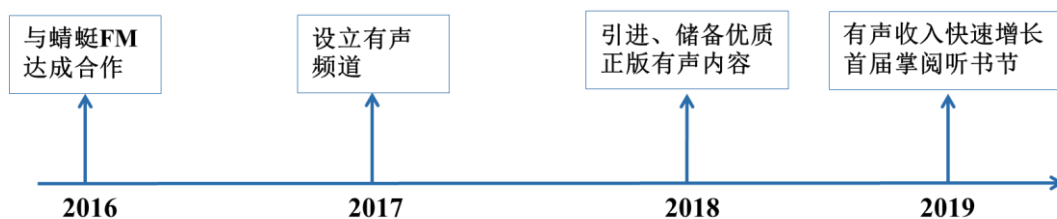
图 3: 国内网络版权产业市场规模 (亿元)



资料来源: 国家版权局网络版权产业研究基地, 东兴证券研究所

国内听书市场快速崛起, 公司有声书业务步入正轨。2018 年中国有声书市场规模达 46.3 亿元, 年均复合增长率为 36.4%, 2019 年市场规模有望增至 63.6 亿。掌阅科技切入有声书领域具有用户规模和版权优势。目前, 公司有声书业务孵化成型: 2019 年 10 月首届掌阅听书节期间, 超过 620 万用户在掌阅 APP 上选择听书阅读, 公司有声书业务板块逐步走上正轨, 将享受有声书行业快速发展的红利。

图 4：掌阅科技有声书业务发展历程



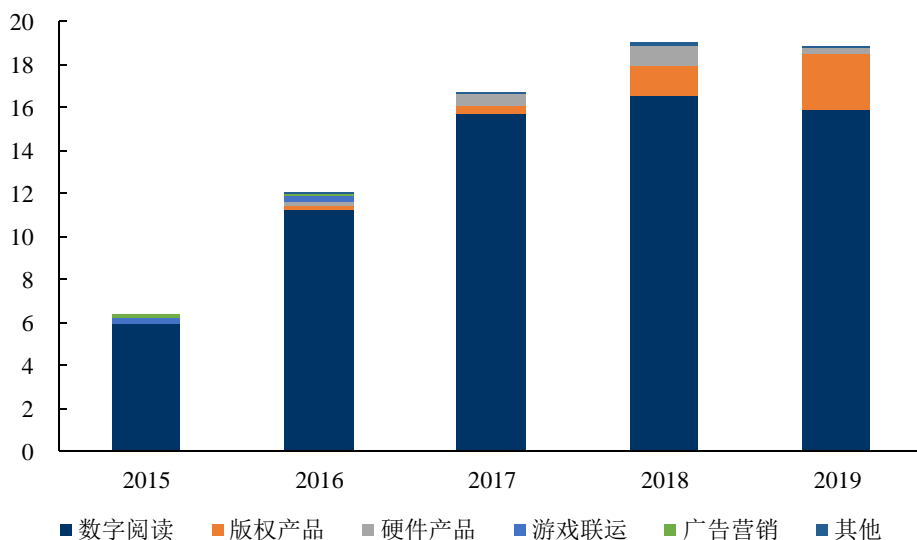
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

版权业务与商业化探索助推毛利率大幅提升

剔除硬件业务公司收入同比录得正增长。公司共有数字阅读产品、版权产品、硬件及其他四项业务，2019年上半年公司剥离了硬件业务，致使硬件产品收入由2018年的8832万元下降至2648万元，同比减少70%。若剔除硬件业务的影响，2019年公司收入同比录得正增长。

公司版权业务营收大幅增长。分业务来看，公司2019年数字阅读产品收入为15.84亿元，同比减少5.55%，但占比84%，仍为公司核心业务；版权业务收入为2.62亿元，同比增91.17%，公司积累沉淀大量优质内容，通过向第三方平台内容授权、出售IP衍生价值等形式，实现了版权产品业务收入高速增长。此外，公司拓展了和行业用户的合作，投资了影视、新媒体阅读等业务，并进一步培育精品阅读、K12教育（阅读相关）等潜力业务。

图 5：掌阅科技 2015-2019 年主营收入构成（单位：亿元）

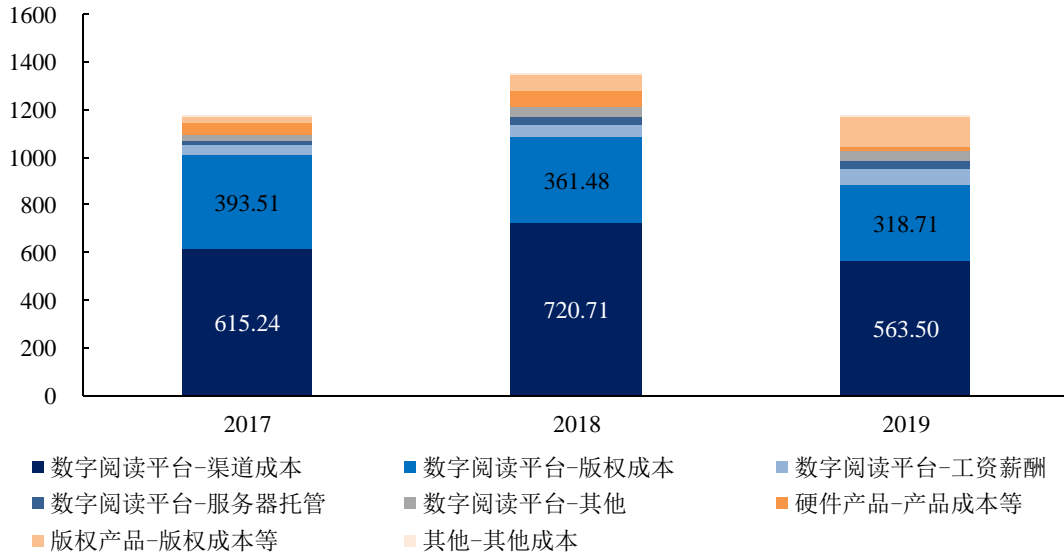


资料来源：公司年报、招股书，东兴证券研究所

付费和免费模式融合初见成效，数字阅读业务毛利率提升显著。2019年，公司渠道成本大幅下行，公司的渠道成本主要是华为、VIVO、OPPO等手机的应用预装及用户付费分成成本。2019年公司大力发展免费业务，商业化变现模式下向硬件渠道支付的分成在减少；同时，我们认为公司目前积累了较为庞大的用户数量，用户粘性逐步增强下，公司对应用预装渠道获客的依赖在减小。公司数字阅读业务的版

权成本进一步下行至 3.19 亿元, 内容成本不断优化。2019 年公司加大商业化增值业务探索、付费和免费模式融合初见成效, Q2 起毛利率水平显著上升, 全年毛利率综合上行 8.1pcts。

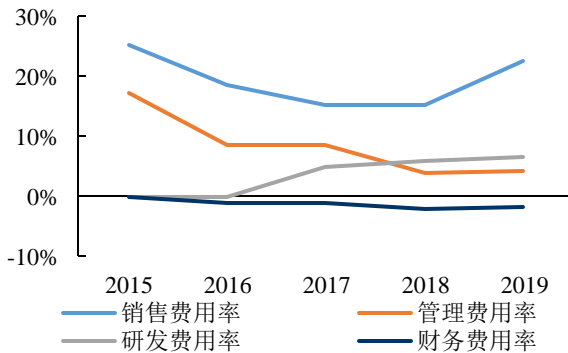
图 6: 掌阅科技 2017-2019 年营业成本构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报、招股书, 东兴证券研究所

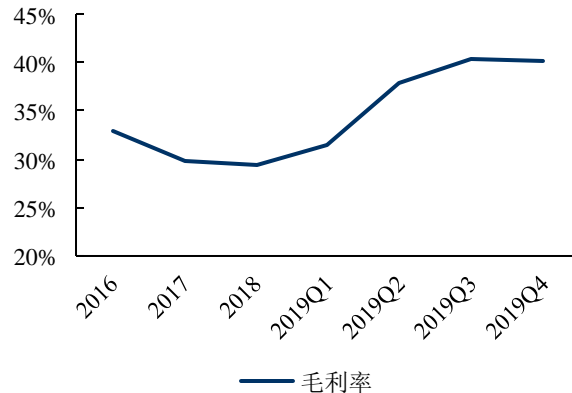
加大免费阅读业务推广力度致销售费用增长, 其他费用项保持稳定。2019 年公司销售费用为 4.23 亿元, 同比增长 47.03%, 主因公司在 2 季度推出免费小说阅读 APP “得间小说”, 加大了用户投放力度。

图 7: 掌阅科技 2015-2019 年费用率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 8: 掌阅科技 2016-2019 年毛利率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

盈利预测与评级:

展望未来, 依托大量优质的数字内容储备, 公司版权业务前景明朗; 同时, 依托自身用户规模优势及百度的资源, 公司商业化变现有望加速步入快车道。

我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 2.57 亿元, 3.47 亿元和 4.36 亿元, EPS 分别为 0.64 元, 0.87 元以及 1.09 元 (暂不考虑定增), 对应现有股价 PE 分别为 36X, 27X 和 21X, 首次覆盖, 给

予“推荐”评级。

风险提示：1、付费阅读与免费阅读模式融合发展不及预期；2、与百度战略合作不及预期；3、对手机厂商预装依赖加深。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1372	1538	1738	2000	2316	营业收入	1903	1882	2270	2678	3127
货币资金	1032	1199	1249	1370	1531	营业成本	1342	1175	1376	1571	1791
应收账款	223	283	373	440	514	营业税金及附加	5	6	5	5	5
其他应收款	5	4	5	6	7	营业费用	288	423	486	559	643
预付款项	55	41	68	100	135	管理费用	76	76	88	101	116
存货	48	0	0	0	0	财务费用	-41	-34	-37	-39	-44
其他流动资产	9	4	43	84	129	研发费用	113	120	144	173	207
非流动资产合计	220	374	402	426	454	资产减值损失	1.20	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	123	220	240	260	280	公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	36	34	43	47	46	投资净收益	12.45	37.67	47.67	57.67	57.67
无形资产	37	48	41	35	30	加: 其他收益	6.89	12.46	12.46	12.46	12.46
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	138	164	268	379	478
资产总计	1591	1912	2140	2426	2770	营业外收入	5.79	1.39	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	474	655	760	867	984	营业外支出	0.80	0.47	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	143	164	268	379	478
应付账款	230	289	334	381	435	所得税	7	18	19	27	33
预收款项	11	27	41	60	81	净利润	136	147	249	352	445
一年内到期的非流动负	0	0	0	0	0	少数股东损益	-3	-14	-8	5	9
非流动负债合计	0	2	5	5	5	归属母公司净利润	139	161	257	347	436
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	474	657	765	871	989	成长能力					
少数股东权益	4	14	6	11	20	营业收入增长	14.17%	-1.09%	20.62%	17.96%	16.75%
实收资本 (或股本)	401	401	401	401	401	营业利润增长	3.53%	18.08%	64.01%	41.17%	26.26%
资本公积	369	380	380	380	380	归属于母公司净利润	12.62%	15.57%	59.57%	35.10%	25.63%
未分配利润	311	412	515	654	828	获利能力					
归属母公司股东权益合	1113	1241	1369	1543	1761	毛利率 (%)	29.46%	37.58%	39.40%	41.35%	42.73%
负债和所有者权益	1591	1912	2140	2426	2770	净利率 (%)	7.15%	7.80%	10.99%	13.15%	14.22%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
经营活动现金流	143	309	134	245	324	偿债能力					
净利润	136	147	249	352	445	资产负债率 (%)	30%	34%	36%	36%	36%
折旧摊销	48.85	65.68	10.88	15.88	20.88	流动比率	2.89	2.35	2.29	2.31	2.35
财务费用	-41	-34	-37	-39	-44	速动比率	2.79	2.35	2.29	2.31	2.35
应收账款减少	0	0	-90	-67	-74	营运能力					
预收账款增加	0	0	14	19	21	总资产周转率	1.29	1.07	1.12	1.17	1.20
投资活动现金流	126	99	7	11	11	应收账款周转率	10	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.61	7.24	7.29	7.49	7.66
长期股权投资减少	0	0	-20	-20	-20	每股指标 (元)					
投资收益	12	38	48	58	58	每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.40	0.64	0.87	1.09
筹资活动现金流	-10	-9	-92	-134	-175	每股净现金流 (最新摊)	0.65	0.99	0.12	0.30	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	2.78	3.09	3.41	3.85	4.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	66.69	58.35	36.43	26.97	21.46
资本公积增加	0	11	0	0	0	P/B	8.41	7.54	6.84	6.07	5.31
现金净增加额	260	399	50	122	161	EV/EBITDA	56.73	41.84	32.49	22.11	17.00

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	吉比特：核心产品长线运营出色，游戏项目储备充足助力增长	2020-04-10
行业深度报告	传媒系列报告之 3：中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
行业事件点评报告	传媒行业报告：国庆档电影票房表现优异，验证电影产业内容为王	2019-10-09
传媒行业周报	传媒行业周观点：监管有望更理性化，关注细分行业龙头 20190916	2019-09-16
传媒行业周报	传媒行业报告：央行降准，板块投资机会在于游戏和广电	2019-09-09
传媒行业周报	传媒行业报告：5G 加速 TMT 发展进程，紧抓游戏和广电两个子行业	2019-09-02
传媒行业周报	传媒行业周观点：中报密集发布，关注细分行业龙头 20190826	2019-08-26
传媒行业周报	传媒行业周观点：中报陆续披露，推荐吉比特完美世界 2019819	2019-08-19
传媒行业周报	传媒行业报告：板块指数触底，中国出版显著低估	2019-08-12
传媒行业周报	传媒行业周观点：《哪吒》刷新中国动画电影票房纪录，关注细分赛道龙头公司_20190805	2019-08-05
公司财报点评	中原传媒年报点评：主营业务稳健增长，分红比例提升	2019-04-02
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司财报点评	光线传媒（300251）：轻装上阵，开启影视项目多元布局	2019-04-24
公司深度报告	吉比特（603444）深度报告：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20
公司财报点评	吉比特（603444）：业绩持续持续高增长，长线运营守正出奇	2019-08-13
公司报告	中国出版（601949.SH）：业绩增速超预期，企业价值显著低估	2019-08-29
公司深度报告	中国出版（601949）：出版行业“国家队”，三大使命彰显企业价值	2019-04-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018年加入东兴证券。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526