

掌阅科技（603533）：精细化运营 内容与流量，打造第二增长曲线

——传媒系列报告之四

2020年04月25日

推荐/维持

掌阅科技 公司报告

报告摘要：

传统出版拥抱互联网，掌阅平台价值持续扩大。出版产业处于数字出版与传统出版并存的融合创新期。国内出版社、报刊、期刊等传统出版企业正积极拥抱互联网，打造移动互联网出版产品，此数字化过程将持续释放传统出版积累的内容红利。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，倾向于选择与数字出版平台合作。在此趋势下，掌阅科技作为互联网内容服务商，平台价值将日趋凸显。

数字内容储备丰富，生产能力突出。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，在出版物电子书领域，掌阅畅销图书覆盖度高，且具有价格优势；公司数字内容生产能力处于行业前列，旗下拥有红薯中文网、趣阅中文网、有乐中文网、掌阅小说网、书山中文网等网文平台，合计签约作家数超过7万（2018年），同时公司内容成本控制较好，2017-2019年内容成本较为稳定。

借力百度，扩大用户规模。2019年，掌阅科技月均活跃用户1.4亿，相比国内互联网文学用户约4.68亿人，掌阅科技仍有很大的用户增长空间。2020年，掌阅科技与百度集团形成战略合作，2020年百度App日活用户保持在2亿以上。公司与百度在流量方面的合作将驱动公司挖掘更细分的用户群体，进一步扩大用户规模。

丰富产品业态，听书业务进入快速增长期。国内听书市场景气度快速上升，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63.6亿元。掌阅自2016年开始布局有声书业务，2019年，公司持续引进优质有声内容，凭借自有丰富的版权资源已自制上千部有声作品，有声业务收入也相应实现快速增长。目前公司运营的数字阅读平台已经打造成为集看书、听书、娱乐社交等综合数字阅读服务平台。

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	346.84	435.26
增长率(%)	12.62%	15.57%	59.57%	35.00%	25.49%
净资产收益率(%)	12.52%	12.98%	18.76%	22.48%	24.72%
每股收益(元)	0.35	0.40	0.64	0.86	1.09
PE	92.31	80.78	50.43	37.36	29.77
PB	11.64	10.44	9.46	8.40	7.36

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。

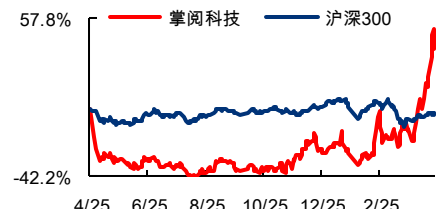
未来3-6个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52周股价区间(元)	32.31-24.82
总市值(亿元)	129.56
流通市值(亿元)	52.71
总股本/流通A股(万股)	40100/16315
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.89

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

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

盈利模式多元化，驱动业绩快速增长。

用户付费模式发展稳定。掌阅是国内率先坚持正版付费商业模式的数字阅读平台之一。2019年以来，公司逐步开始精细化运营，培养平台社交属性以及提升VIP用户人数。随着掌阅科技平台用户规模以及内容储备持续扩大，其数字阅读用户付费收入仍具有较大的增长潜力。

免费模式成为新增盈利点。2019年，掌阅科技盈利模式向用户付费和广告收入双引擎驱动转变。公司推出免费阅读APP“得间小说”，免费阅读平台得间科技实现营收0.85亿元，免费模式取得初步进展。2020年，公司将继续推进付费和免费模式融合的策略。掌阅科技具有用户规模优势、版权优势和成熟运营团队，免费模式的广告收入具有较大的毛利率，对公司业绩将有较大推动。

加大版权分销，提升内容收益。掌阅科技凭借丰富优质的版权储备，2019年开始加大向免费阅读平台分发数字内容，助力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。2020年，公司预计将增加对接的第三方平台数量，将内容通过第三方平台向市场分发，提升内容收益。

盈利预测：预计20-22年的公司归母净利润分别为2.57亿元，3.47亿元和4.35亿元，EPS分别为0.64元，0.86元以及1.09元（股本暂不考虑定增），对应现有股价PE分别为50X，37X和29X。

估值：掌阅科技数字阅读平台价值由两部分构成：

（1）付费用户估值

按照单付费用户估值300-400元，预计2020-2022年掌阅平台付费用户数3000-3500万人，对应付费用户估值90-140亿元。

（2）月活用户估值

按照单月活用户估值100-150元，掌阅2019年月均活跃用户数1.4亿计算，月活用户对应估值140-210亿元。

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、与百度战略合作协同效应不及预期；3、对手机厂商预装依赖加深。

目 录

1. 公司是国内领先数字阅读平台	5
1.1 聚焦数字阅读进行业务开拓	5
1.2 股权结构稳健, 财务数据良好	7
2. 传统出版拥抱互联网, 掌阅平台价值持续扩大	9
3. 数字内容储备丰富, 生产能力突出	10
4. 借力百度, 扩大用户规模	12
5. 丰富产品业态, 听书业务进入快速增长期	15
6. 盈利模式多元化, 驱动业绩快速增长	16
6.1 用户付费模式发展稳定	16
6.2 免费模式成为新增盈利点	18
6.3 加大版权分销, 提升内容收益	20
7. 盈利预测与估值	22
7.1 盈利预测	22
7.2 估值	23
8. 风险提示	24

表格目录

表 1: 掌阅 APP 与 QQ 阅读 APP 畅销书覆盖度及价格对比	11
表 2: 掌阅科技与阅文集团原创网络文学生产能力对比	11
表 3: 2016-2022E 公司分业务营收预测	22
表 4: 2016-2022E 公司营收及归母净利润	22
表 5: 2019 年公司数字阅读平台付费用户人数测算	23
表 6: 互联网文娱平台单个月活日均时长用户对比	23
表 7: 互联网文娱平台单个月活估值区间	23

插图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司旗下业务板块	6
图 3: 2014-2019 年公司各板块业务收入 (亿元)	7
图 4: 公司股权结构	7
图 5: 2014-2019 年公司主营收入及增速	8
图 6: 2014-2019 年公司归母净利润及增速	8
图 7: 2014-2019 年公司主营业务毛利率及费率	8

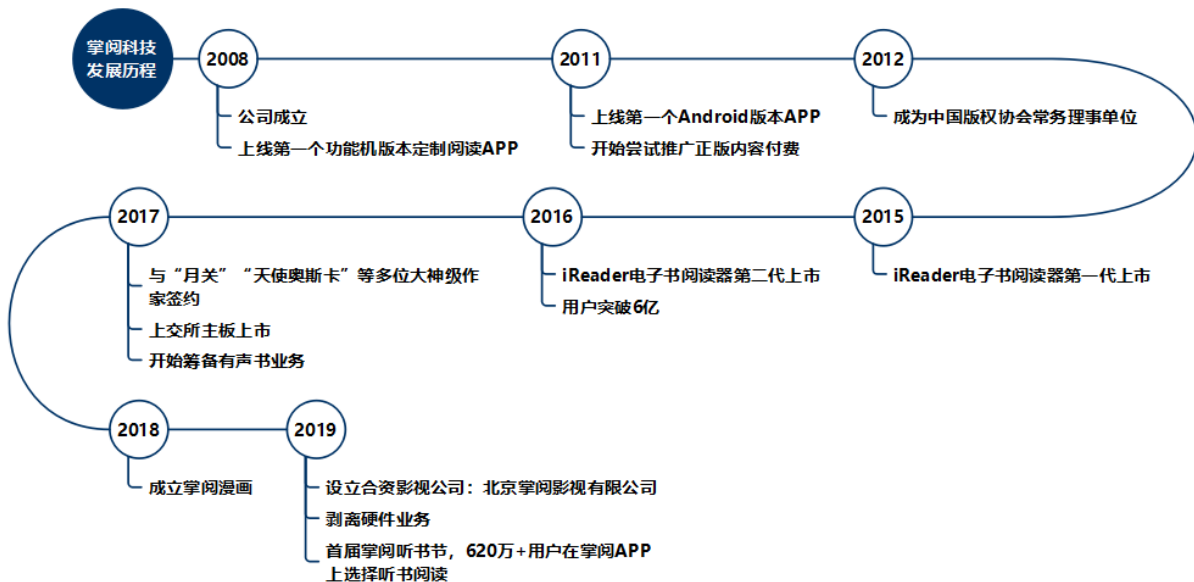
图 8：传统出版产业细分市场规 模（亿元）	9
图 9：传统图书出版向全业态全 版权运营转型	9
图 10：传统出版转型下掌阅科技 平台价值凸显	10
图 11：2016 年掌阅科技数字内容 储备数量	10
图 12：2019 年阅文集团数字内容 储备数量	10
图 13：掌阅科技内容成本占比	12
图 14：阅文集团内容成本占比	12
图 15：掌阅科技与阅文集团月活 用户规模（亿人）	12
图 16：掌阅科技数字阅读业务渠 道成本（亿元）	13
图 17：阅文集团在线阅读业务收 入构成（亿元）	13
图 18：国内代表性智能手机品牌 年出货量（亿台）	13
图 19：百度浏览器 APP 日活用户 规模	14
图 20：美国音频娱乐市场规模（ 亿美元）	15
图 21：中国音频娱乐市场规模（ 亿美元）	15
图 22：有声书市场 5 类玩家	15
图 23：掌阅科技有声书业务发展 历程	16
图 24：国内网络版权产业市场规 模（亿元）	16
图 25：2016-2018 年国内数字阅 读市场规模（亿元）	17
图 26：掌阅科技数字阅读收入	17
图 27：掌阅科技充值用户数及人 均充值金额	17
图 28：网络文学免费阅读用户人 数（亿人）	18
图 29：免费阅读市场广告营收规 模（亿元）	18
图 30：2016-2019 年 1-9 月宜搜 科技数字阅读业务经营模型（百 万元）	18
图 31：掌阅科技与宜搜科技平均 月活用户（亿人）	19
图 32：2019 年掌阅科技数字阅读 付费收入及广告变现收入	19
图 33：付费头部阅读应用月活用 户数（万人）	20
图 34：免费阅读头部应用月活用 户数（万人）	20
图 35：米读小说用户交叉人数（ 百万人）	20
图 36：七猫免费小说用户交叉人 数（百万人）	20
图 37：掌阅科技版权分销业务收 入及成本	21
图 38：阅文集团版权运营业务收 入及成本	21

1. 公司是国内领先数字阅读平台

1.1 聚焦数字阅读进行业务开拓

掌阅科技是国内最早布局正版付费阅读的数字阅读龙头。回顾公司 12 年发展历程，公司始终围绕数字阅读主业拓展业务。2008 年公司成立，上线第一个功能机版本的定制阅读 APP，形成了“掌阅”数字阅读平台的雏形；2011 年公司上线第一个 Android 版本 APP，并开始尝试推广正版内容付费模式；2015 年，公司布局数字阅读硬件业务，第一代电子书阅读器 iReader 上市；2016 年，公司累计注册用户突破 6 亿；2017 年，公司发力原创网络文学业务，同年在上交所主板上市；2018 年，公司成立掌阅漫画，布局网漫市场；2019 年，公司围绕主业不断探索开拓新的业务增长点，尝试免费阅读模式，加大版权输出力度，成立合资影视公司，实现音频等收入大幅增长。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司围绕数字阅读内容，横向扩展内容覆盖广度，纵向提升产业链覆盖长度，不断探索开拓新业务增长点，公司共有四大业务板块。

- **数字阅读平台。**公司的数字阅读产品主要通过自由平台“掌阅”APP 进行，公司从出版社、版权机构、文学网站、作家等上游环节整合正版图书数字内容分发给用户。2018 年免费阅读行业开始爆发，公司也推出了自己的免费阅读产品“得间免费小说”。
- **数字内容生产。**公司亦向上游内容生产环节渗透，收购原创文学供应商“红薯网”17.74%的股份；签约了网络文学大神级作家“月关”、“天使奥斯卡”等，并通过文学大赛吸引和培育优秀作者；2018 年，公司成立掌阅漫画，布局网漫行业。
- **版权业务板块。**公司凭借海量优质数字内容，向影视、游戏公司等输出 IP 内容，取得版权转让费用及分成收入。2019 年，公司设立合资影视公司，向产业链下游拓展。

· **有声书业务板块。**公司通过掌阅 APP 上“听书”板块, 为用户提供有声读物、在线音频课程等产品。

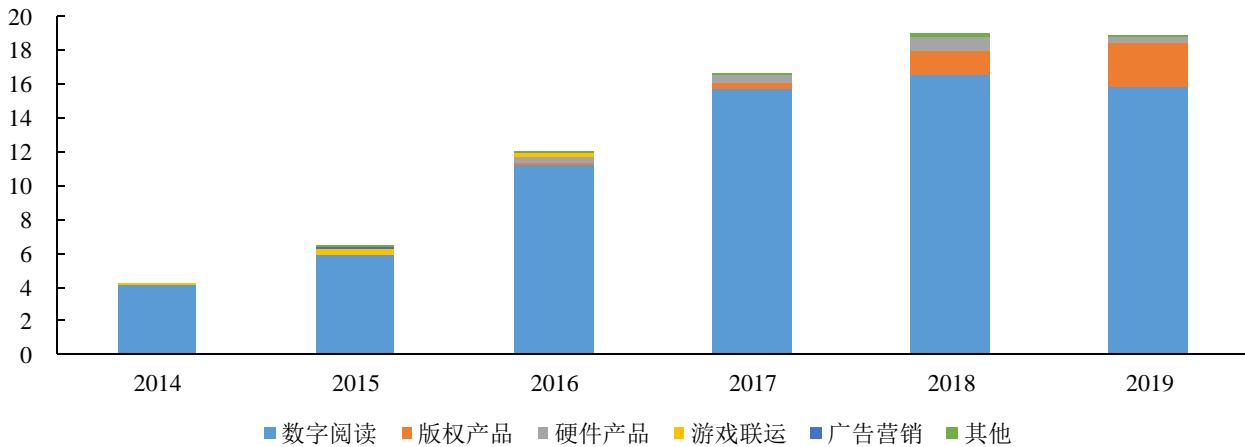
图 2: 公司旗下业务板块



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

数字阅读业务是公司核心收入来源。2019年公司数字阅读板块业务收入为15.84亿元, 占公司总收入的84%; 版权业务板块实现收入2.62亿元, 占公司总收入14%; 硬件及其他业务实现收入0.37亿元, 占比2%。

图 3: 2014-2019 年公司各板块业务收入 (亿元)

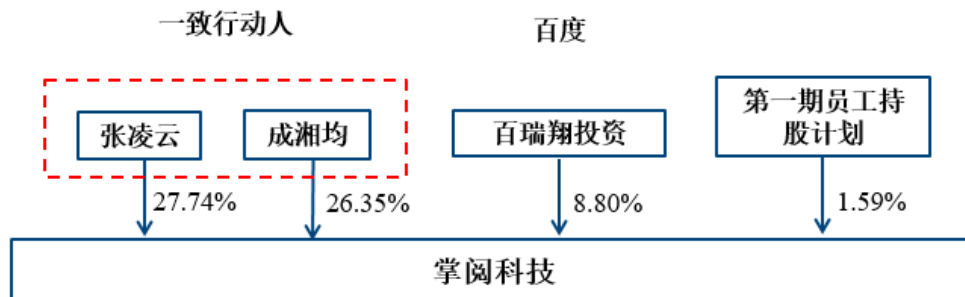


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 股权结构稳健, 财务数据良好

公司股权结构稳健合理。2020年3月, 公司拟以非公开发行方式向百瑞翔投资发行约3867万股, 占发行后总股本的8.80%, 百度集团将成为公司重要战略合作者; 非公开发行股份完成后, 公司总股本约4.40亿股, 其中张凌云先生与成湘均先生为公司一致行动人, 两人合计持有公司股份2.38亿股, 占公司股份54.10%; 截至2018年12月18日, 公司第一期员工持股计划已完成购买公司股票700万股, 成交均价17.82元/股, 占公司总股本的1.59%。

图 4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, 截至2020年3月底

公司主营收入及净利润总体保持稳健。2019年, 公司实现主营收入 18.82 亿元, 同比减少 1.09%, 收入减少的主要原因是公司 2019 年下半年剥离了硬件销售业务; 公司归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 15.57%, 主要源于公司版权产品业务的增长及商业化增值业务的尝试提升公司的盈利水平。

图 5: 2014-2019 年公司主营收入及增速

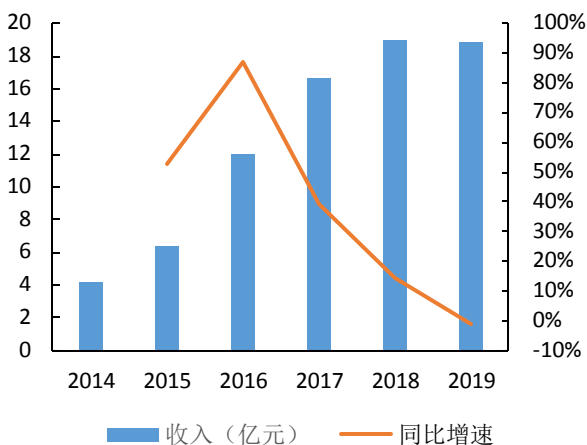
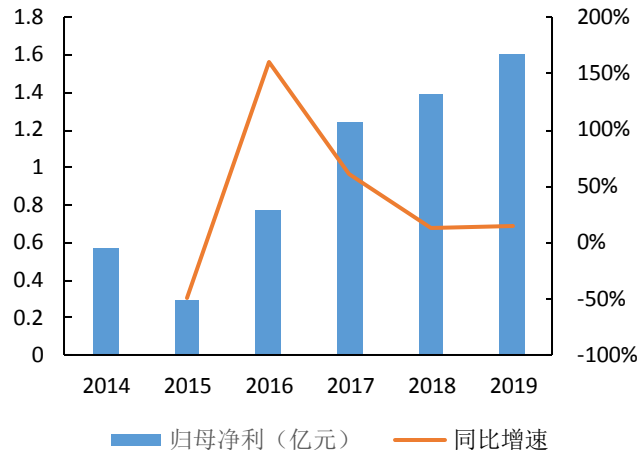


图 6: 2014-2019 年公司归母净利润及增速

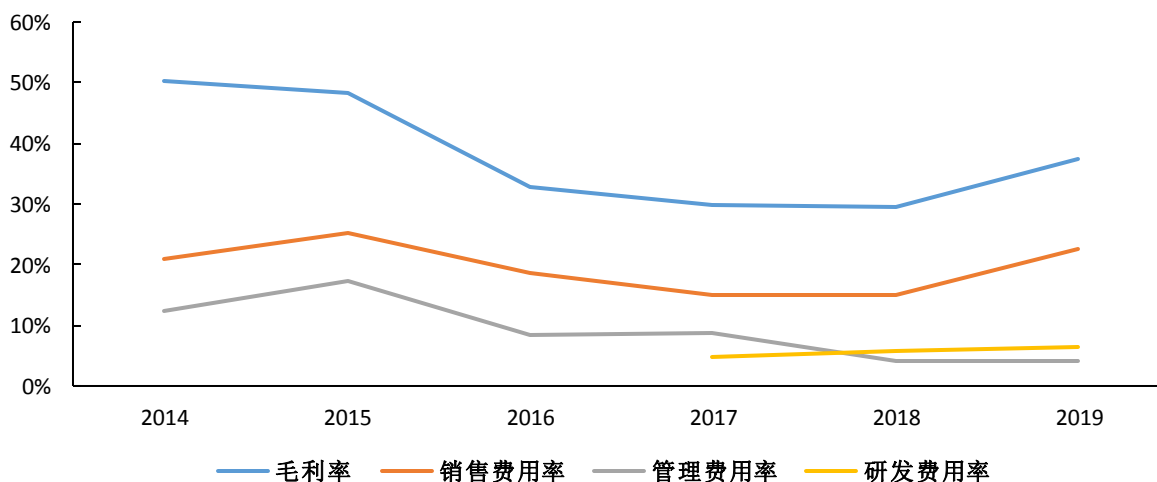


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司毛利率进一步提升, 免费阅读应用推广致销售费用增加。2019 年, 公司主营业务毛利率 37.58%, 较去年同期提升 8pcts; 销售费用率 22.46%, 管理费用率 4.06%, 研发费用率 6.38%, 销售费用率上升主因公司加大推广费用。

图 7: 2014-2019 年公司主营业务毛利率及费率

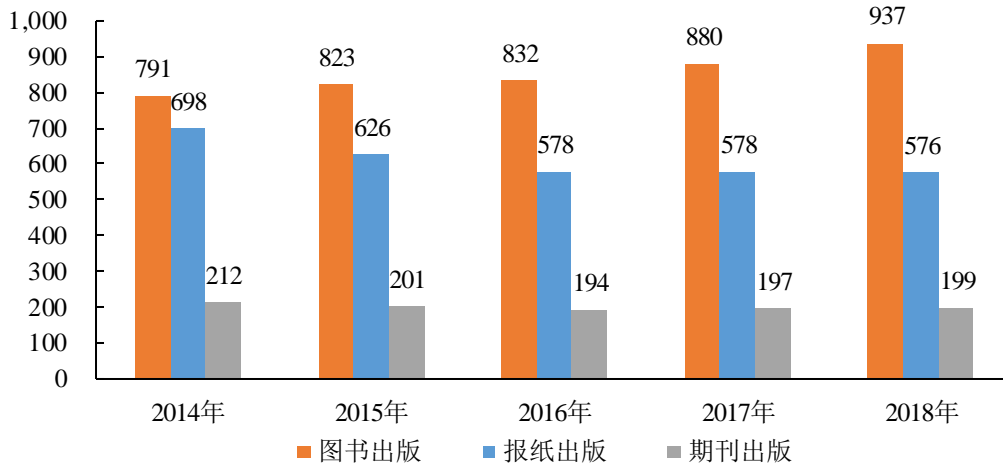


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 传统出版拥抱互联网, 掌阅平台价值持续扩大

出版产业处于数字出版与传统出版并存的融合创新期。根据中国新闻出版研究院统计, 2018 年国内图书出版 937 亿元, 报纸出版 576 亿元, 期刊出版 199 亿元。国内出版社、报刊、期刊等传统出版企业正积极拥抱互联网, 打造移动互联网端出版产品, 此数字化过程将持续释放内容红利。

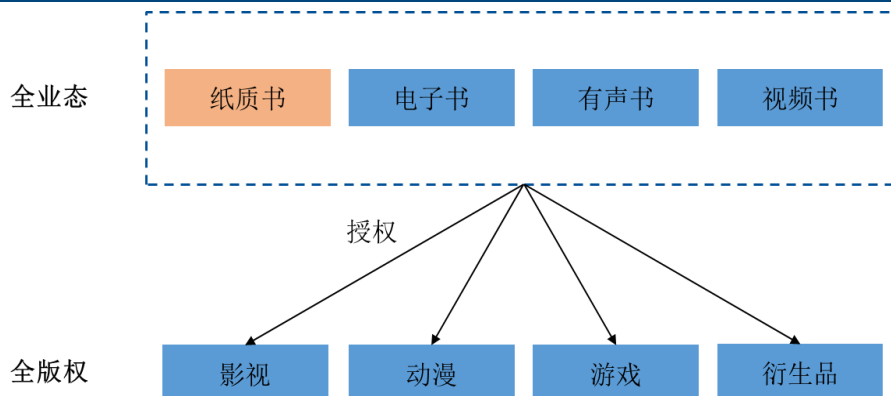
图 8: 传统出版产业细分市场规 模 (亿元)



资料来源: 中国新闻出版研究院, 东兴证券研究所

传统出版向全业态全版权运营转型。传统图书出版产业链是以纸质书为产品形态的生产、印刷、发行、零售的过程。面对数字化转型, 传统出版企业凭借内容资源优势, 向两个方向拓展: 一是在纸质书之外, 逐步覆盖电子书、有声书、视频书等产品业态, 二是开拓影视、动漫、游戏、衍生品等泛娱乐领域的版权运营, 实现基于图书 IP 的全业态开发与全版权运营。

图 9: 传统图书出版向全业态全版权运营转型

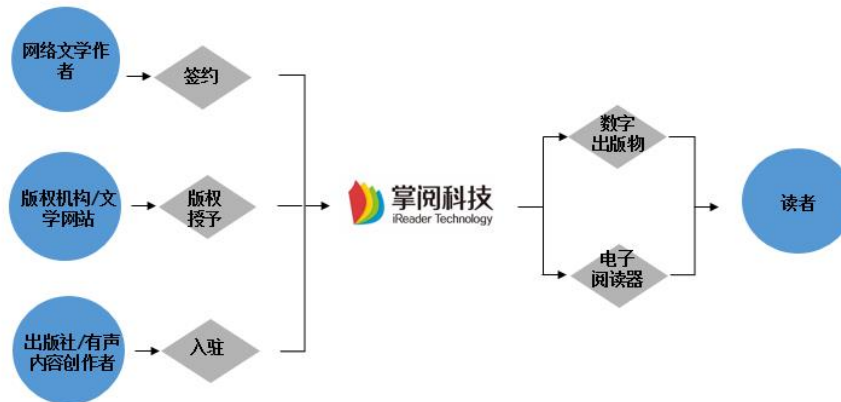


资料来源: 东兴证券研究所

互联网内容服务商的平台效应凸显。出版社布局互联网产品业态主要有自主研发和内容合作两种模式。头部出版社自主搭建内容平台, 例如中信出版推出的中信书院 APP、湛庐文化推出的湛庐阅读 APP。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，倾向于选择投入已有数字出版平台合作。在此趋势下，掌阅科技等互联网内容服务商的平台价值将日趋凸显。

图 10：传统出版转型下掌阅科技平台价值凸显

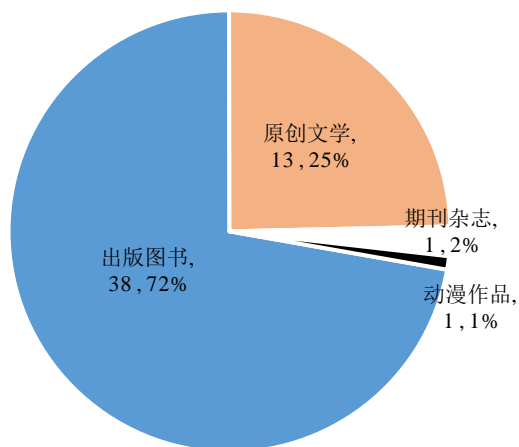


资料来源：东兴证券研究所

3. 数字内容储备丰富，生产能力突出

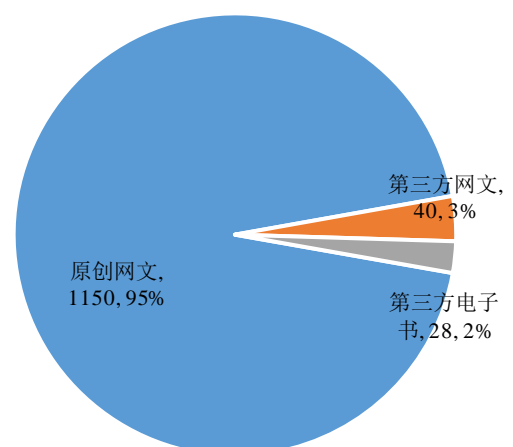
掌阅科技数字内容储备丰富。截至 2016 年底，掌阅科技拥有数字内容 50 余万册，类型覆盖图书、杂志、漫画、听书等品类，其中出版图书电子物 38 万册，原创文学 13 万册，近几年掌阅对优质重磅书始终保持较高的覆盖比例；相比之下虽然阅文集团数字内容总量较高，但其中网络文学作品占比较高，掌阅的数字内容品类更为齐全。

图 11：2016 年掌阅科技数字内容储备数量



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 12：2019 年阅文集团数字内容储备数量



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

在出版物电子书领域，掌阅畅销图书覆盖度高，且具有价格优势。根据当当网 2019 年畅销纸质图书前 100 名名单，掌阅 APP 畅销书覆盖度 65%，平均单本价格 14.58 元。出版图书一直为掌阅最重要的内容资源，掌阅目前已与 600 余家版权机构建立合作，其中主要包括中信出版、北京出版集团、青岛出版集团、哈珀·柯林斯出版集团在内的知名图书出版机构。相比之下，阅文在这一领域相对薄弱。

表 1：掌阅 APP 与 QQ 阅读 APP 畅销书覆盖度及价格对比

	畅销书覆盖度	畅销书单本均价（元）
当当（纸质书）	100%	33.58
QQ 阅读 APP	60%	19.69
掌阅 APP	65%	14.58

资料来源：当当网，掌阅 APP，QQ 阅读 APP，东兴证券研究所

掌阅数字内容生产能力处于行业前列。网络文学品类讲究“新”，读者更愿意阅读最新最火的作品，因此网络文学原创内容生产能力对平台较为关键。掌阅科技 2015 年正式成立“掌阅文学”后，开始全面签约原创作家，旗下拥有红薯中文网、趣阅中文网、有乐中文网、掌阅小说网、书山中文网等网文平台，合计签约作家数超过 7 万（2018 年）。以年收入超过 100 万作家数指标对比，掌阅科技数字内容生产能力仅次于阅文集团，处于行业领先水平。

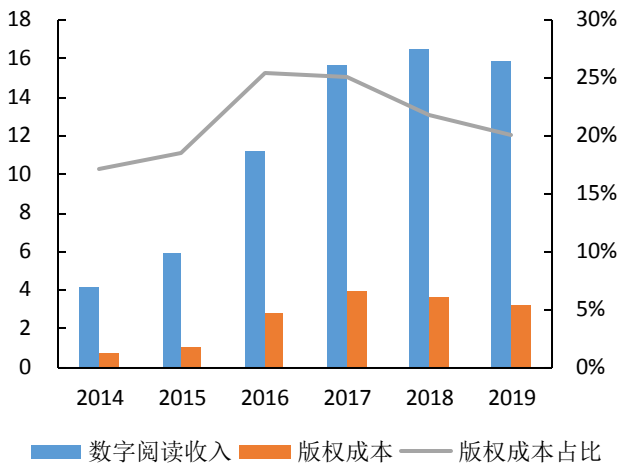
表 2：掌阅科技与阅文集团原创网络文学生产能力对比

数字内容种类	掌阅科技	阅文集团
旗下原创网文平台	红薯中文网、趣阅中文网、有乐中文网、掌阅小说网、书山中文网等	创世中文网、起点中文网、起点国际、云起书院、起点女生网、红袖添香、潇湘书院、小说阅读网、言情小说吧
签约作家数量	7 万人（2018 年）	810 万人（2018 年）
年收入超过 100 万作家数	40+（2017 年）	100+（2016 年）
内容合作平台	塔读文学、纵横中文网、黑岩等	依赖度较低

资料来源：掌阅科技官方公众号，阅文集团财报，东兴证券研究所

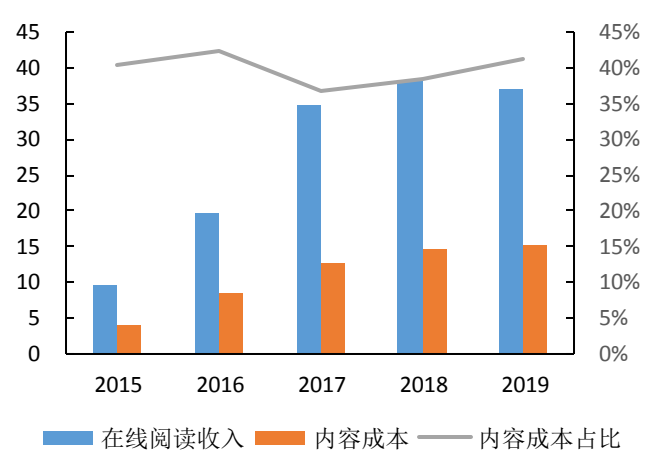
掌阅科技内容成本控制较好。掌阅平台以聚合数字图书内容起家, 后期签约作家孵化原创网文内容。公司平台内容来自第三方采购+签约作家混合方式。相比阅文集团平台内容主要来自旗下作家, 掌阅的策略有效控制了内容成本。2019年掌阅科技数字阅读业务收入15.84亿元, 对应版权成本为3.19亿元, 内容成本占比20%。

图 13: 掌阅科技内容成本占比



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 14: 阅文集团内容成本占比

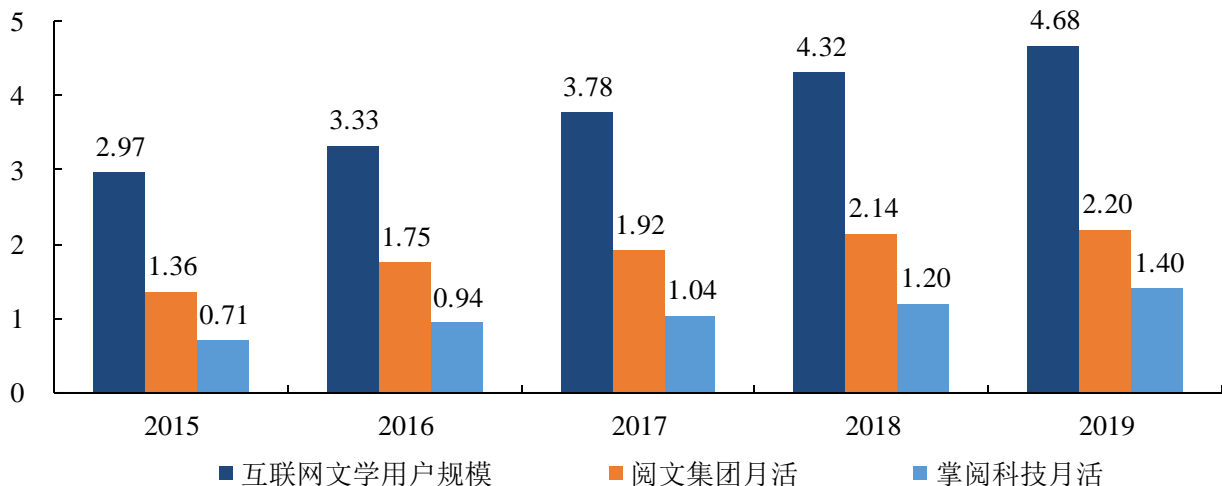


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

4. 借力百度, 扩大用户规模

掌阅科技具有用户规模优势以及较大的用户增长空间。2019年, 阅文集团与掌阅科技月均活跃用户分别为2.2亿、1.4亿, 相比其他行业竞争对手, 两家公司具有较强的用户规模优势, 奠定稳定的数字阅读行业两强格局。从用户天花板角度, 2019年国内互联网文学用户约4.68亿人, 掌阅科技仍有很较大的用户增长空间。

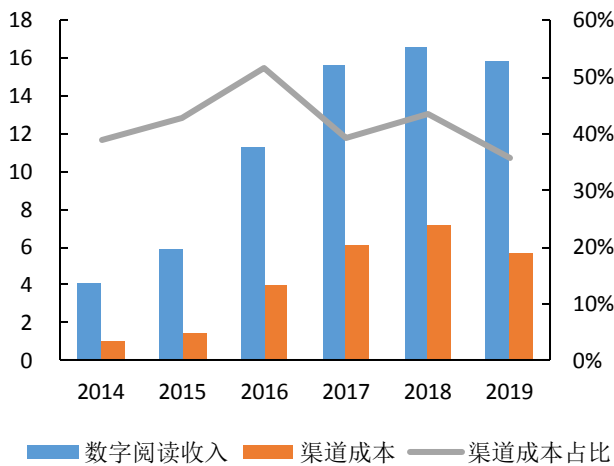
图 15: 掌阅科技与阅文集团月活用户规模 (亿人)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

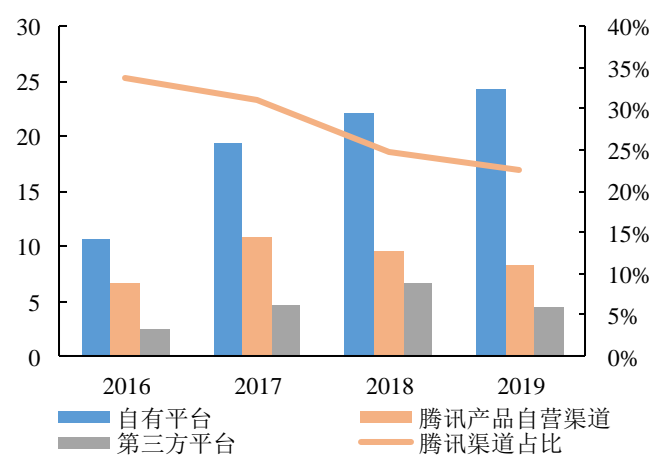
掌阅科技用户规模受益于国内智能手机发展红利。2014-2018年, 掌阅科技迎来第一轮快速增长, 数字阅读业务由 4.13 亿元增长至 16.56 亿元。掌阅科技营收扩张主要受益于国内智能手机发展红利, 公司与国内华为、OPPO、VIVO 等智能手机厂商战略合作, 通过预装模式获得用户红利, 但掌阅科技也需要向手机厂商支付较大的收入分成比例, 2014-2018 年掌阅科技渠道成本占数字阅读收入比例处于 39%-52% 区间。竞争对手阅文集团在渠道上的优势主要来自腾讯旗下产品。2019 年, 腾讯产品渠道贡献的在线阅读收入占比阅文集团整体在线阅读业务收入的 23%。

图 16: 掌阅科技数字阅读业务渠道成本 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

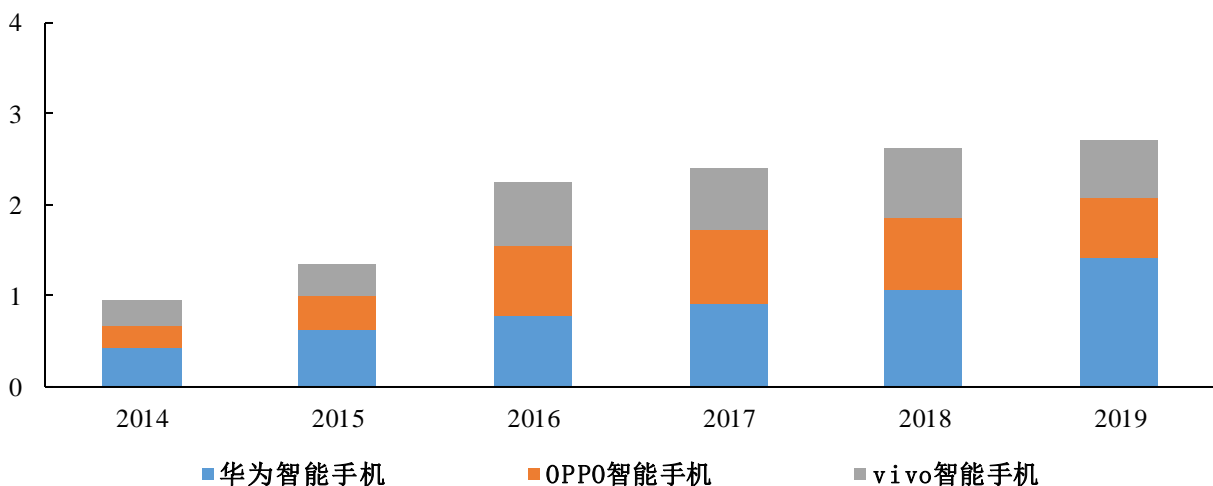
图 17: 阅文集团在线阅读业务收入构成 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

预装模式对掌阅科技用户拉新作用或许弱化。相比竞争对手, 掌阅科技在移动互联网早期凭借敏锐商业嗅觉, 成为吃到预装红利的公司之一。截至 2019 年, 国内智能手机出货 3.69 亿部, 相较去年同比下滑 7%。与此同时, 2019 年掌阅科技渠道成本 5.64 亿元, 为 2014 年以来首次下降, 渠道成本占公司数字阅读业务收入的 36%。可见, 公司正通过优化用户渠道, 对智能手机预装模式的依赖度正在下降。

图 18: 国内代表性智能手机品牌年出货量 (亿台)

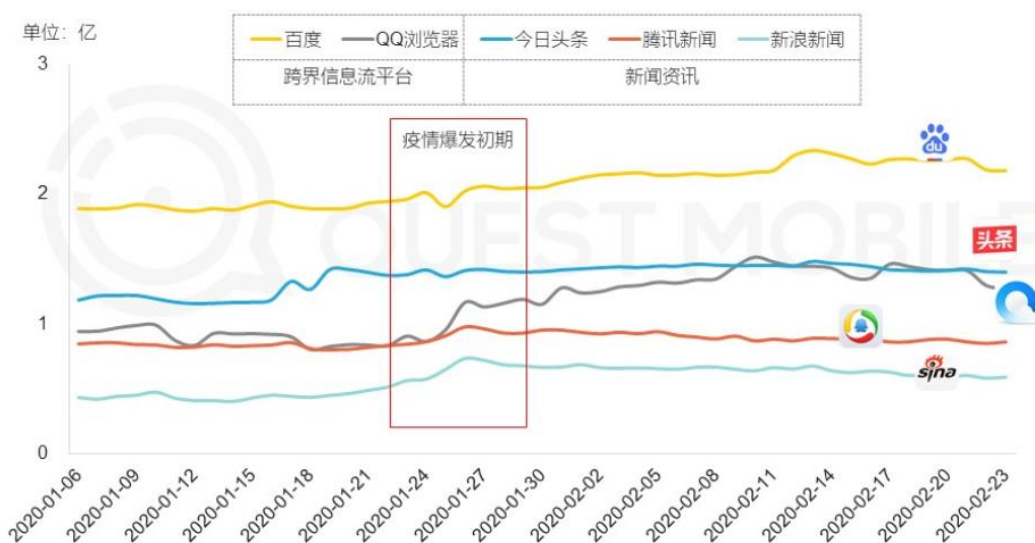


资料来源: IDC, Canals, 东兴证券研究所

百度流量或将助力掌阅科技构建用户第二增长曲线。2020年，掌阅科技与百度集团达成深度战略合作：公司授权百度集团享有对授权作品信息网络传播权的非专有授权；公司版权内容向百度及其关联企业保持全量开放并优先支持百度及其关联企业的版权内容采购需求以及可优先开发IP衍生品；百度在流量（包括搜索）、内容采购及开发、商业化、人工智能、大数据、软件应用等方面给予公司优先支持。

百度App最新用户规模超过今日头条、QQ浏览器、腾讯新闻、新浪新闻等媒体平台。2020年以来，百度App日活用户保持在2亿以上，峰值接近2.5亿。我们认为，掌阅科技与百度集团战略合作的看点在于公司寻找新的用户增长来源。百度旗下用户群体与公司之前的预装模式获取的用户有较大差异。公司与百度在流量方面的合作将驱动公司挖掘更细分的用户群体。

图 19：百度浏览器 APP 日活用户规模



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

5. 丰富产品业态, 听书业务进入快速增长期

互联网音频市场发展迅速。根据荔枝公司招股书, 2018年, 中国互联网音频市场规模为16亿美元, 渗透率为6%, 美国互联网音频市场规模为69亿美元, 渗透率达到20%; 参考艾媒咨询数据, 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63.6亿元。

图 20: 美国音频娱乐市场规模 (亿美元)

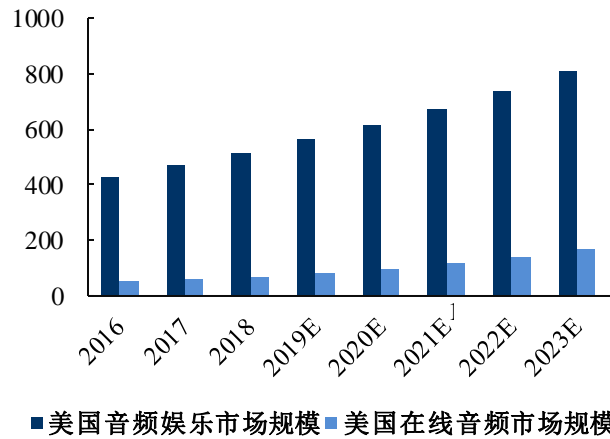
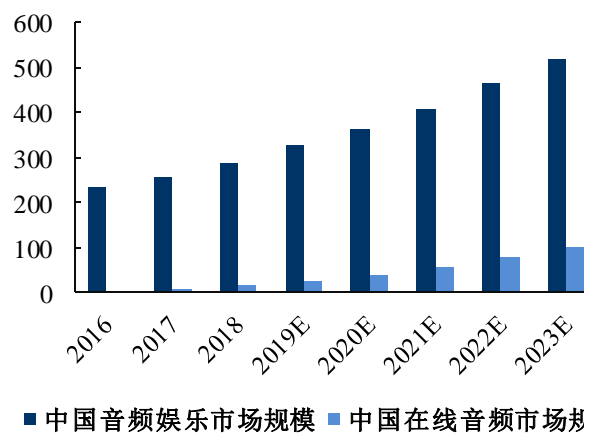


图 21: 中国音频娱乐市场规模 (亿美元)



资料来源: 荔枝招股书, 东兴证券研究所

资料来源: 荔枝招股书, 东兴证券研究所

各类互联网平台入局有声书市场。2018年国内有声书用户规模为3.85亿人, 2020年有望达到5.62亿人。有声书发展潜力吸引众多互联网企业入局。目前, 国内有声书市场共有5类参与者, 第一类是内容丰富、用户基数大的综合在线音频平台, 第二类是布局有声书细分领域较早, 产品针对性较强的垂直听书类平台, 这两类是有声书市场的主要玩家。此外, 数字阅读平台、知识付费平台和阅读类微信公众号也纷纷开启了听书功能, 有声书市场竞争加剧。

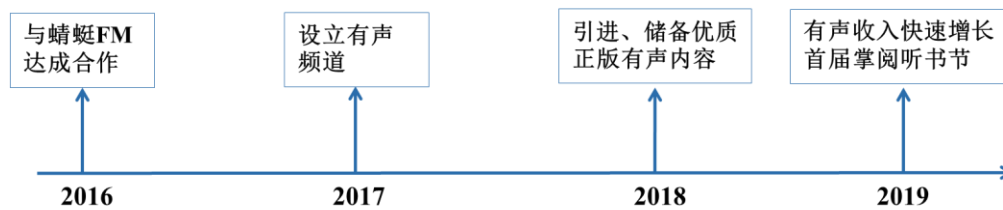
图 22: 有声书市场 5 类玩家



资料来源: 艾瑞, 东兴证券研究所

有声书扩充掌阅产品业态。公司有条不紊推进有声书业务：2016年，掌阅科技与蜻蜓FM达成合作，将其核心版权作品如《指染成婚》、《都市奇门医圣》等高点击量小说音频制作权授予蜻蜓FM；2017年，掌阅在其产品中设立有声频道；2018年，掌阅开始大量引进和储备有声小说、相声评书、精品课程等优质正版有声内容；2019年，掌阅持续引进优质有声内容，凭借自有丰富的版权资源已自制上千部有声作品，有声业务收入也相应实现快速增长。目前公司运营的数字阅读平台已经打造成为集看书、听书、娱乐社交等综合数字阅读服务平台。

图 23：掌阅科技有声书业务发展历程



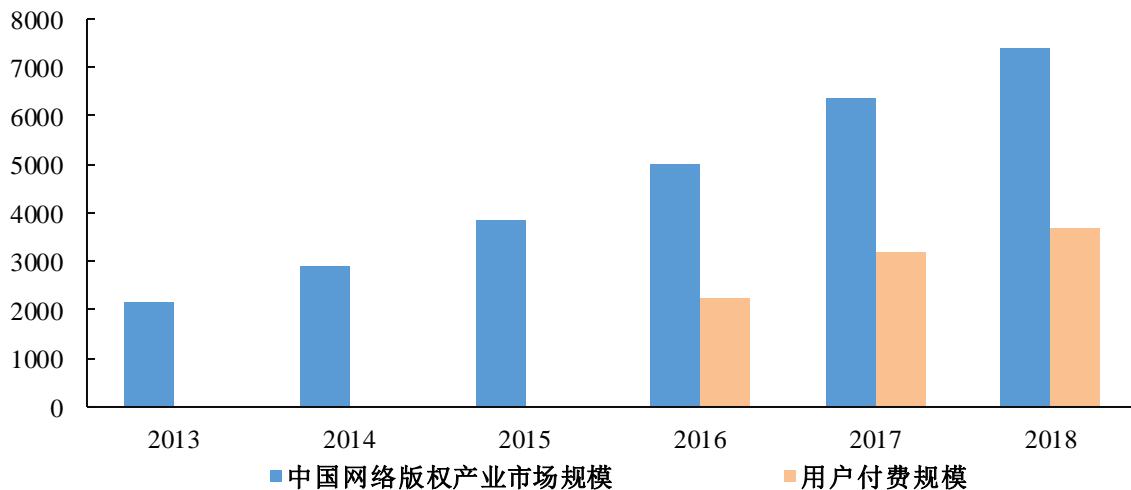
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 盈利模式多元化，驱动业绩快速增长

6.1 用户付费模式发展稳定

国内网络版权产业处于快速发展期。2018年国内网络版权产业规模7423亿元，其中用户付费市场规模3686亿元，占比近半。用户付费消费内容成为不可逆趋势，同时付费内容逐步多元化，由网络游戏为主向网络视频、网文、有声读物等业态扩散。与海外健全的版权保护法律体系和用户付费习惯相比，国内网络版权正处于快速发展期，可以预测国内互联网用户付费市场空间广阔。

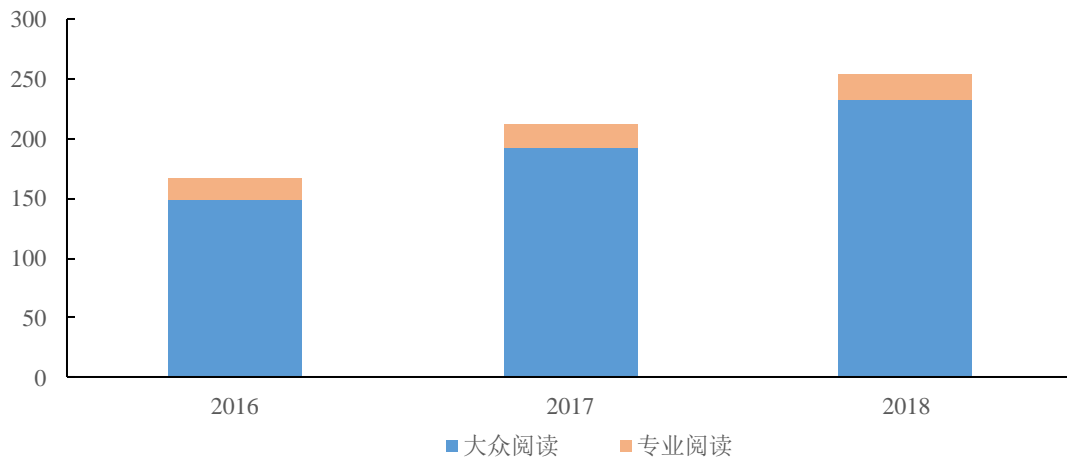
图 24：国内网络版权产业市场规模（亿元）



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

数字阅读市场规模保持较快增速。根据中国音像与数字出版协会统计, 2018 年国内数字阅读市场规模 254.5 亿元, 2016-2018 年复合增速 23.60%, 其中大众阅读 233.3 亿元, 专业阅读 21.2 亿元。我们认为, 在数字阅读正版趋势下, 国内数字阅读市场尚未看到发展的天花板。

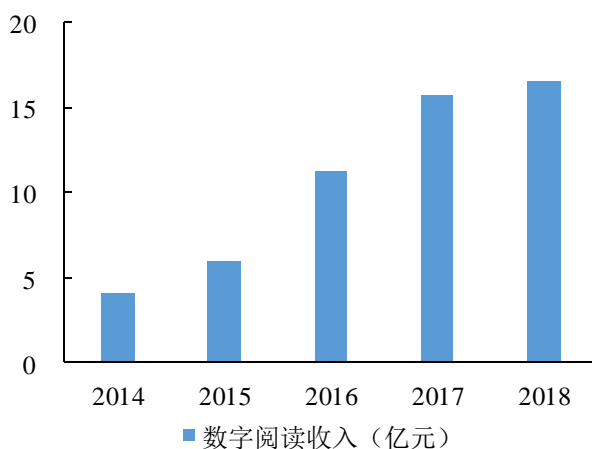
图 25: 2016-2018 年国内数字阅读市场规模 (亿元)



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 东兴证券研究所 (大众阅读包括网络文学、出版物电子化、有声作品等), 东兴证券研究所

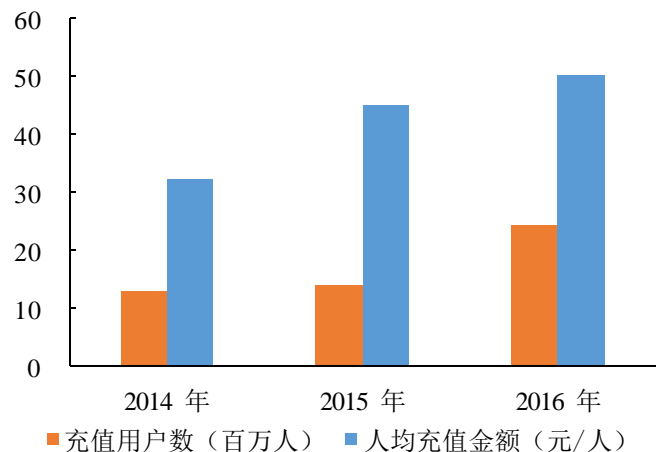
用户付费支撑掌阅科技成长为行业头部公司。掌阅是国内率先坚持正版付费商业模式的数字阅读平台之一。公司数字阅读服务业务的盈利模式是: 用户在数字阅读平台“掌阅”等产品中, 充值购买虚拟货币“阅饼”, 继而消费“阅饼”购买图书、杂志等数字内容, 或者用户购买 VIP 会员行使 VIP 特权阅览会员书库。2018 年公司数字阅读收入 16.56 亿元, 市占率约 7%, 稳居行业第二。在付费模式上, 2019 年以来, 公司逐步开始精细化运营, 培养平台社交属性以及提升 VIP 用户人数。我们认为, 随着掌阅科技平台用户规模以及内容储备持续扩大, 其数字阅读用户付费收入仍具有较大的增长潜力。

图 26: 掌阅科技数字阅读收入



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 27: 掌阅科技充值用户数及人均充值金额

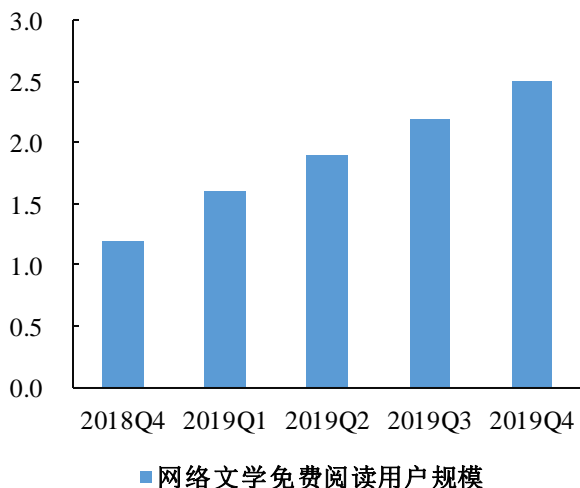


资料来源: 招股书, 东兴证券研究所

6.2 免费模式成为新增盈利点

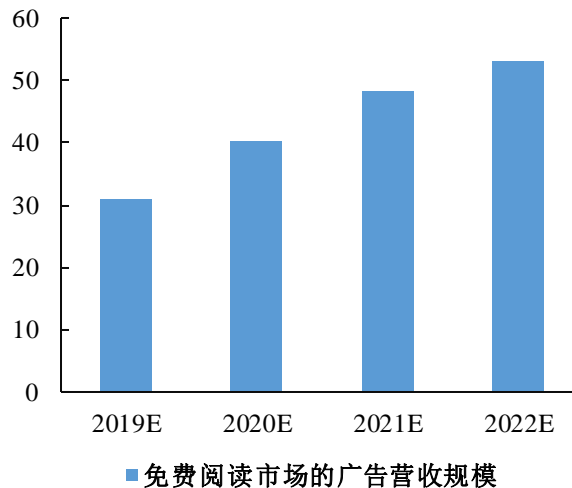
数字阅读免费模式兴起。免费模式将数字阅读平台营收与流量运营挂钩，用户免费阅读，平台借助书中嵌入广告点位实现变现。2018年-2019年，免费阅读模式快速发展，用户数量由0.5亿增至2.5亿，据QuestMobile测算，2019年免费阅读市场的广告营收规模达到31亿元。

图 28：网络文学免费阅读用户人数（亿人）



资料来源：比达咨询，东兴证券研究所

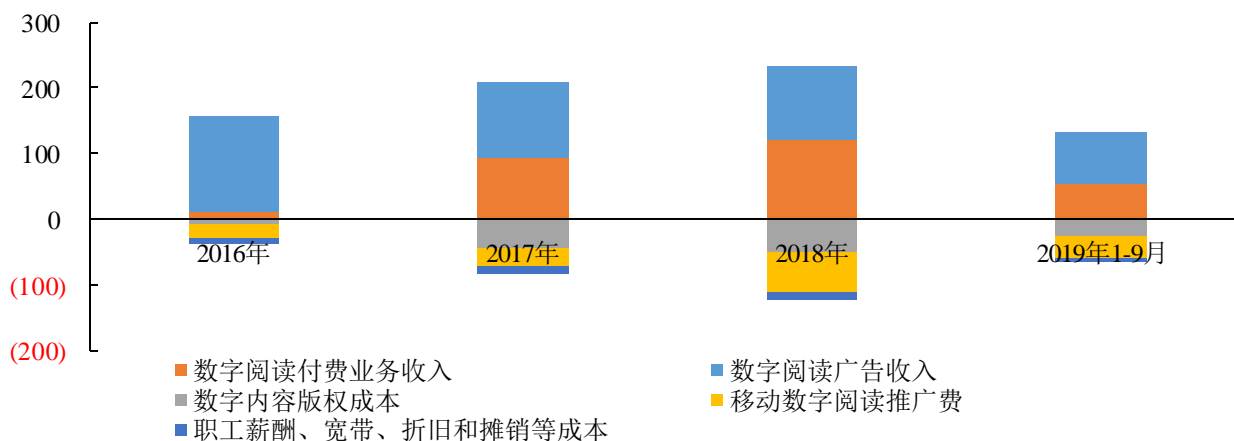
图 29：免费阅读市场广告营收规模（亿元）



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

数字阅读免费模式商业化具有可行性。宜搜科技旗下“宜搜小说 APP”数字阅读平台以“内容付费”或“免费+广告”为盈利模式，2016-2019年期间持续取得盈利。根据宜搜科技招股书显示，公司数字阅读主要收入来自用户费用和广告收入，主要成本项为版权成本、推广费用以及职工薪酬、带宽、折旧等。2019年前三季度，“宜搜小说 APP”平均月活 1849 万人，实现营收 1.34 亿元，其中付费收入 0.54 亿元，广告收入 0.81 亿元，三大成本项目合计 0.65 亿元。

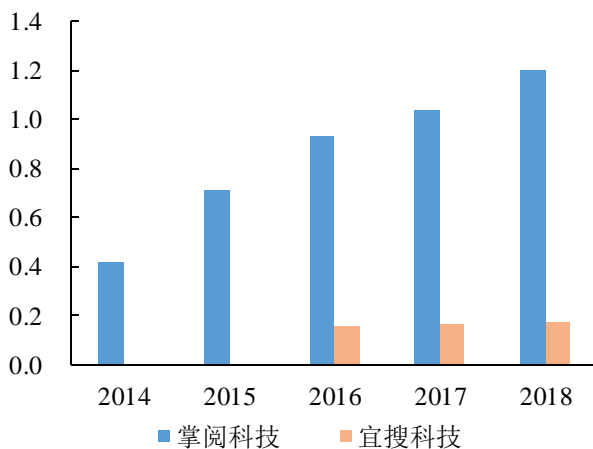
图 30：2016-2019 年 1-9 月宜搜科技数字阅读业务经营模型（百万元）



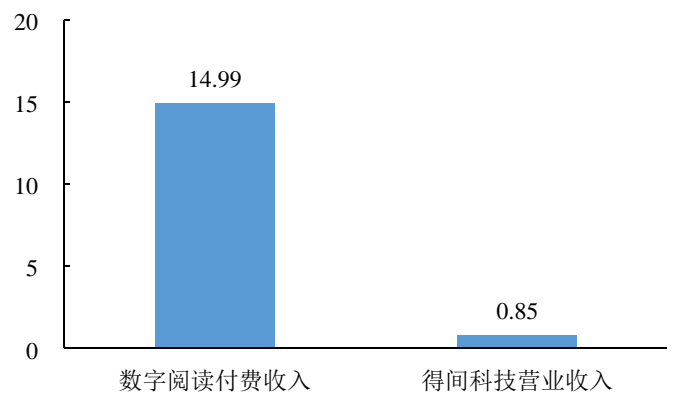
资料来源：宜搜科技招股书，东兴证券研究所

掌阅科技基于流量精细化运营能力尝试免费阅读模式。2019年以来, 公司加大尝试免费模式, 搭建商业化平台, 探索免费模式下商业化增值效果与用户阅读行为的友好结合。我们认为, 公司在掌阅APP平台推行基于付费和免费模式融合的运营策略, 主要难点在于流量精细化管理能力, 即将平台自有流量切割为不同属性, 并合理高效分配到付费内容和免费内容等产品业态。我们看好公司在流量精细化运营领域取得进展, 源于公司已专注数字阅读领域超过十年, 具有以内容挖掘和用户行为为导向的精细化数字阅读运营体系。

掌阅科技盈利模式向用户付费和广告收入双引擎驱动转变。2019年, 掌阅科技推出免费阅读APP“得间小说”, 尝试免费阅读模式。根据掌阅科技财报显示, 2019年, 公司免费阅读平台得间科技实现营收0.85亿元, 免费模式取得初步进展。2020年, 公司将继续推进付费和免费模式融合的运营策略。参考“宜搜小说APP”单个月活用户全年货币化能力为5.54-9.02元/人。2019年掌阅科技旗下月活超过1.4亿, 其免费模式下广告收入变现有较大开发潜力。同时掌阅科技具有版权优势和成熟运营团队, 免费模式的广告收入具有较大的毛利率, 对公司业绩将有较大推动。

图 31: 掌阅科技与宜搜科技平均月活用户 (亿人)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

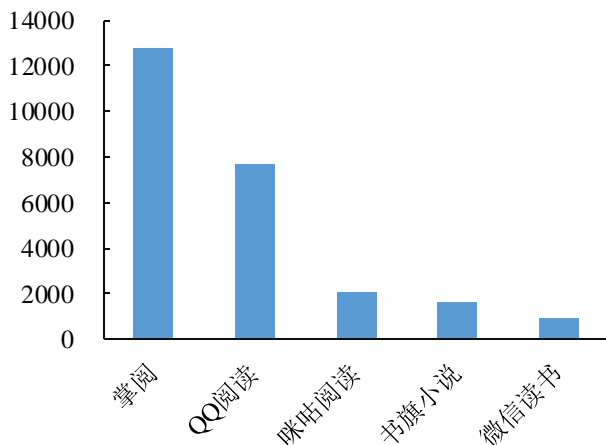
图 32: 2019年掌阅科技数字阅读付费收入及广告变现收入


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6.3 加大版权分销，提升内容收益

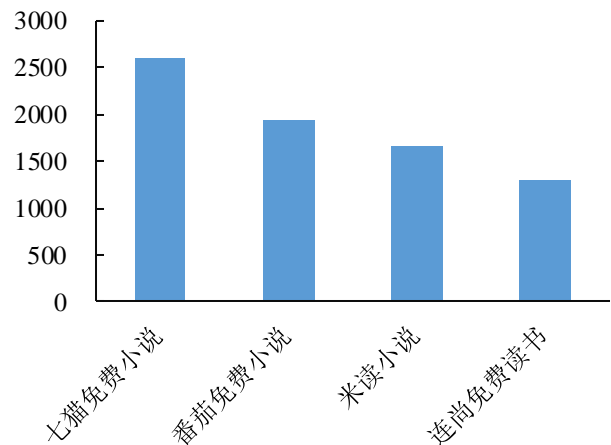
免费阅读模式冲击数字阅读分发渠道格局。根据艾瑞的数据，2020年3月，付费阅读头部APP掌阅、QQ阅读、咪咕阅读的月活人数分别为12827、7679和2069万人，免费阅读头部应用七猫免费小说、番茄小说、米读小说的月活人数分别为2609、1945和1664万人。免费阅读虽然起步较晚，但用户数量直追行业头部阅读APP。

图 33：付费头部阅读应用月活用户数（万人）



资料来源：艾瑞，东兴证券研究所

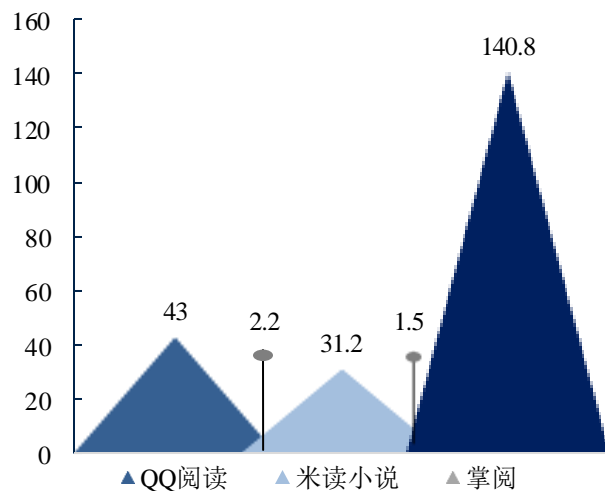
图 34：免费阅读头部应用月活用户数（万人）



资料来源：艾瑞，东兴证券研究所

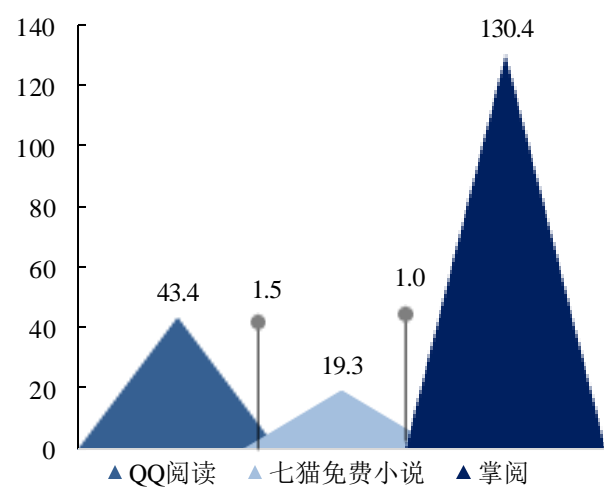
掌阅旗下用户群体受免费阅读冲击影响较低。根据第三方数据监测，米读小说、七猫免费小说等免费阅读应用与掌阅等付费阅读应用旗下用户重合度不足10%。免费模式并未冲击数字阅读付费用户群体，这主要源于免费阅读模式主要是触达国内更细分市场及用户。

图 35：米读小说用户交叉人数（百万人）



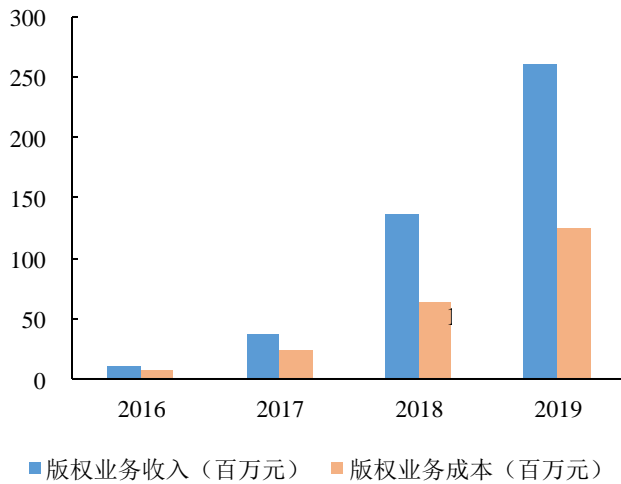
资料来源：Mob Tech，东兴证券研究所

图 36：七猫免费小说用户交叉人数（百万人）

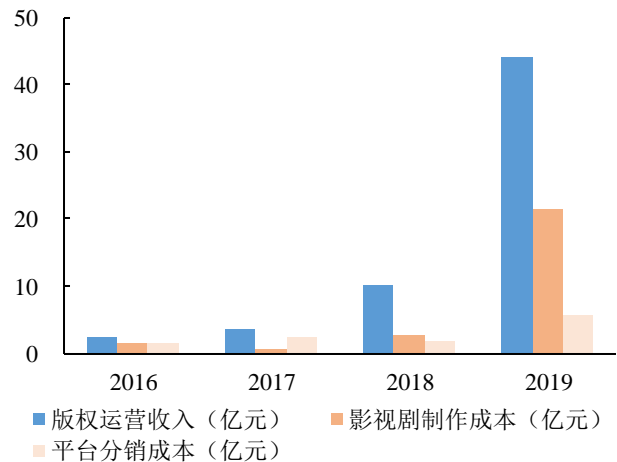


资料来源：Mob Tech，东兴证券研究所

公司实行版权开放策略。免费小说平台发展迅速, 但平台内容主要依赖第三方采购。在此行业格局下, 掌阅科技凭借丰富优质的版权储备, 2019 年开始加大向免费阅读平台分发数字内容, 助力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。公司预计今后将增加对接的第三方平台数量, 将内容通过第三方平台向市场分发, 提升内容收益。

图 37: 掌阅科技版权分销业务收入及成本


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 38: 阅文集团版权运营业务收入及成本


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

7. 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

核心假设:

1) 2020年-2022年, 公司数字阅读业务中免费模式广告收入以及有声业务进入快速发展期, 付费模式向VIP用户侧重, 付费阅读收入保持稳定稳定;

2) 公司加大向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容, 驱动版权产品业务实现较快增长;

根据以上假设, 我们预计2020-2022年公司营收分别为22.70亿元(+21%)、26.78亿元(+18%)、31.27亿元(+17%)。

表 3: 2016-2022E 公司分业务营收预测

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11.98	16.67	19.03	18.82	22.70	26.78	31.27
增速		39%	14%	-1%	21%	18%	17%
数字阅读收入	11.26	15.68	16.56	15.84	18.33	21.13	24.50
增速		39%	6%	-4%	16%	15%	16%
其中: 付费阅读收入					15.91	17.04	18.78
免费模式广告收入					1.87	2.62	3.14
有声阅读收入					0.55	1.47	2.58
版权产品	0.11	0.37	1.37	2.62	3.92	5.10	6.12
增速		236%	270%	91%	50%	30%	20%
硬件产品	0.27	0.54	0.88	0.26	0.30	0.35	0.40
其他主营业务	0.01	0.08	0.22	0.10	0.15	0.20	0.24

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们预计20-22年的公司归母净利润分别为2.57亿元, 3.47亿元和4.35亿元, EPS分别为0.64元, 0.86元以及1.09元(股本暂不考虑定增), 对应现有股价PE分别为50X, 37X和29X。

表 4: 2016-2022E 公司营收及归母净利润

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11.98	16.67	19.03	18.82	22.70	26.78	31.27
增速		39%	14%	-1%	21%	18%	17%
归母净利润	0.77	1.24	1.39	1.61	2.57	3.47	4.35
增速		61%	12%	16%	60%	35%	26%
EPS (元)			0.35	0.40	0.64	0.86	1.09

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

7.2 估值

掌阅科技数字阅读平台盈利模式由用户付费向“付费+广告”转变, 平台月活用户商业价值提升, 我们采用分部估值法。掌阅科技数字阅读平台价值由两部分构成: 1) 付费用户估值; 2) 月活用户估值。

(1) 付费用户估值

2015 年 12 月, 国金天吉、奥飞文化按 40 亿估值战略入股公司。2015 年掌阅数字阅读平台全年付费用户数 1389 万, 对应单付费用户估值 288 元;

因此, 按照单付费用户估值 300-400 元, 预计 2020-2022 年掌阅平台付费用户数 3000-3500 万人, 对应付费用户估值 90-140 亿元。

表 5: 2019 年公司数字阅读平台付费用户人数测算

	2015	2019
数字阅读收入 (亿元)	5.92	15.84
充值消费比	95%	91%
人均充值金额 (元/人/年)	45	60 (假设)
充值用户数 (万人)	1389	2900 (测算)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

(2) 月活用户估值

相比视频 APP、直播 APP、音乐 APP 等平台, 数字阅读平台单个月活日均使用时长略低于视频流媒体。按照月活估值法, 数字阅读平台单个月活用户估值可以在视频流平台月活用户估值基础上有一定折扣。

表 6: 互联网文娱平台单个月活日均时长用户对比

	QQ 音乐 APP	爱奇艺 APP	斗鱼 APP	虎牙 APP	哔哩哔哩 APP	QQ 阅读 APP	掌阅 APP
统计时间段	2018 年三季度	2019 年	2019 年一季 度	2018 年	2019 年	2019 年一季 度	2019 年一季 度
月活用户日均使用时长 (分钟/人)	70	96	60	104	80	55	51

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

参考爱奇艺、腾讯音乐、B 站、虎牙、斗鱼、阅文集团的单月活估值情况, 视频平台和直播平台单月活用户估值区间 150-350 元, 阅文集团单月活用户估值是 100-160 元。对于掌阅平台, 按照单月活用户估值 100-150 元, 掌阅 2019 年月均活跃用户数 1.4 亿计算, 月活用户对应估值 140-210 亿元。

表 7: 互联网文娱平台单个月活估值区间

	腾讯音乐	爱奇艺	斗鱼	虎牙	B 站	阅文集团	掌阅科技
月活用户 (亿人)	6.61	4.76	1.63	1.5	1.28	2.2	1.4
市值上限 (2019 年至今)	2296	1547	273	461	453	370	210
市值下限 (2019 年至今)	1148	773	148	230	226	213	140

单月活用户上限（元/人）	347	325	167	307	354	168	150
单月活用户下限（元/人）	174	162	91	154	177	97	100

资料来源：wind，东兴证券研究所

8. 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、与百度战略合作协同效应不及预期；
- 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	1982	2277	营业收入	1903	1882	2270	2678	3127
货币资金	1032	1199	1249	1352	1492	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	-43
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	444	493	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	290	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	378	477
资产总计	1591	1912	2140	2426	2769	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	378	477
应付账款	230	289	334	381	435	所得税	7	18	19	26	33
预收款项	11	27	41	60	81	净利润	136	147	249	352	444
一年内到期的非流	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	435
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%	41.06%	26.13%
资本公积	369	380	380	380	380	归属于母公司净利	12.62%	15.57%	59.57%	35.00%	25.49%
未分配利润	311	412	515	654	828	获利能力					
归属母公司股东权	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	2769	净利率(%)	7.15%	7.80%	10.99%	13.14%	14.19%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.86%	8.75%	8.42%	12.00%	14.30%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	12.52%	12.98%	18.76%	22.48%	24.72%
经营活动现金流	143	309	134	235	313	偿债能力					
净利润	136	147	249	352	444	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			2.29		
财务费用	-41	-34	-37	-39	-43	速动比率			2.29		
应收账款减少	0	0	-90	-67	-74	营运能力					
预收帐款增加	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	3	1	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	-30	每股指标(元)					
投资收益	12	38	48	58	58	每股收益(最新摊)	0.35	0.40	0.64	0.86	1.09
筹资活动现金流	-10	-9	-92	-134	-175	每股净现金流(最)	0.65	0.99	0.12	0.26	0.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	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	92.31	80.78	50.43	37.36	29.77
资本公积增加	0	11	0	0	0	P/B	11.64	10.44	9.46	8.40	7.36
现金净增加额	260	399	50	104	139	EV/EBITDA	81.23	60.28	46.91	32.11	24.89

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。

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。