

掌阅科技（603533）：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值

——传媒系列报告之 11

报告摘要：

掌阅 App 较好平衡用户体验与商业变现。

（1）对比 QQ 阅读，掌阅长于产品设计与运营。掌阅 App 的宣传口号是“引领品质阅读”，而 QQ 阅读 App 的宣传口号是“看小说大全的电子小说阅读神器”。可以看到，掌阅 App 的产品定位已经由阅读器工具升级为关注用户体验。掌阅 App 主界面功能围绕荐书机制、商业变现、有声书，而 QQ 阅读 App 主界面的功能单一，主要为荐书机制。对比看出，掌阅 App 主界面功能丰富并具有差异化，不浪费任何资源，版面利用效率更高。

（2）对比免费应用，掌阅赢在内容储备、用户管理与服务。掌阅数字内容储备数量在 40 万本左右，并具有原创网文生产优势；掌阅 App 具有比较完备的会员体系、社交互动和阅读奖励系统；支持用户备注想法、分享、打赏作者、投票等功能；同时建立详细的题材分类，方便细分用户寻找喜爱的品类和题材。

有声书赛道优于数字阅读。

近几年国内有声书市场悄然崛起，2019 年市场规模有望增至 63.6 亿元。对比数字阅读赛道，有声书具有良好付费模型，主要体现为付费率高、ARPU 值高、用户使用时长低等优势。这些优势的背后原因是：网络文学平台在和网文作者签订合同时，从源头开始版权保护以及划分权益分配。另外有声书一般是基于已经成名文学作品的二次开发，属于网文的衍生市场。这两点因素使得有声书市场具有版权壁垒。

掌阅有声书业务具有较强创收能力。

目前掌阅 App 底部菜单栏分别为“书架、书城、会员、听书、我的”，听书功能设为一级入口。掌阅 App 内热门有声书人气已逼近出版和网文类别的头部作品，听书畅销榜上的头部作品最高在读人数已经破千万，平均在读人数在百万以上，已经基本达到了出版书畅销榜和网文畅销榜的头部作品水平。掌阅 App 上有声书按集付费，一部畅销有声书打包售价在人民币 50 元左右，高于大部分的电子书和字数在 100 万字以下的网文。可见，掌阅的有声书业务已具备较强的创收能力。

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	108.94	95.33	59.51	44.08	35.13
PB	13.74	12.32	11.17	9.91	8.68

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020 年 07 月 02 日

强烈推荐/上调

掌阅科技

公司报告

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。

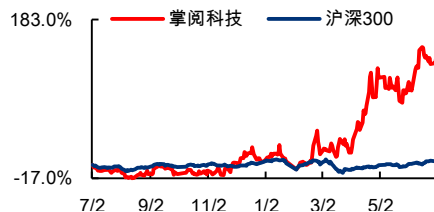
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	38.13-16.47
总市值（亿元）	152.9
流通市值（亿元）	62.21
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	4.76

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

执业证书编号：

S1480119070074

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 60X，44X 和 35X。经测算，掌阅科技股权价值区间 230 亿元-350 亿元。我们认为公司深耕数字阅读领域多年，凭借对于细节的不断追求和对于用户体验的重视，将产品打磨到极致，又凭借着对于市场的敏锐洞察和前瞻性的大局观，在重要领域完成了提前布局 and 成功运营。有声书市场广阔，公司有声书业务发展迅速，卡位长音频赛道将帮助公司创造更多价值，我们坚定看好公司未来表现，上调至“强烈推荐”评级。

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 年掌阅平台付费用户数有望达到 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，月活用户对应该估值 140-210 亿元。

风险提示：1、有声书业务发展不及预期；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. 掌阅 App 较好平衡用户体验与商业变现.....	5
1.1 对比 QQ 阅读，掌阅长于产品设计与运营.....	5
1.2 对比免费应用，掌阅赢在内容储备、用户管理与服务.....	8
2. 有声书赛道优于数字阅读.....	10
2.1 有声书市场悄然崛起.....	10
2.2 有声书具有良好付费模型.....	11
2.3 有声书具有版权壁垒.....	13
3. 掌阅有声书业务具有较强创收能力.....	14
4. 盈利预测与估值.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 估值.....	17
5. 风险提示.....	17

表格目录

表 1: 掌阅及 QQ 阅读版本迭代时间及更新重点.....	6
表 2: 掌阅 App 与 QQ 阅读 App 畅销书覆盖度及价格对比.....	7
表 3: 掌阅科技与阅文集团原创网络文学生产能力对比.....	8
表 4: 数字阅读及有声书 APP 苹果内购畅销榜单.....	12
表 5: 掌阅 APP 内畅销榜排名和人气情况.....	15
表 6: 2016-2022E 公司分业务营收预测.....	16
表 7: 2016-2022E 公司营收及归母净利润.....	16
表 8: 2019 年公司数字阅读平台付费用户人数测算.....	17
表 9: 互联网文娱平台单个月活估值区间.....	17

插图目录

图 1: 掌阅 App 与 QQ 阅读 App 评分对比.....	5
图 2: 掌阅 App 与 QQ 阅读 App 主界面对比.....	6
图 3: 《坏小孩》电子书在掌阅 App 与 QQ 阅读 App 人气.....	7
图 4: 2016 年掌阅科技数字内容储备数量.....	8
图 5: 2019 年阅文集团数字内容储备数量.....	8
图 6: 掌阅 APP、番茄免费小说 APP 社交互动系统对比.....	9
图 7: 付费及免费阅读 APP 功能对比.....	10
图 8: 美国音频娱乐市场规模（亿美元）.....	10

图 9：中国音频娱乐市场规模（亿美元）	10
图 10：有声书市场 5 类玩家	11
图 11：阅文集团月活及付费用户数（百万人）	11
图 12：阅文、腾讯音乐、喜马拉雅 2019 年用户付费率	11
图 13：荔枝和阅文 APRU 值（元）	12
图 14：各类 APP 人均日使用时长（分钟）	13
图 15：移动阅读、移动音乐和有声阅读 APP 日均时长（分钟）、APRU 值（元，右轴）对比	13
图 16：有声书 App 月活规模（2019 年 11 月）	13
图 17：掌阅科技业务板块	14
图 18：掌阅科技有声书业务发展历程	14
图 19：掌阅 APP 电子书和有声书收费模式	15

1. 掌阅 App 较好平衡用户体验与商业变现

1.1 对比 QQ 阅读, 掌阅长于产品设计与运营

产品定位差异化, 关注用户体验, 掌阅 App 具有良好口碑。掌阅 App 与 QQ 阅读 App 均是 2011 年上线的应用产品。截至 2019 年底, 两款产品的月活人数分别稳居移动阅读细分市场第一和第二。从产品定位角度, 两者存在差异化。掌阅 App 的宣传口号是“引领品质阅读”, 而 QQ 阅读 App 的宣传口号是“看小说大全的电子小说阅读神器”。可以看到, 掌阅 App 的产品定位已经由阅读器工具升级为关注用户体验。从用户评分和第三方苹果商店精品推荐次数也能佐证这一点。截至 2020 年 6 月, 掌阅 App 的苹果用户评分为 4.8 分 (满分 5 分), 超过 QQ 阅读; 另外, 掌阅 App 获得苹果商店精品推荐 27 次, QQ 阅读获得推荐 1 次。

我们认为, 同为移动阅读头部产品, 掌阅口碑超越 QQ 阅读的原因在于更加关注用户体验和产品细节。从书籍上架到用户阅读, 掌阅凭借多年的领域深耕, 用心打磨产品细节, 不满足于成为单纯的阅读工具, 而是让读书成为用户的一种高品质享受, 掌阅的目标是打造高质量阅读平台。

图 1: 掌阅 App 与 QQ 阅读 App 评分对比

	掌阅	QQ 阅读
		
上线时间	2011 年	2011 年
产品定位	引领品质阅读	看小说大全的电子小说阅读神器
历史所有版本评分	4.8/5.0	4.7/5.0
苹果精品推荐记录	27 次	1 次

资料来源: App Annie, 东兴证券研究所

掌阅 App 称得上是一款好的互联网产品。掌阅 App 底部菜单栏分别为“书架、书城、会员、听书、我的”, QQ 阅读 App 底部菜单栏“书架、精选、书库、发现、我的”, 可以看到, 掌阅已经将会员模式和听书功能均为设为一级入口; 另外, 掌阅 App 主界面功能围绕荐书机制(②③⑤⑥⑦⑨)、商业变现(⑧)、有声书(④), 而 QQ 阅读 App 主界面的功能单一, 主要为荐书机制(②-⑨)。对比看出, 掌阅 App 主界面功能丰富并具有差异化, 不浪费任何资源, 版面利用效率更高。

图 2：掌阅 App 与 QQ 阅读 App 主界面对比



资料来源：掌阅 APP、QQ 阅读 APP，东兴证券研究所

通过产品版本迭代，目前两者的产品设计已有明显差异化。自掌阅 App 与 QQ 阅读 App 2011 年上线以来，两款应用均经历 7 次大的版本迭代：掌阅 App 最新版本为 7.30.0，版本更新频次 0.5 次/周；QQ 阅读 App 最新版本为 7.2.50，版本更新频次 0.8 次/周。若以不同版本进行划分，可以发现两者在早期（即 3.0 版本及之前），更新重点均在于成为一个合格的电子书阅读器，因此着重于包括翻页效果、字体、书架显示等一系列阅读相关功能的完善。从 4.0 版本开始，两者在不同时期的迭代重心开始分化。

迭代重心的分化折射出掌阅对于数字阅读市场的精准把握和前瞻性的大局观。以内容迭代为例，内容上两者都经历了由电子书、网文逐步扩展至漫画、有声书的扩充路径。但掌阅 2015 年 6 月即在 4.1.0 版本中同步上线了网文及漫画资源，而 QQ 阅读 APP 上线漫画内容的时间是 2017 年 7 月，掌阅在漫画内容上的布局早于 QQ 阅读 2 年，两者听书业务开展时间相近，但从目前运营情况来看，掌阅有声书业务已步入正轨。

表 1：掌阅及 QQ 阅读版本迭代时间及更新重点

时间	掌阅		QQ 阅读	
	时间区间	迭代重点	时间区间	迭代重点
1.0-2.0 时代	2011.9-2013.9	完善阅读体验	2011.4-2014.4	完善阅读体验
3.0 时代	2013.9-2015.4	完善阅读体验	2014.4-2014.11	--
4.0 时代	2015.4-2015.12	扩展内容、 优化荐书机制	2014.11-2015.8	完善阅读体验
5.0 时代	2015.12-2016.12	强化社交功能	2015.8-2016.7	优化荐书机制、 完善阅读体验
6.0 时代	2016.12-2017.9	优化荐书机制、 扩展内容、	2016.7-2019.1	强化社交功能、 优化荐书机制、

		美化界面		完善阅读体验
7.0 时代	2017.9 至今	优化荐书机制、 扩展内容	2019.1 至今	优化荐书机制、 强化社交功能

资料来源：App Annie，东兴证券研究所

注：原数据非完全统计，表格内容根据原数据归类整理而来，迭代重点按更新功能个数的百分比计算

掌阅书城的低价优势反映其运营团队具有较强的市场敏锐度。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。根据当当网 2019 年畅销纸质图书前 100 名的名单，掌阅 App 畅销书覆盖度 65%，平均单本价格 14.58 元。通过对比，可以看到，在出版物电子书领域，掌阅畅销图书覆盖度高，且形成价格优势。

表 2：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

以《坏小孩》电子书为例，该小说在掌阅 App 销售模式是原价 2299 阅饼（对应 22.99 元），购买会员免费阅读（18 元/月）；在 QQ 阅读 App 销售模式是原价 22.99 元，购买会员打 8 折（18 元/月）。在两种销售策略下，《坏小孩》电子书在掌阅 App 的人气更高（评论数超过 3000 条，244 万人气）。

图 3：《坏小孩》电子书在掌阅 App 与 QQ 阅读 App 人气

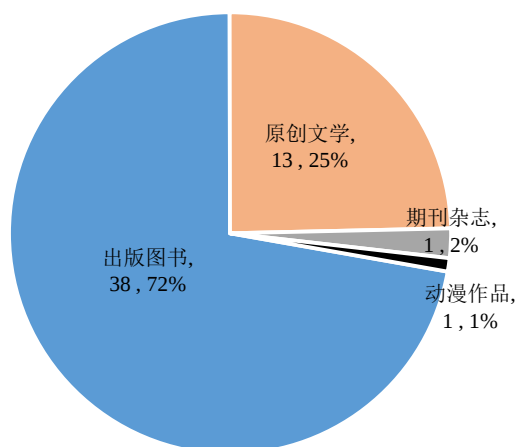


资料来源：掌阅 APP，QQ 阅读 APP，东兴证券研究所

1.2 对比免费应用，掌阅赢在内容储备、用户管理与服务

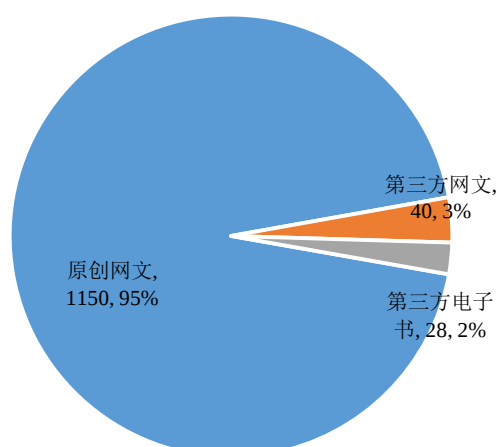
对比免费阅读 App，掌阅平台数字内容储备丰富。掌阅平台已经形成了包括出版书、杂志、网文、漫画、有声书及小视频的数字阅读产品矩阵，而七猫和番茄等免费阅读 APP 只有网文、少量出版书及有声书。从数量上，掌阅数字内容储备数量在 40 万本左右，远超竞争对手（QQ 阅读 13.2 万册，而七猫免费阅读则不足 0.5 万册）。

图 4：2016 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 5：2019 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

对比免费阅读 App，掌阅具有原创网文生产优势。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）。目前国内免费阅读平台在内容生产方面布局较少，主要是引入其他平台的网文内容。

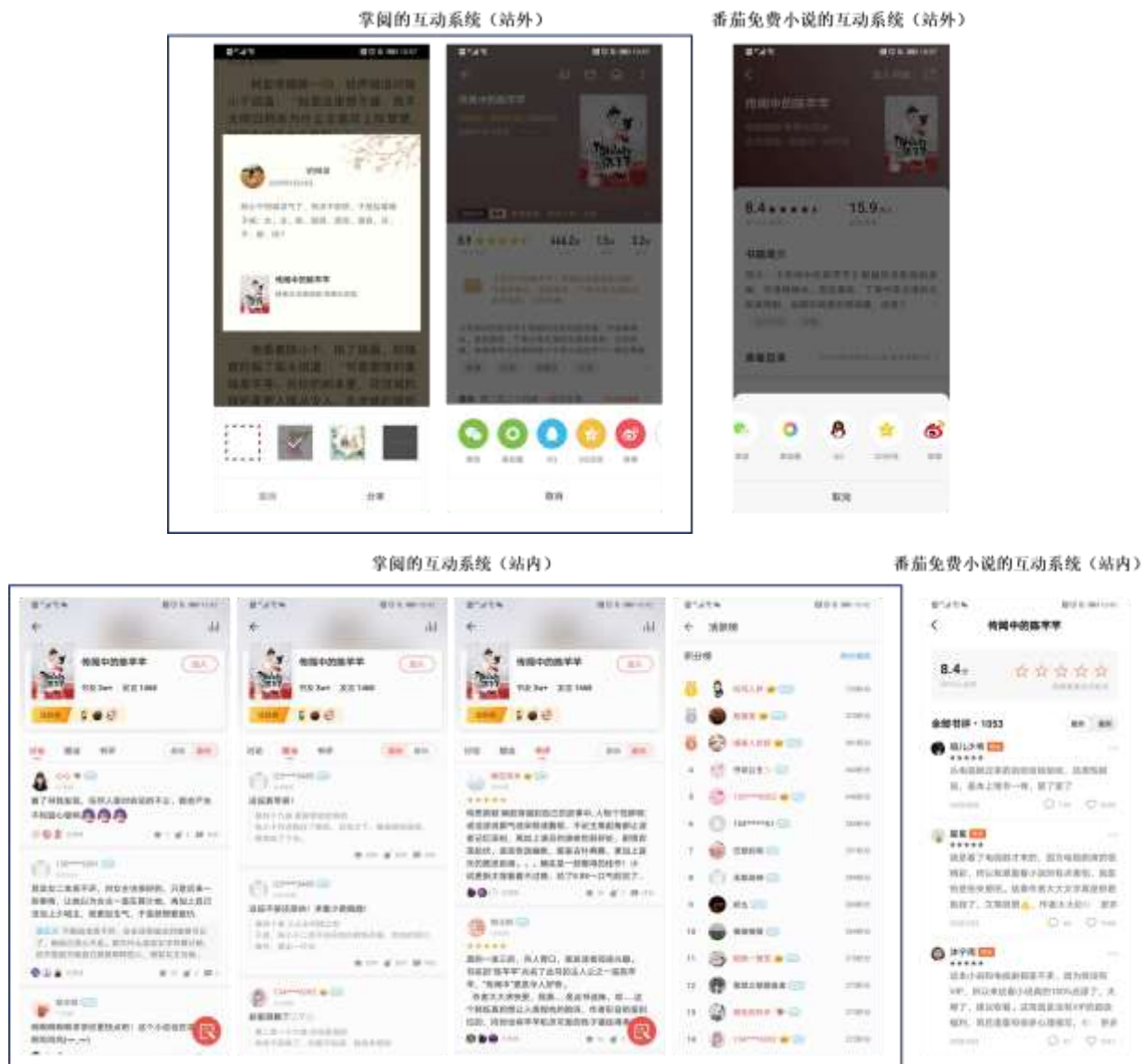
表 3：掌阅科技与阅文集团原创网络文学生产能力对比

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 App 具有比较完备的会员体系、社交互动和阅读奖励系统。掌阅的“书圈”功能有讨论、想法、书评三大系统，有书圈活跃排名等功能，可以满足读者的多种社交需求；掌阅已建立了比较完善的激励体系，奖品包括活跃值/经验值、代金券、阅饼等，和用户阅读、互动等行为关联性较强。反观免费阅读 App，目前产品定位仍处于阅读器功能阶段：没有会员系统；社交互动功能比较简单，仅支持简单的书评；七猫、番茄等免费平台阅读奖励系统仍停留在阅读时长/完成任务→金币→提现模式。可以看到，掌阅丰富的用户管理功能有助于增强用户粘性，提升用户留存率。

图 6：掌阅 APP、番茄免费小说 APP 社交互动系统对比



资料来源：掌阅 App、番茄免费小说 App，东兴证券研究所

细节体现掌阅贯彻用户体验为王。在用户服务上，掌阅平台支持用户备注想法、分享、打赏作者、投票等功能；同时建立详细的题材分类，方便细分用户寻找喜好的品类和题材；一般的免费阅读 App 通常只有男生、女生两个选项。

图 7：付费及免费阅读 APP 功能对比

	掌阅	QQ阅读	七猫免费小说	番茄免费小说
内容供给	网文	多	中	中
	出版书	多	少	少
	有声书	中	无	少
	漫画	中	无	无
	小视频	少	无	无
用户管理	会员体系	站内	无	无
	阅读奖励	时长→活跃值/经验值→代币券/阅读任务→阅读	成长值→成长礼包→卡牌/书券/品类券/优惠券 成长值→推荐票/装扮礼包/奖券	时长/任务→金币→提现 时长/任务→金币→提现
	社交系统	书圈、书籍分享、书摘分享	书友圈、书籍分享、书摘分享	书评、书籍分享
用户服务	阅读附属功能	想法、分享、作者打赏、投票《文本》	想法、分享、作者打赏、投票《章节》、红包、章节打卡	章节评论
	阅读偏好设置	品类和题材均较为详细	题材设置比较详细	男生、女生

资料来源：数字阅读 App，东兴证券研究所

2. 有声书赛道优于数字阅读

2.1 有声书市场悄然崛起

近几年国内有声书市场悄然崛起。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 8：美国音频娱乐市场规模（亿美元）

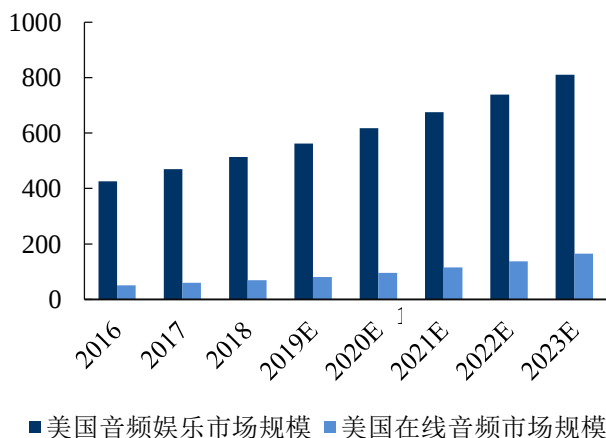
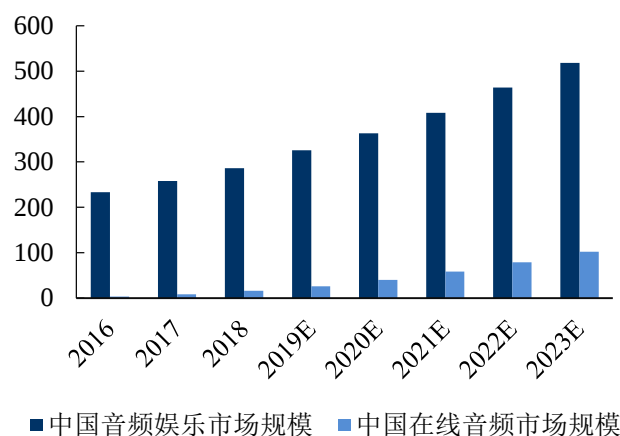


图 9：中国音频娱乐市场规模（亿美元）



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

各类互联网平台陆续布局有声书市场。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。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, 例如喜马拉雅、蜻蜓 FM 等; 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, 例如懒人听书、酷我听书等。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听书功能, 切入有声书市场。2020 年 3 月, 阅文集团与腾讯音乐达成战略合作, 阅文将授权腾讯音乐在其平台上发行有声作品, 共同开拓长音频领域有声作品市场。

图 10: 有声书市场 5 类玩家

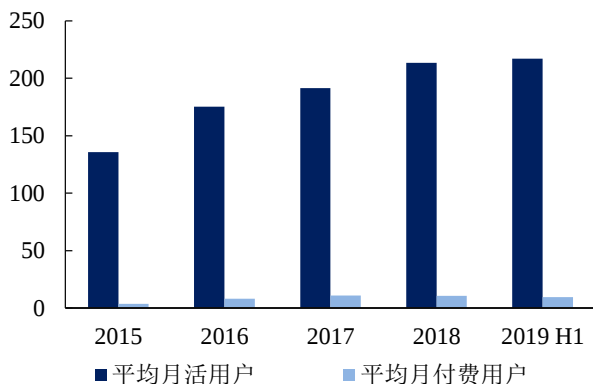


资料来源: 艾瑞, 东兴证券研究所

2.2 有声书具有良好付费模型

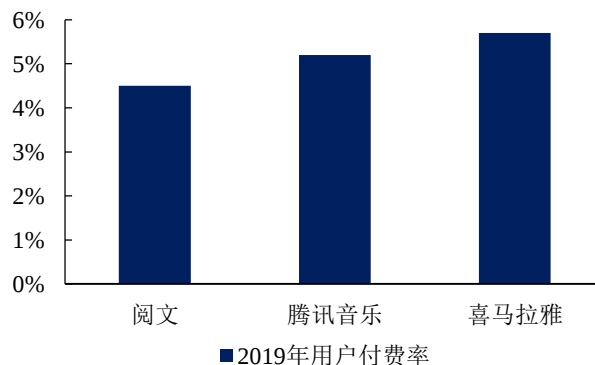
有声书付费率高于数字阅读, 并具有进一步提升趋势。国内网文行业经历近 20 年发展, 用户付费率停留在较低水平。以阅文集团为例, 2019 年公司旗下用户付费率为 4.5%。而互联网音频市场近几年才崛起, 腾讯音乐在线音乐业务用户付费率为 5.2%, 喜马拉雅 FM 的用户付费率在 5.7%, 已经超过网文行业。以喜马拉雅为例, 2018 年 4 月喜马拉雅会员系统上线, 截至 2019 年 5 月, 喜马拉雅付费会员数已突破 400 万, 年复合增长率超过 1100%, 付费率年复合增长率 776%, 显示有声业务付费率有望进一步提升。

图 11: 阅文集团月活及付费用户数 (百万人)



资料来源: 阅文集团年报, 东兴证券研究所

图 12: 阅文、腾讯音乐、喜马拉雅 2019 年用户付费率

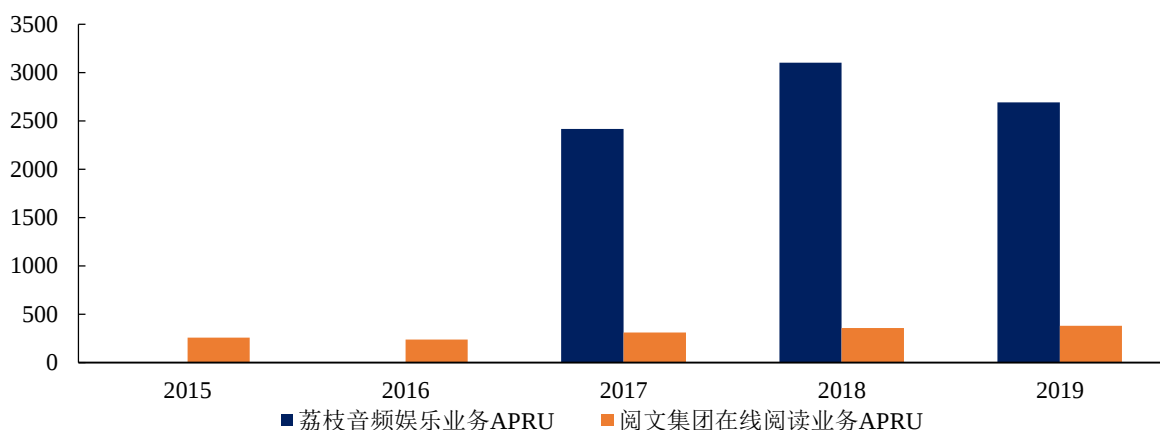


资料来源: 公司年报, 36Kr, 东兴证券研究所

有声书付费用户 ARPU 值远高于移动阅读。2019 年，荔枝音频娱乐业务的 APRU 值为 2690 元，喜马拉雅 APRU 值在 696 元，而阅文集团在线阅读业务的 APRU 值仅为 379 元。从苹果内购榜单看，有声书 APP 内畅销项目的价格也普遍更高，如连续包月 VIP 的价格，掌阅和阅文分别为 15 和 18 元，而懒人听书和喜马拉雅分别为 18 和 25 元。

（喜马拉雅年度 APRU 值，根据其 2019 年披露的月 ARPU 值为 58 元推算）

图 13：荔枝和阅文 APRU 值（元）



资料来源：公司招股书、年报，东兴证券研究所

表 4：数字阅读及有声书 APP 苹果内购畅销榜单

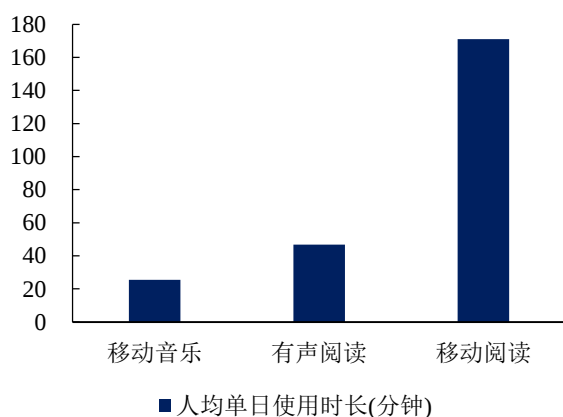
掌阅			QQ 阅读		喜马拉雅 FM		懒人听书	
项目	价格		项目	价格	项目	价格	项目	价格
TOP1	畅读套餐 1	¥6.00	600 阅点	¥6.00	会员连续包月	¥20.00	60 懒人币	¥6.00
TOP2	畅读套餐 14	¥1.00	1200 阅点	¥12.00	6 喜点	¥6.00	120 懒人币	¥12.00
TOP3	畅读套餐 2	¥30.00	3000 阅点	¥30.00	18 喜点	¥18.00	300 懒人币	¥30.00
TOP4	掌阅 VIP 畅读套餐	¥15.00	1800 阅点	¥18.00	50 喜点	¥50.00	180 懒人币	¥18.00
TOP5	畅读套餐 11	¥12.00	5000 阅点	¥50.00	118 喜点	¥118.00	500 懒人币	¥50.00
TOP6	畅读套餐 4	¥98.00	QQ 阅读会员连续包月	¥18.00	218 喜点	¥218.00	一个月 VIP	¥18.00
TOP7	畅读套餐 3	¥50.00	9800 阅点	¥98.00	1 个月喜马拉雅 VIP	¥25.00	连续包月会员	¥15.00
TOP8	畅读套餐 13	¥25.00	1 个月连续包月	¥12.00	42 喜钻	¥6.00	连续包月会员	¥15.00
TOP9	包月套餐 1	¥18.00	100 阅点	¥1.00	会员连续包季	¥58.00	980 懒人币	¥98.00
TOP10	畅读套餐 17	¥198.00	QQ 阅读连续包月（首开优惠）	¥18.00	1 年喜马拉雅 VIP	¥128.00	三个月 VIP	¥50.00

资料来源：Apple Store，东兴证券研究所

从时长角度, 有声书变现效率比数字阅读高。据易观统计, 2019 年 11 月, QQ 音乐、酷狗音乐、荔枝、QQ 阅读的日活用户人均单日使用时长分别为 18 分钟、32 分钟、53 分钟、148 分钟, 但对应的年 APRU 则分别为 212 元、212 元、2960 元和 379 元。目前国内单个用户在移动互联网的使用时长已经进入增长瓶颈, 有声书付费用户 APRU 高, 使用时长低于数字阅读用户, 对于平台方而言, 有声书业务单位时间内变现效率更高。

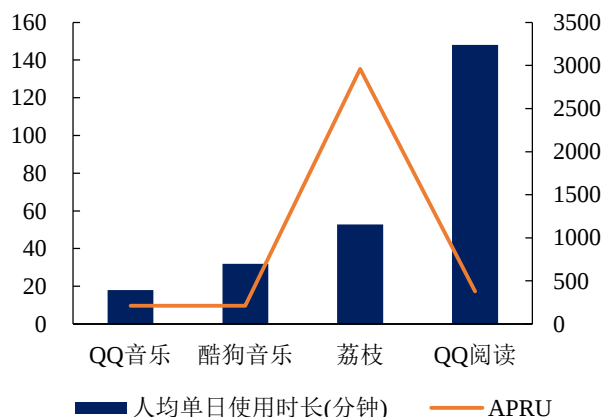
(其中 QQ 音乐和酷狗音乐 APRU 值根据腾讯音乐 2019 年年报披露的在线音乐业务数据推算, 荔枝和 QQ 阅读 APRU 值根据其 2019 年年报推算)

图 14: 各类 APP 人均日使用时长 (分钟)



资料来源: 易观, 东兴证券研究所

图 15: 移动阅读、移动音乐和有声阅读 APP 日均时长 (分钟)、APRU 值 (元, 右轴) 对比

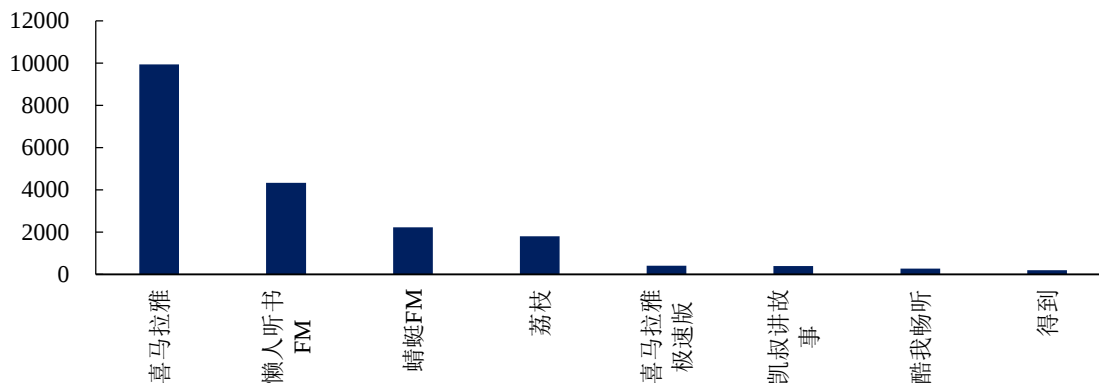


资料来源: 易观, 公司招股书, 公司年报, 东兴证券研究所

2.3 有声书具有版权壁垒

相较于数字阅读, 有声书具有版权壁垒。网络文学平台在和网文作者签订合同时, 一般会规定作者将作品在全球范围内的音频改编权独家授予平台, 并将净收益的 50% 分配给作者。从源头开始版权保护以及权益分配, 因此有声书版权管理较好。另外有声书一般是基于已经成名文学作品的二次开发, 属于网文的衍生市场。这两点因素使得有声书市场具有版权壁垒。目前国内数字阅读领域还存在大量的盗版平台和长尾数字阅读平台, 而有声书则更集中于少数的头部玩家。

图 16: 有声书 App 月活规模 (2019 年 11 月)



资料来源: 易观, 东兴证券研究所

3. 掌阅有声书业务具有较强创收能力

掌阅 App 成为集看书、听书、娱乐社交等于一体的综合数字阅读服务平台。掌阅围绕数字阅读内容，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。目前，公司旗下共有数字阅读平台、数字内容生产、版权业务、有声书业务共有四大业务板块。

图 17：掌阅科技业务板块



资料来源：公司公告，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。

图 18：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

掌阅 App 内热门有声书人气已逼近出版和网文类别的头部作品。目前，掌阅听书畅销榜上的头部作品最高在读人数已经破千万，平均在读人数在百万以上，已经基本达到了出版书畅销榜和网文畅销榜的头部作品水

平。根据免费小说 App 七猫小说的数据来看, 作品人气约是在读人数的 10 倍, 若考虑到这一因素, 则两者更为接近。

表 5: 掌阅 APP 内畅销榜排名和人气情况

听书畅销榜			出版畅销周榜		女生热销榜	
排名	书名	在听人数	书名	人气	书名	人气
TOP1	上门龙婿	101.9w	与狼共枕	63.2w	我帮首富花钱挡灾	415.7w
TOP2	赘婿当道	688.4w	大秦当道 (套装版)	7108.2w	旺夫小农妻	2253w
TOP3	斗罗大陆	184.4w	三体全册 (全三册)	539.7w	重生八零俏佳妻	2383.9w
TOP4	逍遥兵王	1290.9w	靠近你, 淹没我	162.2w	科举逆袭: 最强女首辅	825.5w
TOP5	修罗武神	1081.5w	簪中录合集	8819.4w	戏精王妃	1400.9w
TOP6	医武兵王	303.3w	若春和景明	499.4w	财阀小娇妻	8576.3w
TOP7	阴阳通灵师	977.7w	懂语书年	3942.3w	聂先生****	4012.2w
TOP8	极品上门女婿	128.1w	五大贼王	5358.6w	三爷, 夫人她又惊艳全球了	14000w
TOP9	特种兵在山村	537w	傅少的心尖宠	406.2w	重生后, 渣总追妻***	412.9w
TOP10	神秘老公惹不起	96.7w	明朝那些事儿大合集	4935.8w	医品嫡妃	461.1w

资料来源: 掌阅 App, 东兴证券研究所

注: 榜单采集时间: 2020 年 6 月 28 日

有声书平均价格要高于电子书。掌阅 App 上有声书按集付费, 每集收费 20 阅饼 (约为人民币 0.2 元, 和 QQ 阅读基本相同), 一般一部有声书前 100 集免费, 后 300-400 集收费, 一部畅销有声书打包售价 (7 折) 在人民币 50 元左右, 高于大部分的电子书和字数在 100 万字以下的网文 (掌阅 APP 网文售价约在 5-6 阅饼/千字, 或按章节付费)。可见, 掌阅的有声书业务已具备较强的创收能力。

图 19: 掌阅 APP 电子书和有声书收费模式



资料来源: 掌阅 App, 东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 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 6：2016-2022E 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 60X，44X 和 35X。

表 7：2016-2022E 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

4.2 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。

经测算，掌阅科技股权价值区间 230 亿元-350 亿元。我们认为公司深耕数字阅读领域多年，凭借对于细节的不断追求和对于用户体验的重视，将产品打磨到极致，又凭借着对于市场的敏锐洞察和前瞻性的大局观，在重要领域完成了提前布局 and 成功运营。有声书市场广阔，公司有声书业务发展迅速，卡位长音频赛道将帮助公司创造更多价值，我们坚定看好公司未来表现，上调至“强烈推荐”评级。

（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 年掌阅平台付费用户数有望达到 3000-3500 万人，对应付费用户估值 90-140 亿元。

表 8：2019 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

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 9：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

5. 风险提示

1、有声书业务发展不及预期；

- 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		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%
											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						108.94	95.33	59.51	44.08	35.13
资本公积增加						0	11	0	0	0	P/B						13.74	12.32	11.17	9.91	8.68
现金净增加额						260	399	50	104	139	EV/EBITDA						97.13	72.24	56.26	38.57	29.96

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。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

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。