

深耕付费+免费阅读拥抱新周期,拥抱字节B站IP生态走上新台阶

——掌阅科技深度报告

公司深度

● 数字阅读龙头,付费+免费融合逐步成功,迎来在线阅读变现新周期

掌阅科技专注于数字阅读,在国内数字阅读平台中位于领先地位,公司主营业务以数字阅读和版权业务为主。用户规模不断扩大,2020H1 MAU 达1.7亿人。2020年全年实现归母净利润2.55-2.74亿,同比增长58.38%-70.06%。其中2020年第四季度公司实现归母净利润0.89-1.08亿元,同比增加67.83%-103.33%,业绩创历史最佳。

● 在线阅读行业保持稳定增长,进入Z世代变现新周期,IP衍生蓬勃发展

2020年网络文学市场规模超370亿元,用户规模超5亿人。90后读者占比达55.6%,Z世代付费意愿强烈。免费阅读兴起,网文市场进入付费+免费融合阶段。IP衍生开发成为在线阅读产业链的重要环节,百度、字节跳动等互联网平台持续加码布局网文生态。

● 掌阅深耕网文付费阅读,免费阅读布局成功

公司旗下拥有掌阅文化、红薯中文网、趣阅小说网等网文站点,优质网文内容资源丰富。掌阅APP以预装机模式推广渠道,对接海量移动用户,为优质流量入口。根据易观千帆数据,2021年1月掌阅在阅读类APP中以6350.4万MAU位列第一。公司于2019年3月上线得间小说免费阅读APP,免费阅读布局成功,近一年排名稳定。得间小说APP设计完善,内容丰富覆盖男频女频漫画有声,并针对价格敏感用户推出福利返现功能,以免费阅读变现,以内容+激励保障留存。

● 网文IP版权运营发展迅速,未来空间广阔

2019年掌阅科技版权产品收入2.62亿元,同比大幅增长91.17%。掌阅影视动漫手游改编全面布局,IP运营初见规模,已成功推出多款IP衍生作品。近期字节跳动入股公司,哔哩哔哩参与公司定增,IP衍生有望全面加速。

● 看好公司付费与免费融合的商业化变现模式,与互联网大平台的加速深入合作,IP衍生全方位加强布局,维持“强烈推荐”评级

预计公司2020-2022年净利润分别为2.69/4.22/6.01亿元,同比分别增长67%/57%/42.5%,对应PE分别为68/43/30倍,维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示:免费阅读发展不及预期,网文IP衍生竞争加剧等。

财务摘要和估值指标(2021.2.19)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,903	1,882	2,093	2,766	3,607
增长率(%)	14.2	-1.1	11.2	32.2	30.4
净利润(百万元)	139	161	269	422	601
增长率(%)	12.6	15.6	67.0	57.0	42.5
毛利率(%)	29.5	37.6	45.0	48.2	49.6
净利率(%)	7.3	8.6	12.8	15.3	16.7
ROE(%)	12.2	11.7	17.5	22.1	24.8
EPS(摊薄/元)	0.35	0.40	0.61	0.96	1.37
P/E	57.6	48.8	67.5	43.0	30.2
P/B	7.2	6.1	12.5	10.0	7.8

资料来源:Wind,新时代证券研究所预测,股价时间为2021年2月19日

强烈推荐(维持评级)

马笑(分析师)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280520070001

宋尚杰(联系人)

songshangjie@xsdzq.cn

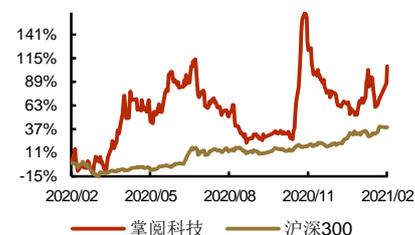
证书编号: S0280120050015

市场数据

时间 2021.02.19

收盘价(元):	41.34
一年最低/最高(元):	17.0/58.2
总股本(亿股):	4.39
总市值(亿元):	181.44
流通股本(亿股):	4.01
流通市值(亿元):	165.77
近3月换手率:	206.72%

股价一年走势



相关报告

《2020全年净利预增58.38%-70.06%,2021年有望维持高速增长》2021-01-27

《引入字节成为第三大股东,深化合作全面赋能公司业务》2020-11-04

《2020H1净利增长72.82%,付费+免费模式持续验证》2020-08-26

《Q1净利增长78%,毛利率同增12%,迎来在线阅读变现新周期》2020-04-27

《付费+免费融合成功,商业化变现能力提升迎来业绩增长拐点》2020-04-12

盈利预测、估值与目标价、评级

公司付费与免费模式融合的商业模式持续得到验证，商业化变现能力大大提升。IP 衍生全面布局，字节入股，B 站认购定增后公司将加强与互联网平台之间的业务合作，充分利用公司优质网文内容的 IP 价值。看好掌阅数字阅读及版权领域的发展空间，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.69/4.22/6.01 亿元，同比分别增长 67%/57%/42.5%，对应 PE 分别为 68/43/30 倍，维持“强烈推荐”评级。

关键假设

- 1) 在线阅读行业：网络文学行业一方面受到移动互联网用户增长红利逐步消退影响，用户规模增速逐步下滑，另一方面 Z 世代用户占比逐渐提升，Z 世代用户消费能力较强，并有更强正版意识，同时随着国家版权保护相关法律法规进一步完善，盗版损失逐渐减少，假设行业未来 3 年保持 10%-15% 增长速度。
- 2) 版权衍生行业：网文作为 IP 衍生产业链上游，具备持续输出优质 IP 能力，随着《斗罗大陆》、《庆余年》、《元龙》等成功网文改编作品持续破圈，影视、动漫、游戏等文娱行业将充分认识网文 IP 的商业价值，网文版权衍生行业有望高速增长。
- 3) 数字阅读业务：公司付费+免费商业模式成熟，已有头部作者稳固，不断吸纳孵化新作者，持续产出海量网文内容，付费阅读受益于年轻读者正版意识加强及消费能力提升，免费阅读受益于疫情后经济上行周期广告主预算充足，假设数字阅读业务未来 3 年增速保持在 20% 以上。
- 4) 版权产品业务：一方面公司加强与字节旗下番茄小说合作，加大网文内容版权输出，另一方面公司全面布局 IP 衍生，战略入股微短剧制作代表公司等闲，定增受到哔哩哔哩认购，公司 IP 衍生将迎来高速发展，假设版权产品业务未来 3 年增速将达到 70%。

我们与市场的观点的差异

市场对于掌阅网文 IP 价值以及 IP 改编能力认识不足，我们认为《元龙》等作品的成功充分证实掌阅内容 IP 价值及衍生改编能力，字节入股及 B 站认购定增将大大加强公司 IP 衍生内容在消费者端的触达能力，看好公司 IP 衍生业务高速增长。

股价上涨的催化因素

通过与字节流量渠道及番茄小说合作，业务提质增效带来业绩增长。

布局 IP 衍生，推出动画、微剧、影视等作品中产出爆款。

与互联网平台达成业务合作，多维度赋能公司业务。

投资风险

免费阅读发展不及预期，网文 IP 衍生竞争加剧，宏观经济波动影响广告主投放，市场监管风险等

公司历史收入构成及收入预测

主营构成(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1666.99	1903.15	1882.35	2092.75	2766.40	3606.71
yoy		14.17%	-1.09%	11.18%	32.19%	30.38%
数字阅读	1568.10	1656.00	1583.83	1742.21	2177.76	2613.32
yoy		5.61%	-4.36%	10%	25%	20%
版权产品	36.70	136.86	261.64	340.14	578.24	983.00
yoy		272.92%	91.17%	30%	70%	70%
硬件产品	53.88	88.32	26.48	0	0	0
yoy		63.91%	-70.02%	-	-	-
其他业务	8.30	21.97	10.40	10.40	10.40	10.40
yoy		164.62%	-52.68%	0%	0%	0%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司盈利预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1903.2	1882.3	2092.7	2766.4	3606.7
YoY(%)	14.2	-1.1	11.2	32.2	30.4
净利润(百万元)	139.3	161.0	268.8	422.1	601.4
YoY(%)	12.6	15.6	67.0	57.0	42.5
毛利率(%)	29.5	37.6	45.0	48.2	49.6
净利率(%)	7.3	8.6	12.8	15.3	16.7
ROE(%)	12.2	11.7	17.5	22.1	24.8
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.6	1.0	1.4
P/E(倍)	130.2	112.7	67.5	43.0	30.2
P/B(倍)	16.3	14.6	12.5	10.0	7.8

资料来源: wind, 新时代证券研究所

目 录

1、 专注数字阅读，付费+免费融合成功，迎来在线阅读变现新周期.....	6
1.1、 公司概况：多年深耕数字阅读，领先国内数字阅读平台.....	6
1.2、 业绩概况：业绩延续高速增长，MAU 达 1.7 亿人.....	8
1.3、 股权&合作：字节跳动成为公司第三大股东，定增得到哔哩哔哩及多家基金机构认购.....	9
2、 在线阅读保持稳定增长，进入 Z 世代变现新周期，IP 衍生蓬勃发展.....	11
2.1、 市场规模维持双位数增速，用户规模及使用时长保持稳定.....	11
2.2、 用户粘性增强，Z 世代读者付费意愿强烈.....	12
2.3、 免费阅读兴起，网文市场进入付费+免费融合阶段.....	14
2.4、 互联网巨头加码，IP 衍生产业快速发展.....	15
3、 掌阅深耕网文付费阅读，内容丰富覆盖海量用户.....	16
3.1、 付费阅读商业模式以会员和充值阅读为主.....	16
3.2、 掌阅旗下付费小说平台资源丰富，品类众多.....	17
3.3、 以预装机模式推广渠道，签约作者分成方式完善.....	17
4、 免费阅读布局成功，得间 APP 变现方式多样，内容及渠道为核心竞争力.....	18
4.1、 掌阅 2019 年上线得间小说免费阅读 APP，近一年排名稳定.....	18
4.2、 得间 APP 以免费阅读变现，内容+激励保障留存.....	20
5、 网文 IP 版权运营发展迅速，未来空间广阔.....	21
5.1、 版权运营持续推进，业务收入大幅增加.....	21
5.2、 影视动漫手游改编全面布局，IP 运营初见规模.....	22
5.3、 版权合作稳步推进，加强多领域布局.....	24
5.4、 布局短视频领域，平台内容受欢迎.....	25
6、 投资建议：看好公司与互联网大平台的协同合作，维持“强烈推荐”评级.....	26
7、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 掌阅科技旗下内容平台丰富.....	6
图 2： 掌阅旗下得间小说进军免费阅读市场.....	6
图 3： 掌阅科技发展历程.....	7
图 4： 公司主营业务以数字阅读和版权业务为主.....	7
图 5： 2020Q3 营业收入同比增长 7.53%.....	8
图 6： 2020Q3 归母净利润同比增长 53.76%.....	8
图 7： 2019-2020 年加大营销投入，2020 前三季度销售费用率达 25.24%.....	8
图 8： 2020 年 H1 掌阅 MAU 达 1.7 亿人.....	9
图 9： 2020 年网络文学市场规模预计达 372.1 亿元.....	11
图 10： 2020 年网络文学用户规模超 5 亿人.....	11
图 11： 2020H1 21.2% 用户每天都会进行数字阅读.....	12
图 12： 2020H1 近四成用户单周阅读时长超过五小时.....	12
图 13： 2019 年版权收入占比已达 28.9%.....	12
图 14： 2020 中国移动阅读行业用户月均使用时长及同比增速.....	13
图 15： 90 后读者占比达 55.6%，Z 世代付费意愿强烈.....	13

图 16:	电子书 APP 及电子书网站是用户日常阅读最主要的渠道方式.....	14
图 17:	付费阅读用户下降, 免费阅读用户持续增加.....	14
图 18:	2020 年在线阅读 MAU TOP5 (单位: 万).....	14
图 19:	行业产业链主要分为内容创作-渠道分发-衍生开发.....	15
图 20:	2020 移动阅读行业收入构成.....	16
图 21:	用户通过支付阅饼购买付费书籍.....	17
图 22:	用户购买会员阅读部分书籍.....	17
图 23:	书山中文网作者千字全勤奖激励方式.....	18
图 24:	得间小说男频热读榜.....	19
图 25:	得间小说女频热读榜.....	19
图 26:	得间小说 APP 功能解构.....	19
图 27:	近一年小米应用市场得间小说 APP 排名趋势.....	20
图 28:	得间小说阅读赚钱体系示例.....	20
图 29:	得间小说阅读赚钱体系推广.....	20
图 30:	拼多多广告在得间 APP 开屏和插页的投放.....	21
图 31:	抖音广告在得间 APP 阅读横幅的投放.....	21
图 32:	2019 版权产品营收同比增长 91.09%.....	21
图 33:	2019 版权产品毛利同比增长 86.56%.....	21
图 34:	改编《元龙》动画 2 天播放量破千万.....	22
图 35:	同名改编动画《元龙》由掌阅影业出品.....	22
图 36:	《惹上冷殿下》在超过 190 个国家地区开播.....	22
图 37:	《总裁在上》长期占据骨朵数据 top 5.....	22
图 38:	《妖神记》手游月流水过亿.....	23
图 39:	《妖神记》动画播放量超 15 亿.....	23
图 40:	《豪门天价前妻》漫画点击量超 32 亿.....	23
图 41:	《少帅你老婆又跑了》漫画总点击量破 8 亿.....	23
图 42:	《指染成婚》漫画登顶韩国 naver 平台海外作品第一位.....	24
图 43:	公司独家签约作品及引进精品图书.....	25
图 44:	公司引进《凯叔讲历史》版权.....	25
图 45:	《指染成婚》有声书上线半年内点击破千万.....	25
图 46:	歪嘴战神、《元龙》等短视频作品受到欢迎.....	26
图 47:	掌阅读书账号获近 340w 粉丝.....	26
表 1:	掌阅科技大股东明细 (截至 2021.2.10).....	9
表 2:	掌阅科技计与新增关联方在 2020 年 11 月至 2021 年 10 月期间产生日常关联交易.....	10
表 3:	掌阅科技计非公开发行认购对象.....	10
表 4:	掌阅科技计非公开发行投资项目.....	11
表 5:	付费阅读与免费阅读对比.....	14
表 6:	2019-2020 部分移动阅读行业投融资情况.....	16
表 7:	掌阅旗下付费平台充值模式.....	17
表 8:	得间小说 APP 广告投放位置及类型.....	21
表 9:	2019 年前十动漫中《灵剑尊》排名第七.....	24
表 10:	掌阅科技在抖音、快手上的账号内容布局.....	25
表 11:	可比公司估值对比.....	27

1、 专注数字阅读， 付费+免费融合成功， 迎来在线阅读变现新周期

1.1、 公司概况： 多年深耕数字阅读， 领先国内数字阅读平台

掌阅科技专注于数字阅读，在国内数字阅读平台中位于领先地位。旗下拥有掌阅文化、红薯中文网、趣阅小说网等内容平台，数字内容资源丰富，品类众多，拥有数字阅读内容 50 多万册。经过多年深耕数字阅读，已积累庞大的移动用户规模，2020 年上半年月活跃用户数量达 1.7 亿人，在国内数字阅读平台中稳居领先地位。

图1： 掌阅科技旗下内容平台丰富



资料来源：各内容平台官网，新时代证券研究所

公司 2019 年布局免费阅读市场，上线得间免费小说 APP，并持续推进版权业务。得间小说通过多元的广告形式在 APP 页面进行变现。至此，公司将付费与免费模式相结合，商业化增值成效初显。公司在版权业务方面也持续推进，同时受益免费阅读发展与 IP 运营，2019 年公司版权产品收入 2.62 亿元，同比大幅增长 91.17%。

图2： 掌阅旗下得间小说进军免费阅读市场

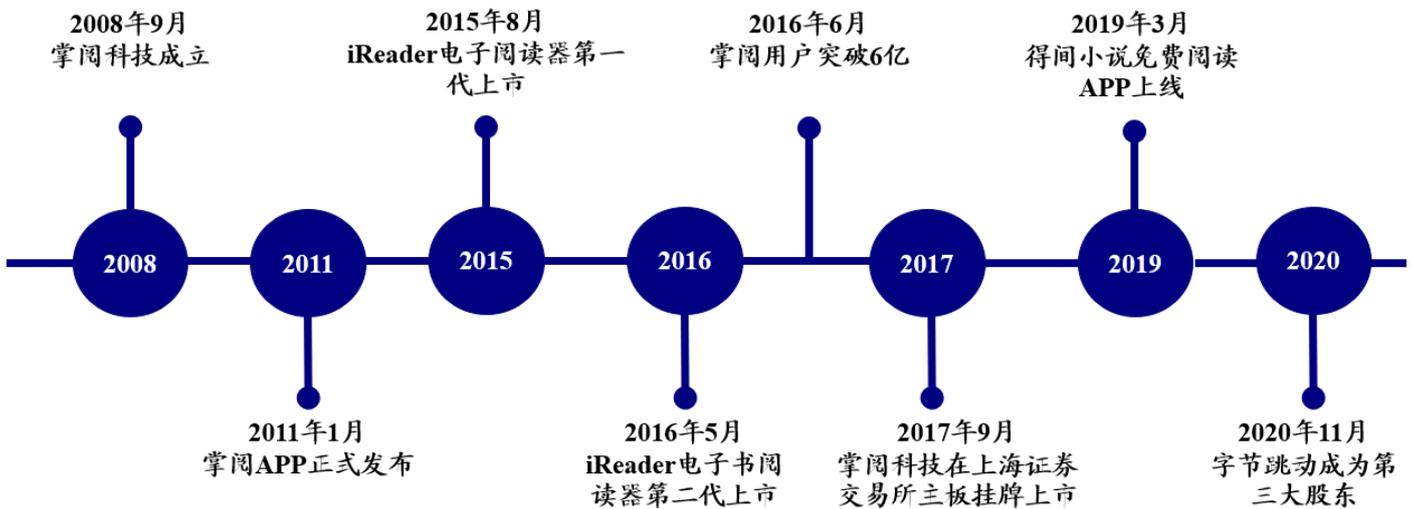


资料来源：得间小说官网，新时代证券研究所

深耕数字阅读十二年，稳居移动阅读分发平台龙头。掌阅科技股份有限公司成立

于2008年9月，专注于数字阅读，是我国领先的移动阅读分发平台。2011年1月，掌阅APP正式发布。2015年8月，iReader电子阅读器第一代上市。2016年5月，iReader电子书阅读器第二代上市；6月，掌阅用户突破6亿；12月，掌阅6.0版本上线。2017年9月，掌阅科技在上海证券交易所主板挂牌上市。2019年3月，掌阅上线得间小说免费阅读APP，开始布局免费阅读市场。2020年11月，公司引入字节跳动成为第三大股东。

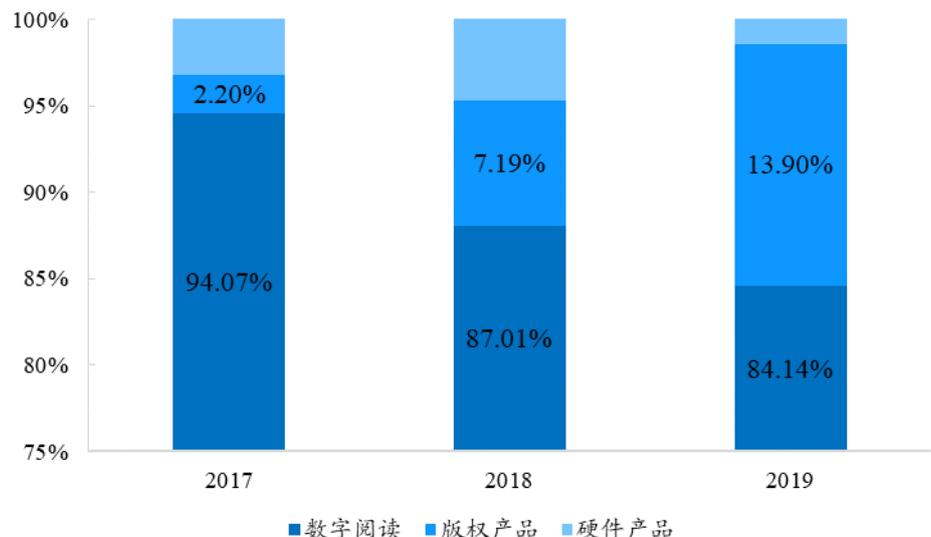
图3：掌阅科技发展历程



资料来源：掌阅科技官网、新时代证券研究所整理

公司主营业务为数字阅读及版权产品。2017-2019年公司主营业务为数字阅读、版权产品及硬件业务，其中版权产品收入占比逐渐增加，由2017年占比仅2.2%增长至2019年占比13.9%。同期内数字阅读业务占比有所下降，由2017年94.07%下降至2019年84.14%。2019年3月5日，公司出售全资子公司深圳市掌阅科技有限公司，不再将硬件业务纳入合并范围。

图4：公司主营业务以数字阅读和版权业务为主



资料来源：wind，新时代证券研究所

1.2、业绩概况：业绩延续高速增长，MAU 达 1.7 亿人

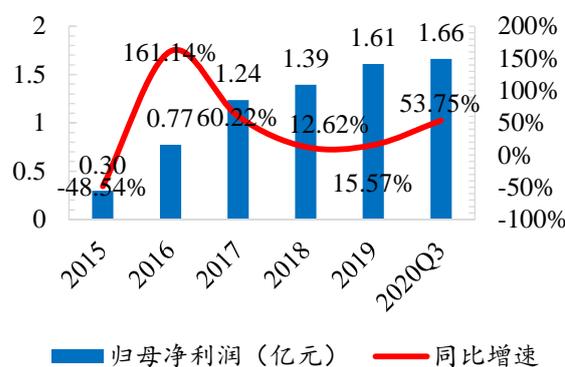
2015-2020 年公司营收整体稳步增长，归母净利润 2016 年至今高速增长。 2015-2018 年公司阅读业务规模实现了稳步增长，营业收入同比增速较快。2019 年如果同比均剔除硬件业务收入的影响，公司营业收入同比仍实现正向增长。2020 年延续高速增长态势，前三季度实现营收 14.95 亿元，同比增长 7.53%。公司自 2016 年起归母净利润均实现同比较快增长，2020 前三季度归母净利润创达到 0.56 亿元。根据公司业绩预告，2020 年全年实现归母净利润 2.55-2.74 亿，同比增长 58.38%-70.06%。其中 2020 年第四季度公司实现归母净利润 0.89-1.08 亿元，同比增加 67.83%-103.33%，业绩创历史最佳。

图5： 2020Q3 营业收入同比增长 7.53%



资料来源：wind，新时代证券研究所

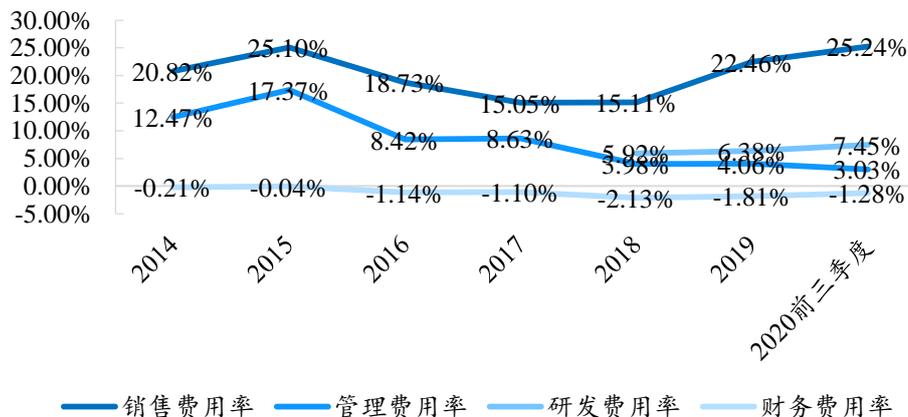
图6： 2020Q3 归母净利润同比增长 53.76%



资料来源：wind，新时代证券研究所

费用控制良好，2019-2020 年加大营销投入。 由于公司付费与免费模式相融合的运营战略，2019 年至今公司加大了用户投放力度，2020 年前三季度销售费用 3.77 亿元，同比增长 14.33%，销售费用率由 22.48% 上涨至 25.22%；同时，公司持续注重技术研发投入，2020 年前三季度研发费用为 1.11 亿元，同比增长 19.82%，研发费用率由 6.38% 上涨至 7.42%。

图7： 2019-2020 年加大营销投入，2020 前三季度销售费用率达 25.24%



资料来源：wind，新时代证券研究所

用户规模不断扩大，MAU 达 1.7 亿人。 2014 年至 2019 年公司用户规模由 0.42 亿人增长至 1.4 亿人，整体保持高速增长。2020 上半年公司用户规模持续增长，MAU 达到 1.7 亿人，同比提升 21.43%，保持行业领先。

图8: 2020年H1掌阅MAU达1.7亿人

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.3、股权&合作: 字节跳动成为公司第三大股东, 定增得到哔哩哔哩及多家基金机构认购

公司股权结构稳定, 前两大股东合计持股 43.93%。截至 2021 年 2 月 10 日, 公司第一大股东张凌云持股 22.66%, 第二大股东成湘均持股 21.27%, 共计持股 43.93%。第二大股东成湘均为公司董事长, 张凌云为公司董事。2015 年张凌云、成湘均签署《一致行动协议》, 明确一致行动意愿, 建立明确、稳定的共同控制关系。

表1: 掌阅科技前十大股东明细 (截至 2021.2.10)

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
1	张凌云	9945.10	22.66%
2	成湘均	9335.24	21.27%
3	北京量子跃动科技有限公司	4504.50	10.26%
4	王良	2946.14	6.71%
5	刘伟平	1642.00	3.74%
6	天津爱瑞德企业管理咨询合伙企业 (有限合伙)	478.57	1.09%
7	国泰君安证券股份有限公司	346.43	0.79%
8	招商银行股份有限公司-泓德臻远回报灵活配置混合型证券投资基金	329.98	0.75%
9	中国农业银行股份有限公司-银华内需精选混合型证券投资基金 (LOF)	321.43	0.73%
10	中国光大银行股份有限公司-华夏磐益一年定期开放混合型证券投资基金	264.29	0.60%
小计		30113.67	68.60%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

引入字节成为第三大股东, 预计未来一年关联交易 4.7 亿元。2020 年 11 月 4 日, 公司控股股东、实际控制人与字节跳动旗下量子跃动签订协议, 拟转让 4504.5 万股, 占公司总股本的 11.23%, 量子跃动将成为公司第三大股东。过去一年公司与字节跳动业务合作交易金额约 2.7 亿元, 预计未来一年关联交易金额合计 4.7 亿

元，其中版权分发 1.6 亿元，推广投放 1.2 亿元，广告商业化 1.9 亿元。

表2: 掌阅科技计与新增关联方在 2020 年 11 月至 2021 年 10 月期间产生日常关联交易

关联交易类别	关联方	预计金额 (万元)
版权分发	北京字节跳动网络技术有限公司	16000
推广投放	北京今日头条科技有限公司	12000
广告商业化	湖北今日头条科技有限公司	19000
	合计	47000

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

字节跳动入股短期带来业务增量, 长期深化数字内容生态。与字节合作将有利于公司 (1) 高效优惠获取字节系流量、技术支持, 为公司阅读业务提质增效; (2) 深入版权合作, 为公司版权分发带来增量; (3) 拓展 IP 内容, 与字节跳动共同发展音频、视频、游戏等内容, 进一步深化数字内容生态。

公司非公开发行募集 10.61 亿元, 认购对象包含哔哩哔哩及多家基金机构。2020 年 8 月公司发布非公开发行预案, 公司拟向不超过 35 位特定投资者非公开发行股票, 拟募集资金总额不超过 10.61 亿元。2021 年 2 月 10 日, 公司披露《非公开发行 A 股股票发行情况报告书》, 定增实施完毕, 认购对象包括上海幻电信息科技有限公司 (哔哩哔哩) 以及华夏基金、广发基金、中欧基金等多家基金机构。

表3: 掌阅科技计非公开发行认购对象

序号	认购对象名称	获配价格 (元/股)	获配股数	获配金额 (万元)
1	上海幻电信息科技有限公司	28	1785714	5000
2	淮海天玺投资管理有限公司	28	1785714	5000
3	诺德基金管理有限公司	28	1142857	3200
4	中欧基金管理有限公司	28	1464285	4100
5	海富通基金管理有限公司	28	1428571	4000
6	华夏基金管理有限公司	28	3535714	9900
7	广发基金管理有限公司	28	3571428	10000
8	国泰君安证券股份有限公司	28	3464285	9700
9	国信证券股份有限公司	28	1428571	4000
10	银华基金管理股份有限公司	28	4107142	11500
11	徐毓荣	28	2500000	7000
12	中信建投证券股份有限公司	28	2178571	6100
13	华泰资产管理有限公司	28	1142857	3200
14	上海铂绅投资中心 (有限合伙)	28	1178571	3300
15	徐国新	28	1857142	5200
16	中信证券股份有限公司	28	1321428	3700
17	张林林	28	1107142	3100
18	财通基金管理有限公司	28	1607142	4500
19	李小梅	28	1107142	3100
20	诺安基金管理有限公司	28	182559	511
	总计		37896835	106111

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

非公开发行扩充数字版权资源，加强技术服务能力。本次非公开发行拟募集资金中，7.16亿元投入数字版权资源升级建设项目，推进数字阅读资源平台的建设，进一步扩充数字阅读优质版权资源；3.45亿元投入技术中心建设项目，引入高效数据技术，更大程度地发挥公司数字阅读优质内容优势，实现内容的全方位精准触达。

表4: 掌阅科技非公开发行投资项目

项目名称	拟投资总额	募集资金拟投入金额 (万元)
数字版权资源升级建设项目	71595.14	71595.14
技术中心建设项目	46368.68	34516
合计	117963.82	106111.14

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2、在线阅读保持稳定增长，进入 Z 世代变现新周期，IP 衍生蓬勃发展

2.1、市场规模维持双位数增速，用户规模及使用时长保持稳定

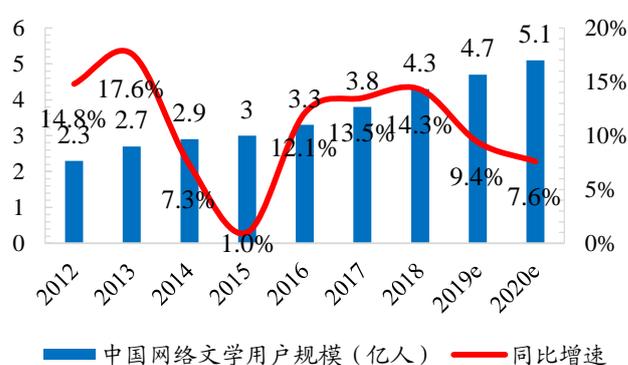
2020 年网络文学市场规模达 372 亿元，用户规模超 5 亿人。根据艾瑞咨询数据，我国网络文学市场规模不断上升，2012 年-2017 年增速保持在 20% 以上，近年仍保持双位数增速。2019 年中国数字阅读行业市场规模达 292.8 亿元，2020 年受到新冠疫情影响，居家在线需求增加，预计 2020 年数字阅读行业市场规模达 372.1 亿元，同比增长 27.1%。用户规模持续增长，自 2012 年 2.3 亿人增长至 2018 年 4.3 亿人，预期 2020 年用户规模超 5 亿人。

图9: 2020 年网络文学市场规模预计达 372.1 亿元



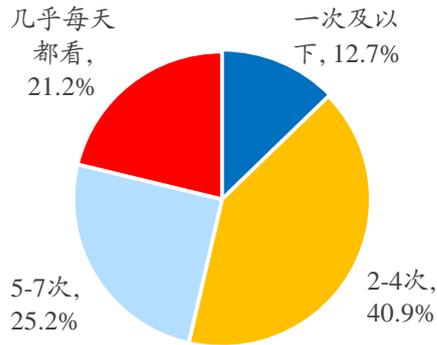
资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

图10: 2020 年网络文学用户规模超 5 亿人

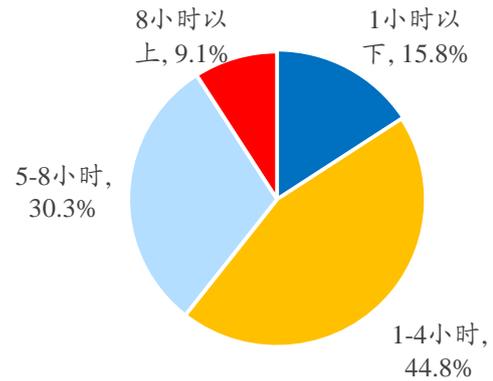


资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

大众数字阅读习惯正在养成，近四成用户单周阅读时长超过五小时。2020 年上半年，21.2% 的用户表示每天都会进行数字阅读，近四成用户单周阅读时长超过五小时。大众数字阅读习惯正在养成，随着平台内容质量的进一步提升以及数字阅读体验的优化，用户阅读频次以及时长仍存在上涨空间。

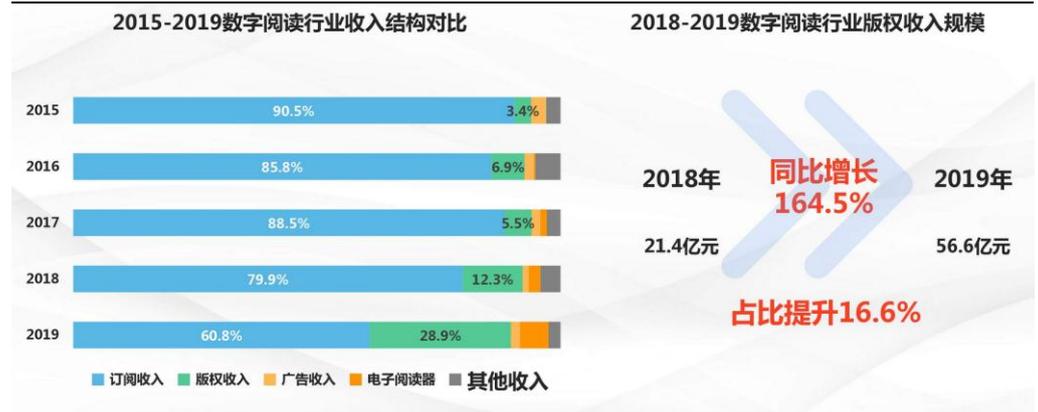
图11: 2020H1 21.2%用户每天都会进行数字阅读

资料来源: 艾媒咨询, 新时代证券研究所

图12: 2020H1 近四成用户单周阅读时长超过五小时

资料来源: 艾媒咨询, 新时代证券研究所

数字阅读收入以订阅为主, 版权收入增幅明显。根据《2019 中国数字阅读白皮书》, 我国数字阅读行业收入以订阅为主, 2015 年占比为 90.5%。随着 IP 衍生、版权运营产业不断发展, 版权收入占比不断增加, 由 2015 年的 3.4% 增长至 2019 年的 28.9%。2019 年数字阅读行业版权收入规模为 56.6 亿元, 同比大幅增长 164.5%。

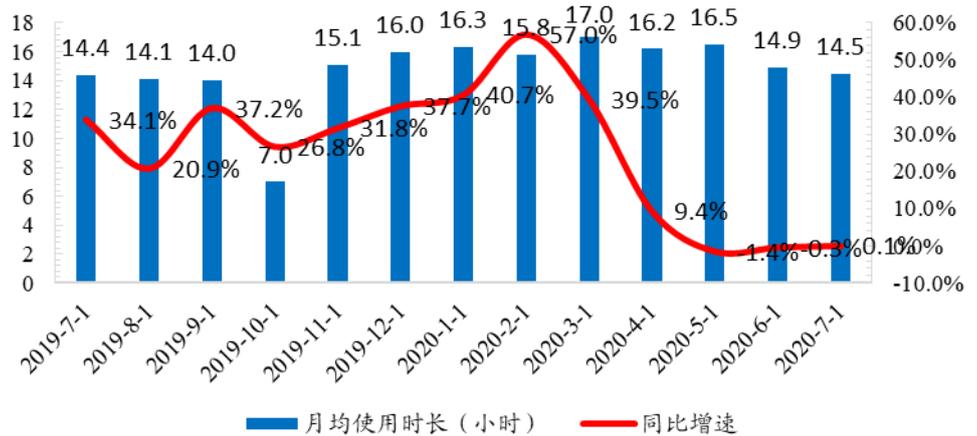
图13: 2019 年版权收入占比已达 28.9%

资料来源: 中国音像与数字出版协会, 新时代证券研究所

2.2、用户粘性增强, Z 世代读者付费意愿强烈

数字阅读用户具有高阅读粘性。2019 年我国数字阅读用户人均纸质书接触量为 8.8 本, 而我国成年公民人均纸质书阅读量为 4.67 本, 数字阅读用户具有更强的阅读粘性。2020 年上半年由于受到新冠疫情的影响, 用户月均使用量超过 15 个小时, 同比增速超 40%, 疫情后使用时长回归到 15 小时左右, 同比基本持平。

图14: 2020中国移动阅读行业用户月均使用时长及同比增速



资料来源: Mobtech、新时代证券研究所

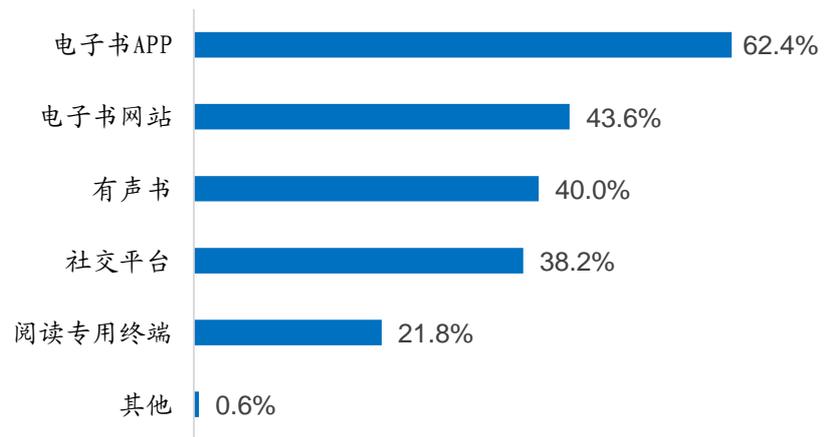
90后读者占比达55.6%，Z世代付费意愿强烈。数字阅读用户年龄分布中，90后年轻人占比过半，达55.6%。00后、95后、90后付费意愿分别为86.7%、90.7%、87.2%，显著高于90前用户群体。Z世代已成为数字阅读主要用户群体，随该部分用户步入职场，消费能力提升，行业付费水平有望持续增长。

图15: 90后读者占比达55.6%，Z世代付费意愿强烈



资料来源: 中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

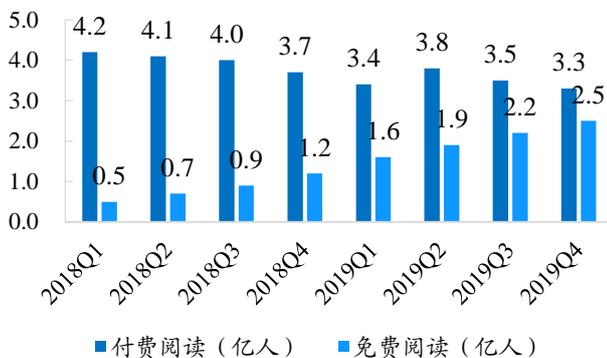
数字阅读移动化趋势凸显，电子书APP及电子书网站是用户日常阅读最主要的渠道方式。2020年上半年，用户偏好用电子书APP及电子书网站进行阅读，占比达62.4%和43.6%，是用户日常阅读最主要的渠道方式。同时，有声书凭借近年来平台的加紧布局、网络技术优化，也逐渐成为主要的渠道方式之一。

图16: 电子书 APP 及电子书网站是用户日常阅读最主要的渠道方式

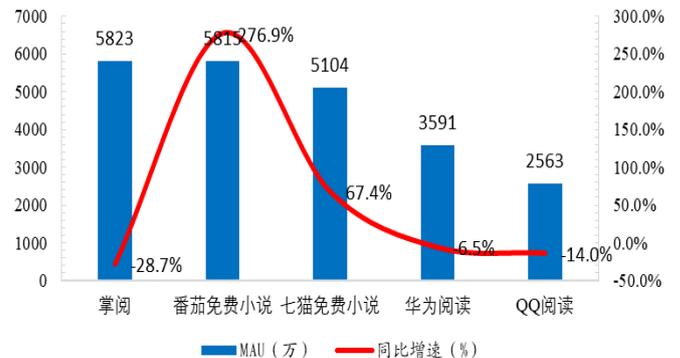
资料来源: 艾媒咨询, 新时代证券研究所

2.3、免费阅读兴起, 网文市场进入付费+免费融合阶段

数字阅读行业付费阅读用户规模有所下降, 免费阅读用户规模迅速增长。根据比达咨询数据, 2019 年以来我国付费阅读受到免费模式冲击, 用户规模持续下降, 截至 2019Q4 达到 3.3 亿人。而免费阅读规模迅速增长, 由 2018Q1 仅 0.5 亿人增长至 2019Q4 的 2.5 亿人, 同比增长超 100%, 根据 Questmobile 数据, 2020 年前三季度, 免费阅读头部 app 番茄免费小说 MAU 同比增速达到了 276.9%, 月活跃用户规模达到了 5815 万人, 仅次于付费头部 app 掌阅。

图17: 付费阅读用户下降, 免费阅读用户持续增加

资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

图18: 2020 年在线阅读 MAU TOP5 (单位: 万)

资料来源: Questmobile, 新时代证券研究所

付费阅读与免费阅读差异性竞争, 具备互补作用。免费阅读兴起对传统付费模式产生一定冲击, 但免费阅读更多是一种差异化竞争, 两种模式用户重合度低。付费阅读为免费阅读提供源源不断的优质内容情节, 免费阅读带来增量用户, 培养用户的阅读习惯, 逐步进行付费转化。付费+免费融合的模式有望成为新的发展方向, 丰富行业变现方式, 提供新动力引擎。

表5: 付费阅读与免费阅读对比

	付费阅读	免费阅读
核心用户	付费意愿较高的一二线城市年轻人	付费意愿较低的三四线城市用户, 年龄层跨度大

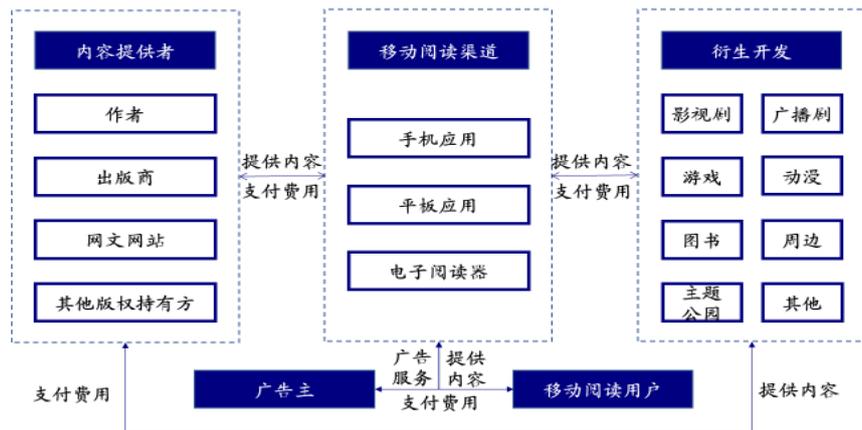
作品特点	类型丰富，原创性强，文学性、故事性强	许多作品套用现有热门网文的设定、情节，充分满足读者对同一类型文章的阅读需求，风格化、类型化较强
变现方式	付费+IP 衍生	主要通过广告变现
代表平台	阅文、掌阅、书旗	米读、得间、七猫、番茄
模式间的互补作用	不断更新迭代网文内容，为免费阅读提供成熟的设定、情节套路	带来增量用户，培养用户的阅读习惯，逐步进行付费转化

资料来源：新时代证券研究所总结

2.4、互联网巨头加码，IP 衍生产业快速发展

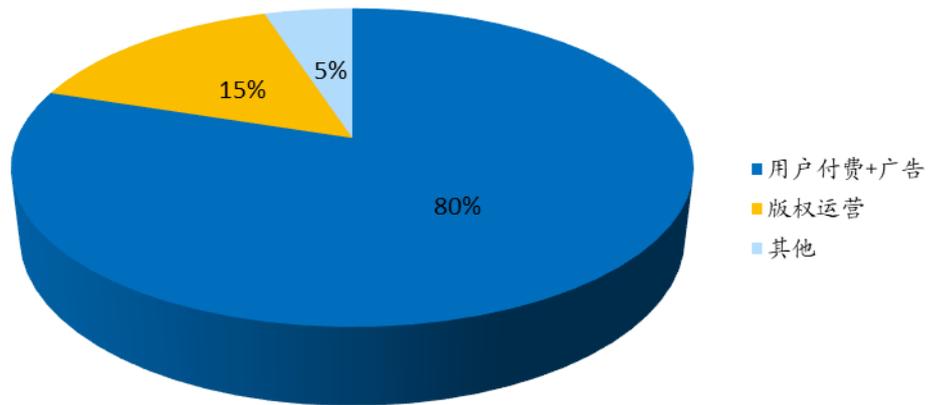
IP 衍生开发成为在线阅读产业链的重要环节。在线阅读在经历用户高速增长后，流量红利逐渐消退，获客成本上升。行业内领先的部分平台深耕 IP，挖掘版权运营价值。目前，网文改编影视剧已经成熟，2020 年以及 2021 年即将上线的电视剧、网络剧中 IP 改编占比过半；游戏改编高速发展，2019 年文学 IP 改编手游流水占比约 5%-6%，同比增速高达 52.4%；动漫、广播剧改编逐步产业化、系统化，《斗罗大陆》动画年播放量 80 亿次，行业增长空间巨大。

图 19：行业产业链主要分为内容创作-渠道分发-衍生开发



资料来源：Mobtech，新时代证券研究所

版权保护浪潮下，网文 IP 版权运营模型不断完善，未来市场空间广阔。网文衍生形式多种多样，覆盖影视、动漫、游戏等，国家版权保护升级浪潮下，衍生作品的价值大大提升。网文版权运营模型不断完善，相关流程已产业化，衍生产品与网文连载配合紧密，形成 IP 生态，未来空间广阔。

图20: 2020 移动阅读行业收入构成

资料来源: Mobtech、新时代证券研究所

百度、字节跳动等互联网平台持续加码布局网文生态。近年来互联网巨头布局在线阅读显著加速,字节跳动入股秀闻科技,与中文在线签订《框架合作协议》,并入股掌阅科技。IP运营龙头阅文集团与腾讯联动有望推动IP联动和内容生态发展。掌阅科技版权产品涵盖广泛、免费阅读实践成功,并在2020年获得字节跳动入股,2021年非公开发行得到哔哩哔哩认购,有望进一步发展。中文在线通过自有网文平台提供大量优质免费阅读内容,版权衍生丰富,并且具备影视业务,可参与影视剧出品。百度投资七猫免费小说充分吸引对价格敏感的消费者,开拓下沉市场。

表6: 2019-2020 部分移动阅读行业投融资情况

时间	平台名称	公司	投资方	投资形式
2019-1-1	宜搜小说	宜搜科技	复朴	股权融资
2019-7-31	七猫免费小说	七猫文化	百度	战略融资
2019-10-17	米读小说	趣头条	CMC 领投	B 轮
2019-12-9	番茄小说	阅读文化	字节跳动	A 轮
2020-3-18	快点	天桐互动	红杉中国领投	C++ 轮
2020-6-8	逸云书院	秀闻科技	字节跳动	-
2020-7-28	掌阅	掌阅科技	百度	战略投资
2020-7-20	塔读文学	易天新动	字节跳动	股权转让
2020-7-28	搜狗阅读	搜狗	腾讯	并购
2020-9-22	九库文学网	萌萌哒网络科技	字节跳动	战略投资
2020-11-5	掌阅	掌阅科技	字节跳动	战略投资
2021-2-10	掌阅	掌阅科技	哔哩哔哩	非公开发行

资料来源: Mobtech、IT 桔子、新时代证券研究所

3、掌阅深耕网文付费阅读,内容丰富覆盖海量用户

3.1、付费阅读商业模式以会员和充值阅读为主

用户通过支付阅饼购买付费书籍,购买会员阅读部分书籍。通过“掌阅”等数

字阅读平台面向互联网用户发行数字阅读产品，用户在数字阅读平台上充值购买虚拟货币，并消费购买图书、杂志等数字内容。并且用户通过充值会员，可优惠阅读部分书籍。

图21: 用户通过支付阅读饼购买付费书籍



资料来源: 掌阅书城官网, 新时代证券研究所

图22: 用户购买会员阅读部分书籍



资料来源: 掌阅书城官网, 新时代证券研究所

3.2、掌阅旗下付费小说平台资源丰富，品类众多

掌阅科技旗下内容平台丰富，品类众多。旗下拥有神起中文网、红薯中文网、趣阅小说网等付费内容平台，数字内容资源丰富，品类众多，拥有数字阅读内容50多万册，掌阅通过旗下各个网文平台构建了强大的阅读内容创作能力，收入直接来源于终端用户在平台内充值购买虚拟货币并消费。用户在数字阅读平台上充值购买虚拟货币或者充值会员，以此阅读付费内容。

表7: 掌阅旗下付费平台充值模式

付费平台	付费方式	价格	充值价格
红薯中文网	按章节付费	12 红薯币/一章	100 币/1 元
神起中文网	按章节付费	5 阅读币/千字	100 币/1 元
趣阅小说网	按章节付费	5 阅读币/千字	100 币/1 元
掌阅小说网	按章节付费	5 阅读币/千字	100 币/1 元
有乐中文网	按章节付费	分初 V/中 V/高 V 不同级别, 随级别升高收费依次递减	98 币/1 元
魔情网	按章节付费	5 阅读币/千字	100 币/1 元

资料来源: 各平台官网, 新时代证券研究所

3.3、以预装机模式推广渠道，签约作者分成方式完善

公司与手机硬件厂商根据预装手机用户充值金额×约定分成比例或预装手机出货数量×约定单价分成。公司向广东天宸网络科技有限公司、广东欢太科技有限公司及华为软件技术有限公司分别采购 VIVO 品牌手机预装、OPPO 品牌手机预装及华为品牌手机预装的渠道推广服务。协议约定根据预装手机用户充值金额×约定

分成比例或预装手机出货数量×约定单价计算供应商应得收益。

公司与手机硬件厂商在渠道推广中，渠道成本占采购总额比例超过 50% 分成比例。公司渠道推广以收入分成模式为主，各年渠道成本占渠道推广采购总额比例均超过 50%。收入分成模式下的渠道推广供应商主要为手机硬件厂商，公司在智能手机终端里预装推广公司数字阅读平台“掌阅”。渠道成本占营业收入的比重分别为 23.97%、22.57% 和 33.67%。2016 年，公司在收入分成模式下收入大幅增长。东莞市讯怡电子科技有限公司（旗下 OPPO 手机品牌）和广东天宸网络科技有限公司（旗下 VIVO 手机品牌）自 2015 年下半年开始分成比例由 50% 提升至 60%，导致平均分成比例提高。因此，2016 年渠道成本出现大幅增长，占收入的比例相较于 2014 年和 2015 年有所上升，导致了毛利率的下降。

平台独家分成签约作者可获得 50% 渠道分成稿费。以掌阅旗下平台书山中文网为例，作者在作品入 V 后的每个半年奖周期内日更 4000 字，可获得掌阅平台内订阅收入的 20%。若是该平台独家分成签约作品，则享有渠道分成稿费，渠道稿费为扣除运营成本之后收入的百分之五十。

图23： 书山中文网作者千字全勤奖激励方式



作者等级要求	作者星级所需总收入 【同一个笔名下的所有非买断作品的作者分成收入（包含版权）收入总计】	对应千字全勤奖
一星作者	30万元以下	B签 (6元/千字)
		A签 (9元/千字)
二星作者	30万元-60万元	15元/千字
三星作者	60万元-100万元	20元/千字
四星作者	100万元-150万元	25元/千字
五星作者	150万元-200万元	30元/千字
六星作者	200万元-300万元	40元/千字
七星作者	300万元-500万元	50元/千字
八星作者	500万元-800万元	80元/千字
九星作者	800万元-1000万元	100元/千字
十星作者	1000万元以上	150元/千字

资料来源：书山中文网，新时代证券研究所

4、免费阅读布局成功，得间 APP 变现方式多样，内容及渠道为核心竞争力

4.1、掌阅 2019 年上线得间小说免费阅读 APP，近一年排名稳定

2019 年上线得间免费阅读 APP，与付费阅读充分互补。得间小说免费阅读 APP 于 2019 年 3 月上线，在内容供给方面，作品类型化、套路化更强，相较文笔、故事性，作品设定、情节设计更是作品的主要竞争力。目标用户方面，主要针对轻度，

付费意愿较低的三四线用户，充分吸引用户留存平台。

图24: 得间小说男频热读榜

人气热读榜		更多 >
NO.1	狂少归来	
	都市 陨落星辰	
2	透视兵王俏总裁	都市
3	山村小神医	都市
4	极品女婿	都市
5	混沌天帝诀	玄幻
6	特种兵之神级提取系统	都市
7	凌天神帝	玄幻
8	帝国最强败家子	历史
9	都市逍遥医神	都市
10	长生归来当奶爸	都市

资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

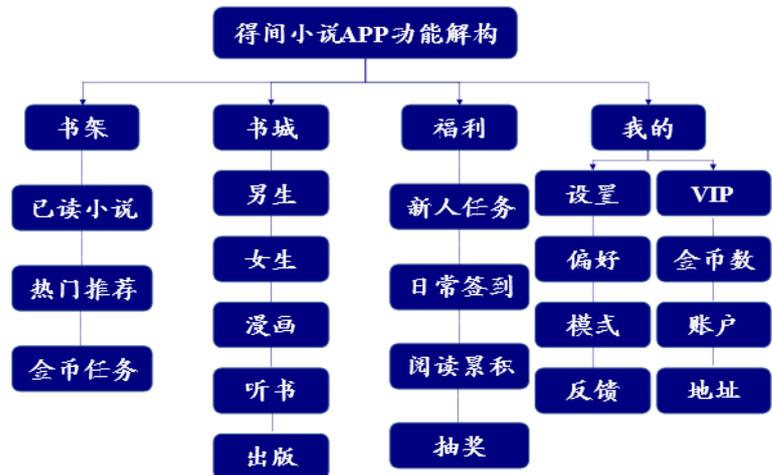
图25: 得间小说女频热读榜

人气热读榜		更多 >
NO.1	帝女难驯	
	古代言情 蓝幽若	
2	一亿宠妻: 总裁轻点宠	现代言情
3	逆天神医妃: 王爷, 我不嫁	古代言情
4	娇妻还小, 总裁要趁早	现代言情
5	下堂王妃逆袭记	古代言情
6	邪王嗜宠: 神医狂妃	古代言情
7	天价婚宠: 权少赖上聘	现代言情
8	重生盛宠: 总裁的独家宝贝	现代言情
9	宠妻成狂: 闪婚总裁太霸道	现代言情
10	重生毒妃狠绝色	古代言情

资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

得间免费阅读 APP 设计完善, 已具备多个分区, 针对价格敏感用户推出福利返现功能。得间小说 APP 采用多种方式吸引用户留存。内容供给方面已具备男生、女生、漫画、听书等多个分区。独特功能方面, 充分针对价格敏感目标人群, 具备“福利”栏目, 用户可通过阅读时长、浏览广告等方式获得返现红包。

图26: 得间小说 APP 功能解构



资料来源: 得间小说, 新时代证券研究所

得间小说 APP 近一年排名稳定。得间小说 APP 主要针对下沉市场用户, 根据七麦数据小米应用市场排名数据, 近一年得间小说排名稳定, 在图书阅读分类中始终保持前列。

图27: 近一年小米应用市场得间小说 APP 排名趋势



资料来源: 七麦数据, 新时代证券研究所

4.2、得间 APP 以免费阅读变现, 内容+激励保障留存

得间小说 APP 内容本身不收取费用, 通过 APP 页面广告进行变现。得间小说广告形式多元, 具备开屏广告、APP 推介、书籍页广告、阅读页底部广告以及免广告小视频。APP 内广告模式类似游戏的 IAA (应用内广告) 模式, 变现周期短, 无需长期 IP 运营。得间会员功能较强, 具有免广告、离线、听书等多种特权, 但是会员的获得相对容易, 用户可以通过打卡, 阅读小说, 观看广告视频等方式积累金币兑换会员。这种模式一方面提高了用户的留存率, 另一方面降低了用户对广告的抵触情绪。

图28: 得间小说阅读赚钱体系示例



资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

图29: 得间小说阅读赚钱体系推广



资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

得间小说的免费阅读商业模式为“免费+推广获客, 内容+激励留存, 广告+会员变现”, 内容及渠道为免费阅读的核心竞争力。得间小说通过免费阅读的形式, 以丰富多样, 满足读者需求的网文内容为基础, 吸引大量阅读用户, 通过精准的推荐系统、阅读赚钱、以及抽奖体系保持用户留存, 通过 APP 页面、小说中的广告进行变现。目前, 得间小说的免费广告方面已经与拼多多、饿了么、抖音等互联网平台达成合作, 在开屏页面、底部横幅、金币任务中都有大量拼多多广告的投放。

表8: 得间小说 APP 广告投放位置及类型

用户使用阶段	投放位置	广告类型
阅读前	开屏	拼多多等互联网平台
	领取红包	白酒、手机等消费品广告
	金币任务	游戏、短视频 APP 推广
阅读中	底部横幅	饿了么等互联网平台
	页面插入	脑洞漫画等互联网平台

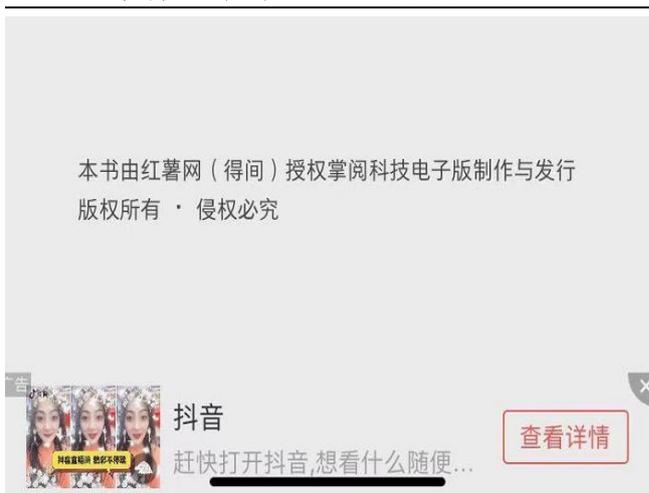
资料来源: 得间小说 APP, 新时代证券研究所整理

图30: 拼多多广告在得间 APP 开屏和插页的投放



资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

图31: 抖音广告在得间 APP 阅读横幅的投放



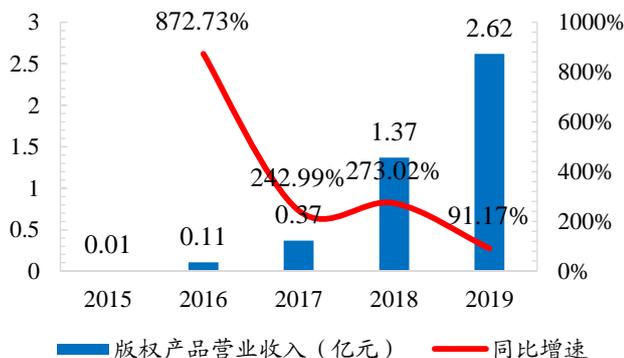
资料来源: 得间小说 App, 新时代证券研究所

5、网文 IP 版权运营发展迅速，未来空间广阔

5.1、版权运营持续推进，业务收入大幅增加

掌阅版权业务持续推进，营收毛利大幅增长。版权产品收入 2.62 亿元，同比大幅增长 91.17%，主要是源于公司积极拓展分发渠道，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容增加所致。同时版权业务成本保持稳定增长，整体业务实现毛利 1.36 亿元，同比增长 86.56%，营收毛利均大幅增长。

图32: 2019 版权产品营收同比增长 91.09%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图33: 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

5.2、影视动漫手游改编全面布局，IP运营初见规模

版权产品业务中，公司通过运营网络原创等文学版权，向阅读、影视、游戏等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，从而获取版权销售收益。掌阅向七猫、番茄等平台输出大量作品，影视、游戏方面同样输出 IP 版权，同时受益免费阅读发展与 IP 运营。

《元龙》同名改编动画，2 天播放量破千万。2020 年 7 月 11 日开播的男频爽文改编动画《元龙》，抓住了原版网文中的搞笑元素，引爆笑点，成为网文改编动画的一部现象级作品。该动画于哔哩哔哩平台自上线后 10 天内，播放量已接近三千万，弹幕总数超过 50 万，哔哩哔哩评分高达 9.4 分，并持续霸榜热搜。

图34: 改编《元龙》动画 2 天播放量破千万



资料来源：哔哩哔哩官网，新时代证券研究所

图35: 同名改编动画《元龙》由掌阅影业出品



资料来源：哔哩哔哩官网，新时代证券研究所

《惹上冷殿下》改编网剧在台湾本土视频网站 CHOTOTV 多次荣登榜首，《总裁在上》同名网剧长期占据娱影智库 (top3)、骨朵数据 (top5)。公司网文《惹上冷殿下》的同名改编网剧在 2018 年开播后，半年内获得接近 20 亿的播放量，在台湾本土视频网站 CHOTOTV 多次荣登榜首，并翻译成 26 种语言，至今已在超过 190 个国家地区开播。公司旗下 IP 《总裁在上》的同名网剧于 2017 年在乐视网独播，上映 3 集点击破亿，截止大结局，总点击 2 亿+，总评论破 4 万，弹幕 3 万多，引起霸屏热潮。长期占据业内权威榜单如娱影智库 (top3)、骨朵数据 (top5)。

图36: 《惹上冷殿下》在超过 190 个国家地区开播



资料来源：柚淘网官网，新时代证券研究所

图37: 《总裁在上》长期占据骨朵数据 top 5



资料来源：柚淘网官网，新时代证券研究所

《妖神记》改编手游月流水过亿，改编动漫全网点击破百亿。由“腾讯极光计划”发行的“新生代国创卡牌手游”妖神记已于2018年7月18日上线，月流水过亿；另外，动漫《妖神记》由踏雪动漫承制，多家平台发行，截至8月初，仅腾讯漫画点击已超85亿，全网点击破百亿；动画《妖神记》目前已在爱奇艺连载两季，截至8月初，播放量达15亿，第三季火热制作中。

图38: 《妖神记》手游月流水过亿



资料来源: 柚淘网官网, 新时代证券研究所

图39: 《妖神记》动画播放量超15亿



资料来源: 柚淘网官网, 新时代证券研究所

《豪门天价前妻》同名漫画人气达千万，《少帅你老婆又跑了》平台总点击量破8亿。《豪门天价前妻》同名漫画由多家漫画平台统一发行，点击量32亿+。同名改编图片剧已在掌阅漫画、爱奇艺漫画、爱优漫等多家平台上线，其中掌阅漫画人气达千万，互动积极，评论火热；爱奇艺漫画人气已超1470万。《少帅你老婆又跑了》同名漫画由iCiyuan动漫出品，由腾讯动漫、掌阅、网易漫画等20多家漫画平台共同发行，总点击量破8亿。

图40: 《豪门天价前妻》漫画点击量超32亿



资料来源: 柚淘网官网, 新时代证券研究所

图41: 《少帅你老婆又跑了》漫画总点击量破8亿



资料来源: 柚淘网官网, 新时代证券研究所

《指染成婚》漫画于掌阅漫画发行，全平台点击破5亿。《指染成婚》漫画在日本、韩国等海外市场也取得惊人反响，登顶韩国的naver平台海外作品第一位，登陆日本最大的漫画平台comico，3日点击总量位列女性漫画第12位。《指染成婚》影视

全版权签约天神娱乐，2018 年同名网剧已在优酷播出。

图42: 《指染成婚》漫画登顶韩国 naver 平台海外作品第一位



资料来源：柚淘网官网，新时代证券研究所

2019 年前十动漫中 3 部为网文改编，排名第 7 的网文改编动漫《灵剑尊》平台为掌阅旗下的神起中文网。根据骨朵数据，2019 年动漫排行榜前十中，有《斗罗大陆》、《灵剑尊》、《魔道祖师》三部为网文改编，其中《灵剑尊》平台为掌阅旗下的神起中文网，单年播放量达到 12.6 亿。

表9: 2019 年前十动漫中《灵剑尊》排名第七

排名	名称	单年播放量
1	斗罗大陆	80.5 亿
2	武庚纪	23.0 亿
3	西行纪	16.6 亿
4	墓王之王	16.0 亿
5	狐妖小红娘	14.0 亿
6	万界神主	13.3 亿
7	灵剑尊 第 1 季	12.6 亿
8	画江湖之不良人	11.9 亿
9	万界仙踪	11.4 亿
10	魔道祖师	10.4 亿

资料来源：骨朵数据，新时代证券研究所

5.3、版权合作稳步推进，加强多领域布局

战略投资云梯科技和约读书房，加强教育领域布局。云梯科技主要为教育图书出版商提供专业化的读者服务平台，旗下“书链”平台已累计服务几百家教育图书出版商。约读书房主要从事 7 岁-14 岁青少年课外阅读能力提升的专业阅读培训机构，现有直营校区 30 余家，面授校区超百个，覆盖二十余省市地区。这些投资有利于掌阅科技完善线上线下教育版图，拓宽针对教育类阅读用户群体的内容服务。

公司独家签约多为文学奖得主，已与国内国际 600 家优质的版权方合作。“茅盾文学奖”得主陈忠实作品《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。目前已与国内国际 600 家优质的版权方合作，引进海量高质量的图书数字版权，为全球

150 多个国家和地区的数亿用户提供高品质的图书内容和智能化的用户体验。引进了《平凡的世界》、《伊豆的舞女》、《希腊史纲》等在内的数万部优质精品数字图书内容，同时包括《斗罗大陆 2：绝世唐门》、《风起苍岚》等在内的大量漫画内容。

图43: 公司独家签约作品及引进精品图书



资料来源: 公司及平台官网, 新时代证券研究所

有声业务板块,《指染成婚》同名有声书于懒人听书平台点击破千万。公司凭借自有丰富的版权资源已自制上千部有声作品, 网文《指染成婚》同名有声书于 2018 年 3 月 7 日登陆懒人听书平台, 截止 8 月初, 点击破千万。并且, 公司引进了包括《显微镜下的大明》、《凯叔讲历史》等在内的海量优质有声内容。

图44: 公司引进《凯叔讲历史》版权



资料来源: 蜻蜓 FM 官网, 新时代证券研究所

图45: 《指染成婚》有声书上线半年内点击破千万



资料来源: 懒人听书官网, 新时代证券研究所

5.4、布局短视频领域, 平台内容受欢迎

公司短视频账号内容布局各大短视频平台, 账号矩阵丰富。掌阅科技在抖音 APP 上认证了 18 个账号, 快手 APP 上认证了 19 个账号。这些账号分别从传统文化、名著阅读、亲子教育、政治哲学、职场生存技巧、生活技巧、情感电台、冷知识、作品分享等角度进行短视频的发布。每个短视频时长约半分钟, 形式以作品名句的朗诵和单条知识的讲解为主。每个账号约有 1-2 个主播出镜, 有部分账号的短视频邀请同一个主播进行内容录制。

表10: 掌阅科技在抖音、快手上的账号内容布局

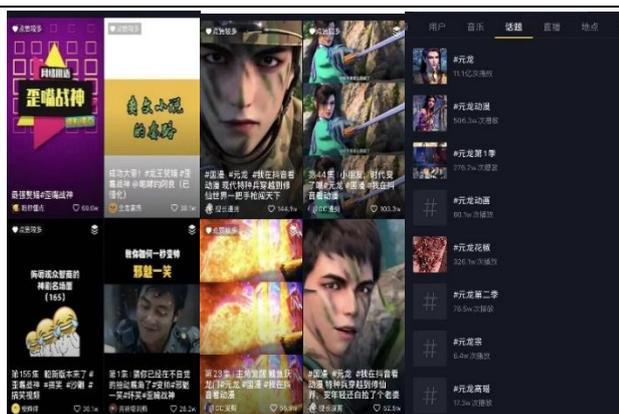
平台	账号名称	主要投放内容
抖音	掌阅文化、掌阅品质阅读	文化知识分享
	掌阅亲子、掌阅亲子关系宝典	儿童教育

	掌阅职场、掌阅职场新星	求职、职场技巧
	掌阅读书、掌阅夜读、掌阅电台、掌阅留声机	名著名句朗读分享
	掌阅读书会、掌阅情书、掌阅清听	情感类
	掌阅远山	政治类、哲学类著作分享
	掌阅书房	冷知识分享
	掌阅学堂	生活技巧分享
	掌阅 iReader	iReader 使用技巧
	掌阅文化、掌阅文化课、掌阅读书坊、掌阅书房	文化知识分享
	掌阅亲子	儿童教育
快手	掌阅职场、掌阅职场新星、掌阅职说	求职、职场技巧
	掌阅精选、掌阅电台、掌阅留声机、掌阅读书会	名著名句朗读分享
	掌阅读书、掌阅情书、掌阅花房、掌阅青春号	情感类
	掌阅远山	政治类、哲学类著作分享
	掌阅奇书馆	冷门作品分享
	掌阅小说	通俗作品分享

资料来源：抖音，快手，新时代证券研究所

以公司文学作品为主题的短视频受到欢迎，掌阅网文内容适合短视频化。公司出品的网文《元龙》漫改作品剪辑视频在抖音平台获得超过一百万爱心。由各种网文梗糅杂而成的短视频“歪嘴战神之最强龙王”系列在抖音等平台上拥有一千万以上播放量，主演管云鹏也因为“歪嘴龙王”一角在b站获得93.7万粉丝。公司官方账号“掌阅读书”在抖音平台上拥有339.3万粉丝，目前内容以名著名句分享为主。未来公司将对更多作品进行IP改编，随着公司在短视频平台上的账号布局逐渐完善，IP的影响力将进一步扩大。

图46: 歪嘴战神、《元龙》等短视频作品受到欢迎



资料来源：抖音，新时代证券研究所

图47: 掌阅读书账号获近340w粉丝



资料来源：抖音，新时代证券研究所

6、投资建议: 看好公司与互联网大平台的协同合作, 维持“强烈推荐”评级

公司付费与免费模式融合的商业模式持续得到验证, 商业化变现能力大幅提升。IP 衍生全面布局, 字节入股, B 站认购定增后公司将加强与互联网平台之间的业务

合作，充分利用公司优质网文内容的 IP 价值。看好掌阅数字阅读及版权领域的发展空间，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.69/4.22/6.01 亿元，同比分别增长 67%/57%/42.5%，对应 PE 分别为 68/43/30 倍，维持“强烈推荐”评级。

表11: 可比公司估值对比

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS			PE			PB		
			TTM	2019A	2020E	2021E	TTM	2019A		2020E	2021E
603533.SH	掌阅科技*	181.44	0.50	0.40	0.61	0.96	82.82	103.35	67.77	43.06	13.49
300364.SZ	中文在线*	55.20	-0.50	-0.83	0.08	0.19	-15.14	-9.14	94.88	39.95	3.79
0772.HK	阅文集团	883.22	-2.55	1.31	-3.23	1.42	-31.12	66.37	-26.92	61.23	4.48

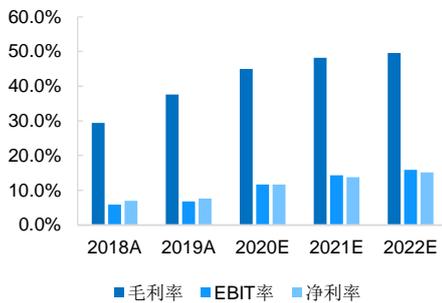
资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 2 月 19 日, 港股公司货币单位为港元

7、风险提示

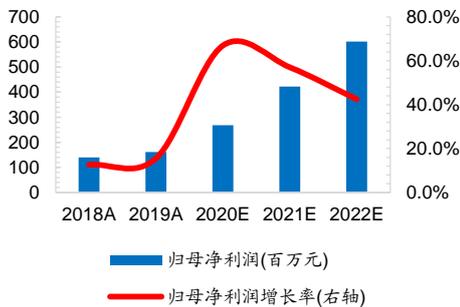
- 付费内容遭受盗版侵权的风险:** 付费网文内容的获取与复制相对容易, 盗版内容在互联网上低成本传播, 导致作品影响力大但公司收入不及预期。
- 数字阅读行业日益激烈的市场竞争风险:** 数字阅读行业进入门槛较低, 内容的产出主要依靠作者, 大量竞争者的进入加剧平台对作者的签约争夺, 千篇一律的内容难以带来优势, 免费阅读市场竞争加剧。
- 宏观经济波动影响广告主投放风险:** 公司免费阅读业务主要依托庞大的用户规模和流量价值, 通过广告投放进行变现。宏观经济波动将影响广告主投放预算。
- IP 衍生不及预期风险:** 内容端在 IP 改编方面竞争激烈, 作品爆款与否具备一定不确定性, 短周期内 IP 衍生存在不及预期风险。
- 市场监管风险:** 对内容的监管要求进一步提高, 可能造成公司已上架内容的整改和下架, 带来直接损失。

附：财务预测摘要

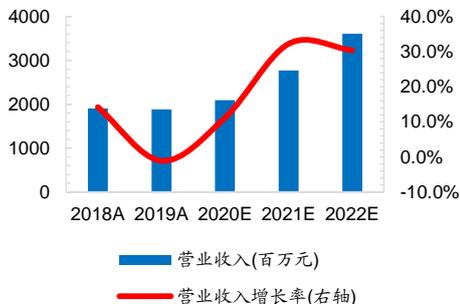
1、毛利率、EBIT率、净利率



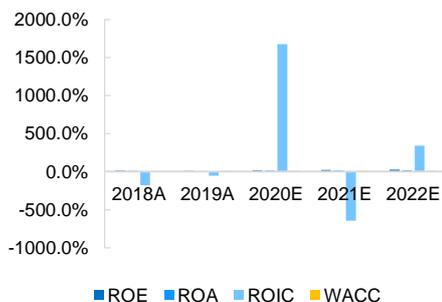
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1903	1882	2093	2766	3607
营业成本	1342	1175	1151	1432	1818
折旧和摊销	27	31	42	19	24
营业税费	5	6	6	9	11
销售费用	288	423	502	678	866
管理费用	76	76	84	112	145
财务费用	-41	-34	-17	-26	-33
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	12	38	27	30	29
营业利润	138	164	275	429	617
利润总额	143	164	278	432	620
少数股东损益	-3	-14	-15	-31	-39
归属母公司净利润	139	161	269	422	601

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	1591	1912	1850	2539	2834
流动资产	1372	1538	1397	1974	2159
货币资金	1032	1199	1073	1383	1595
交易型金融资产	0	7	3	4	4
应收帐款	223	283	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	4	6	8	10
存货	48	0	47	12	63
可供出售投资	18	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	123	220	333	447	562
固定资产	36	34	26	24	22
无形资产	37	48	22	23	21
总负债	474	657	364	727	526
无息负债	474	655	361	725	524
有息负债	0	2	2	2	2
股东权益	1118	1255	1448	1774	2271
股本	401	401	439	439	439
公积金	369	380	380	380	380
未分配利润	311	412	509	650	852
少数股东权益	4	14	-1	-32	-71

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	143	309	-29	452	350
净利润	136	147	254	391	563
折旧摊销	27	31	42	19	24
净营运资金增加	15	-189	282	-97	173
其他	-35	319	-607	138	-409
投资活动产生现金流	126	99	-91	-102	-106
净资本支出	67	37	-34	-2	-3
长期投资变化	189	140	-113	-114	-115
其他资产变化	382	276	-238	-218	-224
融资活动现金流	-10	-9	-5	-40	-32
股本变化	0	0	38	0	0
债务净变化	110	183	-293	364	-201
无息负债变化	111	181	-293	364	-201
净现金流	265	402	-126	310	212

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.2	-1.1	11.2	32.2	30.4
净利润增长率	10.0	7.9	72.7	54.4	43.7
EBITDA 增长率	1.3	14.5	79.3	44.8	44.5
EBIT 增长率	8.7	14.2	90.0	62.0	45.4
估值指标					
PE	57.6	48.8	67.5	43.0	30.2
PB	7.2	6.1	12.5	10.0	7.8
EV/EBITDA	122.7	106.1	59.6	40.3	27.5
EV/EBIT	152.1	132.0	69.9	42.3	28.6
EV/NOPLAT	160.3	147.8	76.7	46.7	31.6
EV/Sales	9.0	9.0	8.2	6.0	4.6
EV/IC	15.4	13.6	11.8	9.3	7.0
盈利能力 (%)					
毛利率	29.5	37.6	45.0	48.2	49.6
EBITDA 率	7.3	8.5	13.7	15.0	16.6
EBIT 率	5.9	6.8	11.7	14.3	15.9
税前净利润率	7.3	8.7	13.1	15.5	17.1
税后净利润率 (归属母公司)	6.9	7.6	11.7	13.8	15.1
ROA	8.6	7.7	13.7	15.4	19.8
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.2	11.7	17.5	22.1	24.8
经营性 ROIC	-180.8	-54.3	1675.5	-645.5	340.6
偿债能力					
流动比率	2.9	2.3	3.9	2.7	4.1
速动比率	2.7	2.3	3.5	2.6	3.8
归属母公司权益/有息债务	#DIV/0!	546.3	638.1	795.0	1030.8
有形资产/有息债务	#DIV/0!	691.9	626.8	880.0	960.1
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.35	0.40	0.61	0.96	1.37
每股红利	0.11	0.15	0.15	0.15	0.15
每股经营现金流	0.24	0.71	-0.07	1.03	0.80
每股自由现金流(FCFF)	0.20	0.68	0.04	1.09	0.86
每股净资产	2.78	3.09	3.30	4.11	5.33
每股销售收入	4.75	4.69	4.77	6.30	8.22

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>