

掌阅科技 (603533.SH)

广告+版权新模式迭起，数字阅读龙头商业化再加速

免费阅读快速崛起，新生态下行业增量空间可期。根据 Questmobile 数据，2021年1月免费阅读平台番茄、七猫小说 MAU 分列阅读类 APP 第一(6726万)和第二(5885万)。免费与付费模式在用户画像上存在较为明显的年龄、城市差异，免费模式撬动低线城市和“银发用户”增量需求，获得大量下沉用户和中高年龄层用户，实现更大基数的用户价值变现。2019年中国数字阅读行业规模达到 288.8 亿元，预计未来增长将主要由广告+版权收入双轮驱动，行业广告收入空间可达 245 亿元。**掌阅自 2019 年以来利润率、业绩增速提升，预计 2020 年实现归母净利润 2.55-2.74 亿元，同比增长 58.4%-70.1%，积极布局免费模式成效显著。**

渠道预装占据先发优势，多元化内容完善用户体验。1) **渠道：**初期与运营商合作，2011年发布 APP 后抢占手机预装先机，快速积累安卓用户，与华为、Oppo、Vivo 等展开深度合作。随着互联网平台在流量端势力加强，免费阅读兴起，公司加大效果广告投入巩固用户规模优势。截至 2020H1 掌阅旗下 APP 合计月活 1.7 亿人，相比 2019 年末增加 3000 万人。2) **内容：**包括出版图书、原创文学、期刊杂志、动漫作品、有声书、自出版，2017 年出版优质重磅书覆盖率达到 80%，2016 年网文作品数与作家数位列行业前三。公司大力发展“掌阅文学”孵化自有内容生产体系，2019 年内容成本/阅读收入达到 28.1%，同比增加 2.4pct，2020 年定增拟投入 7.16 亿元于数字版权资源项目，增强在内容领域的核心竞争力。

字节跳动&哔哩哔哩双加持，公司广告与版权业务商业化再加速。2020 年字节跳动 (10.26%) 与哔哩哔哩 (0.41%) 先后入股掌阅，意图在于：(1) 加强自有免费阅读平台(番茄小说)的内容供给；(2) 布局以网文 IP 衍生出的包括动漫、短剧等优质 PGC 内容。对于掌阅来说，一方面，内容平台的流量优势或将反哺数字阅读平台；另一方面，公司版权业务、广告业务商业化能力有望提升。我们预计中性情形下广告、版权业务长期收入天花板有望达到 24 亿元，广告 ROI 随接入字节穿山甲系统或有所提升。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.65、4.01、5.47 亿元，分别同比增长 64.6%、51.3%、36.5%。公司积极布局免费阅读业务，未来广告与版权业务发展空间大，预计公司 2021 年合理市值 180 亿元，对应 2021 年 PE 45x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；广告增长不及预期；政策监管风险

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,903	1,882	2,093	2,488	2,938
增长率 yoy (%)	14.2	-1.1	11.2	18.9	18.1
归母净利润(百万元)	139	161	265	401	547
增长率 yoy (%)	12.6	15.6	64.6	51.3	36.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.32	0.37	0.60	0.91	1.25
净资产收益率(%)	12.2	11.7	17.6	13.3	15.5
P/E(倍)	109.1	94.4	57.3	37.9	27.8
P/B(倍)	13.7	12.3	10.5	5.3	4.5

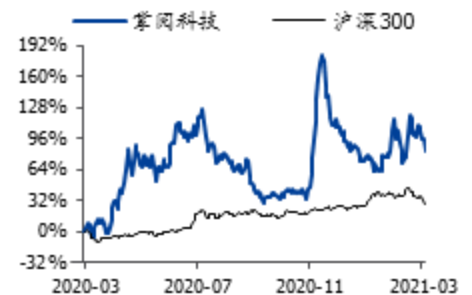
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	互联网传媒
最新收盘价	34.63
总市值(百万元)	15,199.00
总股本(百万股)	438.90
其中自由流通股(%)	91.37
30 日日均成交量(百万股)	6.49

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 何欣仪

邮箱：hexinyi@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1372	1538	1789	2916	3516
现金	1032	1199	1295	2425	2845
应收票据及应收账款	223	283	414	415	564
其他应收款	5	4	6	6	8
预付账款	55	41	66	61	89
存货	48	0	0	0	0
其他流动资产	9	11	7	9	9
非流动资产	220	374	394	625	679
长期投资	123	220	233	248	265
固定资产	36	34	65	237	222
无形资产	37	48	54	88	140
其他非流动资产	25	72	43	52	52
资产总计	1591	1912	2183	3541	4194
流动负债	474	655	733	688	879
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	230	289	486	389	595
其他流动负债	243	365	247	299	284
非流动负债	0	2	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	1	1	1
负债合计	474	657	734	689	880
少数股东权益	4	14	4	-16	-49
股本	401	401	401	439	439
资本公积	369	380	380	1403	1403
留存收益	343	460	647	906	1256
归属母公司股东权益	1113	1241	1446	2868	3363
负债和股东权益	1591	1912	2183	3541	4194

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	143	309	170	368	637
净利润	136	147	255	381	515
折旧摊销	27	31	44	116	217
财务费用	-41	-34	-35	-58	-78
投资损失	-12	-38	-21	-28	-27
营运资金变动	-9	177	-81	-41	12
其他经营现金流	42	25	8	-1	-2
投资活动现金流	126	99	-47	-318	-242
资本支出	67	37	23	213	34
长期投资	189	140	-13	-15	-16
其他投资现金流	382	276	-37	-121	-225
筹资活动现金流	-10	-9	-26	1080	26
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	38	0
资本公积增加	0	11	0	1023	0
其他筹资现金流	-9	-20	-26	19	26
现金净增加额	265	402	96	1130	420

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1903	1882	2093	2488	2938
营业成本	1342	1175	1163	1312	1476
营业税金及附加	5	6	6	7	9
营业费用	288	423	503	594	701
管理费用	76	76	116	113	138
研发费用	113	120	86	136	156
财务费用	-41	-34	-35	-58	-78
资产减值损失	1	0	1	1	1
其他收益	7	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	38	21	28	27
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	138	164	275	411	563
营业外收入	6	1	3	3	3
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	143	164	277	413	565
所得税	7	18	22	33	50
净利润	136	147	255	381	515
少数股东损益	-3	-14	-10	-20	-32
归属母公司净利润	139	161	265	401	547
EBITDA	139	160	284	473	702
EPS (元/股)	0.32	0.37	0.60	0.91	1.25

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	14.2	-1.1	11.2	18.9	18.1
营业利润 (%)	3.5	18.1	68.0	49.5	37.0
归属母公司净利润 (%)	12.6	15.6	64.6	51.3	36.5
获利能力					
毛利率 (%)	29.5	37.6	44.5	47.3	49.8
净利率 (%)	7.3	8.6	12.7	16.1	18.6
ROE (%)	12.2	11.7	17.6	13.3	15.5
ROIC (%)	9.6	9.2	15.2	11.5	13.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.8	34.4	33.6	19.5	21.0
净负债比率 (%)	-92.3	-95.4	-89.3	-85.0	-85.8
流动比率	2.9	2.3	2.4	4.2	4.0
速动比率	2.7	2.3	2.3	4.1	3.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
应收账款周转率	10.0	7.4	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	6.8	4.5	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.37	0.60	0.91	1.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.33	0.70	0.39	0.84	1.45
每股净资产 (最新摊薄)	2.54	2.83	3.29	6.54	7.66
估值比率					
P/E	109.1	94.4	57.3	37.9	27.8
P/B	13.7	12.3	10.5	5.3	4.5
EV/EBITDA	92.2	79.5	44.4	24.2	15.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1 掌阅科技：付费+免费融合的行业龙头，盈利能力持续提升	5
1.1 公司概况：数字阅读行业领先者，获字节跳动、B站双入股	5
1.2 财务分析：利润率进入上行通道，版权&广告业务开始兑现	6
2 数字阅读行业：新模式与新生态，行业增量空间可期	8
2.1 行业变化：付费红利见顶，免费模式兴起，巨头布局正当时	8
2.2 免费阅读：聚焦下沉注重娱乐性，高活跃度实现长尾变现	11
2.3 行业空间：广告变现拉高行业天花板，版权衍生如虎添翼	13
3 竞争优势：渠道预装强化用户先发优势，多元化内容完善用户体验	16
3.1 渠道推广：渠道预装起家，掌阅主 app 保持领先用户规模	16
3.2 内容矩阵：行业重要内容供给方，加码布局网文内容平台	18
4 未来展望：字节&B站加持深化变现效率，广告+版权业务空间可期	20
4.1 字节跳动&哔哩哔哩为什么入股掌阅？	20
4.2 如何看待巨头加持下掌阅的商业化空间？	23
4.2.1 广告业务：中性情形下长期收入空间约 11.7 亿元	24
4.2.2 版权业务：短期分销驱动，长期看网文 IP 价值最大化	25
5 盈利预测与投资建议	26
风险提示	28

图表目录

图表 1: 掌阅科技历史沿革	5
图表 2: 2019 年中国数字阅读全景生态流量市场份额	5
图表 3: 掌阅科技股权结构	6
图表 4: 2020 年 11 月至 2021 年 10 月期间公司与字节跳动预计产生的关联交易金额	6
图表 5: 公司营业收入及同比增速	7
图表 6: 公司净利润及同比增速	7
图表 7: 公司营业收入构成	7
图表 8: 公司版权产品业务收入（百万元）及同比增速	7
图表 9: 公司综合毛利率变化情况	8
图表 10: 公司版权产品和数字阅读业务毛利率变化情况	8
图表 11: 公司销售费用率变化情况	8
图表 12: 公司净利率变化情况（%）	8
图表 13: 不同娱乐内容形式时长占比变化	9
图表 14: 掌阅科技&阅文集团 2015-2019 年阅读业务收入（百万元）及同比增速	9
图表 15: 阅文集团 MAU（单位：百万）及增速	10
图表 16: 掌阅科技 MAU（单位：百万）及增速	10
图表 17: 不同娱乐方式用户规模（亿）及增速	10
图表 18: 2016-2018 年内容相关领域 APP 人均使用时长（小时）	10
图表 19: 移动网民付费意愿情况	11
图表 20: 阅文集团付费用户数（百万）及付费率	11
图表 21: 阅读平台 MAU 变化（单位：万）	11
图表 22: 阅读平台 DAU 及用户活跃率	12
图表 23: 阅读平台用户日均使用时长（分钟）	12
图表 24: 付费与免费数字阅读 APP 年龄分布	12

图表 25: 2019年3月免费阅读人群年龄与城际分布	12
图表 26: 银发人群移动设备月活跃用户数	13
图表 27: 银发人群泛娱乐行业活跃渗透率 top4	13
图表 28: 数字阅读行业市场规模 (亿元)	13
图表 29: 数字阅读行业分板块规模拆分	13
图表 30: 中国网络文学用户规模 (万人) 及同比增速	14
图表 31: 付费阅读 APP 月活跃用户规模变化 (万人)	14
图表 32: 免费阅读 APP 月活跃用户规模变化 (万人)	14
图表 33: 免费阅读市场规模测算 (亿元)	15
图表 34: 部分网文平台制作电视剧短剧系列	15
图表 35: 2016-2020 年中国有声书市场规模	16
图表 36: 2016-2020 年中国有声书用户规模统计	16
图表 37: 掌阅月活跃用户数变化情况 (百万人, 公司公告口径)	16
图表 38: 数字阅读公司月活情况 (万)	16
图表 39: 掌阅科技渠道推广费用构成 (百万元)	17
图表 40: 数字阅读公司渠道推广成本/数字阅读收入对比	17
图表 41: 2020 年中国大陆市场手机出货量市场份额	17
图表 42: 2019 年中国主要数字阅读渠道用户使用率	17
图表 43: 公司推广费 (百万元) 及其占比情况	18
图表 44: 豆瓣年度最关注图书中掌阅、QQ 阅读和微信读书的覆盖率情况	18
图表 45: 2017 年 3 月掌阅科技内容库分类型内容占比及数量 (册)	18
图表 46: 2016 年中国五大网络文学公司作家和作品数量市占率情况	19
图表 47: 掌阅旗下主要网文平台	19
图表 48: 2019 年影响中国数字阅读用户体验的因素	20
图表 49: 2019 年主流数字阅读公司用户满意度对比	20
图表 50: 数字阅读公司内容成本/数字阅读收入对比	20
图表 51: 字节跳动网文领域投资	21
图表 52: 免费阅读 APPTOP20 热搜榜内容来源 (2021 年 3 月)	21
图表 53: 番茄免费小说不同榜单 TOP30 内容来源 (2021 年 3 月)	21
图表 54: 播出 IP 剧中网络文学 IP 占比情况	22
图表 55: 2020 年 12 月免费阅读人群兴趣偏好	22
图表 56: 抖音微短剧生态	22
图表 57: 抖音首部自制微短剧《做梦吧! 晶晶》海报图	23
图表 58: 哔哩哔哩平台上《元龙》动画与漫画作品	23
图表 59: 掌阅 APP 上《元龙》动画与漫画作品	23
图表 60: 核心免费阅读平台广告情况全梳理 (iOS 端, 2021 年 3 月)	24
图表 61: 数字阅读公司用户使用时长推移 (分钟)	25
图表 62: 掌阅科技广告变现空间测算 (假设单 DAU 日收入=0.4 元/天, 未来 MAU 上限 2 亿人)	25
图表 63: 掌阅科技版权分发业务收入空间测算 (假设单 DAU 日收入=0.4 元/天)	26
图表 64: 掌阅科技与阅文集团版权业务收入对比 (百万元)	26
图表 65: 掌阅与阅文版权业务收入/营业收入对比	26
图表 66: 掌阅科技收入成本分类预测表 (单位: 百万元)	27
图表 67: 数字阅读可比公司估值表	27

1 掌阅科技：付费+免费融合的行业龙头，盈利能力持续提升

1.1 公司概况：数字阅读行业领先者，获字节跳动、B站双入股

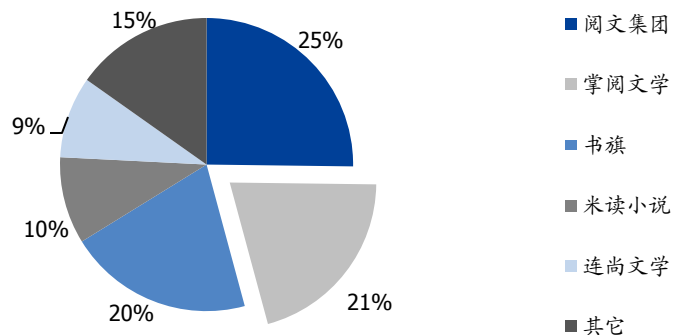
掌阅科技为数字阅读行业领先者，深耕行业10余年。公司成立于2008年，初期主要通过电信运营商提供数字阅读增值服务，2011年正式发布掌阅APP，通过自主研发的数字阅读平台产品为用户提供内容。随后，公司加大研发投入优化产品，同时加强投资布局产业链上下游资产，实现累计注册用户数从0到6亿的突破，2017年正式于上海证券交易所主板上市。2019年公司从上市公司剥离亏损的硬件业务，聚焦数字阅读核心主业，同时发布“得间小说APP”，从付费模式向“付费+免费”融合模式转变，通过订阅、广告、版权分发等多元化方式变现。根据比达咨询《2019年度中国数字阅读市场研究报告》，掌阅文学位列中国全景生态流量市占率第二位（21%），仅次于阅文集团。根据公司公告，截至2020H1公司数字阅读平台月活达到1.7亿，用户数量、人均阅读时长等指标持续上升。

图表 1: 掌阅科技历史沿革



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

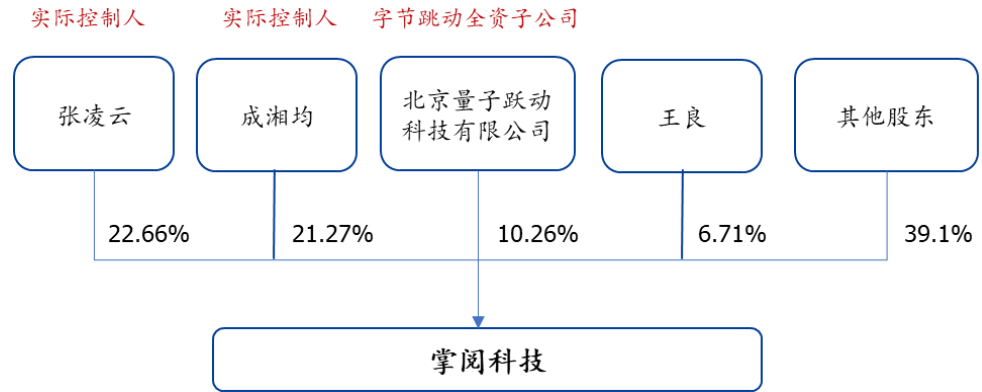
图表 2: 2019年中国数字阅读全景生态流量市场份额



资料来源：比达咨询，国盛证券研究所

实际控制人持股 43.93%，字节跳动旗下量子跃动为第三大股东。公司控股股东和实际控制人为创始人张凌云和董事长成湘均，合计持有公司股份 1.93 亿股，占总股本的 43.93%，共同控制公司。2020 年 12 月，字节跳动旗下量子跃动入股公司，成为公司第三大股东，目前持股比例达 10.26%。2021 年 2 月，上海幻电信息科技有限公司（哔哩哔哩弹幕网）入股公司，累计持股 178.57 万股，持股比例为 0.41%。

图表 3: 掌阅科技股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

与字节跳动在版权分发、推广投放、广告商业化方面展开战略合作。根据公司公告, 2019 年 11 月至 2020 年 10 月期间公司与字节跳动合作金额 2.7 亿元, 预计 2020 年 11 月至 2021 年 10 月期间与字节跳动产生关联交易金额 4.7 亿元, 其中包括 1.6 亿元版权分发、1.2 亿元推广投放与 1.9 亿元广告商业化。

图表 4: 2020 年 11 月至 2021 年 10 月期间公司与字节跳动预计产生的关联交易金额

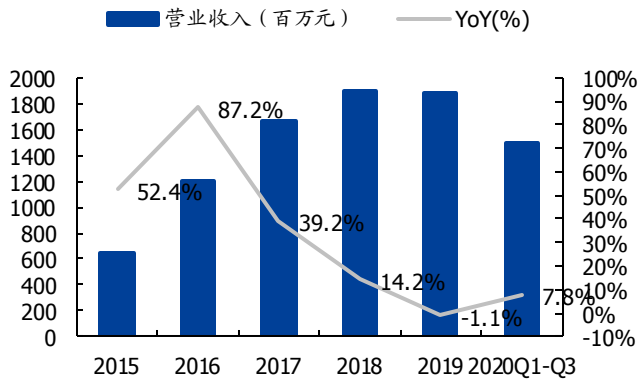
关联交易类别	关联方	本次预计金额 (万元)
版权分发	北京字节跳动网络技术有限公司	16,000
推广投放	北京今日头条科技有限公司	12,000
广告商业化	湖北今日头条科技有限公司	19,000
合计		47,000

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 财务分析: 利润率进入上行通道, 版权&广告业务开始兑现

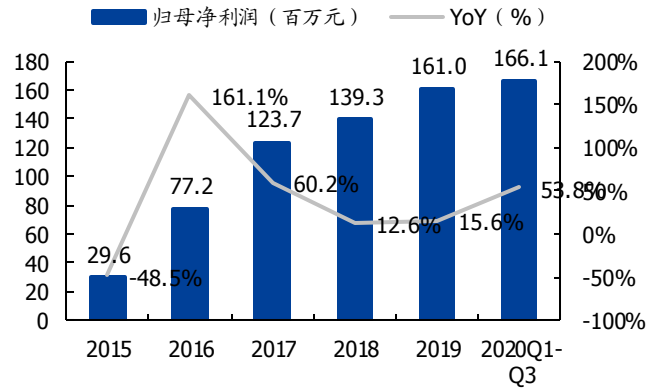
2020 年公司业绩重回上升通道。受到行业以及硬件业务剥离影响, 掌阅科技 2017-2019 年营收增长放缓; 净利润增速自 2019 年起企稳回升, 主要受益于版权分发和广告业务的布局。2020 年公司业绩重回快速上升通道, 2020Q1-Q3 公司实现营收 14.95 亿元, 同比增长 7.8%, 实现归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 53.8%。根据公司业绩预告, 预计 2020 年全年实现归母净利润 2.55-2.74 亿元, 同比增长 58.4%-70.1%; 2020Q4 单季度实现归母净利润 0.89-1.08 亿元, 同比增长 101.6%-144.2%, 环比增长 59.8%-93.6%, 单季度业绩增长再提速。

图表 5: 公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

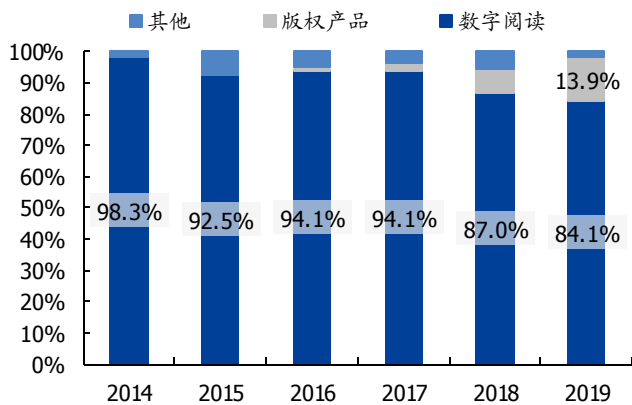
图表 6: 公司净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

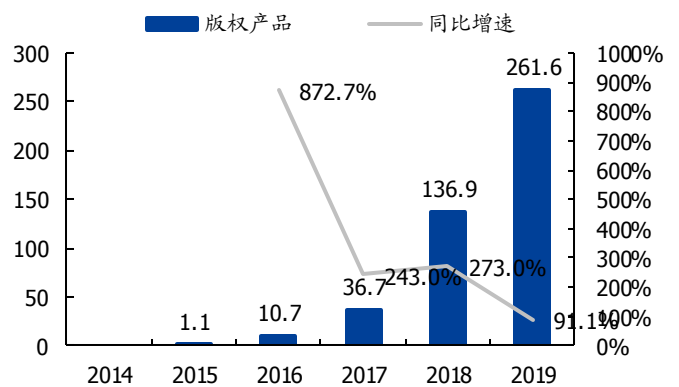
数字阅读业务贡献主要收入来源, 版权产品释放增量。数字阅读为公司业绩的核心驱动, 收入占比始终高于 80%, 版权产品收入占比 2019 年提升至 13.9%。2019 年公司版权业务实现营收 2.62 亿元, 同比增长 91.1%, 2015-2019 年该业务复合增长率达到 292.7%。

图表 7: 公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

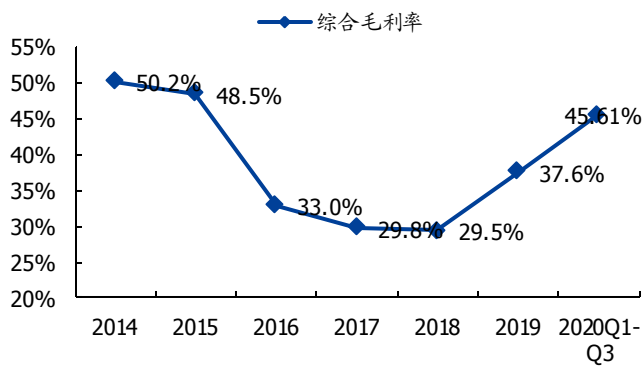
图表 8: 公司版权产品业务收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

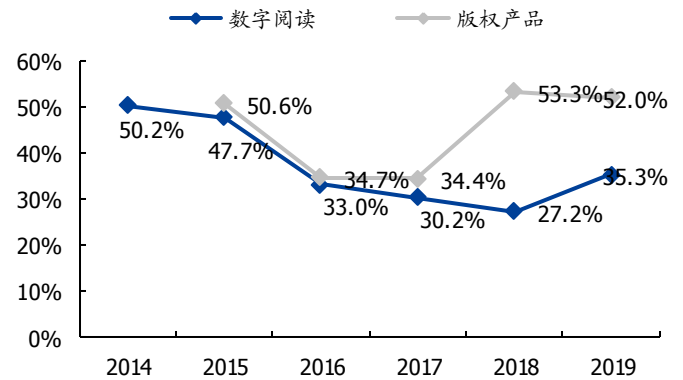
自 2018 年起综合毛利率持续上行, 2020Q1-Q3 毛利率为 45.5%。综合毛利率提升主要得益于: (1) 高毛利率的版权业务 (50%+) 收入占比提升; (2) 数字阅读业务毛利率提升, 2019 年达到 35.3%, 同比增长 8.1pct。其中付费阅读采用 CPS (收入分成) 模式, 毛利率预计稳定; 免费阅读买量成本大概率计入了推广成本 (费用端), 由此带来毛利率提升。

图表 9: 公司综合毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

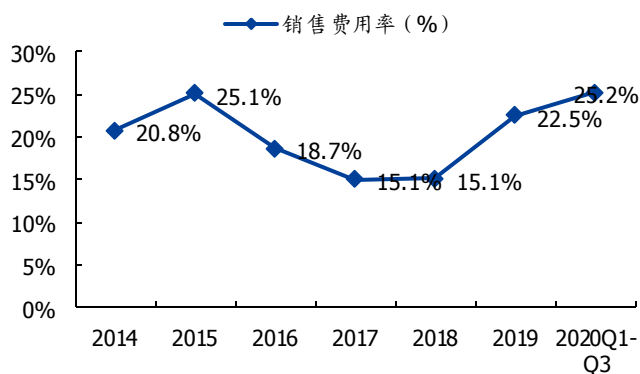
图表 10: 公司版权产品和数字阅读业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

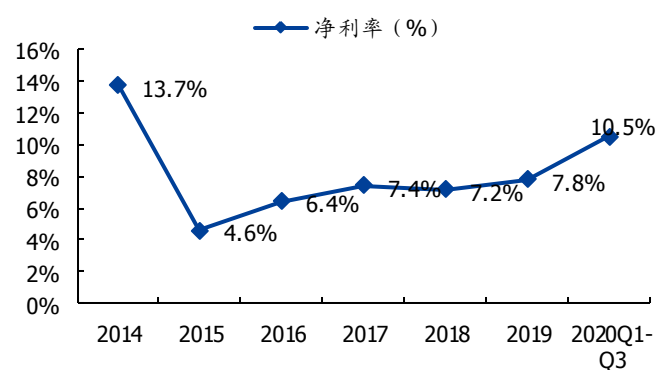
加大买量投入后盈利能力表现良好。2019年起公司开始布局免费阅读广告变现业务, 加大以 CPA 模式计价的推广费支出, 销售费用率达到 22.5%, 同比增加 7.4pct, 而此前主要以预装模式 CPS 计价计入营业成本。公司净利率自 2015 年起呈持续上升态势, 2020Q1-Q3 净利率提升明显, 达到 10.5%, 相比去年同期增加 3.9pct。

图表 11: 公司销售费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司净利率变化情况 (%)



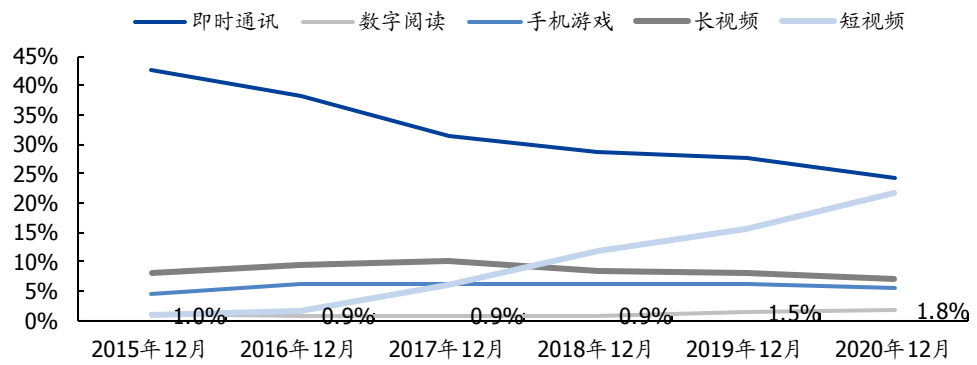
资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

2 数字阅读行业: 新模式与新生态, 行业增量空间可期

2.1 行业变化: 付费红利见顶, 免费模式兴起, 巨头布局正当时

数字阅读作为国民级娱乐方式, 用户时长占比提升, 商业模式出现分化。网络文学多为连载, 具备强连续性、强刺激性的特点, 不易受到短视频等碎片化娱乐的影响。根据 Questmobile 数据, 2020 年 12 月数字阅读占中国用户手机上网总时长的比重为 1.8%。数字阅读时长占比虽较其它内容形式较低, 但相对于 2015 年水平 (1.0%) 提升显著, 且并未受到短视频明显分流, 而长视频、即时通讯、手机游戏时长占比呈现明显下滑趋势。从商业模式来看, 数字阅读行业经历了付费模式到广告模式驱动的转变。

图表 13: 不同娱乐内容形式时长占比变化



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

龙头公司在 2015-2017 年均经历了付费阅读收入的快速增长。其中, 阅文集团 2015-2017 年在线阅读收入为 9.7、19.7 和 34.2 亿元, 同比增长 114.3%、103.3% 和 73.3%; 掌阅科技同期数字阅读收入为 5.9、11.3 和 15.7 亿元, 同比增长 43.5%、90.3% 和 39.2%。但是, 2018 年起传统付费阅读主业收入增速出现放缓, 且 2019 年均出现负增长。

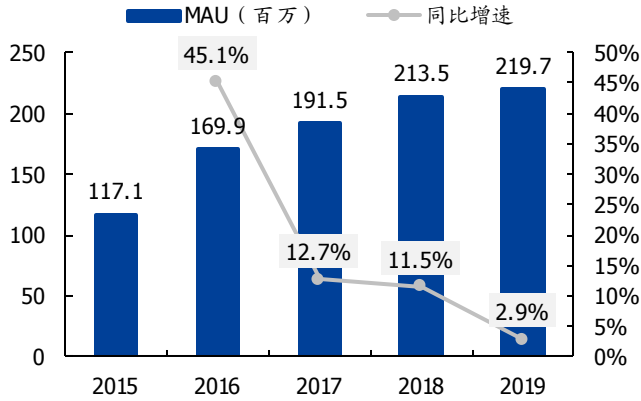
图表 14: 掌阅科技&阅文集团 2015-2019 年阅读业务收入 (百万元) 及同比增速

		2015	2016	2017	2018	2019
阅文集团	在线阅读收入	970.9	1,974.1	3,420.6	3,827.9	3,710.4
	同比增长		114.3%	103.3%	73.3%	11.9%
掌阅科技	数字阅读收入	592	1,126.5	1,568.1	1,656.0	1,583.8
	同比增长		43.5%	90.3%	39.2%	5.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

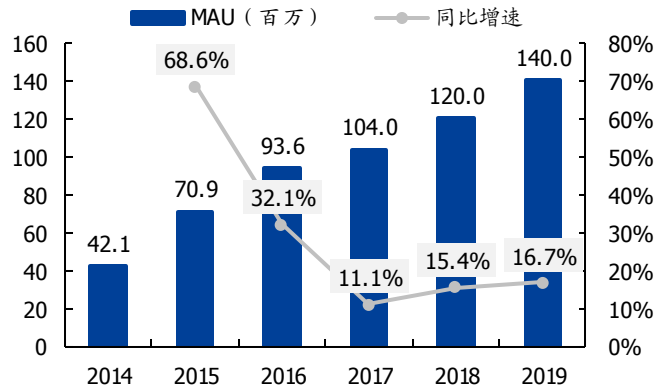
2015-2017 年高增长的核心原因在于: (1) 流量红利, 各平台 MAU 快速增长。阅文集团 MAU 由 2015 年 1.17 亿增长至 2017 年 1.92 亿, 其中 2016 年 MAU 同比增速达 45.1%; 而掌阅科技 2015-2017 年 MAU 分别为 0.71、0.94 和 1.04 亿, 同比增长 68.6%、32.1% 和 11.1%。(2) 打击盗版倒逼付费和商业化运营。2016 年打击盗版再升级, “剑网行动” 重点打击网文盗版行为, 百度贴吧着手清查盗版文学内容, UC 浏览器、书旗小说等平台都开始进行商业化运作, 阅文等龙头公司通过分销获得内容授权收入; (3) 网文公司加大推广和商业化力度, 叠加前述两点因素, 获得用户数和付费率的持续增长。

图表 15: 阅文集团 MAU (单位: 百万) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

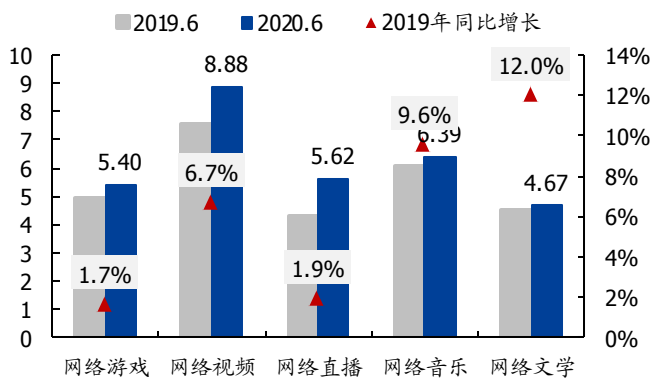
图表 16: 掌阅科技 MAU (单位: 百万) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

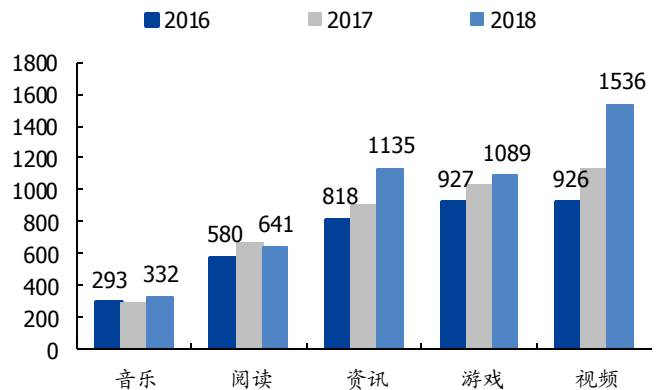
我们认为 2018 年后付费阅读收入增长的放缓, 与数字阅读行业的用户特征高度相关。数字阅读作为 PC 时代的娱乐产物, 进入移动互联网和 4G/5G 时代后具有如下特征: (1) 用户规模 4.6 亿 (截止 2020 年 12 月), 在用户数小于音乐、游戏、视频等其他娱乐方式的基础上, 增速也最慢; 使用时长上, 高于音乐但低于视频、游戏等; (2) 盗版难度上, 阅读 < 音乐 < 视频; (3) 由此导致数字阅读行业核心付费人群有限, 数字阅读用户中只选择免费资源的用户占比达 65.7%, 高于视频 (33.9%)、游戏 (45.9%) 和音乐 (54.2%) 等, 阅文集团付费率仅约 5%。

图表 17: 不同娱乐方式用户规模 (亿) 及增速



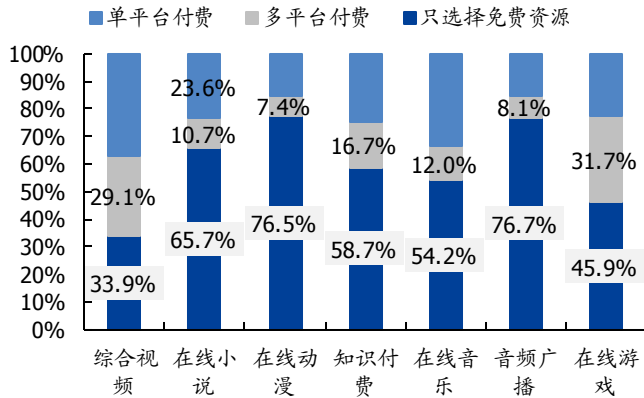
资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 18: 2016-2018 年内容相关领域 APP 人均使用时长 (小时)



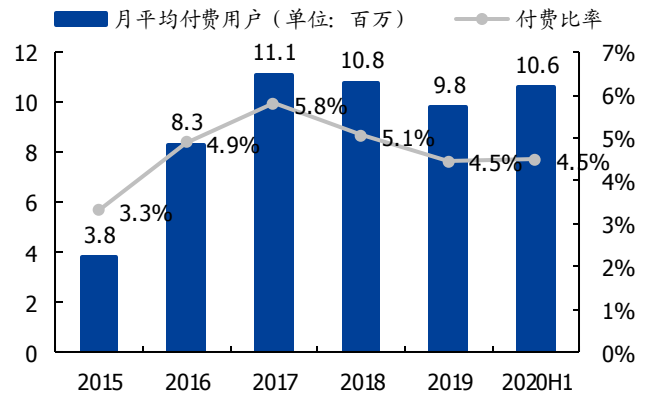
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 19: 移动网民付费意愿情况



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 20: 阅文集团付费用户数 (百万) 及付费率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

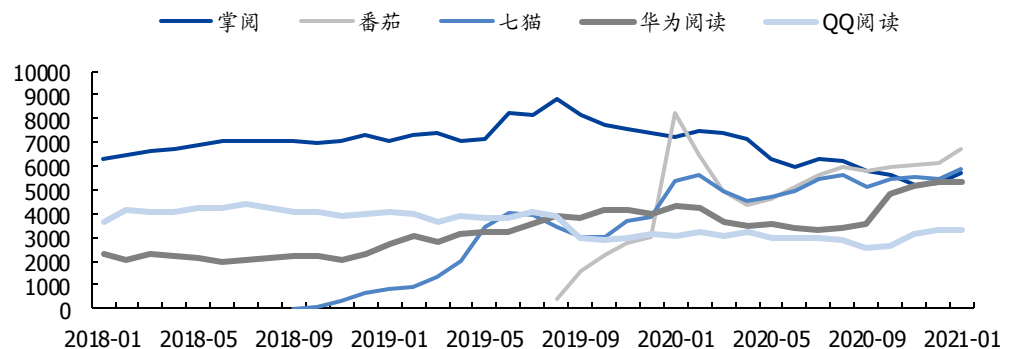
2018年下半年起, 采用免费模式的数字阅读 APP 开始出现, 且用户规模及用户活跃度增长迅速, 连尚免费小说 (wifi 万能钥匙旗下)、米读 (趣头条旗下) 等月独立设备数快速跃居行业前十, 由此引来巨头的新一轮布局。2018 年年底, 阅文集团推出免费阅读 APP 飞读小说; 2019 年 1 月, 掌阅推出得间小说, 字节跳动推出番茄小说。

2.2 免费阅读: 聚焦下沉注重娱乐性, 高活跃度实现长尾变现

免费阅读的快速崛起, 一定程度上对其他平台的用户基础形成挤压。根据 Questmobile 数据, 截止 2021 年 1 月, 番茄、七猫小说的 MAU 分列阅读类 APP 第一和第二, 分别为 6726 万和 5885 万, 掌阅 (5716 万)、QQ 阅读 (3338 万) 位列第三、第五位, 免费阅读平台 MAU 快速增长一定程度上致使其他平台用户数承压。

注: QM 数据低于各公司披露数据, 主要由于 QM 仅为单一 APP MAU, 而各公司披露数据包含第三方渠道数据 (如阅文包含手机 QQ 和 QQ 浏览器的阅读用户数据)。

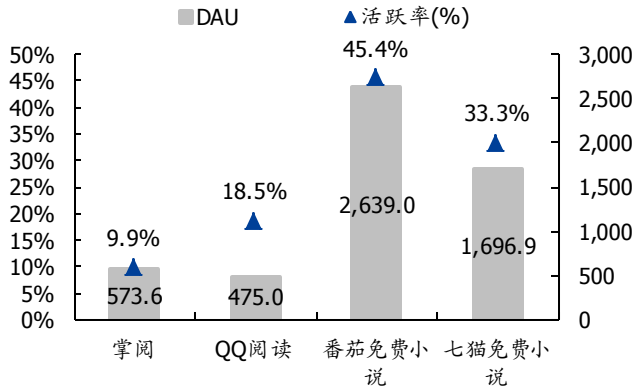
图表 21: 阅读平台 MAU 变化 (单位: 万)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

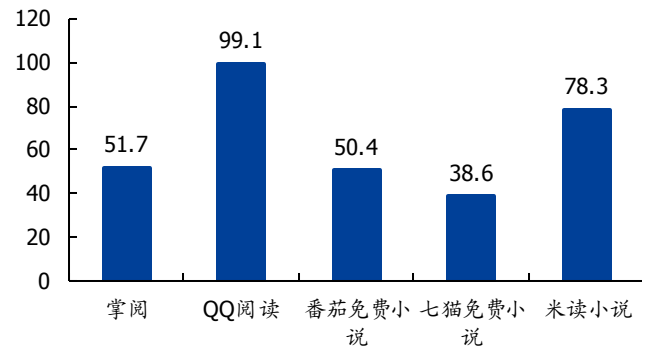
付费阅读用户为内容质量买单, 而免费阅读娱乐性更强, 以此呈现更高的用户活跃度。番茄小说 DAU 已超 2600 万, 跃居行业第一。番茄、七猫小说 2020 年 9 月日均活跃用户数量分别以 2639 万和 1697 万位列第一和第二, 成为唯二破千万 DAU 的阅读类 APP, 并远高于掌阅 (574 万) 和 QQ 阅读 (475 万)。免费阅读类产品的用户活跃度在 30% 以上, 高于付费阅读产品, 但日均使用时长更低。由此我们认为, 免费阅读是用户杀时间的选择, 而付费阅读集中的更多是深度、核心用户。

图表 22: 阅读平台 DAU 及用户活跃率



资料来源: Quest Mobile, 国盛证券研究所

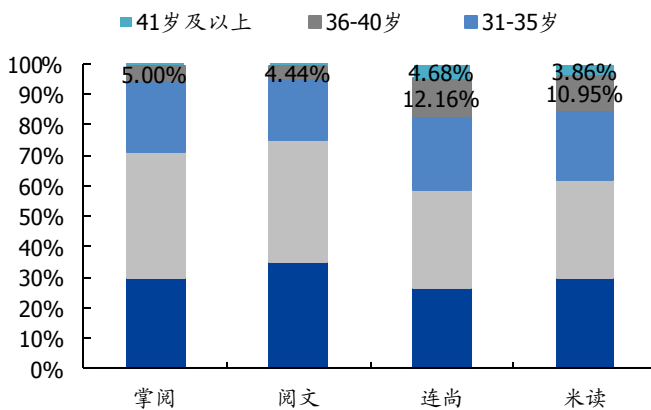
图表 23: 阅读平台用户日均使用时长(分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

下沉区域用户及中老年用户的红利,是免费阅读快速崛起的流量和时长来源,与付费阅读用户重合度低。免费模式与付费模式在用户画像上存在较为明显的年龄、城市差异,免费模式撬动低线城市和“银发用户”增量需求,获得大量下沉用户和中高年龄层用户。根据 Questmobile,2020年5月银发人群移动设备月活跃用户数突破1.1亿,增速高于全网,是移动网民重要增量来源;而在线阅读位居银发人群活跃渗透率top4的泛娱乐行业。大量具备阅读需求、但付费意愿低的中长尾用户的存在,是免费模式得以跑通的关键。通过免费模式,可以实现更大基数的用户价值变现。

图表 24: 付费与免费数字阅读 APP 年龄分布



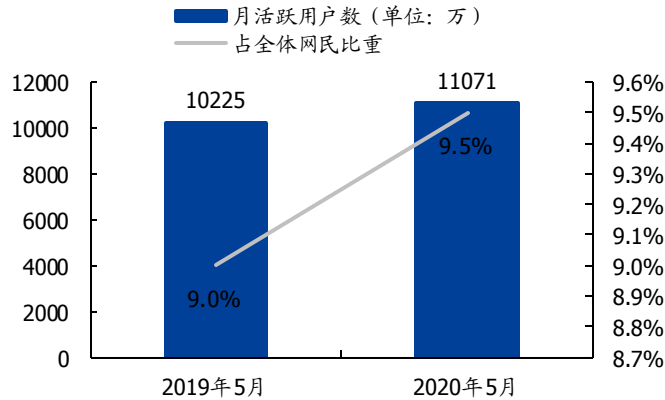
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 25: 2019年3月免费阅读人群年龄与城际分布



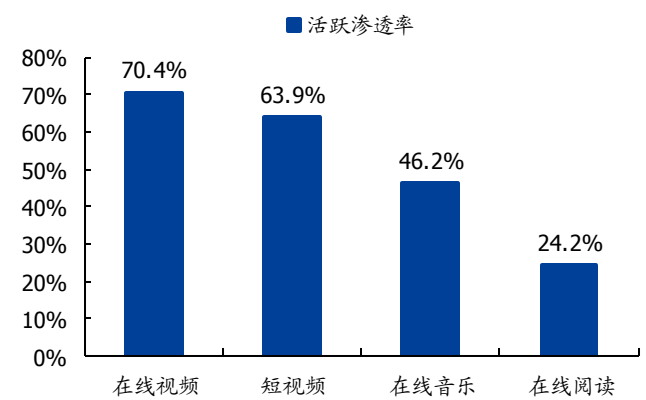
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 26: 银发人群移动设备月活跃用户数



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 27: 银发人群泛娱乐行业活跃渗透率 top4



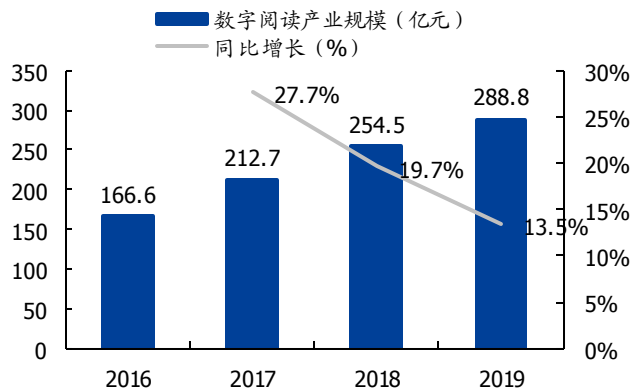
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

付费+免费齐头并进, 加码完善行业生态。除专注于全免费模式的七猫免费小说、番茄免费小说、米读外, 以付费模式为主的掌阅和 QQ 阅读陆续将部分内容开放为免费模式, 同时也推出了全免费阅读的 app “得间”和“飞读”。尽管免费阅读的崛起对付费阅读造成了一定挤压, 但从用户角度来看, 付费模式下的高质量内容维护核心阅读用户体验, 免费模式则能够通过广告模式实现中长尾、价格敏感的用户完成价值变现; 创作者角度来看, 免费阅读加持之下的利益分配模式亦为更多的中小创作者提供了变现可能, 两种模式齐头并进方能从内容需求与供给两层面打开行业空间, 推动行业有机发展。

2.3 行业空间: 广告变现拉高行业天花板, 版权衍生如虎添翼

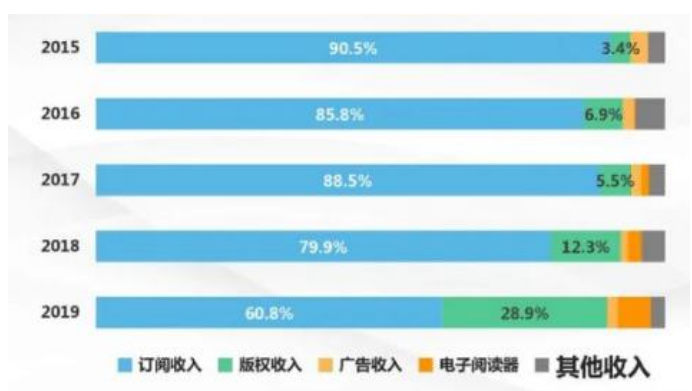
行业规模增速放缓, 版权收入占比提升。根据《2019年中国数字阅读白皮书》, 2019年中国数字阅读行业规模 288.8 亿元, 同比增长 13.5%, 相比 2018 年 19.7% 的增速下滑。其中, 订阅收入占比为 60.8% (对应 175.6 亿元), 版权收入占比为 28.9%, 相比 2015 年水平增加 25.5%, 成为行业规模增长的重要驱动。从用户角度来看, 根据 CNNIC 数据, 截至 2020 年底中国网络文学用户 4.60 亿人, 同比增长 1.04%, 占总体网民数量的比重为 46.5%。随着免费阅读的兴起, 预计未来行业规模将由广告+版权业务双轮驱动, 有声书等多元化赛道也将释放活力。

图表 28: 数字阅读行业市场规模 (亿元)



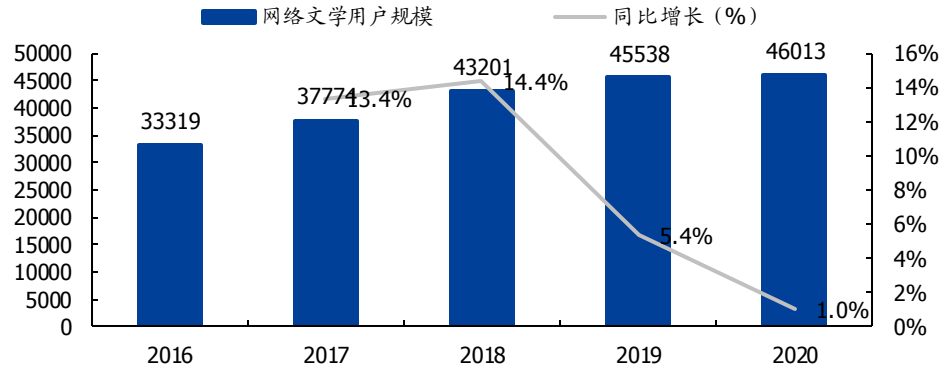
资料来源: 《2019年中国数字阅读白皮书》, 国盛证券研究所

图表 29: 数字阅读行业分板块规模拆分



资料来源: 《2019年中国数字阅读白皮书》, 国盛证券研究所

图表 30: 中国网络文学用户规模 (万人) 及同比增速



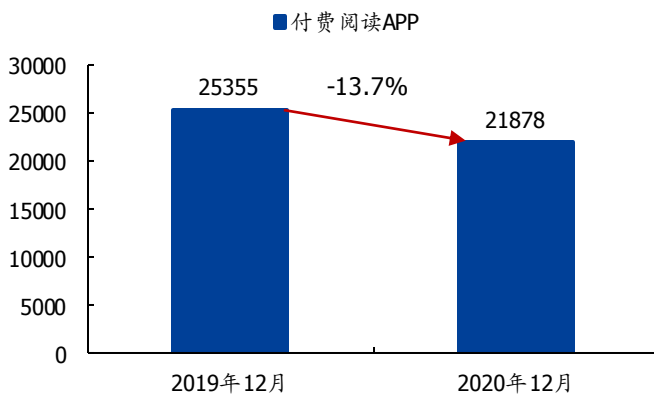
资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

我们按照“免费阅读市场规模=免费模式日活跃用户*每个日活用户单日广告收入*天数(365天)”的思路, 测算免费阅读的市场规模。

(1) 免费模式 DAU = 数字阅读总用户数*免费模式渗透率*日活跃用户比例

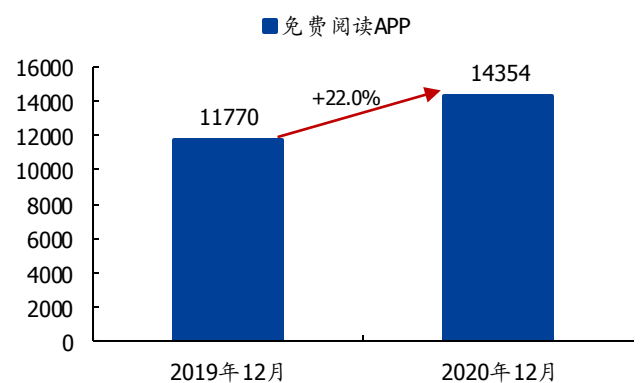
- **数字阅读总用户数:** 根据 CNNIC 数据, 2020 年中国网民规模 9.89 亿人, 数字阅读渗透率 46.5%。假定未来网民 10 亿人, 数字阅读市场渗透率上限为 60%, 则数字阅读用户数上限为 6 亿人 (涵盖正版免费阅读+正版付费阅读+盗版用户)。
- **免费模式渗透率:** 根据 Questmobile 数据, 截至 2020 年 12 月底, 免费阅读月活跃用户规模达到 1.4 亿人, 付费阅读月活跃用户规模达到 2.2 亿人, 假设免费与付费阅读重合度 10%, 则对应免费模式渗透率为 43.2%。考虑到目前该模式仍处于发展初期, 未来部分付费阅读用户以及付费意愿较低的盗版用户均有望转化为免费用户, 我们假设未来免费模式渗透率达到 60%-80%。
- **DAU 比例:** 免费阅读 APP 活跃率高于付费阅读, 番茄、七猫、米读 2020 年 9 月 DAU/MAU 分别为 45.4%、33.3%、41.2%, 我们假设行业平均活跃率为 40%, 以此测算得到免费模式 DAU 区间为 1.4-1.9 亿人。

图表 31: 付费阅读 APP 月活跃用户规模变化 (万人)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 32: 免费阅读 APP 月活跃用户规模变化 (万人)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

(2) 单 DAU 日收入=日均使用时长*每分钟阅读广告数*CPM。

- 根据 Quest Mobile 数据,2021 年 1 月番茄、七猫免费小说日均使用时长分别为 53.0、41.9 分钟,我们假设全行业日均时长为 40 分钟,用户 1 分钟阅读 3 页,每 4 页加载一个广告,则每分钟阅读广告数为 0.75 个。假设 CPM 为 10 元/千人,则测算得到单 DAU 日收入为 0.3 元/人。考虑到未来用户粘性和广告加载率的提升,假设未来免费阅读单 DAU 日收入为 0.3-0.5 元/人。

结合上述测算,不同情形下免费阅读的市场规模上限可达 350.4 亿元。较为中性的情形下,假设免费模式渗透率 70%,单 DAU 日收入 0.4 元/人,则免费模式市场规模可达 245.3 亿元。

图表 33: 免费阅读市场规模测算(亿元)

单 DAU 日收入(元)	免费模式渗透率				
	60%	65%	70%	75%	80%
	数字阅读免费模式日活跃用户(亿人)				
	1.44	1.56	1.68	1.8	1.92
0.30	157.7	170.8	184.0	197.1	210.2
0.35	184.0	199.3	214.6	230.0	245.3
0.40	210.2	227.8	245.3	262.8	280.3
0.45	236.5	256.2	275.9	295.7	315.4
0.50	262.8	284.7	306.6	328.5	350.4

资料来源:国盛证券研究所测算

版权衍生:免费阅读高流量助力打造爆款 IP,并通过剧集、动漫等不同内容形式实现版权变现。以付费模式为主的掌阅和阅文实现了多款影视剧作品包括《元龙》、《大唐明月》等的版权变现,网文 IP 衍生成为主流,变现潜力可期。对于免费阅读来说,其高流量特征助力快速打造爆款 IP。连尚文学已打造《黑白禁区》、《大明首相》等知名 IP,《黑白禁区》已翻拍成电视剧计划于 2020 年在爱奇艺播出;米读与快手就短剧 IP 开发已达成战略合作;七猫在抖音快手等平台投放大量短视频广告;番茄也利用字节渠道优势制作短剧。免费阅读平台 2020 年纷纷布局短视频市场,开辟免费网文平台孵化 IP 新思路。

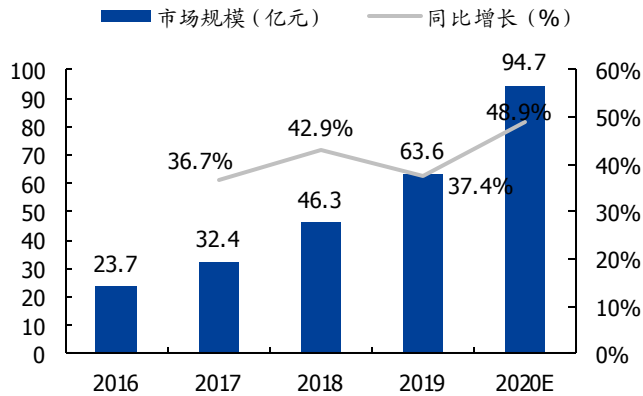
图表 34: 部分网文平台制作电视剧短剧系列

所属平台	免费网文	改编类型
连尚	《狐嫁女》、《黑白禁区》等	电视剧
米读	《河神的新娘》、《权宠刁妃》等	短剧
番茄	《妖君在上》等	短剧
七猫	《13 号末班车》、《重启总裁》等	短视频广告
掌阅	《星落凝成糖》、《元龙》等	电视剧、动漫
阅文	《你是我的荣耀》、《大唐明月》等	电视剧

资料来源:36Kr,国盛证券研究所

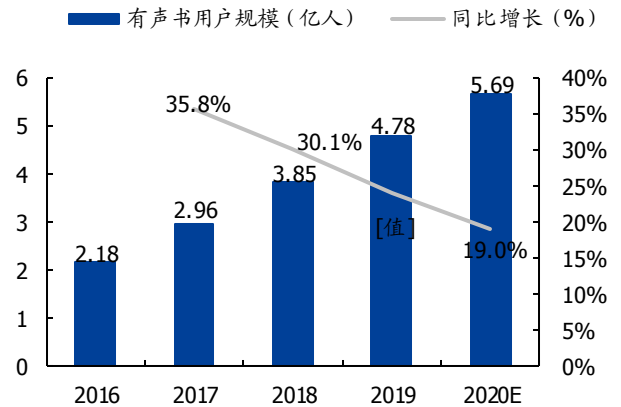
有声书:行业增速可观,商业模式走向成熟化。2019 年中国有声书市场规模达到 63.6 亿元,过去四年平均增速高于 30%,预计 2020 年行业规模将达到 95 亿元。2019 年中国有声书用户数量为 4.78 亿人,同比增长 24.2%。有声书用户付费意愿较高,2019 年喜马拉雅的付费用户占比约为 5.7%,高于阅文集团(4.5%)。截至 2019 年 5 月,喜马拉雅会员系统上线仅一年,付费会员数已经超过 400 万,年复合增长率高达 1,100%;付费率增长了近 8 倍,年复合增长率达到 776%,呈现蓬勃发展态势。

图表 35: 2016-2020 年中国有声书市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 36: 2016-2020 年中国有声书用户规模统计



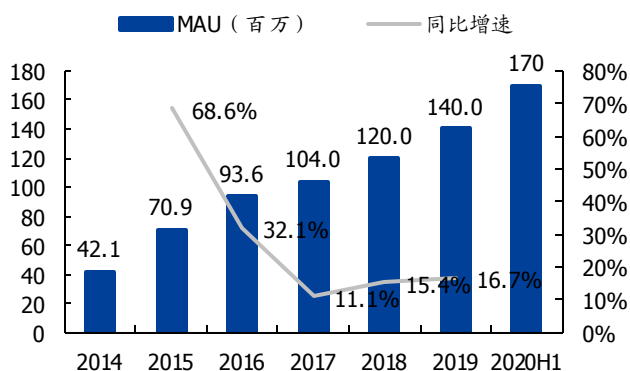
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

3 竞争优势: 渠道预装强化用户先发优势, 多元化内容完善用户体验

3.1 渠道推广: 渠道预装起家, 掌阅主 app 保持领先用户规模

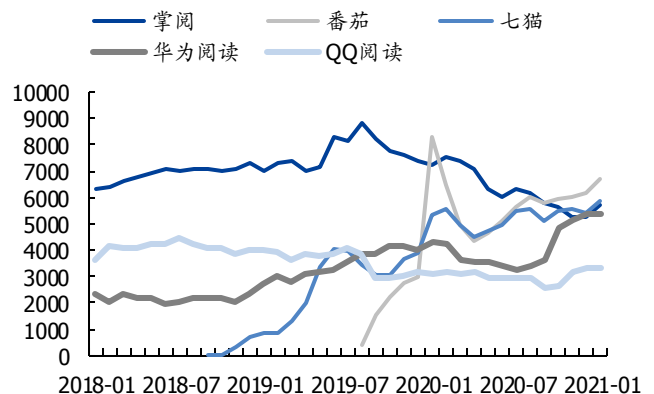
掌阅主 App 保持领先用户规模。截至 2020H1 掌阅旗下 APP 合计月活 1.7 亿人, 相比 2019 年末增加 3000 万月活。单 APP 来看, 根据 Questmobile 数据, 尽管 2019 年 9 月后随着免费阅读 APP 七猫免费小说、番茄免费小说的兴起, 掌阅、QQ 阅读的用户被部分分流, 但掌阅月活仍处于行业前列; 其联合运营 APP “华为阅读” MAU 达到行业第四。截至 2021 年 1 月掌阅、华为阅读、QQ 阅读 MAU 分别为 5716、5361、3338 万人, 分别位列行业 MAU 规模第三、第四、第五位。

图表 37: 掌阅月活跃用户数变化情况 (百万人, 公司公告口径)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 数字阅读公司月活情况 (万)

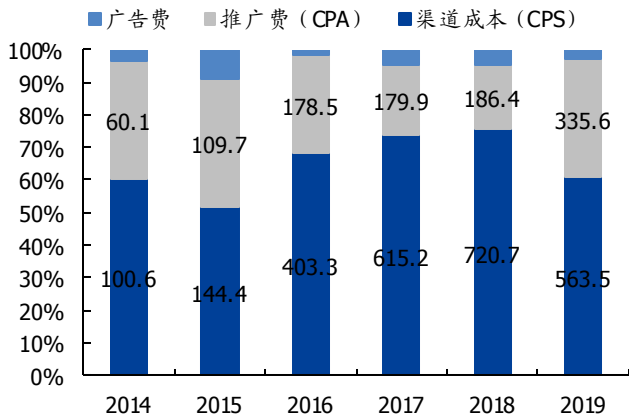


资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

强渠道投放是获取高用户量的关键原因, 掌阅渠道推广费占比高于阅文。掌阅渠道推广费用由渠道成本 (CPS 模式, 计入营业成本)、推广费 (CPA 模式, 计入销售费用)、广告费 (品牌宣传费用, 计入销售费用) 组成。其中渠道成本 (CPS 模式) 占比最高, 主要为 Oppo、Vivo 手机预装产品分成, 2019 年渠道成本达到 5.65 亿元, 占总渠道推广费用的比重为 60.8%。对比来看, 掌阅渠道推广费用/数字阅读收入占比始终高于阅文, 且呈小幅提升态势, 2019 年达到 58.5%。阅文主要依托腾讯系自有流量获客, 2019 年

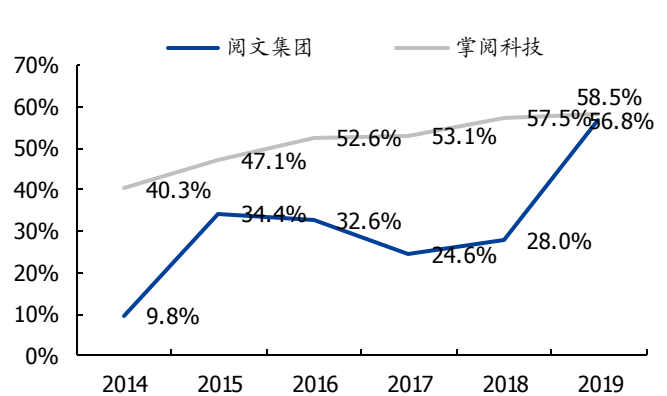
占比显著提升（56.8%）主要由于加强手机预装模式所致。

图表 39: 掌阅科技渠道推广费用构成 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

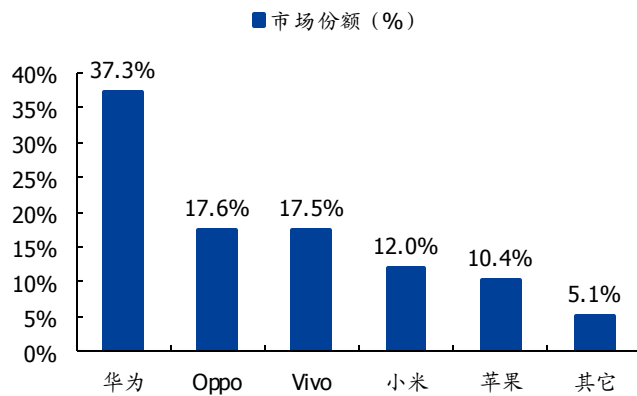
图表 40: 数字阅读公司渠道推广成本/数字阅读收入对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

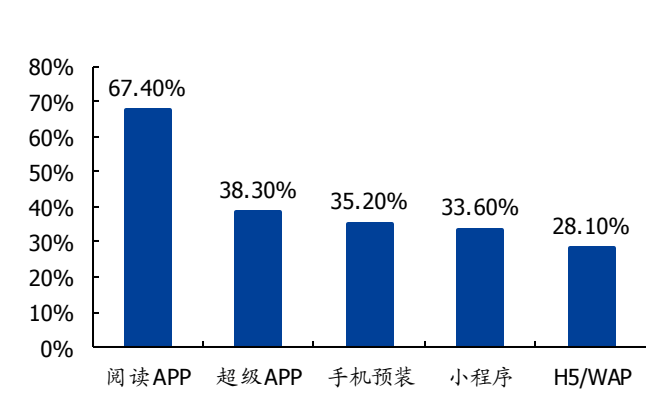
渠道预装为用户增长重要手段, 掌阅具备先发优势占据安卓端市场。掌阅成立初期即是通过与电信运营商合作开展业务, 后续自 2011 年发布自有 APP 后抢占手机预装先机, 与手机厂商展开深度合作, 快速积累安卓端用户。其中, 华为、魅族、移动运营商的定制机计入销售费用 (CPA); OPPO、Vivo 手机预装计入渠道成本 (CPS)。手机预装为数字阅读用户重要渠道触达方式之一, 根据比达咨询报告, 阅读 APP、超级 APP、手机预装为 TOP3 使用率数字阅读渠道, 使用率分别达到 67.4%、38.3%、35.2%。2020 年国产手机华为、Oppo、Vivo 的出货量占比位列行业前三, 掌阅与头部国产手机厂商合作关系稳固, 具备流量优势和较强的获客能力。

图表 41: 2020 年中国大陆市场手机出货量市场份额



资料来源: Canalis, 国盛证券研究所

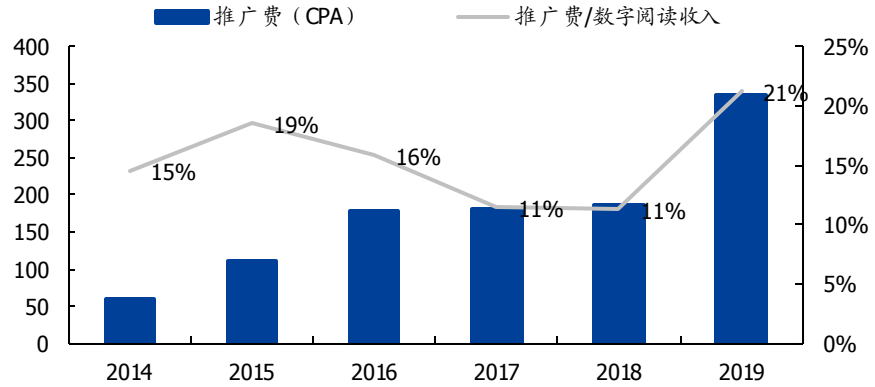
图表 42: 2019 年中国主要数字阅读渠道用户使用率



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

新形势下加大效果广告投入, 与重要渠道方字节跳动展开密切合作。随着互联网内容平台在流量端势力加强, 免费阅读兴起, 公司在保持渠道预装投入之上开始加大买量投入, 持续巩固用户规模优势。2019 年公司推广费/数字阅读收入达到 21%, 而去年同期仅为 11%; 2020 年上半年公司推广费 2.2 亿元, 同比增长 41.5%, 我们预计推广费增长主要系公司布局免费阅读业务, 加强互联网效果广告投放所致。2020 年重要渠道方字节跳动入股公司, 未来或将降低公司买量成本, 根据公司公告, 公司预计 2020 年 11 月至 2021 年 10 月期间与字节跳动产生 1.2 亿元的推广投放关联交易金额。

图表 43: 公司推广费 (百万元) 及其占比情况

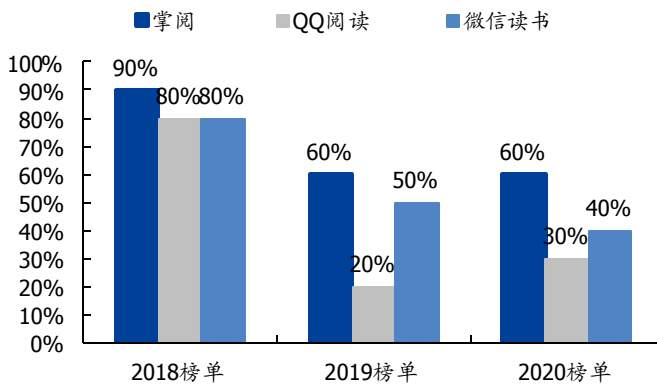


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 内容矩阵: 行业重要内容供给方, 加码布局网文内容平台

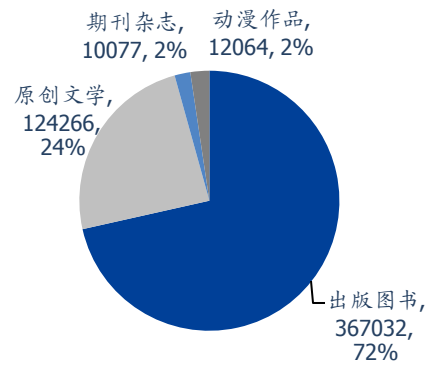
储备作品类型多样, 精品出版读物覆盖率高于同业。掌阅内容库包括出版图书、原创文学、期刊杂志、动漫作品、有声书、自出版等多种类型, 对优质内容覆盖率高。根据公司招股书, 截至 2017 年 3 月公司拥有出版图书 36.7 万部, 占比最高达到 72%, 出版优质重磅书覆盖率达到 80%。从豆瓣年度最受关注图书榜单 TOP10 图书的覆盖率来看, 掌阅覆盖率始终高于 QQ 阅读和微信读书, 在出版读物领域内容更加丰富。

图表 44: 豆瓣年度最受关注图书中掌阅、QQ 阅读和微信读书的覆盖率情况



资料来源: 豆瓣, 各阅读 APP, 国盛证券研究所

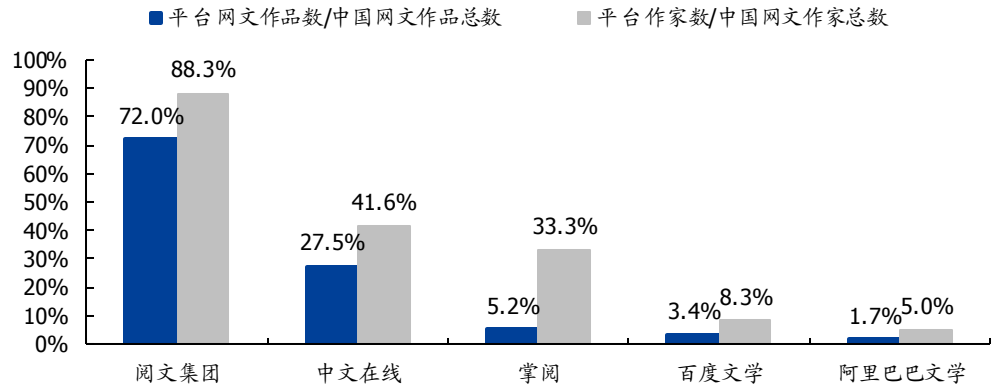
图表 45: 2017 年 3 月掌阅科技内容库分类型内容占比及数量 (册)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

网文内容作品数与作家数位于行业前列, 加码投资布局产业链上游平台。公司通过“保底+分成”模式获取内容, 采购对象包括出版社、版权机构、文学网站等。根据阅文集团招股书, 2016 年掌阅在网文作家、作品数量的市占率分别为 33.3%、5.2%, 均位列行业第三位, 第一、第二名分别为阅文集团和中文在线。公司不断加强网文内容生产能力, 大力发展“掌阅文学”孵化自有内容生产体系。截至 2020 年, 公司已累计参股/控股十余个不同品类的网文内容平台, 包括综合性平台红薯中文网、有乐中文网; 女频小说喵阅读、若看文学; 男频小说神起中文网; 二次元领域 iCiyuan 轻小说等。根据我们的统计, 2021 年 2 月 23 日公司男生热销榜 TOP20 小说中有 8 部为自有网文平台作品。

图表 46: 2016 年中国五大网络文学公司作家和作品数量市占率情况



资料来源: 阅文集团招股书, 国盛证券研究所

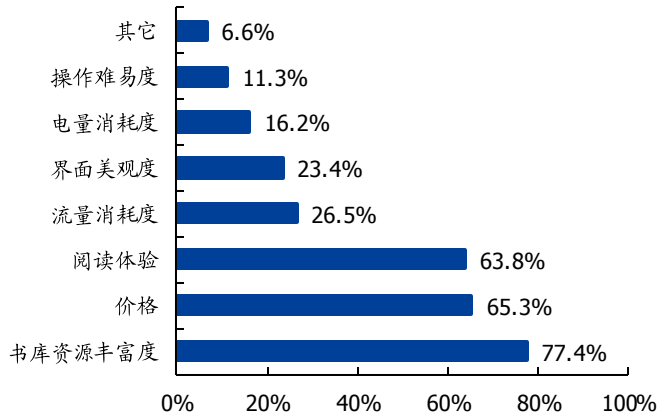
图表 47: 掌阅旗下主要网文平台

平台	领域	合作方式	投资比例
红薯中文网		股权投资	38.50%
有乐中文网	男频+女频	股权投资	46.00%
趣阅中文		股权投资	39.61%
得间免费小说		股权投资	63.82%
掌阅小说网		旗下全资平台	
喵阅读	女频	股权投资	10.00%
若看文学		股权投资	70.00%
神起中文网	男频	股权投资	39.61%
书山中文网		旗下全资平台	
iCiyuan 轻小说	二次元	股权投资	39.61%

资料来源: 天眼查, 公司官网, 国盛证券研究所

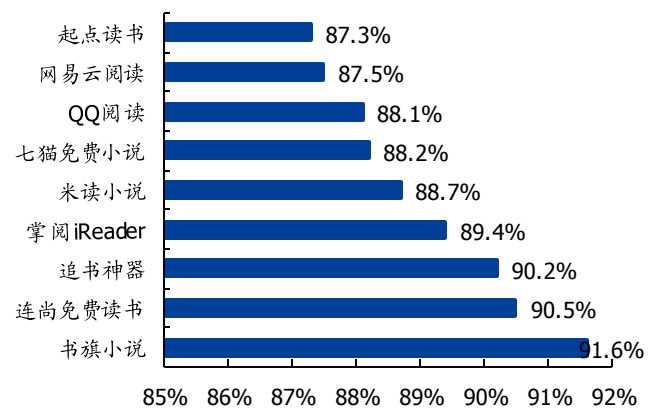
坚守“引领品质阅读”路线，掌阅用户满意度行业领先。根据比达咨询报告，2019年影响数字阅读用户体验的关键因素为“书库资源丰富程度”（77.4%），其次包括价格（65.3%）、阅读体验（63.8%）等。掌阅位列用户满意度第四位，前三名均为免费阅读APP，而QQ阅读位列第七位。此外，掌阅为2020年新上市APP“华为阅读”的联合运营方，彰显公司在数字阅读内容领域的竞争实力。

图表 48: 2019 年影响中国数字阅读用户体验的因素



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

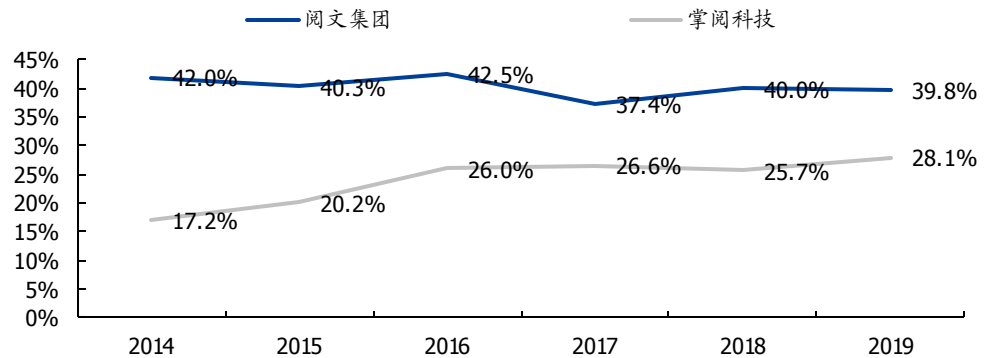
图表 49: 2019 年主流数字阅读公司用户满意度对比



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

定增加码版权资源库建设, 公司内容成本/数字阅读收入的比重不断提升。公司内容成本(按数字阅读和版权产品业务中的版权成本计算)/数字阅读收入低于阅文集团, 但呈不断提升态势, 2019 年达到 28.1%, 相对于 2014 年水平增加 10.9pct; 2019 年阅文集团内容成本/在线阅读收入为 39.8%。公司 2020 年定增拟投入 7.16 亿元于数字版权资源升级项目, 进一步增强在内容领域的核心竞争力。

图表 50: 数字阅读公司内容成本/数字阅读收入对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4 未来展望: 字节&B 站加持深化变现效率, 广告+版权业务空间可期

2020 年字节跳动(持股比例 10.26%, 第三大股东)和哔哩哔哩(持股比例 0.41%)相继入股掌阅科技, 资本加持之下将会给公司带来哪些增量?

4.1 字节跳动&哔哩哔哩为什么入股掌阅?

字节跳动自 2019 年起即开始了网文产业的布局。2019 年 1 月字节跳动推出番茄小说, 从 2019 年 12 月至今通过量子跃动投资了吾里文化、秀闻科技、鼎甜文化、塔读文学、九库文学、掌阅科技等网文公司, 所占股份均不低于 10%, 其中秀闻科技除旗下逸云书院外, 母公司磨铁集团具有丰富 IP 资源; 2020 年 7 月, 字节跳动与中文在线达成合作,

获得中文在线旗下众多 IP 使用权；2020 年 11 月，字节跳动旗下量子跃动拟通过协议转让方式获得掌阅科技 4505 万股份，目前持股比例 10.26%。

图表 51: 字节跳动网文领域投资

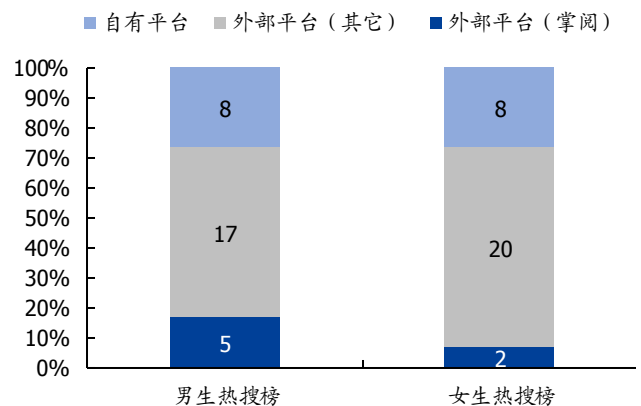
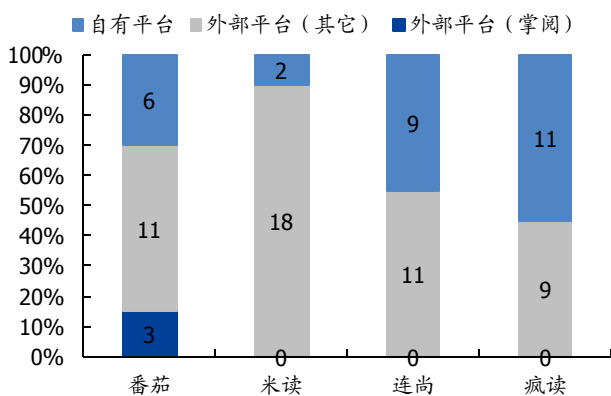
字节跳动投资平台时间	投资公司名称	概述	持股比例
2015 年 12 月	每天读点故事	精品短故事推荐平台	11.91%
2019 年 12 月	吾里文化	旗下女频包括阅闻文学网、栀子欢文学网等 旗下男频包括恒幻中文网等	13.04%
2020 年 6 月	秀闻科技	旗下逸云书院，题材偏女频	10.00%
2020 年 6 月	鼎甜文化	旗下包括甜悦读、瓜子小说网、朵米阅读网，题材偏女频	10.00%
2020 年 7 月	易天新动	旗下塔读文学，综合性题材	18.90%
2020 年 9 月	萌萌哒网络科技	旗下九库文学网，综合性题材	10.00%
2020 年 11 月	掌阅科技	旗下包括掌阅、得间等阅读平台，数字阅读行业龙头	10.26%

资料来源：公司公告，天眼查，国盛证券研究所

字节对 CP 方的投资，核心意图在于获取内容版权，掌阅为字节跳动旗下番茄免费小说的内容供给方。免费阅读平台内容供给主要为网文，由原创和版权内容构成。阅文和掌阅旗下拥有近十个平台，已经构筑了优质的内容和作者资源壁垒，通过“保底+分成”模式将内容分发至各个免费阅读平台。我们统计了 2021 年 3 月 2 日各个阅读平台 TOP20 热搜榜单中作品的版权归属，目前免费阅读平台已开始布局原创内容，但版权作品仍是重要来源之一，其中字节旗下番茄小说 TOP20 热搜榜单中有 3 部作品为掌阅版权所有。

图表 52: 免费阅读 APPTOP20 热搜榜内容来源 (2021 年 3 月)

图表 53: 番茄免费小说不同榜单 TOP30 内容来源 (2021 年 3 月)

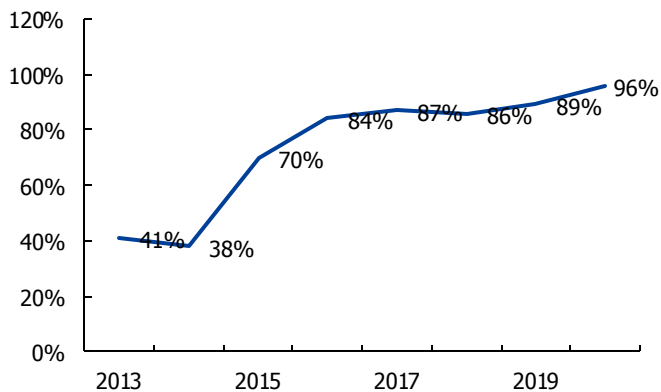


资料来源：各阅读 APP，国盛证券研究所

资料来源：各阅读 APP，国盛证券研究所

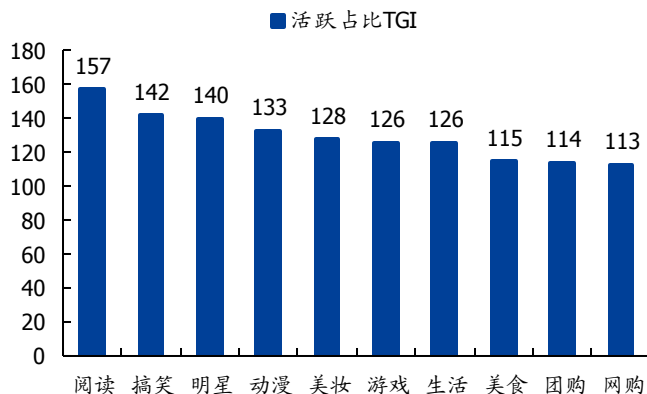
网络文学作为生产门槛最低、产出量最高的内容表现形式，具备受众人群广、传播广泛的特点。网文 IP 可塑性较强，能够跨领域改编为影视作品（包括电影、电视剧、短视频等）、游戏、漫画等多种形式，2020Q1 播出 IP 剧中网络文学 IP 占比以达到了 96%。腾讯借助阅文集团的网文内容优势打造了多款精品影视剧作品，包括电视剧《琅琊榜》、《天盛长歌》、《扶摇》、《庆余年》等，均于腾讯视频平台播出。字节跳动、哔哩哔哩分别作为短视频、中视频领域的头部玩家，投资掌阅一方面增强自有平台番茄免费小说的内容优势，另一方面也是加强优质 PGC 内容建设的全新拓展。分具体类型来看，除电视剧、电影等影视内容外，短剧、动漫是字节跳动、哔哩哔哩主要布局的网文 IP 衍生市场。

图表 54: 播出 IP 剧中网络文学 IP 占比情况



资料来源: 瀚叶数据, 国盛证券研究所

图表 55: 2020 年 12 月免费阅读人群兴趣偏好



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

(1) 短剧: 相对于长视频, 短剧成本更低且具备较强的商业化潜力, 对于内容消费者来说其快节奏更符合短视频平台用户的娱乐需求, 抖快加码布局微短剧生态。快手 2019 年建立短剧小剧场, 2020 年 9 月与米读小说达成合作开展精品短剧引入战略, 至 2020 年末已收录超过 2 万部短剧, 超过 2500 部短剧播放量破亿。根据《2020 抖音娱乐白皮书》, 抖音剧情类内容占大盘播放量的比重达到 9.7%, 贡献 13% 的大盘消费时长。抖音预计 2021 年产出 30+ 部 S 级精品微短剧, 联动网文 IP 方进入微短剧系统化开发模式, 首部 S 级短剧《做梦吧! 晶晶》播出后即登顶抖音和微博热搜首位, 上线 48 小时内点赞量超过 117 万, 累计正片播放量突破 3000 万。

图表 56: 抖音微短剧生态



资料来源: 《2020 抖音娱乐白皮书》, 国盛证券研究所

图表 57: 抖音首部自制微短剧《做梦吧! 晶晶》海报图



资料来源: 抖音, 国盛证券研究所

(2) 动漫: “元龙” IP 为掌阅文学旗下签约作者任怨的奇幻网文作品, 目前在掌阅应用中点赞数量达到 84.3 万, 粉丝数 53.9 万人, 2018 年哔哩哔哩即与掌阅签约了“元龙” IP 的游戏与动漫作品的改编版权。根据哔哩哔哩公司公告, 2020 年掌阅影业和哔哩哔哩联合出品的国产动画《元龙》三个月内播放量达到 3.8 亿次。《元龙》大获成功, 证实了网文 IP 改编为漫画及动漫的可行性和成长性。

图表 58: 哔哩哔哩平台上《元龙》动画与漫画作品



资料来源: 哔哩哔哩, 国盛证券研究所

图表 59: 掌阅 APP 上《元龙》动画与漫画作品



资料来源: 掌阅, 国盛证券研究所

4.2 如何看待巨头加持下掌阅的商业化空间?

结合上文所述, 字节跳动与哔哩哔哩投资掌阅的意图主要在于 1) 加强自有免费阅读平台(番茄小说)的内容供给; 2) 布局以网文 IP 衍生出的包括动漫、短剧等优质 PGC 内容。对于掌阅科技来说, 一方面, 内容平台的流量优势或将反哺数字阅读平台; 另一方面, 公司在版权业务、免费阅读广告业务上的商业化能力有望提升。基于掌阅自身在免费阅读、版权业务的布局以及与字节、B 站的战略合作关系, 下文我们对公司版权和广告业务的未来发展和长期收入天花板作出预期。

4.2.1 广告业务：中性情形下长期收入空间约 11.7 亿元

结合前述行业测算逻辑，公司免费阅读广告收入=免费阅读日活跃用户数*单 DAU 日收入*365；免费阅读广告对应的成本项主要为在互联网平台投放的买量广告，计入销售费用。在传统预装和 CPS 模式下，付费阅读的规模效应并不显著，但若免费阅读买量采用 CPA 模式，ROI=LTV（用户生命周期总价值）/CPA（单个用户获取成本），LTV 越长，ROI 即更高，用户时长增长将产生规模效应。掌阅与字节、哔哩哔哩的战略合作或将主要从两个层面提升公司广告变现 ROI：1）变现效率：掌阅 APP 接入字节穿山甲广告系统，提升免费阅读的广告变现效率，即单用户单日收入；2）买量成本：字节系 APP 是买量投放的重要渠道，掌阅与字节跳动签订的《文字作品授权使用许可协议》之补充协议中，字节允许公司不经代理商直接购买广告资源并给予合理折扣。

● 广告长期收入天花板测算

公司免费阅读日活跃用户数=全渠道 MAU*DAU 占比*免费阅读用户占比。

（1）全渠道 MAU：截至 2020H1 公司 MAU1.7 亿人，假设未来 MAU 上限 2 亿人。

（2）DAU 占比：掌阅主 APP 2020 年 12 月为 10.0%，未来布局免费阅读预计整体 DAU 占比或将小幅提升（七猫、番茄等免费阅读 APP 活跃率高于 30%），假设为 8%-12%。

（3）免费阅读用户占比：公司目前主要通过得间小说（全免费）+掌阅主 APP（部分用户免费）实现广告变现。考虑到公司主 App 目前仍以付费变现为主，预计免费阅读用户占比将低于行业水平（60%-80%），假设为 30%-50% 区间。

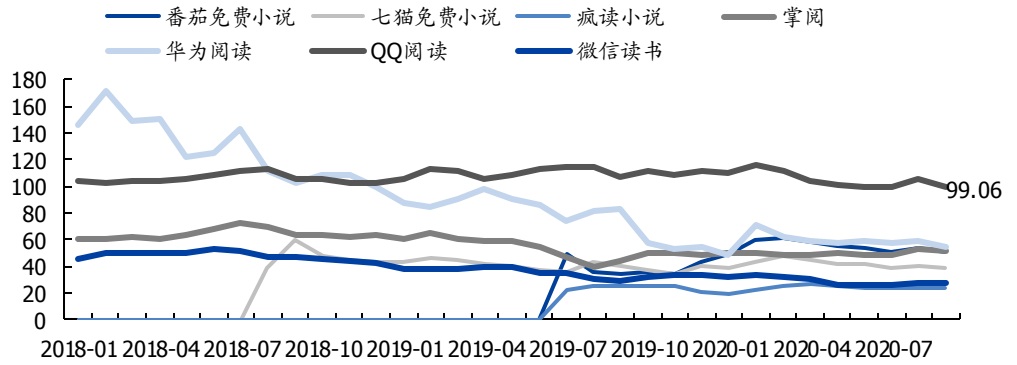
单 DAU 日收入主要取决于广告加载率和用户使用时长。我们对比了市场上主要免费阅读 APP 的广告加载率，掌阅旗下得间小说广告加载率与行业水平并无明显差异（约 4 页一个全屏广告）。从用户时长来看，根据 Questmobile 数据，截至 2020 年 9 月掌阅用户时长 51.7 分钟，旗下免费阅读 App 得间小说用户时长 48 分钟，七猫、番茄、连尚等免费阅读 App 用户时长多处于 50-60 分钟并保持相对稳定。参考前述行业部分假设，给予掌阅单 DAU 日收入 0.4 元/天的固定值。

图表 60：核心免费阅读平台广告情况全梳理（iOS 端，2021 年 3 月）

平台名称	所属公司	阅读页广告加载率	会员制度	其它广告
七猫免费小说	百度投资 37%	约 7 页一个全屏广告	会员可免广告（12 元/月）	阅读页底部栏目广告
番茄小说	字节跳动	约 4 页一个全屏广告	会员可免广告（12 元/月） 观看视频领取短期会员	赚金币视频广告 观看视频广告下载小说
米读	趣头条	约 5 页一个全屏广告	会员可免广告（16 元/月） 观看视频领取短期会员	阅读页底部栏目广告 书籍详情页弹窗广告
连尚	连尚网络阅读	阅读到一定章节出现广告，约 3 页一个全屏广告	会员可免广告（12 元/月）	章节末随机出现小说推荐广告或打赏作者广告
疯读	触宝科技	约 3 页一个全屏广告	会员可免广告（8 元/月）	无其他广告
得间	掌阅科技	约 4 页一个全屏广告	会员可免广告（17 元/月）	赚金币视频广告 阅读页底部栏目广告

资料来源：各阅读 APP，国盛证券研究所

图表 61: 数字阅读公司用户使用时长推移 (分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

结合前述假设, 中性情形下假设掌阅 DAU/MAU 为 10%, 免费用户占比达到 40% (对应 800 万免费阅读 DAU), 则公司广告业务长期收入空间约 11.7 亿元。

图表 62: 掌阅科技广告变现空间测算 (假设单 DAU 日收入=0.4 元/天, 未来 MAU 上限 2 亿人)

掌阅 DAU/MAU	掌阅免费用户占比				
	30%	35%	40%	45%	50%
8%	7.0	8.2	9.3	10.5	11.7
9%	7.9	9.2	10.5	11.8	13.1
10%	8.8	10.2	11.7	13.1	14.6
11%	9.6	11.2	12.8	14.5	16.1
12%	10.5	12.3	14.0	15.8	17.5

资料来源: 国盛证券研究所测算

4.2.2 版权业务: 短期分销驱动, 长期看网文 IP 价值最大化

预计字节与 B 站将加强与掌阅科技的版权业务合作, 包括版权分销、网文 IP 改编为动漫及影视等衍生业务。短期来看, 公司版权业务增长主要由版权分销收入驱动, 中长期 IP 衍生业务有望成为掌阅构筑内容壁垒、最大化自有内容商业化价值的重要一环。

(1) 版权分发: 即文字内容授权, 公司将版权资源分发给免费阅读平台, 获取“保底+分成”版权分发收入, 目前掌阅科技版权业务收入以文字分发为主, 短期内将贡献主要业绩增量。我们根据行业免费阅读广告收入*分成比例*掌阅内容分发市占率来测算掌阅版权分发收入空间。假设行业平均单用户日收入为 0.4 元/天, 结合前述行业规模测算, 对应行业广告收入空间位于 210.2-280.3 亿元区间 (图 33)。假设掌阅与分销平台的收入分成比例为 50%, 市占率为 5%-15% 区间, 则中性情形下 (掌阅版权分发市占率=10%, 全行业 DAU=1.68 亿人) 掌阅版权分发业务长期收入空间约 12.3 亿元。

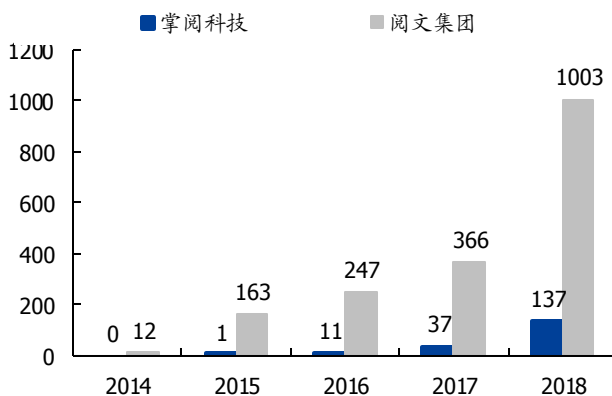
图表 63: 掌阅科技版权分发业务收入空间测算 (假设单 DAU 日收入=0.4元/天)

掌阅内容供给市占率	行业免费模式渗透率				
	60%	65%	70%	75%	80%
	行业免费模式日活跃用户 (亿人)				
	1.44	1.56	1.68	1.8	1.92
5.0%	5.3	5.7	6.1	6.6	7.0
7.5%	7.9	8.5	9.2	9.9	10.5
10.0%	10.5	11.4	12.3	13.1	14.0
12.5%	13.1	14.2	15.3	16.4	17.5
15.0%	15.8	17.1	18.4	19.7	21.0

资料来源: 国盛证券研究所

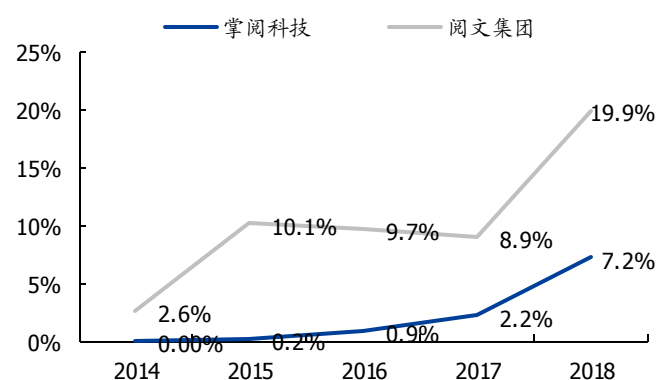
(2) 版权衍生: 即对网文 IP 内容进行影视化、游戏化等衍生业务。实现网文 IP 化的壁垒为优质内容, 阅文旗下优质作者与作家数更多, 且背靠腾讯更有利于影视内容开发, 对比来看在版权业务上占据优势, 版权业务收入占比远高于掌阅 (阅文集团版权业务仅包括 IP 衍生业务, 其文字内容第三方分销计入在线阅读收入)。目前掌阅内容成本/数字阅读收入已经呈逐步提升态势 (图 51), 且定增亦加码建设版权资源库内容。中长期来看, 随着流量平台对 PGC 内容建设诉求的提升, 字节跳动加持之下 IP 衍生业务或将成为掌阅中长期变现的重要一环, 最大化公司自有内容的商业化价值。

图表 64: 掌阅科技与阅文集团版权业务收入对比 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 掌阅与阅文版权业务收入/营业收入对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5 盈利预测与投资建议

我们对公司 2020-2022 年的盈利预测作出以下假设:

(1) 数字阅读业务: 公司将战略推进“得间小说”和主 APP“掌阅”免费阅读业务, 预计广告业务将进入快速增长期, 驱动数字阅读业务收入增长。我们预计公司 2020-2022 年实现数字阅读业务收入 16.38、17.88、20.32 亿元, 分别同比增长 3.4%、9.2%、13.6%。

(2) 版权产品业务: 掌阅作为免费阅读平台的重要内容供给方, 将受益于行业高速增长获取版权分销收入。预计公司 2020-2022 年实现版权产品业务收入 4.45、6.89、8.96 亿元, 分别同比增长 70.0%、55.0%、30.0%。

(3) 毛利率: 预计 2020-2022 年数字阅读业务毛利率分别为 42.5%、45.9%、49.4%, 增长主要系收入结构变化、免费模式占比提升所致; 预计版权产品业务毛利率保持相对

稳定。综上，预计2020-2022年公司综合毛利率分别为44.5%、47.3%、49.8%。

图表 66: 掌阅科技收入成本分类预测表 (单位: 百万元)

收入构成	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
数字阅读					
销售收入 (百万元)	1656.0	1583.8	1637.9	1787.9	2031.8
同比增长	5.6%	-4.4%	3.4%	9.2%	13.6%
毛利率	27.0%	35.4%	42.6%	45.9%	49.4%
版权产品					
销售收入 (百万元)	136.9	261.6	444.8	689.4	896.3
同比增长	272.9%	91.2%	70.0%	55.0%	30.0%
毛利率	53.3%	52.0%	50.0%	50.0%	50.0%
硬件产品					
销售收入 (百万元)	88.3	26.5	0.0	0.0	0.0
其它					
销售收入 (百万元)	21.97	10.40	10.40	10.40	10.40
营业收入合计 (百万元)	1903.2	1882.3	2093.1	2487.7	2938.4
同比增长	14.2%	-1.1%	11.2%	18.9%	18.1%
营业成本 (百万元)	1345.8	1173.6	1162.5	1312.2	1475.7
同比增长	14.9%	-12.8%	-0.9%	12.9%	12.5%
综合毛利率	29.3%	37.7%	44.5%	47.3%	49.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们采用相对估值法对掌阅科技进行估值, 选取中文在线、平治信息、阅文集团三家数字阅读公司作为可比公司, 2021年PE分别为35.8x、12.9x、42.2x。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.65、4.01、5.47亿元, 分别同比增长64.6%、51.3%、36.5%。公司作为数字阅读行业龙头公司, 积极布局免费阅读业务成效显著, 预计未来广告与版权业务驱动净利润高增, 我们给予公司一定估值溢价。预计公司2021年合理市值180亿元, 对应2021年PE 45x, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 67: 数字阅读可比公司估值表

公司	市值(亿元)	归母净利润 (百万元)			市盈率		
	2021/3/8	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中文在线	50.0	54.2	139.6	219.7	92.3	35.8	22.8
平治信息	41.7	277.4	322.7	368.8	15.0	12.9	11.3
阅文集团	541.3	375.7	1287.9	1843.1		42.2	31.3

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

风险提示

（一）行业竞争加剧

免费阅读模式推出后数字阅读行业竞争日趋激烈，字节跳动、百度等巨头纷纷入局。竞争环境下公司获客成本会提高，可能会影响盈利能力。

（二）广告增长不及预期

广告变现为免费阅读平台最主要的收入来源，现阶段宏观经济增速下滑，影响广告主的投放预算，将会导致免费阅读平台的盈利能力下滑。

（三）政策监管风险

数字内容受到国家政策监管，若未来行业政策出现调整，可能会影响公司业绩的稳定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com