

管中窥豹：从龙头公司深度对比再看数字阅读行业



核心观点

- **管中窥豹 1：从龙头公司营收看行业空间几何。**2016 年阅文集团营业收入为 25.57 亿元，其中，在线付费阅读收入为 19.74 亿元，同比增长 103.3%，2014-2016 年 CAGR108.8%。2016 年掌阅科技营业收入为 11.98 亿元，其中，在线付费阅读收入为 11.26 亿元，同比增长 90.3%，2013-2016 年 CAGR70.6%。从数据上看，数字阅读龙头公司均享受到了行业付费红利。我们认为，2016 年付费红利爆发的本质驱动因素为，（1）2016 年打击盗版再升级，倒逼各个平台开始商业化运营，正版网文公司授权收入快速增长；（2）各主要网文公司持续加大推广投入。考虑到数字阅读用户渗透率、付费率以及 ARPU 值均存在提升空间，2020 年付费阅读市场规模有望提升至 207 亿元。
- **管中窥豹 2：从运营数据看行业竞争格局。**截至 2016 年 12 月，阅文集团 MAU1.75 亿人，同比增长 29%；月付费用户数 960 万，同比增长 100%；月度 ARPU 值 14.97 元，同比增长 9%。掌阅科技 MAU9,363 万，同比增长 32%；2016 年付费用户数 2,429 万，同比增长 75%；年度 ARPU 值 50.27 元，同比增长 11%。对比来看，（1）行业付费率和 ARPU 值均存在提升空间；（2）PC 端平台阅文一家独大，移动端平台阅文、掌阅平分秋色；（3）阅文、掌阅渠道占有率呈现强者恒强趋势。
- **管中窥豹 3：从龙头公司资源禀赋看未来战略选择。**阅文集团和掌阅科技两家公司各自的核心竞争优势并不相同，阅文更偏重内容，起点中文网、红袖添香等 8 大主要平台大都运营时间超过 10 年，在特定文学类型上积累了庞大的内容库资源和作家资源；而掌阅更偏重渠道，良好的阅读体验和全方位的 APP 推广让“掌阅”在不依赖任何大平台导流的情况下保持市场份额领先。从未来战略发展的角度看，我们认为，两家龙头公司预计将互相渗透，在原创内容和推广渠道上出现直接竞争，推动内容成本和推广成本继续增长。
- **管中窥豹 4：从财务数据思考公司估值方式。**针对在线付费阅读业务，典型网文公司的成本主要由内容成本、推广及广告成本两大项构成。从阅文集团和掌阅科技的情况看，版权和推广的交易模式主要以收入分成为主，导致主要成本难以形成规模效应，而龙头公司间的竞争将推动内容成本和推广成本持续增长。虽然目前阅文和掌阅均已经盈利，但在竞争格局未完全稳定之前，未来内容成本和推广成本还有进一步上行压力。在这种假设之下，公司盈利能力和净利润水平预计将有较大波动，用 PE 估值法存在局限性，我们认为可以考虑通过 P/S 估值法进行估值。

投资建议与投资标的

- 与此前观点一致，通过流量运营经营自有阅读平台的模式在现阶段将持续受益付费红利，获得高速增长，建议关注平治信息(300571，未评级)。此外，掌阅科技依托移动阅读 APP 这一优势渠道，大力囤积上游内容资源，持续巩固竞争优势，建议关注其 IPO 动态。

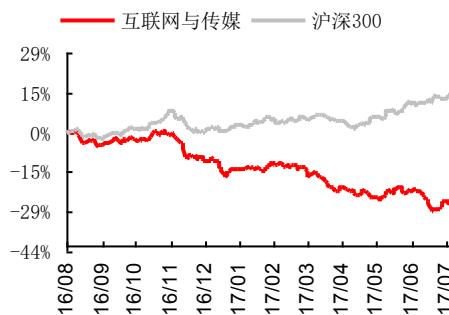
风险提示

- 市场竞争加剧风险、监管政策变化风险、盗版及优质内容供应不足风险

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 互联网与传媒
报告发布日期 2017 年 08 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005

联系人 邓文慧
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn

相关报告

掌阅科技 IPO 通过，数字阅读龙头企业即将正式登陆资本市场	2017-08-04
站“流量、内容、渠道”高地，享付费红利机遇	2017-05-14
“剧变”来袭，机遇与挑战并存	2017-05-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

更多、更新的报告请关注微信公众号“行业报告研究院”



你可以获得：

- 1、10000+的各行业研究报告下载
- 2、10万+的金融行业、互联网行业、TMT行业优质人脉关系
- 3、最新、最快、在其它地方阅读要收费的研究报告
- 4、国内外优质报告资源，包括不限于高盛，毕马威，软银，德勤，尼尔森，腾讯，36kr等

行业报告研究院



尼尔森：2017中国新零售白皮书

2017年上半年中国广告市场



德勤咨询：2017汽车行业对外投资报告

罗兰贝格：2017中国民营银行蓝皮书

2017中国快消品B2B行业发展报告

行业报告研究院



毕马威：2017年中国银行业调查报告

36Kr：知识付费行业研究报告

2017智慧生活指数报告

汇丰银行：《外籍人士调查报告》

目录

1. 管中窥豹 1：从龙头公司营收看行业空间几何	4
1.1 付费红利是真命题，驱动营收高速增长	4
1.2 付费红利本质：打击盗版&龙头公司加大推广投入	5
1.3 行业空间探讨：数字阅读付费市场规模有多大？	7
1.3.1 真实的行业规模有多大？	7
1.3.2 行业空间测算：2020 年付费阅读市场规模有望达到 207 亿元	8
2. 管中窥豹 2：从运营数据看行业竞争格局	9
2.1 运营数据对比：付费率、ARPU 值存提升空间	9
2.2 市场份额：渠道端呈现强者恒强趋势	9
3. 管中窥豹 3：从龙头公司资源禀赋看未来战略选择	10
3.1 阅文集团：内容和作家资源构筑垄断性竞争壁垒	10
3.1.1 庞大的文学内容库为公司第一层垄断性竞争壁垒	11
3.1.2 存量作家资源及完善的作家培养机制为公司第二层垄断性竞争壁垒	12
3.1 掌阅科技：良好体验+多重推广方式保证强势渠道力	13
3.2.1 内容、研发创新创造良好阅读体验	13
3.2.2 多个渠道全方位大力推广“掌阅”APP	14
3.3 资源禀赋决定战略选择，阅文、掌阅或将全面竞争	15
4. 管中窥豹 4：从财务数据思考公司估值方式	16
4.1 成本特性：变动成本模式导致无规模效应，竞争推动各项成本上升	17
4.2 估值思考：P/E 估值具有局限性，可考虑 P/S 等估值方法	19
投资建议	20
风险提示	22

图表目录

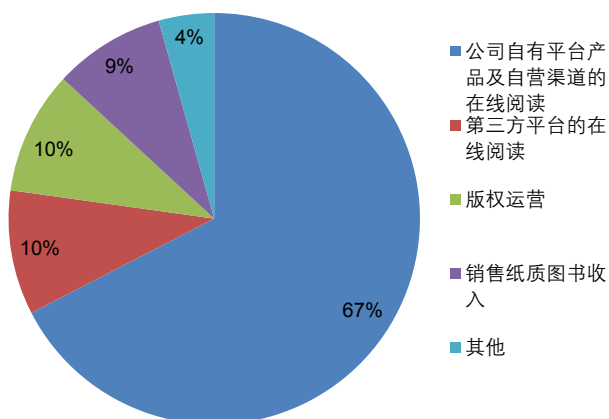
图 1：阅文集团营收结构.....	4
图 2：掌阅科技营收结构.....	4
图 3：阅文集团营收增速（单位：百万元）	5
图 4：掌阅科技营收增速（单位：百万元）	5
图 5：盗版让流量流失，侵害内容方和正版平台利益.....	5
图 6：阅文集团第三方平台阅读收入快速增长（单位：百万元）	6
图 7：各网文公司推广&广告支出激增（单位：百万元）	7
图 8：2016 年主要网络文学渠道收入情况估计（单位：亿元）	8
表 1：数字阅读付费市场规模测算	8
表 2：阅文集团&掌阅科技运营数据对比.....	9
图 9：移动阅读 APP 用户数变化（2017.3）	10
表 3：阅文集团自有品牌文学产品	10
图 3：公司拥有的文学作品数量（单位：百万部）	11
表 4：2016 年最高搜索率网络文学作品	12
表 5：阅文集团作家级别分类	12
表 4：掌阅科技数字内容储备数量（册）	13
图 10：2013-2016 公司研发人员数量及占比（人）	14
图 11：2013-2016 公司研发费用及占收入比重（万元）	14
图 12：掌阅科技推广营销费用（百万元）	15
图 13：掌阅科技推广营销费用构成（百万元）	15
表 7：掌阅科技主要渠道推广采购方（2016 年）	15
表 7：掌阅科技募集资金用途	16
图 14：阅文集团主营业务成本构成（2016 年）	17
图 15：阅文集团销售及营销开支构成.....	17
图 16：数字阅读公司内容成本占营业收入比重	18
图 17：数字阅读公司推广成本占营业收入比重	18
图 18：阅文集团、掌阅科技营业利润率	19
表 9：数字阅读、互联网视频以及直播收入及成本构成对比.....	20
表 10：对标公司 P/S 估值情况	20

1. 管中窥豹 1：从龙头公司营收看行业空间几何

1.1 付费红利是真命题，驱动营收高速增长

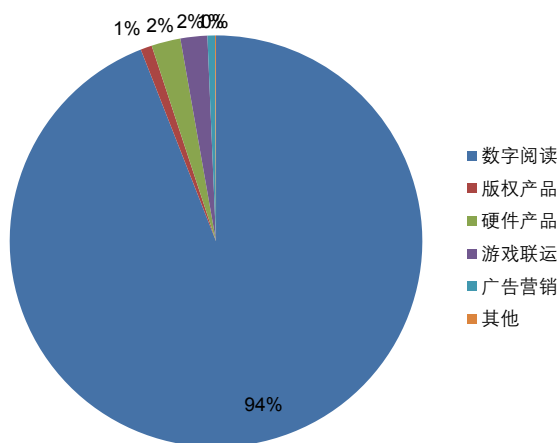
收入结构：在线付费阅读仍是主要收入来源，非付费业务积极培育中。根据阅文集团和掌阅科技招股书，阅文、掌阅数字阅读收入占总收入比重分别为 77%和 93%。数字阅读公司非常注重对非付费业务的培育，阅文集团依托多年的网文内容积极拓展版权运营业务，2016 年营业收入达到 2.47 亿元；掌阅科技依托渠道优势拓展版权运营、游戏联运、硬件销售等业务，取得初步效果。

图 1：阅文集团营收结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

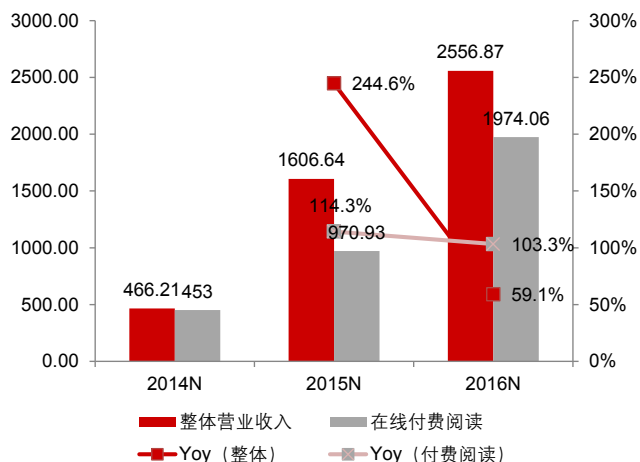
图 2：掌阅科技营收结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

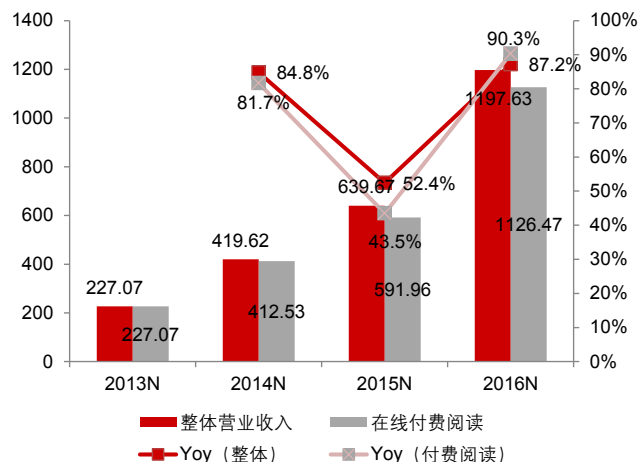
数字阅读公司享受付费红利，驱动主要营收高速增长。2016 年阅文集团营业收入为 25.57 亿元，同比增长 59.1%；其中，在线付费阅读收入为 19.74 亿元，同比增长 103.3%，2014-2016 年 CAGR 为 108.8%。2016 年掌阅科技营业收入为 11.98 亿元，同比增长 87.2%；其中，在线付费阅读收入为 11.26 亿元，同比增长 90.3%，2013-2016 年 CAGR 为 70.6%。从数据上看，数字阅读龙头公司均享受到了行业付费红利。

图 3：阅文集团营收增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：掌阅科技营收增速（单位：百万元）



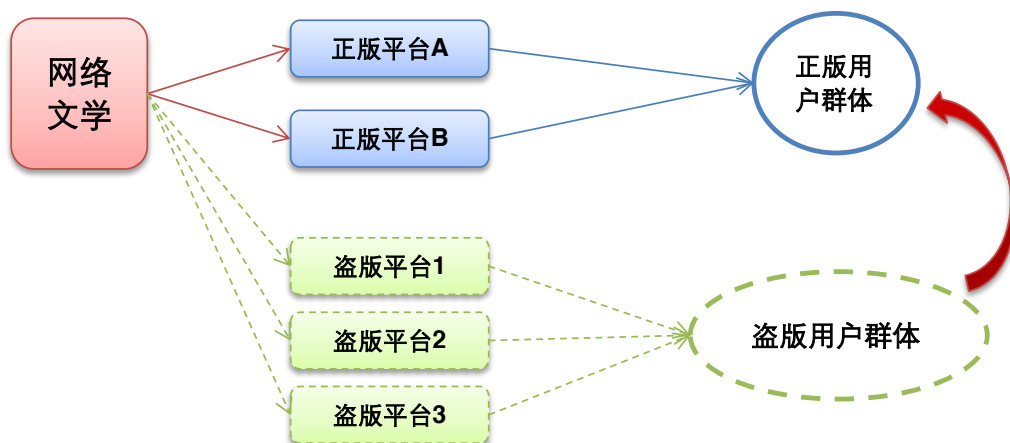
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 付费红利本质：打击盗版&龙头公司加大推广投入

付费红利的本质驱动因素是什么？打击盗版&加大推广投入！探讨付费红利的本质是为了更好地理解在线付费阅读的驱动因素，从而帮助我们看清行业的成长空间。

盗版对于正版网络文平台的侵害主要体现在极大分流了用户群体，导致付费收入减少。笔名为“叶非夜”的阅文集、团签约网络作家孔子叶举例说，自己某部作品免费阅读篇章每天的阅读人次在15万左右，但整部作品一上架，就有20余个盗版网站开始疯狂掠夺用户，仅有4万读者进行付费阅读，分流情况严重。根据艾瑞《2015年中国网络文学版权保护白皮书》，2014年全年，盗版至少使PC端付费阅读收入蒙受了43.2亿元的损失，使移动端付费阅读收入蒙受34.5亿元的损失，二者合计达到惊人的77.7亿元。

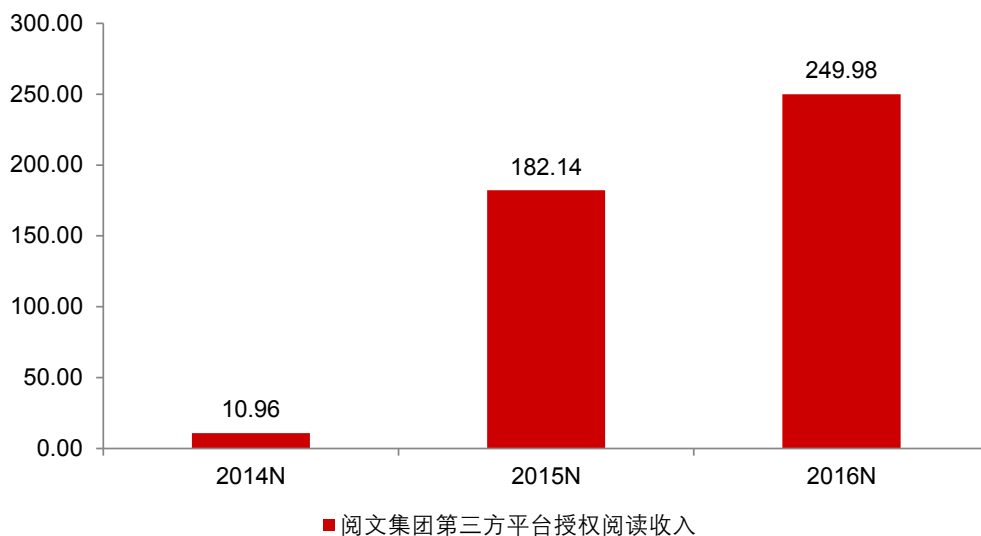
图 5：盗版让流量流失，侵害内容方和正版平台利益



资料来源：东方证券研究所

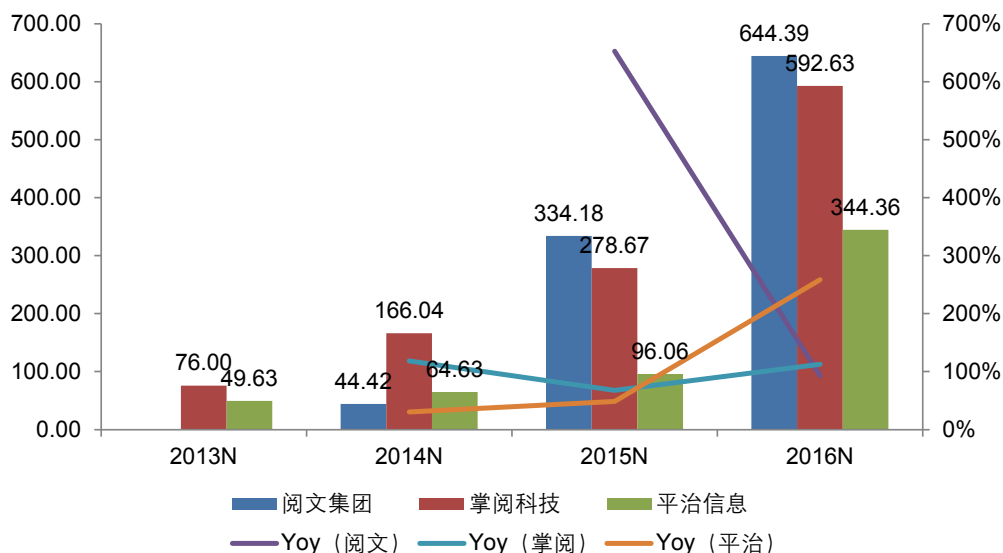
付费红利产生原因 1：2016 年打击盗版再升级，倒逼各个平台开始商业化运营，正版网文公司授权收入快速增长。在国家推进版权保护政策、各网文平台加大维权力度等力量的作用下，百度贴吧着手清查盗版文学内容，贴吧/论坛作为最广为使用的网文盗版途径第一次被以强制性手段予以整顿。2016 年盗版打击取得显著进展，UC 浏览器、书旗小说等平台都开始进行商业化运作，阅文集团、中文在线等网文内容提供商将内容授权给这些平台，获得内容分成；以阅文集团为例，2016 年第三方平台阅读收入达到 2.5 亿元，同比增长 37.2%。

图 6：阅文集团第三方平台阅读收入快速增长（单位：百万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

付费红利产生原因 2：各主要网文公司持续加大推广投入。2016 年阅文集团、掌阅科技、平治信息的推广/广告投入分别为 6.44、5.93 和 3.44 亿元，同比增长 93.8%、112.7%和 258.5%（阅文集团的推广成本包括“在线阅读平台分销成本”和“推广及广告开支”两项；掌阅科技推广成本包括“渠道成本”、“推广费”和“广告费”三项）。阅文、掌阅两大龙头公司及平治信息等细分领域探索者均在 2016 年持续加大推广投入，推动整个行业层面活跃用户数和付费用户数持续增长（下文将详细探讨）。

图 7：各网文公司推广&广告支出激增（单位：百万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

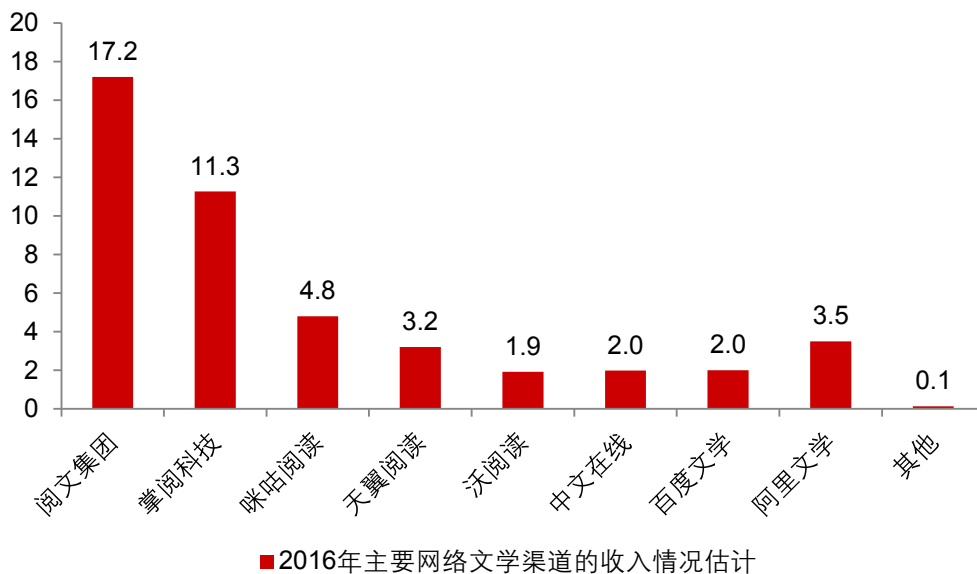
1.3 行业空间探讨：数字阅读付费市场规模有多大？

1.3.1 真实的行业规模有多大？

根据阅文集团招股书，2016 年中国网络文学市场规模为人民币 46 亿元，占中国文学市场总规模的 11.4%。而根据《2016 年中国数字阅读白皮书》，2016 年数字阅读市场规模合计为 120 亿，剔除广告、版权收入等其他数字阅读相关收入以及听书市场收入（市场规模约 29.1 亿元）后，数字阅读订阅市场规模约 75 亿元，两个口径相差 29 亿，主要原因是什么？

以阅文、掌阅为代表的传统网文平台分割 46 亿元市场，依托新媒体渠道的新兴网文平台正在崛起。我们认为，46 亿元的统计口径主要为运营时间较长的数字阅读平台产生的付费订阅收入，包括 PC 网文网站、运营商基地、网文阅读 APP。下图为我们估算的各家主要平台的阅读收入规模，即阅文所披露的 46 亿网络文学市场基本由阅文、掌阅、电信运营商、中文在线、百度文学、阿里文学等构成。（注：阅文集团、中文在线、掌阅科技数据来源于公司公告；天翼阅读 2016 年 1-9 月阅读收入为 2.2 亿元，假设 2016 年全年收入为 3.2 亿元；其他平台收入参照活跃用户数规模进行相应估计。）据上文的粗略估计，以微信、微博等新媒体渠道为阵营的移动阅读平台并未包含在阅文的统计范围内，我们认为一方面由于这类模式起步时间晚，很有可能暂时还未被巨头注意到；另一方面实际也反映出以阅文集团为代表的主流网文平台与新兴网文平台在模式上的分割。

图 8：2016 年主要网络文学渠道收入情况估计（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3.2 行业空间测算：2020 年付费阅读市场规模有望达到 207 亿元

2016 年数字阅读用户规模为 3.3 亿，在网民中的渗透率为 46%；扣除听书收入、广告收入、版权运营收入等项目后，2016 年数字阅读付费收入规模约 75 亿元，在假设年度 ARPU 值为 80 元的情况下，用户付费率为 28%（数字阅读的 VIP 付费模式已经运行多年，用户看正版网文一般都需要付费，因而付费率较高）。假设 2020 年，（1）国内网民规模达到 8.9 亿，（2）数字阅读用户渗透率提升至 60%，（3）ARPU 值按复合增速 5% 提升至 97 元，（4）付费率提升至 40%，则 2020 年付费阅读市场规模有望提升至 207 亿元。

表 1：数字阅读付费市场规模测算

	2015N	2016N	2020E	四年 CAGR
用户规模 (亿)	2.96	3.33	5.33	
网民规模 (亿)	6.88	7.31	8.89	5%
yoy	6.1%	6.2%		
渗透率	43%	46%	60%	
数字阅读市场规模 (亿元)	96	120		
付费阅读占比	90%	82%		
听书市场规模 (亿元)	19.60	29.10		
付费阅读市场规模 (亿元)	68.76	74.54	207.43	
ARPU 值 (元)	80	80	97	5%
	10%	0%		

付费率	29%	28%	40%
-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 管中窥豹 2：从运营数据看行业竞争格局

2.1 运营数据对比：付费率、ARPU 值存提升空间

活跃用户数：截至 2016 年 12 月，阅文集团月活跃用户数达到 1.75 亿人，同比增长 29%，其中，公司自有平台产品（包括各 PC 网文网站和 QQ 阅读）的月活跃用户人数达 8560 万，包括移动月活跃用户 7020 万名（82%）、个人计算机月活跃用户 1540 万名（18%）；公司在腾讯产品上的自营渠道的月活跃用户总数达 8970 万名。掌阅科技主要依托自有的 iReader 阅读 APP 开展业务，截至 2016 年 12 月底，月活跃用户数达到 9363 万，同比增长 32%。（注：公司披露的数据与第三方监测数据有出入，以公司披露数据为准。）

付费用户数&ARPU 值：截至 2016 年 12 月，阅文集团月付费用户数达到 960 万，同比增长 100%；月度 ARPU 值达到 14.97 元，同比增长 9%。掌阅科技 2016 年付费用户数为 2429 万，同比增长 75%；年度 ARPU 值为 50.27 元，同比增长 11%。两家公司付费用户数披露的口径并不一致，因而付费用户数和 ARPU 值并不具备直接可比性。但从付费情况来看，付费率和 ARPU 值均存在提升空间。

表 2：阅文集团&掌阅科技运营数据对比

阅文集团		
	2015	2016
月活跃用户（百万）	135.8	175.3
月付费用户（百万）	4.8	9.6
支付比率	3.5%	5.5%
ARPU 值（月度）	13.69	14.97
掌阅科技		
	2015	2016
月活跃用户（百万）	70.88	93.63
年付费用户（百万）	13.89	24.29
ARPU 值（年度）	45.13	50.27

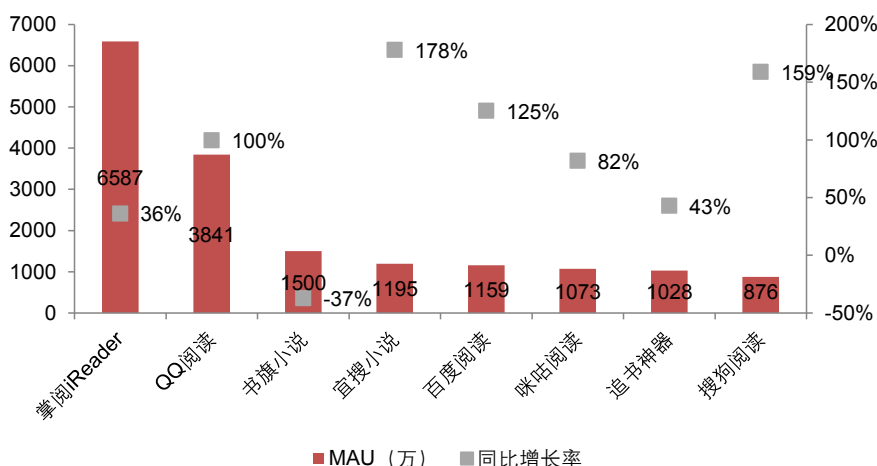
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 市场份额：渠道端呈现强者恒强趋势

静态来看，PC 端平台阅文一家独大，移动端平台阅文、掌阅平分秋色。移动端来看，按 2016 年平均日活跃用户数计的中国五大移动产品为 QQ 阅读、掌阅、起点读书、咪咕阅读及书旗小说，占用户总数的份额分别为 27.9%、24.7%、8.7%、7.4%及 4.8%；PC 端来看，按 2016 年每月平均日活跃用户数计的中国五大网站为起点中文网、晋江文学城、云起书院、17k.com 及纵横中文网，占用户总数的份额分别为 18.3%、7.9%、6.5%、4.5%及 3.4%。

动态来看，阅文、掌阅渠道占有率呈现强者恒强趋势。下图统计的是 2017 年 3 月主要移动阅读 APP 的 MAU 和同比变化情况。阅文旗下 QQ 阅读 MAU 为 3,841 万，同比增长 100%；掌阅 MAU 为 6,587 万，同比增长 36%；书旗小说 MAU 为 1,500 万，同比增长-37%；咪咕阅读 MAU 为 1,073 万，同比增长 82%。从 MAU 同比变化来看，iReader 和 QQ 阅读在高 MAU 基数上仍然保持高速增长，对其他主要同类平台进一步形成压制。（注：第三方披露 MAU 与公司公告 MAU 存在差异，重点关注趋势变化。）

图 9：移动阅读 APP 用户数变化（2017.3）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3. 管中窥豹 3：从龙头公司资源禀赋看未来战略选择

3.1 阅文集团：内容和作家资源构筑垄断性竞争壁垒

除综合各平台优质内容进行分发的 QQ 阅读外，阅文旗下拥有 8 大主要平台产品，包括起点中文网、创世中文网、红袖添香等，这些平台大都运营时间超过 10 年，主要专注于中文原创文学内容，在特定文学类型上积累了庞大的内容库资源和作家资源。

表 3：阅文集团自有品牌文学产品

名称	开始运营时间	摘要
起点中文网	2002 年 5 月	主要吸引各年龄群体的男性读者；
		各主要网络文学类型的全面领导者，尤其因玄幻、都市、仙侠及历史小说而出名；
		典型作品包括《盗墓笔记》、《斗破苍穹》及《全职高手》
起点女生网	2009 年 11 月	起点中文网的姐妹网站，专注于女性读者；
		因古代及玄幻言情小说而出名
		典型作品包括《凤囚凰》

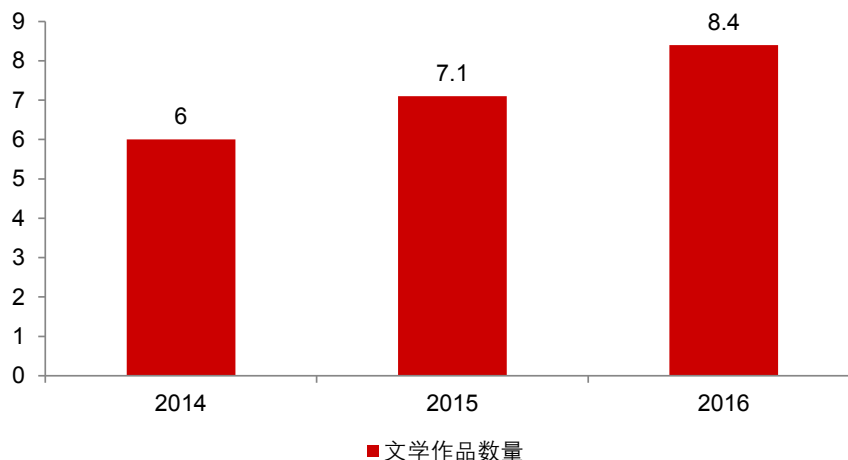
创世中文网	2013年5月	专注于年轻男性读者最感兴趣的内容
		因都市及玄幻类型而出名
		典型作品包括《择天记》
云起书院		迎合各年龄群体的女性读者
		因现代言情、玄幻言情及古代言情小说而出名
		典型作品包括《国民老公带回家》
潇湘书院	2001年	专注于古代言情小说
		典型作品包括《凰权》及《特工皇妃楚乔传》
红袖添香	1999年8月	主要吸引白领女性读者
		因现代言情及家庭类型而出名
		典型作品包括《路从今夜白》
小说阅读网	2004年5月	主要吸引校园女性读者
		因校园生活及现代言情类型而出名
		典型作品包括《你好消防员》
言情小说吧	2005年	主要吸引年轻女性读者
		因现代言情小说而出名
		典型作品包括《七年愿初如北》

资料来源：阅文集团招股说明书，东方证券研究所

3.1.1 庞大的文学内容库为公司第一层垄断性竞争壁垒

目前，内容库共有超过 837 万部作品，其中包括 800 万部原创作品（95%）、24.7 万部第三方平台作品（3%）及 13 万部线下纸质作品的电子版（2%），内容体裁涵盖奇幻、武侠、悬疑、言情、重生流和洪荒流等 200 多种。根据百度搜索排名，2016 年国内前 10 部最高搜索率网络文学作品中的 9 部来自公司的内容库。

图 3：公司拥有的文学作品数量（单位：百万部）



资料来源：阅文传媒招股说明书，东方证券研究所

表 4：2016 年最高搜索率网络文学作品

排名	作品	平台
1	大主宰	√
2	完美世界	√
3	雪鹰领主	√
4	龙王传说	√
5	武炼巅峰	√
6	择天记	√
7	一念永恒	√
8	玄界之门	√
9	超品相师	√
10	永夜君王	×

资料来源：阅文集团招股说明书，东方证券研究所

3.1.2 存量作家资源及完善的作家培养机制为公司第二层垄断性竞争壁垒

作家是公司平台新内容的主要来源，截至 2016 年 12 月 31 日，公司的平台有逾 5300 万位作家，占中国全部网络文学作家的 88.3%，2016 年度新创作共 414 亿字，构成 2200 万个新章节。公司专注于在平台发掘及培养文学人才，以获得最佳质量的内容，提高公司内容的变现潜力。一方面，公司与优质作家订立商业安排：根据 Frost&Sullivan 排名，2016 年公司已于中国前 50 位最受欢迎原创网络文学作家中的 41 位订立独家许可合约；另一方面，公司不断追踪、培养有潜力的作家：公司将平台作家分为 4 个级别，根据作家不同的级别、影响力、潜力及潜在商业价值提供不同的推广支持，包括读者推广、媒体曝光度等，以更广泛地提高作家的声望，增强其自有品牌。

表 5：阅文集团作家级别分类

作家级别	作家情况
非签约作家	
公众作家	初涉网络文学作品的有抱负作家
签约作家	
普通作家	有前途的初级作家
大神作家	已表现出强大文学创造力及商业潜力的作家
白金作家	已创作多本畅销书、拥有庞大粉丝群的中国最著名网络文学作家

资料来源：阅文集团招股说明书，东方证券研究所

3.1 掌阅科技：良好体验+多重推广方式保证强势渠道力

公司自 2008 年成立以来专注于互联网数字阅读领域，“掌阅”目前累计注册用户数量超过 6 亿，月活跃用户数量达 1 亿人。“掌阅”作为数字阅读平台，其良好的产品风格和使用体验能够使数字阅读用户形成相对固定的阅读习惯，用户在阅读过程中积累的书单、心得笔记、社区关系留存在“掌阅”平台上，提升了用户粘性，用户持续使用的意愿较强。2014 年至 2016 年，“掌阅”的单个用户日均阅读时长分别为 20.02 分钟、25.21 分钟和 35.21 分钟，逐年有所提升。作为不依赖任何大平台导流的独立 APP，我们认为“掌阅”的成功一方面得益于其良好的阅读体验，另一方面也与公司全方位的 APP 推广有密切关系。

3.2.1 内容、研发创新创造良好阅读体验

原创+外部采购保证丰富的数字版权资源。公司经过长期的运营积累，已经与众多版权机构、作者建立了长期的合作关系，形成了稳定的数字内容获取渠道，能够为广大数字阅读用户提供丰富多样的数字阅读内容。截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有数字内容 523,752 册，包括图书、杂志、漫画、听书等多类书籍，能够满足用户不同的阅读需求。优质重磅书覆盖率达 70%，其中出版优质重磅书覆盖率达 80%，重点杂志覆盖率达 90%，优质漫画覆盖率达 65%。

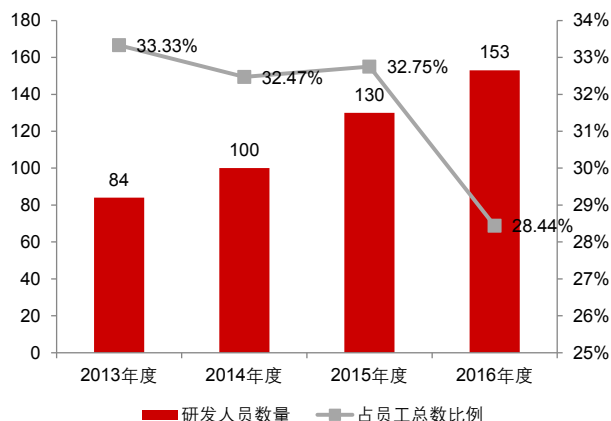
表 6：掌阅科技数字内容储备数量（册）

数字内容种类	数字内容数量（册）	典型作品
出版图书	378,121	《三体》《微微一笑很倾城》《三生三世十里桃花》
原创文学	129,227	《元龙》《诸天至尊》《蛮荒仙界》
期刊杂志	11,293	《时尚先生》《故事会》《男人装》
动漫作品	5,111	《偷星九月天合集》《蓝翅》《长歌行-夏达》
合计	523,752	

资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

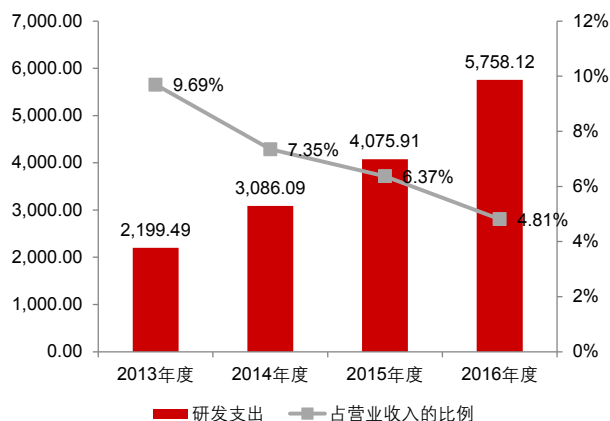
优秀的研发实力及技术创新能力。2011 年公司自主研发了数字阅读平台“掌阅”，截至 2016 年 12 月 31 日，已完成版本迭代 65 次，不断优化产品细节及性能的同时，在业内率先实现了 3D 仿真翻页、护眼模式等技术创新的产品应用，并在文档识别、转化、续读技术以及数字内容的精装排版等方面形成了核心技术优势，处于行业领先地位。公司拥有一支稳定度高、技术过硬的技术研发团队。截至 2016 年 12 月 31 日，公司核心技术人员共 5 名；研发人员数量持续增加，体现了公司对产品研发及技术创新的重视程度，以及公司持续保持技术领先优势的经营战略。

图 10：2013-2016 公司研发人员数量及占比（人）



资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

图 11：2013-2016 公司研发费用及占收入比重（万元）



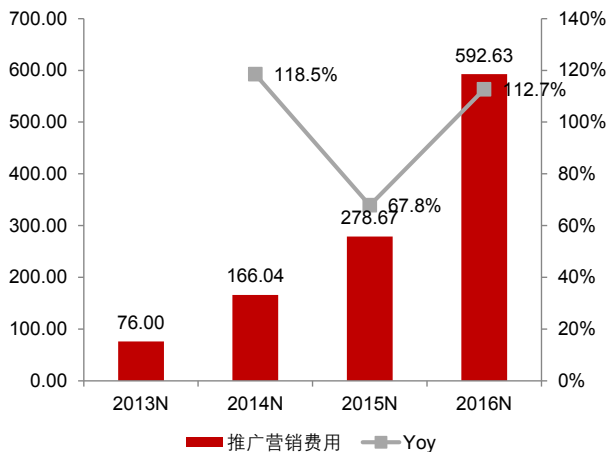
资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

成熟、高效的数字阅读运营体系和数字内容制作水平。公司数字阅读运营体系能够基于用户行为等运营数据，通过大数据分析总结形成用户习惯标签，并有针对性地为用户推荐活动或重磅内容；公司具备了丰富的数字内容制作经验，自“掌阅”正式上线运营以来，累计制作电子书籍 65 万余册，其中精装电子书 10 万册。公司在数字内容制作方面的竞争优势主要体现在：第一，公司自主研发了专业、完整的数字内容制作系统，包括格式转化、编辑排版、校对筛查等软件工具；第二，公司拥有一批专业能力突出、编辑经验丰富的数字内容制作团队，日均审读文字量达 500 万字/人，月上线图书 6,000 余册；第三，公司制定了一整套完善高效的数字内容制作制度。

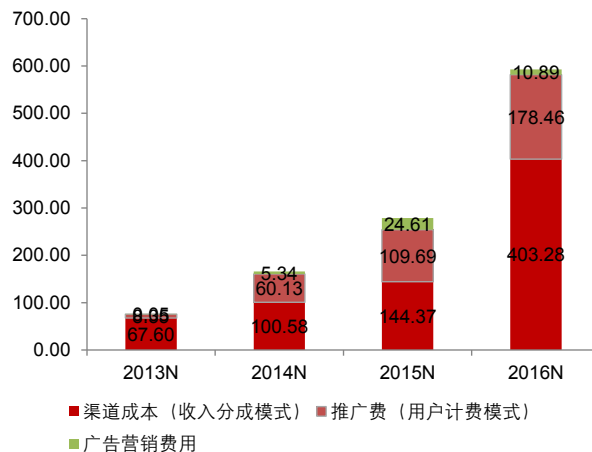
3.2.2 多个渠道全方位大力推广“掌阅”APP

根据公司披露的数据，近三年来掌阅科技推广营销费用一直保持非常高速增长，2016 年合计达到 5.93 亿元，同比增长 112.7%。与阅文以及其他中小阅读平台相比，掌阅在推广投入上力度更大、持续时长更长，是公司获取高用户量的关键原因。

从推广方式上看，掌阅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包括华为、OPPO、VIVO、三星等在内的手机硬件厂商，在各厂商销售的智能手机终端里预装推广数字阅读平台“掌阅”。此外，公司也与 360、百度、小米、应用宝等大型应用商店合作推广“掌阅”APP。

图 12：掌阅科技推广营销费用（百万元）


资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

图 13：掌阅科技推广营销费用构成（百万元）


资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

表 7：掌阅科技主要渠道推广采购方（2016 年）

名称	采购金额	占当期采购总额比例	采购内容
东莞市讯怡电子科技有限公司	19,074.82	19.92%	渠道推广
广东天宸网络科技有限公司	18,347.84	19.16%	渠道推广
淘宝（中国）软件有限公司	3,428.52	3.58%	渠道推广
小计	51,494.86	53.78%	

资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

3.3 资源禀赋决定战略选择，阅文、掌阅或将全面竞争

从目前阶段来看，阅文集团和掌阅科技两家公司各自的核心竞争优势并不相同，阅文更偏重内容，而掌阅更偏重渠道。而从未来战略发展的角度看，两家龙头公司预计将互相渗透，在原创内容和推广渠道上出现直接竞争。

阅文集团：依托内容储备加速进行 IP 全面开发计划。2015、2016 年，阅文集团版权运营收入分别为 1.63 和 2.47 亿元；授权超过 100 部网络文学作品供第三方合作伙伴改编为其他娱乐形式，并主导制作了《斗破苍穹》等多部动画片。在这样的战略之下，阅文需要必须在内容和推广两块持续投入，以保证“原创-用户-IP”这样的系统能够不断孵化优质版权。

掌阅科技：维持渠道优势前提下向原创内容积极布局。掌阅的渠道优势得益于本身 APP 产品的优质阅读体验以及公司在硬核渠道、应用商店等各个渠道的全面推广。在维持渠道优势的战略指导下，掌阅对渠道推广的投入预计仍然不会停止。此外，掌阅科技此次 IPO 计划募集资金 10.47 亿元，

其中 9.33 亿元将投资于数字阅读资源平台升级项目，计划通过加强版权采购数量，在原有版权供应的基础上，增加和丰富公司所拥有的内容资源数量，同时延伸自有文学供应链。

双方竞争的结果将是内容成本和推广成本持续增长，双方数字阅读业务毛利率和净利率预计将进一步承压，详见下文分析。

表 8：掌阅科技募集资金用途

项目名称	项目描述	项目投资总金额（万元）
数字阅读资源平台升级项目	<p>公司计划通过加强版权采购数量，在原有版权供应的基础上，增加和丰富公司所拥有的内容资源数量，同时延伸自有文学供应链，打造数字阅读多样化市场，为用户提供更加优质丰富的数字阅读内容，为公司数字阅读平台的需求提供更全面更多方的供应基础。</p> <p>项目建设期为三年，自 2016 年 1 月开始到 2018 年 12 月结束，2016 年投入 29,781.21 万元，2017 年投入 29,732.76 万元，2018 年投入 33,829.39 万元。</p>	93,343.36
数字阅读技术平台升级项目	<p>公司通过本次网络平台升级建设，将能够显著提升公司网络平台的承载能力和系统功能，此次项目建设实施后将能够满足公司未来 5 至 10 年的发展需求。主要内容包括对现有数字阅读技术平台进行软硬件设备升级和对网络环境的升级两部分，其中设备升级投资 2,550 万元，网络环境升级投资 3,690 万元。</p> <p>项目建设期为三年，自 2016 年 1 月开始到 2018 年 12 月结束，2016 年投入 3,780 万元，2017 年投入 1,230 万元，2018 年投入 1,230 万元。</p>	6,240.00
数字阅读海外开发项目	<p>公司计划通过本次海外市场推广，在原有版权供应的基础上，将国内优质版权数字图书推广至海外市场，加强公司数字阅读多样化市场，扩大销售渠道，分担公司版权成本，形成数字阅读业务多元化布局。</p> <p>项目建设期为三年，自 2016 年 1 月开始到 2018 年 12 月结束，2016 年投入 1,727.83 万元，2017 年投入 1,655.00 万元，2018 年投入 1,755 万元。</p>	5,137.83
合计		104,721.19

资料来源：掌阅科技招股说明书，东方证券研究所

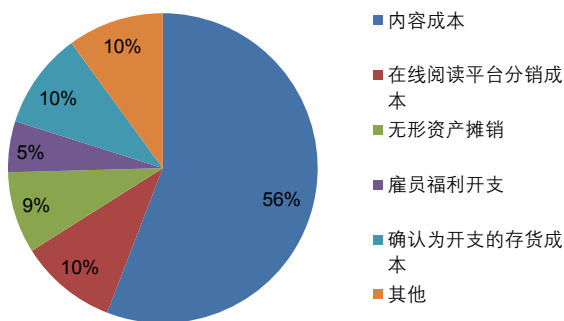
4. 管中窥豹 4：从财务数据思考公司估值方式

说明：由于目前阅文集团、掌阅科技的主要收入来源仍为在线付费阅读业务，以下成本构成和成本属性分析以及估值思考主要针对在线付费阅读业务，其他增值业务价值将在后续研究中分部讨论和估值。

4.1 成本特性：变动成本模式导致无规模效应，竞争推动各项成本上升

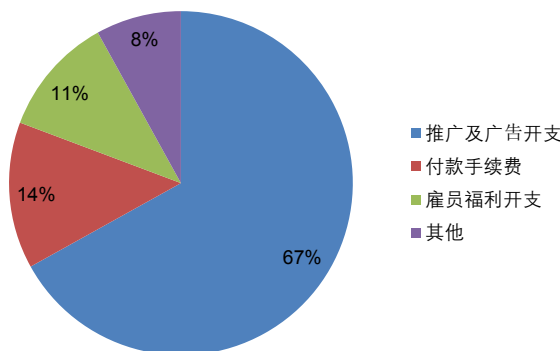
以阅文集团为例，典型网文公司的成本主要由内容成本、推广及广告成本、员工工资、支付渠道手续费等项目构成；阅文集团 2016 年主营业务成本占营业收入比重为 58.7%，销售及营销开支占营业收入比重为 28.7%。所有成本项中，内容成本和推广营销成本是其中最大的两项，其变化直接决定了网文公司的盈利能力。

图 14：阅文集团主营业务成本构成（2016 年）



资料来源：阅文集团招股说明书，东方证券研究所

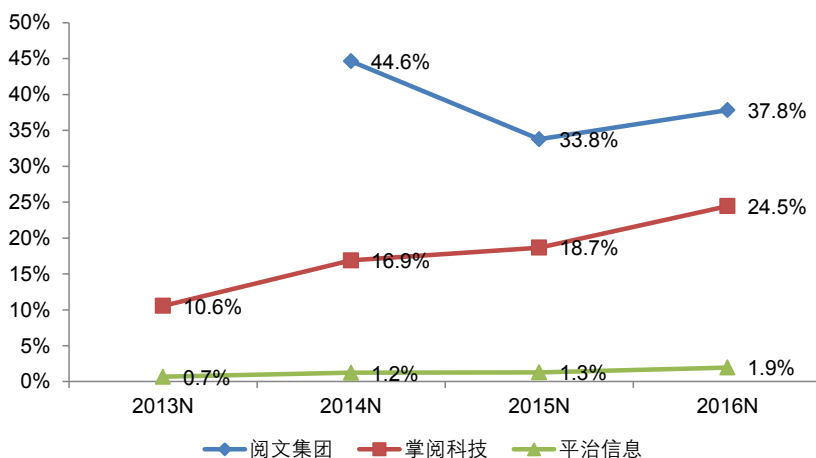
图 15：阅文集团销售及营销开支构成



资料来源：阅文集团招股说明书，东方证券研究所

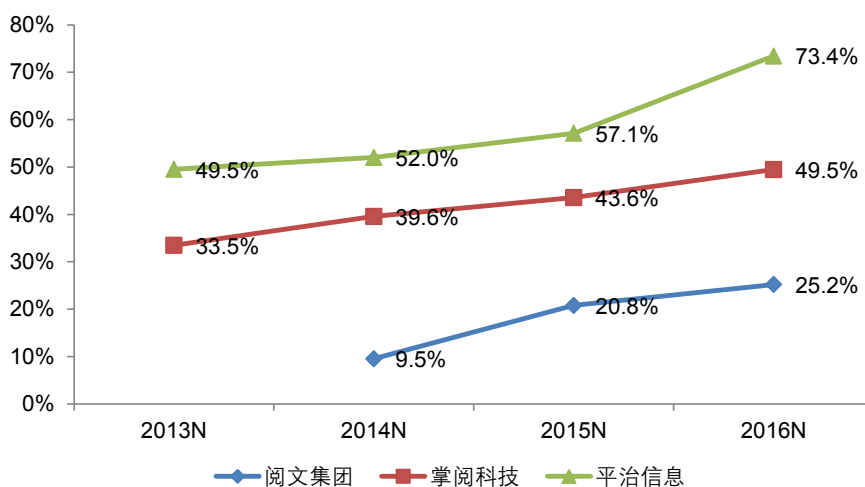
从阅文集团和掌阅科技的情况看，版权和推广的交易模式主要以收入分成为主，导致主要成本难以形成规模效应。（1）数字版权按照交易模式划分主要分为买断版权和分成版权，分成版权的模式下，约定的分成比例通常为 50%：50%和 40%：60%（阅读平台获得 40%）。（2）渠道推广采购分为收入分成模式（即 CPS 计费）和按用户计费模式（即 CPA、CPD 计费）。掌阅科技 2016 年版权和推广资源采购中，以分成模式交易的资源占绝大多数。

- 下图统计了阅文集团、掌阅科技和平治信息的内容成本占营业收入比重（阅文集团的“无形资产摊销”也属于内容成本，合并处理），其中阅文集团的内容成本占比最高，2016 年达到 37.8%，在阅文战略版图中，版权运营是长期大逻辑，因而其对于平台上作品的质量更加看重。从趋势上看，不管是老牌网文平台如阅文、掌阅，还是新兴移动阅读平台如平治信息，内容成本均呈现上升趋势，暂未体现规模效应。

图 16：数字阅读公司内容成本占营业收入比重


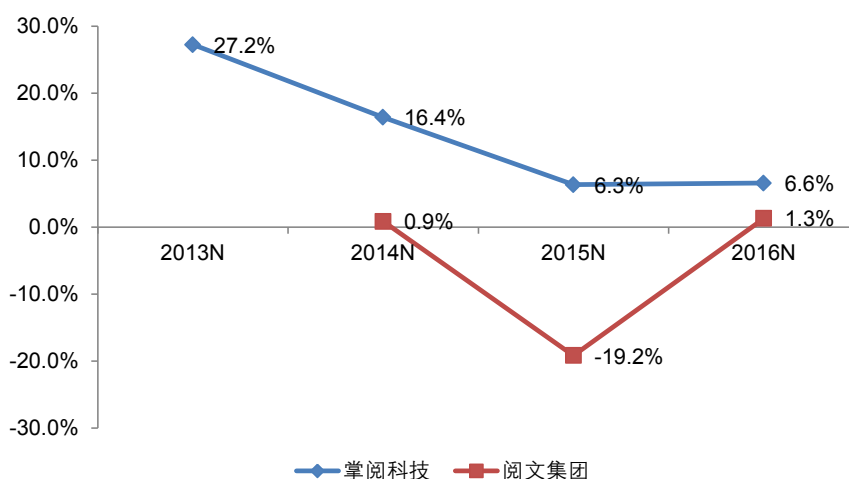
资料来源：公司公告，东方证券研究所

- 阅文集团和掌阅科技将部分推广支出归类到销售费用中，为了对比真实的推广成本情况，我们对其进行归类处理（阅文集团的推广成本包括“在线阅读平台分销成本”和“推广及广告开支”两项；掌阅科技推广成本包括“渠道成本”、“推广费”和“广告费”三项）。对比来看，平治信息推广成本最高，2016年占营业收入比重达到73.4%；与其他平台相比，平治的移动阅读业务起步时间晚，平台知名度低、内容储备相对薄弱，因而需要大力推广去获得付费用户。三家公司中，阅文集团推广成本占比最低（2016年为25.2%），这一方面得益于品牌效应，另一方面也与腾讯渠道的助力。以腾讯自营渠道分销阅文文学作品为例，腾讯获得的分成不超过收入的净值 $\times 30\%$ ；而根据掌阅科技招股书披露，OPPO和VIVO渠道的收入分成比例达到60%。

图 17：数字阅读公司推广成本占营业收入比重


资料来源：公司公告，东方证券研究所

根据上文分析，阅文和掌阅两家龙头公司未来预计将互相渗透，在原创内容和推广渠道上出现直接竞争，推动内容成本和推广成本持续增长。目前两家公司的营业利润率均较低，若内容成本和推广成本占比进一步提升，则可能对公司盈利造成较大的压力。在其他非付费增值业务规模较小、仍然以付费阅读为主要商业模式的情境下，阅文集团、掌阅科技的利润率将有极大概率承压。

图 18：阅文集团、掌阅科技营业利润率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 估值思考：P/E 估值具有局限性，可考虑 P/S 等估值方法

根据上文分析，数字阅读的商业模式可归纳为，（1）收入端，以用户付费为主要收入来源，版权运营正在孵化中，因而需要跟踪用户数、付费率和 ARPU 值变化。（2）成本端，在线付费阅读业务的版权成本和推广成本基本为可变成本，规模效应不明显。

虽然目前阅文集团、掌阅科技均已经实现盈利，但我们认为两家龙头公司将持续在内容和渠道上投入以巩固现有竞争优势并攫取新用户，也就是说，在竞争格局未完全稳定之前，未来内容成本和推广成本还有进一步上行压力。在这种假设之下，**公司盈利能力和净利润水平预计将有较大波动，用 PE 估值法存在局限性，我们认为可以考虑 P/S 估值法。**

数字阅读公司的这种通过用户付费变现的商业模式与互联网视频网站、直播平台较为接近，详见下表。因而，我们认为在做相对估值时，可以将视频网站标的 Netflix、爱奇艺，直播平台标的陌陌、YY 设为对标公司。以 2016 年营业收入算，Netflix、陌陌和 YY 当前估值对应 P/S 值分别为 8.1X/13X/3X，平均 P/S 值为 8X。我们认为可以参照可比公司 P/S 值来评估数字阅读公司在线付费阅读业务的价值。

表 9：数字阅读、互联网视频以及直播收入及成本构成对比

	收入模式（现状）	成本构成/成本属性
数字阅读平台	用户付费（占比 70%-100%），版权运营及其他（占比）	版权成本&推广成本（占比 60%-80%），基本为变动成本（作者参与分成、渠道按 CPS 收推广费）
视频网站	广告收入（占比约 70%）、会员付费（占比约 30%）；海外流媒体平台 Netflix 以会员付费为主要收入来源，占比 95%	内容成本（爱奇艺 2016 年占比为 70%）；内容成本一般在摊销期内逐年摊销
直播平台	用户打赏付费（陌陌直播收入占比 80%以上）	主播分成、营销推广成本（合计占比 50%+）；主播分成为变动成本，营销推广成本相对收入具有规模效应

资料来源：东方证券研究所

表 10：对标公司 P/S 估值情况

		2015N	2016N
Netflix	收入（百万美元）	6,779.51	8,830.67
	估值（亿美元）		716.50
	P/S		8.11
陌陌	收入（百万美元）	133.99	553.1
	估值（亿美元）		70.43
	P/S		12.73
YY	收入（百万美元）	908.16	1,182.65
	估值（亿美元）		40.52
	P/S		3.43

资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

根据上文分析，我们认为：

- 在打击盗版、各数字阅读公司持续加大推广投入的作用下，付费红利仍将持续，考虑到数字阅读用户渗透率、付费率以及 ARPU 值均存在提升空间，2020 年付费阅读市场规模有望提升至 207 亿元。
- 以微信、微博等新媒体渠道为阵营的移动阅读平台与以阅文集团为代表的主流网文平台是错位竞争关系，平治信息等所做的自有网文平台业务可以被称为网络文学行业的“第二极”，其存在将有助于行业整体用户规模的扩大。

- 从市场竞争格局看，阅文集团和掌阅科技的市场地位较难被撼动，但两大龙头各自的核心竞争优势并不相同，阅文更偏重内容，而掌阅更偏重渠道。从未来战略发展的角度看，我们认为，两家龙头公司预计将互相渗透，在原创内容和推广渠道上出现直接竞争，推动内容成本和推广成本继续增长，并进一步挤占竞争对手份额。

与此前报告观点一致，以平治信息、掌维科技等公司为代表，从 CP/SP 或分销渠道起家，通过流量运营经营自有阅读平台的模式在现阶段将持续受益付费红利，获得营收高速增长，强烈建议关注平治信息。此外，掌阅科技依托移动阅读 APP 这一优势渠道，大力囤积上游内容资源，持续巩固竞争优势，建议关注其 IPO 动态。

风险提示

- **市场竞争加剧风险**

近年来随着移动互联网的崛起，数字阅读行业得到越来越高的关注度。2013年后，包括腾讯、阿里巴巴、百度在内的互联网巨头企业纷纷布局数字阅读领域，行业包括电信运营商、互联网巨头、数字阅读企业和电商企业四类参与者，参与者之间竞争日趋激烈，公司原有的竞争优势和盈利能力可能受到影响。

- **监管政策变化风险**

互联网数字阅读是互联网信息技术行业和数字出版行业的交叉子行业，国家监管政策正在不断调整和完善。若未来行业监管政策出现调整，导致公司的经营模式无法适应监管要求，则将影响公司业务和盈利能力的稳定性。

- **盗版及优质内容供应不足风险**

数字阅读市场环境变化迅速，优质内容成为各大平台争夺的重点。若随着作者和版权机构的话语权不断提高，优质版权价格持续大幅上升，抑或盗版侵权等问题日趋严重，公司数字内容的数量、质量、稳定性可能受到影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

