

# 掌阅科技 (603533)

证券研究报告

2021年01月28日

## 2020年业绩预告点评：“付费+免费”模式持续兑现 Q4 高增长，头条加持趋势有望延续

**事件：**公司发布 20 年业绩预告，预计全年实现归母净利润 2.55-2.74 亿元，同比增长 58.4-70.1%，扣非后净利润 2.49-2.68 亿元，同比增长 77.4-90.8%；拆分单季度看，预计 20Q4 归母净利润 0.89-1.08 亿元，同比增长 67.8-103.3%，扣非后净利润 0.86-1.05 亿元，同比增长 65.6-101.7%。

公司 2020 年业绩高增长主要来源于：1) 依托平台庞大的流量基础，公司从 2019 年下半年开始采用付费+免费相结合的运营模式，有效提升了用户商业化效率；2) 公司通过内容的多平台分发和 IP 衍生价值拓展，实现了版权的多维增值，从而带来公司版权产品收入高增长。

### 字节跳动入股成为第三大股东，双方业务协同空间较大

20Q4 公司控股股东、实际控制人成湘均、张凌云已将其持有的合计 11.23% 股权（各 50%）协议转让给字节跳动全资子公司量子跃动，当前量子跃动已成为公司第三大股东。根据 Questmobile 数据，2020 年 12 月，字节跳动系 APP 使用时长占比 15.8%，仅次于腾讯系，此次入股后，字节跳动有望在用户推广方面为掌阅科技提供支持，同时，双方将在内容方面进行深度合作。

### 非公开发行事项稳步推进，募集资金扩充版权库及增强技术实力

公司拟非公开发行募集资金不超过 10.6 亿元，其中，7.2 亿元用于数字版权资源升级建设项目，以扩充内容库，完善数字内容结构，提升数字内容质量，3.5 亿用于技术中心建设项目，以提高公司技术服务能力，优化用户体验、增强用户粘性，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。当前非公开发行事项已获得证监会批文，进展稳定。

**投资建议：**公司 2020 年业绩预告中值符合我们前期预期，运营模式改变带来的业绩高增长延续，同时，公司和字节跳动在内容和流量方面彼此互补，字节跳动入股，有望为掌阅科技带来更多内容采购增量及流量支持，我们维持前期盈利预测，预计 2020-2021 年公司归母净利润分别为 2.65 亿和 4.09 亿，当前市值对应 2021 年 P/E 37.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业监管风险；付费收入下滑超预期；广告收入增长疲软；非公开发行进展不及预期；业绩预告为初步测算结果，以年报披露数据为准

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,903.15	1,882.35	2,132.42	2,466.17	2,799.36
增长率(%)	14.17	(1.09)	13.29	15.65	13.51
EBITDA(百万元)	229.72	270.31	278.62	432.37	563.20
净利润(百万元)	139.32	161.00	265.31	408.50	532.77
增长率(%)	12.62	15.57	64.79	53.97	30.42
EPS(元/股)	0.35	0.40	0.66	1.02	1.33
市盈率(P/E)	110.18	95.34	57.86	37.58	28.81
市净率(P/B)	13.79	12.37	10.19	8.02	6.45
市销率(P/S)	8.07	8.15	7.20	6.22	5.48
EV/EBITDA	26.48	20.56	50.62	31.31	23.56

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.28 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	401.00
A 股总市值(百万元)	15,350.28
流通 A 股市值(百万元)	15,350.28
每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	36.28
一年内最高/最低(元)	58.20/13.98

### 作者

<b>文浩</b>	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110516050002
wenhao@tfzq.com	
<b>蓝全</b>	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110520090001
lantong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《掌阅科技-半年报点评:2020 年中报点评:业绩高增长持续兑现，定增募集资金扩充版权库及增强技术实力》 2020-08-31
- 2 《掌阅科技-季报点评:“付费+免费”模式提升毛利率，开年兑现高增长，坚定推荐》 2020-04-28
- 3 《掌阅科技-首次覆盖报告:“付费+免费”齐头并进，百度入股如虎添翼》 2020-04-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,031.58	1,198.92	1,244.17	1,803.54	2,065.65	营业收入	1,903.15	1,882.35	2,132.42	2,466.17	2,799.36
应收票据及应收账款	223.08	283.50	171.54	252.97	228.90	营业成本	1,342.46	1,174.97	1,218.83	1,350.02	1,494.30
预付账款	55.02	40.57	36.49	56.91	49.57	营业税金及附加	4.92	6.12	6.93	8.02	9.10
存货	48.13	0.00	46.30	12.17	46.19	营业费用	287.57	422.82	459.21	497.70	543.52
其他	13.98	14.90	12.37	14.95	15.83	管理费用	75.73	76.34	83.97	92.37	101.60
<b>流动资产合计</b>	<b>1,371.79</b>	<b>1,537.90</b>	<b>1,510.88</b>	<b>2,140.54</b>	<b>2,406.13</b>	研发费用	112.68	120.07	132.07	145.28	159.81
长期股权投资	122.57	220.01	220.01	220.01	220.01	财务费用	(40.54)	(34.15)	(34.12)	(42.57)	(54.04)
固定资产	35.72	33.51	54.52	95.62	135.76	资产减值损失	1.20	0.00	0.69	0.63	0.44
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	36.57	48.28	33.36	18.45	3.53	投资净收益	12.45	37.67	30.00	40.00	50.00
其他	24.75	71.95	44.27	48.10	53.63	其他	(31.79)	(85.04)	(60.00)	(80.00)	(100.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>219.60</b>	<b>373.76</b>	<b>388.17</b>	<b>451.78</b>	<b>484.69</b>	<b>营业利润</b>	<b>138.48</b>	<b>163.52</b>	<b>294.83</b>	<b>454.72</b>	<b>594.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,591.39</b>	<b>1,911.66</b>	<b>1,899.05</b>	<b>2,592.32</b>	<b>2,890.82</b>	营业外收入	5.79	1.39	2.79	3.33	2.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.80	0.47	0.53	0.60	0.53
应付票据及应付账款	230.42	289.22	114.37	366.36	196.23	<b>利润总额</b>	<b>143.47</b>	<b>164.44</b>	<b>297.10</b>	<b>457.44</b>	<b>596.60</b>
其他	243.46	365.49	263.82	296.57	298.41	所得税	7.35	17.59	31.79	48.94	63.83
<b>流动负债合计</b>	<b>473.88</b>	<b>654.71</b>	<b>378.20</b>	<b>662.93</b>	<b>494.64</b>	<b>净利润</b>	<b>136.13</b>	<b>146.85</b>	<b>265.31</b>	<b>408.50</b>	<b>532.77</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.19)	(14.15)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>139.32</b>	<b>161.00</b>	<b>265.31</b>	<b>408.50</b>	<b>532.77</b>
其他	0.00	2.27	1.09	1.12	1.49	每股收益(元)	0.35	0.40	0.66	1.02	1.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>2.27</b>	<b>1.09</b>	<b>1.12</b>	<b>1.49</b>						
<b>负债合计</b>	<b>473.88</b>	<b>656.98</b>	<b>379.29</b>	<b>664.05</b>	<b>496.13</b>						
少数股东权益	4.41	13.99	13.99	13.99	13.99	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	369.18	379.70	379.70	379.70	379.70	营业收入	14.17%	-1.09%	13.29%	15.65%	13.51%
留存收益	712.04	839.46	1,104.77	1,513.27	1,979.69	营业利润	3.53%	18.08%	80.31%	54.23%	30.77%
其他	(369.11)	(379.48)	(379.70)	(379.70)	(379.70)	归属于母公司净利润	12.62%	15.57%	64.79%	53.97%	30.42%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,117.51</b>	<b>1,254.68</b>	<b>1,519.76</b>	<b>1,928.26</b>	<b>2,394.69</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,591.39</b>	<b>1,911.66</b>	<b>1,899.05</b>	<b>2,592.32</b>	<b>2,890.82</b>	毛利率	29.46%	37.58%	42.84%	45.26%	46.62%
						净利率	7.32%	8.55%	12.44%	16.56%	19.03%
						ROE	12.52%	12.98%	17.62%	21.34%	22.38%
						ROIC	-136.18%	177.28%	3660.45%	142.52%	469.52%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产负债率	29.78%	34.37%	19.97%	25.62%	17.16%
净利润	136.13	146.85	265.31	408.50	532.77	净负债率	-92.31%	-95.56%	-81.87%	-93.53%	-86.26%
折旧摊销	26.95	31.25	17.90	20.22	22.62	流动比率	2.89	2.35	3.99	3.23	4.86
财务费用	0.00	0.00	(34.12)	(42.57)	(54.04)	速动比率	2.79	2.35	3.87	3.21	4.77
投资损失	(12.45)	(37.67)	(30.00)	(40.00)	(50.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	26.01	242.43	(182.10)	211.37	(175.96)	应收账款周转率	9.97	7.43	9.37	11.62	11.62
其它	(33.28)	(74.06)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	55.61	78.22	92.11	84.35	95.93
<b>经营活动现金流</b>	<b>143.36</b>	<b>308.80</b>	<b>36.99</b>	<b>557.53</b>	<b>275.38</b>	总资产周转率	1.29	1.07	1.12	1.10	1.02
资本支出	143.95	160.30	61.18	79.97	49.63	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	87.92	97.44	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.35	0.40	0.66	1.02	1.33
其他	(105.51)	(158.40)	(86.82)	(120.70)	(50.60)	每股经营现金流	0.36	0.77	0.09	1.39	0.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>126.36</b>	<b>99.35</b>	<b>(25.64)</b>	<b>(40.73)</b>	<b>(0.97)</b>	每股净资产	2.78	3.09	3.76	4.77	5.94
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	40.34	44.84	33.90	42.57	54.04	市盈率	110.18	95.34	57.86	37.58	28.81
其他	(50.14)	(54.21)	0.00	0.00	(66.35)	市净率	13.79	12.37	10.19	8.02	6.45
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9.79)</b>	<b>(9.37)</b>	<b>33.90</b>	<b>42.57</b>	<b>(12.31)</b>	EV/EBITDA	26.48	20.56	50.62	31.31	23.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	29.85	23.18	54.09	32.85	24.55
<b>现金净增加额</b>	<b>259.93</b>	<b>398.78</b>	<b>45.25</b>	<b>559.37</b>	<b>262.10</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com