

中航证券研究所
 分析师：裴伊凡
 证券执业证书号：S0640516120002
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 电话：010-59562517
 邮箱：peiyf@avicsec.com

掌阅科技 (603533.SH): 字节跳动入股，流量红利撬动公司新增量

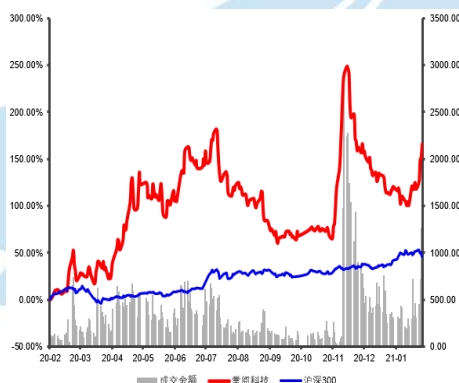
行业分类：传媒与互联网

2021 年 01 月 29 日

公司投资评级	买入
当前股价 (21.01.29)	36.84 元

基础数据	
总市值 (亿元)	147.7
流通市值 (亿元)	147.7
总股本 (亿股)	4.01
流通 A 股 (亿股)	4.01
12 个月价格区间 (元)	14.0/58.2
近三个月换手率	251%

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源：wind

2020 年业绩预告点评:

- 2020 年公司预计实现归母净利润 2.55 亿元-2.74 亿元，同比增速 58.38%-70.06%；扣非后归母净利润 2.49 亿元-2.68 亿元，同比增长同比增加 77.41%-90.81%。
- 深耕公司主营业务，不断提升盈利能力。报告期内，2020 年度公司业绩预增长主要受益于公司盈利能力的显著提升：①用户：根据公司半年报，截至 2020 年 6 月，月活用户数量为 1.7 亿；②运营：公司拥有掌阅 APP、K12 教育阅读平台、机构阅读服务平台、海外阅读平台等渠道，采用“付费+免费”双运营模式，提高精细化运营程度，稳步扩大用户规模增长，深化数字阅读平台的商业化价值；③内容：继续强化版权内容的优势，通过多平台分发和 IP 衍生价值拓展，以实现版权的多维增值。
- 疫情反复助推“宅经济”，数字阅读市场持续增长。疫情刺激在线文娱消费，增加用户在线时长，为行业发展带来契机。根据艾媒咨询数据，2019 年中国数字阅读行业市场规模达 292.8 亿元，公司的数字阅读内容储备量位列市场前三位。受疫情影响，居家在线阅读需求增加，预计 2020 年中国数字阅读市场将达 372.1 亿元，环比增长 27.1%；2021 年将达 416.0 亿元，环比增长 11.8%。
- 字节跳动入股：流量倾斜+产业链协同迸发。①去年 12 月，字节跳动旗下量子跃动以 11 亿入股，持有 11.23% 股权，将给予掌阅旗下阅读平台在其体系内平台的广告投放、商业化服务、内容授权、搜索、技术平台支撑等方面有别于网文行业其他公司的倾斜支持，多平台分发为公司争夺更大的数字阅读增量市场；②IP+影视：借力字节跳动流量生态，进一步延伸产业链，释放 IP 的变现潜能；③公司旗下的掌阅影业和字节跳动在长中短视频也可以生态互补，联动发力。
- 盈利预测与投资评级：公司拥有掌阅 APP、手机厂商、电子书阅读器的多元流量支持，字节入股，将坐享其生态红利，构建更丰富的数字阅读场景。我们认为公司依托巨大的流量基础、丰富的内容储备和多平台分发渠道，借势字节的资源优势，公司未来将在数字阅读和 IP 延伸业务增长有较大空间，“影视+文学”联动发力。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.6/3.9/4.8 亿元，对应三年 PE 分别为 58X/38X/31X。首次推荐，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：数字内容版权风险、影视项目不达预期，行业政策风险。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

表 1: 公司财务报表预测

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1666.99	1903.15	1882.35	2077.36	2493.25	2958.98
增长率 (%)	N/A	14.17%	-1.09%	10.36%	20.02%	18.68%
归属母公司股东净利润	111.99	133.13	151.21	256.01	390.45	484.06
增长率 (%)	N/A	18.87%	13.58%	69.31%	52.51%	23.98%
每股收益 (EPS)	0.279	0.332	0.377	0.638	0.974	1.207
每股股利 (DPS)	0.000	0.034	0.110	0.186	0.284	0.352
每股经营现金流	0.578	0.344	0.763	0.139	1.433	0.651
销售毛利率	29.76%	29.46%	37.58%	38.21%	40.52%	41.16%
销售净利率	6.72%	6.83%	7.28%	11.82%	15.02%	15.69%
净资产收益率 (ROE)	11.34%	11.96%	12.19%	18.00%	22.99%	23.71%
投入资本回报率 (ROIC)	#DIV/0!	-842.69%	76.55%	164.91%	116.26%	638.11%
市盈率 (P/E)	131.91	110.97	97.70	57.70	37.84	30.52
市净率 (P/B)	14.96	13.27	11.91	10.39	8.70	7.24
股息率 (分红/股价)	0.000	0.001	0.003	0.005	0.008	0.010

报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1666.99	1903.15	1882.35	2077.36	2493.25	2958.98
减: 营业成本	1170.96	1342.46	1174.97	1283.60	1482.98	1741.07
营业税金及附加	3.62	4.92	6.12	5.54	6.65	7.90
营业费用	250.96	287.57	422.82	361.25	411.63	498.00
管理费用	143.85	75.73	76.34	89.74	108.71	130.49
财务费用	-18.36	-40.54	-34.15	-27.11	-32.79	-40.18
资产减值损失	0.89	1.20	0.00	0.69	0.69	0.69
加: 投资收益	4.72	12.45	37.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-112.68	-122.90	-78.52	-78.52	-78.52
营业利润	119.79	131.59	151.06	285.11	436.84	542.49
加: 其他非经营损益	0.88	4.99	0.92	2.26	2.26	2.26
利润总额	120.67	136.58	151.98	287.37	439.10	544.76
减: 所得税	8.61	6.64	14.93	41.77	64.53	80.38
净利润	112.06	129.94	137.06	245.60	374.57	464.38
减: 少数股东损益	0.07	-3.19	-14.15	-10.41	-15.88	-19.69
归属母公司股东净利润	123.71	139.32	161.00	256.01	390.45	484.06
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	998.21	975.17	1132.38	1142.15	1637.34	1799.21
应收和预付款项	190.64	283.23	328.25	341.09	342.91	378.37
存货	20.32	48.13	0.00	3.00	5.00	6.00
其他流动资产	2.71	8.85	10.73	10.73	10.73	10.73
长期股权投资	34.65	122.57	220.01	220.01	220.01	220.01

投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	21.46	35.72	33.51	27.14	20.78	14.41
无形资产和开发支出	25.77	40.55	77.38	75.93	74.48	73.02
其他非流动资产	18.80	20.31	1.80	0.90	0.00	0.00
资产总计	1312.55	1534.53	1804.07	1820.96	2311.24	2501.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	176.69	246.09	328.14	174.11	403.72	271.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	147.64	170.92	250.12	250.12	250.12	250.12
负债合计	324.33	417.02	578.25	424.22	653.83	521.18
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	369.52	369.18	379.70	379.70	379.70	379.70
留存收益	217.10	342.92	459.98	641.31	917.86	1260.72
归属母公司股东权益	987.61	1113.10	1240.68	1422.01	1698.56	2041.42
少数股东权益	0.61	4.41	13.99	3.58	-12.30	-31.98
股东权益合计	988.23	1117.51	1254.68	1425.59	1686.27	2009.44
负债和股东权益合计	1312.55	1534.53	1832.93	1849.82	2340.10	2530.62
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	231.83	138.04	305.80	55.60	574.56	261.16
投资性现金净流量	-785.94	126.36	99.35	3.26	3.26	3.26
筹资性现金净流量	136.50	-9.79	-9.37	-49.09	-82.63	-102.55
现金流量净额	-421.03	259.56	399.36	9.77	495.19	161.87

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超(证券执业证书号:S0640519070001),清华大学硕士,中航证券首席分析师。

裴伊凡(证券执业证书号:S0640516120002),英国格拉斯哥大学经济学硕士,中航证券传媒与互联网行业分析师,曾供职于央视财经频道。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权,不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠,但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期,中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易,向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。