

2021年04月20日

版权业务增长亮眼，商业化进程加速

掌阅科技(603533)

评级:	增持	股票代码:	603533
上次评级:	首次覆盖	52周最高价/最低价:	58.2/24.0
目标价格:		总市值(亿)	142.47
最新收盘价:	32.46	自由流通市值(亿)	130.16
		自由流通股数(百万)	401.00

事件概述

公司发布2020年年报，报告期内，公司实现营业收入20.61亿元，同比增长9.47%；实现归属于母公司股东的净利润2.64亿元，同比增长64.07%；实现扣非净利润2.58亿元，同比增长83.47%。公司毛利率增长至45.94%，同比增长8.36pct。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1元（含税）。

分析判断：

► 持续拓展分发渠道，强化版权内容优势。

报告期内，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持续增加。2020年，公司版权业务实现营收5.04亿元，同比增长92.66%。字节跳动入股带来字节系的海量用户及数据算法将进一步为公司打开新的长期成长空间。此外，公司积极探索并尝试智能合成语音技术，通过智能合成语音技术制作了约10余万小时的有声内容，补充了公司有声内容的积累，进一步夯实了内容竞争力壁垒。

► 付费阅读收入略降，商业化增值业务快速增长提升数字图书平台毛利率。

2020年，各大互联网平台持续加码布局网文生态，公司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，使得公司海量内容触达更多互联网用户以实现版权的多维增值。2020年度公司阅读平台月活跃用户数量达1.6亿，用户数量、人均阅读时长等指标均稳定增长。在付费+免费相结合的互联网变现模式不断融合的过程中，公司持续开拓商业化增值业务。报告期内，受付费阅读收入略微下降影响，公司数字阅读业务实现营收15.34亿元，同比下降3.17%，但数字阅读平台商业化增值业务增速较快，带动数字阅读平台毛利提升6.46pct至41.79%。

► 衍生布局教育及短视频板块，基于短视频平台构建丰富内容矩阵。

目前，公司延伸布局了短视频创作平台和教育板块，并持续培育阅读相关的K12教育及精选阅读的业务。报告期内，公司投资了从事教育图书读者服务业务的杭州云梯科技有限公司，对主营青少年课外阅读教育业务的山东约读书房教育咨询有限公司进行了增资。2021年1月，公司领投短视频创作平台西安君悦网络科技有限公司，布局IP衍生产业链。在此基础上，公司积极关注通过短视频等形式的内容价值实现机会。目前公司基于各短视频平台的内容矩阵发展迅速，借助短视频平台深挖优质内容以满足不同垂直细分领域用户的不同需求，形成了丰富的内容矩阵。

投资建议

参考公司 2021 年经营计划，我们预计公司 2021-2023 年将分别实现营收 24.41 亿元、28.49 亿元和 32.4 亿元，同增 18.5%、16.7%和 13.7%；预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.04 亿元、5.21 亿元和 6.26 亿元，同增 53%、28.9%和 20.2%；2021-2023 年对应 EPS 分别为 0.92 元、1.19 元和 1.43 元。考虑公司作为数字阅读行业龙头，商业化进程加快，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

付费阅读业务持续受免费阅读及短视频平台冲击风险、广告业务发展不及预期风险、有声书业务发展不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,882	2,061	2,441	2,849	3,240
YoY (%)	-1.1%	9.5%	18.5%	16.7%	13.7%
归母净利润(百万元)	161	264	404	521	626
YoY (%)	15.6%	64.1%	53.0%	28.9%	20.2%
毛利率 (%)	37.6%	45.9%	47.9%	49.3%	50.7%
每股收益 (元)	0.37	0.60	0.92	1.19	1.43
ROE	13.0%	18.4%	21.9%	22.0%	20.9%
市盈率	88.49	53.93	35.24	27.34	22.74

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

分析师：李婉云

邮箱：liwy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,061	2,441	2,849	3,240	净利润	253	387	499	599
YoY (%)	9.5%	18.5%	16.7%	13.7%	折旧和摊销	35	33	35	36
营业成本	1,114	1,273	1,443	1,597	营运资金变动	68	42	45	37
营业税金及附加	6	7	8	9	经营活动现金流	323	423	532	621
销售费用	479	537	613	697	资本开支	-27	53	53	53
管理费用	80	85	100	113	投资	-600	0	0	0
财务费用	-19	-35	-40	-40	投资活动现金流	-602	92	98	105
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	33	39	46	52	债务募资	0	0	0	0
营业利润	301	459	591	711	筹资活动现金流	-60	0	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-353	515	630	725
利润总额	300	459	591	711					
所得税	47	72	93	112	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	253	387	499	599	成长能力				
归属于母公司净利润	264	404	521	626	营业收入增长率	9.5%	18.5%	16.7%	13.7%
YoY (%)	64.1%	53.0%	28.9%	20.2%	净利润增长率	64.1%	53.0%	28.9%	20.2%
每股收益	0.60	0.92	1.19	1.43	盈利能力				
					毛利率	45.9%	47.9%	49.3%	50.7%
					净利率	12.3%	15.8%	17.5%	18.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	11.6%	14.5%	15.3%	15.2%
货币资金	1,291	1,806	2,437	3,162	净资产收益率 ROE	18.4%	21.9%	22.0%	20.9%
预付款项	64	73	83	91	偿债能力				
存货	1	1	1	1	流动比率	2.12	2.48	2.86	3.27
其他流动资产	374	440	510	578	速动比率	2.04	2.40	2.78	3.19
流动资产合计	1,730	2,320	3,030	3,832	现金比率	1.58	1.93	2.30	2.70
长期股权投资	245	245	245	245	资产负债率	36.6%	34.2%	31.6%	28.9%
固定资产	27	29	32	34	经营效率				
无形资产	47	-42	-131	-222	总资产周转率	0.90	0.88	0.84	0.79
非流动资产合计	554	468	381	292	每股指标 (元)				
资产合计	2,284	2,788	3,411	4,124	每股收益	0.60	0.92	1.19	1.43
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.28	4.20	5.39	6.81
应付账款及票据	434	496	562	622	每股经营现金流	0.74	0.96	1.21	1.41
其他流动负债	384	439	497	551	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	818	935	1,059	1,173	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	53.93	35.24	27.34	22.74
其他长期负债	19	19	19	19	PB	10.25	7.73	6.03	4.76
非流动负债合计	19	19	19	19					
负债合计	837	953	1,078	1,192					
股本	401	401	401	401					
少数股东权益	9	-8	-31	-58					
股东权益合计	1,448	1,835	2,333	2,933					
负债和股东权益合计	2,284	2,788	3,411	4,124					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

李婉云：传媒行业分析师。2019年12月加盟华西证券，3年从业经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。