

2020 年年报点评：符合预期，版权及商业化增值业务高增促盈利能力持续提升

买入（维持）

2021 年 04 月 21 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,061	2,568	2,996	3,314
同比（%）	9.5%	24.6%	16.7%	10.6%
归母净利润（百万元）	264	410	524	629
同比（%）	64.1%	55.2%	27.9%	19.9%
每股收益（元/股）	0.60	0.93	1.19	1.43
P/E（倍）	53.93	34.76	27.17	22.65

投资要点

- **事件：**公司 2020 年实现收入 206,065.88 万元，同比+9.47%，实现归属于母公司股东的净利润 26,415.26 万元，同比+64.07%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 25,749.77 万元，同比+83.47%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。公司实际利润落在此前预告区间中间水平，符合市场预期。
- **业务结构的变化导致毛利率同比大幅提升，驱动利润高增长。**2020 年公司毛利率增长至 45.94%，同比提升 8.36pct，主要原因：1）数字阅读平台商业化增值业务增速较快，导致数字阅读平台毛利率同比提升 6.46pct 至 41.79%；2）高毛利率的版权产品销售收入同比增长 92.66% 至 50,408.72 万，超出我们预期，同时 2020 年版权产品毛利率也提升 5.01pct 至 56.99%。
- **版权业务及商业化增值业务驱动收入增长，当前阶段免费阅读赛道红利依旧明显。**2020 年公司版权产品收入增长主要受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增加所致。行业层面，2020 年 12 月免费阅读用户月均使用时长为 694 分钟，同比+46.4%，月均使用天数 10.9 天。用户规模方面，付费阅读 APP 行业的月活跃用户规模为 2.2 亿，免费阅读 APP 行业月活跃用户规模为 1.4 亿。得益于“免费阅读”商业模式对下沉市场用户的不断渗透，数字阅读行业整体的市场规模、用户时长及流水均实现了显著增长。
- **销售费用率连续两个季度得到控制，得间阅读收入高增、亏损持平。**2020Q1/Q2/Q3/Q4 销售费用率分别为 23.78%/28.68%/23.37%/17.94%，同比变化分别为+6.78/+0.67/-2.82/-0.78pct，公司销售费用率连续两个季度得到控制。销售费用中主要为推广费用，其中 2020H2 推广费用为 18137.42 万元，环比 H1 出现下滑。得间科技 2020 年实现营收 19,998.39 万元，同比+135%，仍然亏损 4,399.08 万元，但与 2019 年同期基本持平。
- **看好公司优质内容沉淀积累和基于内容提供的核心服务能力。**公司通过付费+免费相结合运营模式不断提高精细化运营程度，流量运营效率有望持续提升，同时借助重要股东字节跳动的用户运营及算法优势，将有望进一步深化数字阅读平台的商业化价值。
- **维持“买入”评级。**我们提升了版权产品业务增速预期，略调低了付费业务增速预期，对应调整 2021-2022 年 EPS 至 0.93/1.19 元（原值为 1.13/1.49 元），预计 2023 年 EPS 为 1.43 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 35/27/23 倍。
- **风险提示：**市场竞争趋于激烈，商业化进展不及预期，重要客户变动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.46
一年最低/最高价	24.00/58.20
市净率(倍)	9.05
流通 A 股市值(百万元)	13016.46

基础数据

每股净资产(元)	3.59
资产负债率(%)	36.62
总股本(百万股)	438.90
流通 A 股(百万股)	401.00

相关研究

- 1、《掌阅科技 (603533)：版权产品及广告业务强劲增长，盈利能力仍处上升通道》2020-04-28
- 2、《掌阅科技 (603533)：看好广告模式潜力，公司步入业绩释放期》2020-04-20

掌阅科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,730	2,141	2,692	3,243	营业收入	2,061	2,568	2,996	3,314
现金	1,291	1,609	2,098	2,596	减:营业成本	1,114	1,322	1,483	1,600
应收账款	349	439	481	537	营业税金及附加	6	7	8	10
存货	1	0	1	0	营业费用	479	565	644	696
其他流动资产	89	92	112	110	管理费用	80	99	116	128
非流动资产	554	575	595	637	研发费用	147	183	214	236
长期股权投资	245	287	333	381	财务费用	-19	-19	-26	-38
固定资产	27	25	20	13	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	33	22	26	30
无形资产	47	28	7	8	其他收益	17	13	12	13
其他非流动资产	236	235	235	235	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,284	2,716	3,287	3,880	营业利润	301	445	595	726
流动负债	818	850	929	930	加:营业外净收支	-1	1	2	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	300	446	597	727
应付账款	434	424	539	500	减:所得税费用	47	44	62	85
其他流动负债	384	426	390	430	少数股东损益	-11	-8	11	13
非流动负债	19	19	19	19	归属母公司净利润	264	410	524	629
长期借款	0	0	0	0	EBIT	261	403	541	656
其他非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	296	437	580	675
负债合计	837	869	948	949	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	9	1	12	25	每股收益(元)	0.60	0.93	1.19	1.43
归属母公司股东权益	1,439	1,846	2,328	2,906	每股净资产(元)	3.28	4.12	5.22	6.54
负债和股东权益	2,284	2,716	3,287	3,880	发行在外股份(百万股)	401	439	439	439
					ROIC(%)	16.8%	19.8%	21.0%	20.1%
					ROE(%)	17.5%	22.2%	23.3%	22.2%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	45.9%	48.5%	50.5%	51.7%
经营活动现金流	323	335	537	541	销售净利率(%)	12.8%	16.0%	17.5%	19.0%
投资活动现金流	-602	-34	-32	-31	资产负债率(%)	36.6%	32.0%	28.8%	24.5%
筹资活动现金流	-60	16	-17	-12	收入增长率(%)	9.5%	24.6%	16.7%	10.6%
现金净增加额	-353	318	489	498	净利润增长率(%)	72.1%	59.0%	33.2%	19.9%
折旧和摊销	35	35	38	19	P/E	53.93	34.76	27.17	22.65
资本开支	27	-21	-26	-6	P/B	9.90	7.88	6.22	4.97
营运资本变动	68	-61	17	-52	EV/EBITDA	43.86	28.96	21.01	17.32

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>