

日期: 2021年04月28日

行业: 传媒



分析师: 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518110001

免费+付费模式有机结合, 强化平台及版权业务变现深度

基本数据 (2021.4.27)

报告日股价 (元)	31.60
12mth A 股价格区间 (元)	24.00-58.20
总股本 (百万股)	438.90
无限售 A 股/总股本	91.37%
流通市值 (亿元)	126.72
每股净资产 (元)	3.59
PBR (X)	7.02

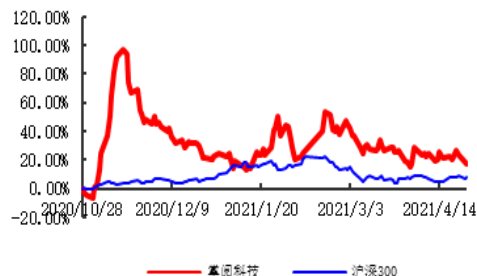
主要股东 (2021Q1)

张凌云	22.66%
成湘均	21.27%
北京量子跃动科技有限公司	10.26%

收入结构 (2020Y)

数字阅读	74.43%
版权产品	24.46%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期: 2021年4月28日

■ 公司动态事项

- 1、公司公布2020年年报, 全年实现营收20.61亿元, 同比增长9.47%; 实现归母净利润2.64亿元, 同比增长64.07%。
- 2、公司公布2020年度分红预案, 计划每10股派发现金红利1元。
- 3、公司公布2021年一季报, Q1实现营收5.54亿元, 同比增长12.77%; 实现归母净利润0.63亿元, 同比增长14.71%。

■ 事项点评

免费+付费模式相结合, 优化数字阅读平台毛利率

公司运营的数字阅读平台已经积累了庞大的用户规模, 2020年, 公司月均活跃用户数量增长至1.6亿, 人均阅读时长也进一步提升, 我们认为, 公司在免费阅读领域的成功布局对促进用户增长, 提高用户粘性起到了积极作用。2020年, 公司数字阅读平台收入同比小幅下滑3.17%, 主要是因为公司大力推进付费+免费相结合的运营策略, 其中付费阅读收入略有下降, 但商业化增值服务业务增速较快, 旗下免费小说阅读平台得间科技实现营收2亿元, 同比增长135%。这一收入结构的变化使得公司渠道成本及版权成本分别下滑19.59%、9.33%, 优化了数字阅读平台业务的毛利率, 2020年公司数字阅读平台业务的毛利率达41.79%, 同比增长6.46个百分点。2020年11月, 公司还引进了字节跳动作为第三大股东, 有望借助其流量及算法优势, 强化公司数字内容商业化变现能力。公司预计2021年度与字节跳动的关联交易额将达到4.3亿元, 较前一年度出现显著提升。一季度确认关联交易额0.62亿元, 双方的业务合作有望在未来得到进一步体现。

版权业务收入大幅增长, 积极拓展分发渠道

2020年, 公司版权业务实现收入5.04亿元, 同比大幅增长92.66%。公司通过积极拓展分发渠道, 向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容有所增加, 实现了旗下网络文学版权的多维增值。如由公司原创改编的动画《元龙》7月登陆B站之后, 立即成为了B站国产动画区的当季话题之作, 曾连续多日蝉联B站站热榜首位。目前, 《元龙》在B站的累计播放量已达到2.8亿次, 动画第二季即将于21年播出。B站也参与了公司最近一轮的定增, 双方在IP衍生方面的合作有望进一步加深。

■ 盈利预测与估值

公司是 A 股数字阅读行业龙头，免费+付费相结合的模式有望进一步提升平台的商业化价值；基于丰富的版权储备，公司在 IP 衍生变现方面具备广阔的想象空间。预计 2021-2023 年归属于母公司股东净利润分别为 3.70 亿元、4.83 亿元和 6.22 亿元，EPS 分别为 0.84 元、1.10 元和 1.42 元，对应 PE 为 37.48、28.69 和 22.29 倍。给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧；政策风险；宏观经济下行风险；免费阅读广告变现能力不及预期；IP 衍生开发不及预期

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2060.66	2409.76	2810.27	3253.10
年增长率	9.47%	16.94%	16.62%	15.76%
归母净利润	264.15	370.03	483.35	622.28
年增长率	64.07%	40.08%	30.63%	28.74%
每股收益 (元)	0.60	0.84	1.10	1.42
PE	52.50	37.48	28.69	22.29

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,203.18	1,431.67	1,736.34	2,146.21
应收和预付 款项	418.62	421.04	498.95	539.20
存货	0.64	0.09	0.74	0.21
其他流动资产	19.66	19.66	19.66	19.66
流动资产合 计	1,642.10	1,872.46	2,255.70	2,705.28
长期股权投 资	244.73	279.73	319.73	364.73
投资性房地 产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和 在建工程	26.77	21.70	16.62	11.55
无形资产和 开发支出	75.84	67.48	59.13	50.78
其他非流动 资产	4.59	3.55	2.50	2.50
非流动资产 合计	351.93	372.46	397.98	429.56
资产总计	1,994.03	2,244.92	2,653.68	3,134.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收 款项	439.59	423.56	474.04	486.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	106.64	106.63	106.63	106.64
负债合计	546.23	530.18	580.67	592.71
股本	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	373.36	373.36	373.36	373.36
留存收益 少数股东权 益	664.31	946.24	1,314.51	1,788.64
	9.13	(5.87)	(15.87)	(20.87)
股东权益合 计	1,447.80	1,714.73	2,073.01	2,542.14
负债和股东 权益总计	1,994.03	2,244.92	2,653.68	3,134.84

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现 金流	332.47	293.79	392.33	524.43
投资活动现 金流	(601.66)	0.00	0.00	0.00
融资活动现 金流	(60.44)	(65.29)	(87.66)	(114.56)
净现金流	(342.96)	228.49	304.67	409.88

数据来源：Wind 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,060.66	2,409.76	2,810.27	3,253.10
营业成本	1,113.91	1,278.19	1,462.85	1,660.91
营业税金及 附加	5.77	6.75	7.87	9.11
营业费用	478.77	506.05	562.05	618.09
管理费用	226.66	265.07	295.08	325.31
财务费用	(18.71)	(22.80)	(27.42)	(33.60)
资产减值损 失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	33.05	35.00	40.00	45.00
公允价值变 动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	300.97	411.50	549.83	718.27
营业外收支 净额	(1.10)	0.00	0.00	0.00
利润总额	299.87	411.50	549.83	718.27
所得税	47.12	56.48	76.47	100.99
净利润	252.74	355.03	473.35	617.28
少数股东损 益	(11.41)	(15.00)	(10.00)	(5.00)
归属母公司 股东净利润	264.15	370.03	483.35	622.28
财务比率分 析				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入增长 率	9.47%	16.94%	16.62%	15.76%
EBIT 增长 率	108.28%	54.45%	34.40%	31.06%
净利润增长 率	64.07%	40.08%	33.33%	30.41%
毛利率	45.94%	46.96%	47.95%	48.94%
EBIT/总收 入	12.21%	16.13%	18.59%	21.05%
净利润率	11.71%	14.73%	16.84%	18.98%
资产负债率	23.49%	20.15%	18.95%	16.42%
流动比率	3.61	4.27	4.61	5.40
净资产收益 率 (ROE)	17.56%	21.51%	23.14%	24.28%
存货周转率	1,745.61	13,582.29	1,966.44	8,001.71
应收账款周 转率	5.90	6.71	6.84	7.12

分析师声明

胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。