



掌阅科技 (603533.SH) 2021年年报点评：免费阅读成主要增长驱动力，单用户价值提升可期

事件：掌阅科技发布 2021 年年报，公司全年实现营业收入 20.71 亿元，同比增长 0.49%；归母净利润 1.51 亿元，同比下降 43%。

点评：

免费阅读成营收增长主要驱动力，未来成长依靠提升单用户价值。报告期内，公司实现营业收入 20.7 亿元 (+0.49%)，其中：数字阅读平台收入 15.6 亿元 (+1.44%)，版权产品收入 4.8 亿元 (-4.20%)，其他产品收入 0.3 亿元 (+40.23%)。公司营收亮点主要在于广告业务成长为公司营业收入增长的主要来源：报告期内，公司大力发展免费阅读业务，在内容积累、投放效率、运营效率、商业化等方面均处于行业领先水平；公司数字阅读平台年平均月活用户数达 1.5 亿，通过“付费+免费”融合发展模式，精细化运营流量，提升平台商业价值。我们认为，依托海量、高质的数字阅读内容资源和庞大的用户群体，公司未来有望伴随着内容库、运营效率等的不断优化，持续提升单用户价值。

优化渠道成本助力毛利率提升，销售费用和管理费用拖累业绩。报告期内，公司通过渠道成本优化、版权成本优化，毛利率同比提升 6.54pcts 至 52.49%。分业务来看：公司优化发展手机终端厂商预装业务，渠道成本同比下降 28.87% 至 3.2 亿元，叠加高毛利率的免费阅读业务增速较高，公司数字阅读平台业务毛利率提升 6.09pcts 至 47.88%；公司优化版权成本，版权产品业务毛利率提升 9.28pcts。费用端，公司 2021 年下半年加大推广营销力度导致全年销售费用同比增加 41.03% 至 6.8 亿元，销售费用率为 32.59%；公司加大中高层人才引进力度，导致管理费用同比增加 43.40% 至 1.1 亿元，当期管理费用率 5.5%。未来随着公司对渠道的进一步优化完成、用户增长重回平稳后，销售费用率有望得到优化。

动漫先行策略驱动优质 IP 增值，阅读出海业务持续发力。公司在 IP 衍生业务方面取得积极进展，通过打造短视频内容矩阵 MCN，为 IP 的增值和宣发打造全新的流量阵地；通过动漫先行策略驱动优质 IP 增值，在《元龙》系列作品之外，《绝世武魂》《武映三千道》等 IP 改编动漫作品在腾讯动漫热播。阅读出海方面，公司深耕欧美传统优势市场，并大力推进布局菲律宾、印尼等东南亚新兴市场，加快构建本地化内容生态，优质作者数量进一步提升，IP 衍生、出海等新业务有望成为公司新的增长点。

盈利预测与评级：公司数字内容储备丰富，精细运营流量能力较强，我们看好公司单用户价值提升空间，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.96 亿元，2.72 亿元和 3.86 亿元，对应现有股价 PE 分别为 30X，21X 和 15X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：(1) 用户增长不及预期；(2) 用户付费率不及预期；(3) 宏观经济下行影响广告投放市场，导致公司免费阅读业务进展不及预期。

2022 年 4 月 26 日

强烈推荐/维持

掌阅科技

公司报告

公司简介：

公司专注于数字阅读，是我国领先的移动阅读分发平台。公司主营业务为互联网数字阅读服务及增值服务业务，以出版社、版权机构、文学网站、作家为正版图书数字内容来源，对数字图书内容进行编辑制作和聚合管理，面向互联网发行数字阅读产品（包括漫画、有声内容等），同时从事网络原创文学版权运营，电子书阅读器硬件产品研发及销售，基于自有互联网平台的流量增值服务。

资料来源：公司公告

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.16-32.54
总市值 (亿元)	57.80
流通市值 (亿元)	57.80
总股本/流通 A 股 (万股)	43890/43890
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0
52 周日均换手率	1.51%

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

分析师：辛迪

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070008

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,060.66	2,070.78	2,261.08	2,510.02	2,784.94
增长率 (%)	9.47%	0.49%	9.19%	11.01%	10.95%
归母净利润 (百万元)	264.15	150.60	195.70	271.96	385.60
增长率 (%)	64.07%	-42.99%	29.94%	38.97%	41.79%
净资产收益率 (%)	18.36%	5.94%	7.46%	9.89%	13.16%
每股收益(元)	0.66	0.35	0.45	0.62	0.88
PE	19.95	37.63	29.54	21.25	14.99
PB	3.67	2.28	2.20	2.10	1.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			
流动资产合计	1730	2735	2884	3051	3258	营业收入	2061	2071	2261	2510	2785			
货币资金	1291	2254	2333	2410	2518	营业成本	1114	984	1085	1168	1242			
应收账款	349	342	372	413	458	营业税金及附加	6	7	7	8	8			
其他应收款	5	7	8	8	9	营业费用	479	675	736	791	839			
预付款项	64	60	82	105	130	管理费用	80	114	121	128	136			
存货	1	1	1	1	1	财务费用	-19	-35	-69	-71	-74			
其他流动资产	20	70	89	114	142	研发费用	147	170	192	212	233			
非流动资产合计	554	718	729	756	792	资产减值损失	0.00	-11.56	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	245	241	261	281	311	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	27	25	36	42	44	投资净收益	33.05	21.00	20.00	20.00	20.00			
无形资产	47	182	155	132	112	加：其他收益	16.78	12.75	12.75	12.75	12.75			
其他非流动资产	3	0	0	0	0	营业利润	301	179	222	307	433			
资产总计	2284	3453	3613	3806	4050	营业外收入	2.36	0.56	0.00	0.00	0.00			
流动负债合计	818	816	887	955	1017	营业外支出	3.46	7.41	5.00	5.00	5.00			
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	300	172	217	302	428			
应付账款	434	438	477	513	546	所得税	47	20	22	30	43			
预收款项	0	0	-15	-23	-37	净利润	253	152	196	272	386			
一年内到期的非流动负债	0	9	9	9	9	少数股东损益	-11	2	0	0	0			
非流动负债合计	19	83	86	86	86	归属母公司净利润	264	151	196	272	386			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E				
负债合计	837	899	972	1041	1103	成长能力								
少数股东权益	9	17	17	17	17	营业收入增长	9.47%	0.49%	9.19%	11.01%	10.95%			
实收资本（或股本）	401	439	439	439	439	营业利润增长	84.06%	-40.50%	24.23%	38.09%	41.11%			
资本公积	373	1339	1339	1339	1339	归属于母公司净利润增长	64.07%	-42.99%	29.94%	38.97%	41.79%			
未分配利润	592	687	766	874	1029	获利能力								
归属母公司股东权益合计	1439	2537	2623	2748	2930	毛利率(%)	45.94%	52.50%	52.03%	53.48%	55.40%			
负债和所有者权益	2284	3453	3613	3806	4050	净利润率(%)	12.27%	7.36%	8.66%	10.83%	13.85%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	11.56%	4.36%	5.42%	7.14%	9.52%			
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	18.36%	5.94%	7.46%	9.89%	13.16%			
经营活动现金流	323	104	146	187	276	偿债能力								
净利润	253	152	196	272	386	资产负债率(%)	37%	26%	27%	27%	27%			
折旧摊销	64.40	194.61	8.72	13.72	18.72	流动比率	2.12	3.35	3.25	3.19	3.20			
财务费用	-19	-35	-69	-71	-74	速动比率	2.11	3.35	3.25	3.19	3.20			
应收帐款减少	0	0	-29	-41	-45	营运能力								
预收帐款增加	0	0	-15	-8	-14	总资产周转率	0.98	0.72	0.64	0.68	0.71			
投资活动现金流	-602	-450	-38	-46	-48	应收账款周转率	7	6	6	6	6			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.70	4.75	4.94	5.07	5.26			
长期投资减少	0	0	-20	-20	-30	每股指标(元)								
投资收益	33	21	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.35	0.45	0.62	0.88			
筹资活动现金流	-60	999	-29	-65	-119	每股净现金流(最新摊薄)	-0.85	1.49	0.18	0.17	0.25			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.59	5.78	5.98	6.26	6.68			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	38	0	0	0	P/E	19.95	37.63	29.54	21.25	14.99			
资本公积增加	-6	966	0	0	0	P/B	3.67	2.28	2.20	2.10	1.97			
现金净增加额	-339	653	79	77	109	EV/EBITDA	11.51	10.45	18.22	12.38	8.22			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	腾讯控股 2004 年-2022 年复盘：当下股价处于第 5 次震荡期，微信与腾讯云奠定未来成长价值	2022-03-18
公司深度报告	途虎养车：线上线下一体化平台，汽车服务市场新龙头	2022-03-01
公司深度报告	喜马拉雅：IoT 助力流量稳定增长，三轮驱动变现效率加速提升	2022-02-28
公司深度报告	美团系列研究之 1-维度提升外卖履约效率，降低骑手依赖度	2022-02-19
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 4-声网 2021 年复盘：“双减政策”影响短期增速，中长期成长性无虞	2022-01-21
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 3-腾讯控股 2021 年复盘：股价韧性强于市，强监管无碍微信价值	2022-01-18
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 2—拼多多 2021 年复盘：GMV 增长遭遇挑战，但长期增长模式有望转变	2022-01-13
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 1—快手 2021 年复盘：危机洗礼后，组织效率提升	2022-01-12
公司普通报告	腾讯 2022 年微信公开课点评：微信生态日益丰满，搜一搜为最大看点	2022-01-14
公司普通报告	腾讯控股：分红事件有望成为公司市场预期转好拐点	2021-12-26
行业深度报告	腾讯系列研究之 7-腾讯专题：微信的本质价值是分发	2021-12-21
行业深度报告	腾讯系列研究之 6- 腾讯专题：2018—2019，为何错过短视频？	2021-11-11
行业深度报告	腾讯系列研究之 5-社交网络专题：抖音、快手是社区还是社交网络？	2021-09-13
行业深度报告	腾讯系列研究之 4-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	腾讯系列研究之 3-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	腾讯系列研究之 2-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
行业深度报告	腾讯系列研究之 1：微信小程序：下一个十年，下一个入口，进入万物互联时代	2018-04-15
行业深度报告	传媒系列报告之 26-小红书：优质 UGC 电商生态，内容、用户、变现多维提升	2021-08-20
行业深度报告	传媒系列报告之 25-数字营销产业：中小厂商如何突围？出海与技术创新是关键	2021-08-04
行业深度报告	传媒系列报告之 24-数字音频产业商业模式之辨：流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	传媒系列报告之 23-快手达人播，抖音品牌播，共击十万亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	传媒系列报告之 22-长视频行业：TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	传媒系列报告之 21-游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07

公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-1
		7
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：石伟晶

传媒与互联网行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。6年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金融麟传媒行业新锐分析师。以腾讯为核心跟踪内容互联网行业发展趋势，覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等内容赛道；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，覆盖餐饮外卖、旅游住宿、汽车服务等生活服务赛道。

分析师：辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。以腾讯为研究核心，跟踪腾讯各块业务进展及竞争对手情况，覆盖网络社区、短视频、长视频、数字阅读等行业；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，覆盖餐饮外卖、旅游住宿等生活服务赛道。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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，未来也将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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526