

# 掌阅科技 (603533): 平台商业化加速, 免费阅读和版权业务快速增长

2021年05月07日

强烈推荐/维持

掌阅科技

公司报告

## 报告摘要:

**事件:** 掌阅科技发布 2020 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 20.61 亿元 (+9.47%), 实现归母净利润 2.64 亿元 (+64.07%), 扣非归母净利润 2.57 亿元 (+83.47%)。

**精细化运营流量, 公司免费阅读业务增长显著。**2020 年, 公司平均 MAU 达 1.6 亿, 公司通过付费+免费阅读相结合的运营模式提高精细化运营程度。2020 年, 下沉市场用户的渗透及免费阅读的大力推广提升公司商业化能力。公司旗下免费阅读 APP 为“得间免费小说”, 2020 年得间收入近 2 亿元 (+134.98%)。免费阅读模式的兴起提升了数字阅读行业市场规模, 公司依托丰富的数字阅读内容储备, 数字阅读平台的商业价值有望不断深化。

**扩充优质数字内容储备, 夯实竞争壁垒。**掌阅科技和上千家出版公司、文学网站等建立内容采购合作, 拥有数字内容 50 余万册, 类型覆盖图书、杂志、漫画、听书等品类, 同时公司大力发展“掌阅文学”内容孵化生态体系, 累计签约作者数万名。2020 年, 公司引入了丰富的数字内容, 既包括数万部优质精品数字图书; 也包括《剃头匠》《蔡志忠典藏国学漫画》《剑舞》等大量漫画内容和《心: 稻盛和夫的一生嘱托》《侯大利刑侦笔记》《苏世民: 我的经验与教训》等 20 余万小时有声内容。公司通过丰富平台数字内容储备, 满足各类用户群体在不同场景下的阅读需求, 提升了公司内容竞争力壁垒。

**网文 IP 多维增值, 版权业务快速增长。**2020 年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, 版权业务收入同比大增 92.66% 至 5.04 亿元, 占总营收比例提升至 24.46%。除网文内容版权输出外, 公司 IP 衍生价值拓展亦取得新进展, 例如公司原创改编的动画片《元龙》在 Bilibili 上的播放量已达到 2.8 亿 (截至 2021.04.21)。展望未来, 公司凭借充足的原创网文内容积累和开放的合作生态, 有望持续加深与头部免费阅读 APP、互联网平台的版权合作, 提升版权内容价值。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,882.35	2,060.66	2,403.50	2,753.16	3,127.21
增长率 (%)	-1.09%	9.47%	16.64%	14.55%	13.59%
归母净利润 (百万)	161.00	264.15	347.39	432.15	540.91
增长率 (%)	15.57%	64.07%	31.51%	24.40%	25.17%
净资产收益率 (%)	12.98%	18.36%	21.54%	23.63%	25.76%
每股收益 (元)	0.40	0.66	0.87	1.08	1.35
PE	82.98	50.29	31.96	25.75	20.60
PB	10.73	9.25	8.25	7.28	6.34

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 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: 公司年报)

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	24.4-53.15
总市值 (亿元)	122.06
流通市值 (亿元)	113.00
总股本/流通 A 股 (亿股)	43890/40100
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.72

## 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

## 研究助理: 辛迪

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070074

---

**数字阅读平台业务渠道成本大幅减少，公司毛利率上升显著。**2020 年公司毛利率为 45.94%，较 2019 年增长 8.36pcts。公司毛利率上升主要原因有：1) 毛利率较高的版权业务营收占比显著提升，并且随着多平台版权分发和网文 IP 多维增值，版权业务毛利率本身也显著提升；2) 数字阅读业务的渠道成本同比下降 20%；3) 免费阅读广告收入大幅增长。展望未来，公司与字节跳动加强协同，公司版权业务和广告收入将持续扩张，公司毛利率仍有提升空间。

**盈利预测与评级：**公司数字阅读内容储备丰富，通过付费+免费阅读相结合的运营模式不断提高精细化运营程度。我们预计公司 21-23 年的公司归母净利润分别为 3.47 亿元，4.32 亿元和 5.41 亿元，EPS 分别为 0.87 元，1.08 元以及 1.35 元，对应现有股价 PE 分别为 32X，26X 和 21X，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**(1) 行业竞争加剧；(2) 广告业务进展不及预期；(3) IP 衍生开发进度和效果不及预期。

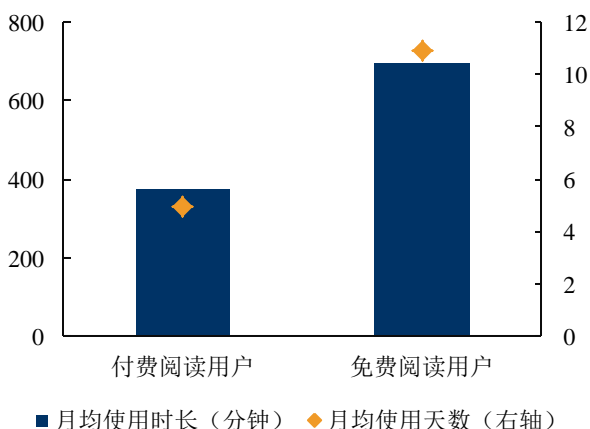


**事件：**掌阅科技发布 2020 年年报，报告期内，公司实现营业收入 20.61 亿元（+9.47%），实现归母净利润 2.64 亿元（+64.07%），扣非归母净利润 2.57 亿元（+83.47%）。

**点评：**

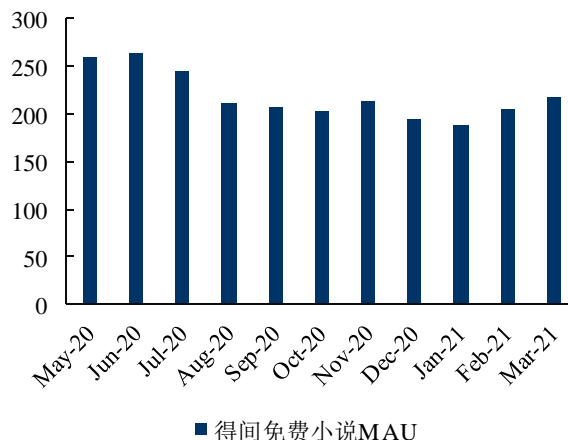
**精细化运营流量，公司免费阅读业务增长显著。**2020 年，公司平均月活跃用户数量达 1.6 亿，公司通过付费+免费阅读相结合的运营模式提高精细化运营程度。2020 年，下沉市场用户的渗透及免费阅读的大力推广提升公司商业化能力。公司旗下免费阅读 APP“得间免费小说”于 2019 年 3 月上线，2020 年得间收入近 2 亿元，较 2019 年的 0.85 亿元同比增长 134.98%。免费阅读模式的兴起提升了数字阅读行业市场规模，依托公司丰富的数字阅读内容储备，公司数字阅读平台的商业价值有望不断深化。

**图 1：2020 年免费及付费阅读行业用户画像**



资料来源：QuestMobile，公司公告，东兴证券研究所

**图 2：得间 APP 月活情况（单位：万）**

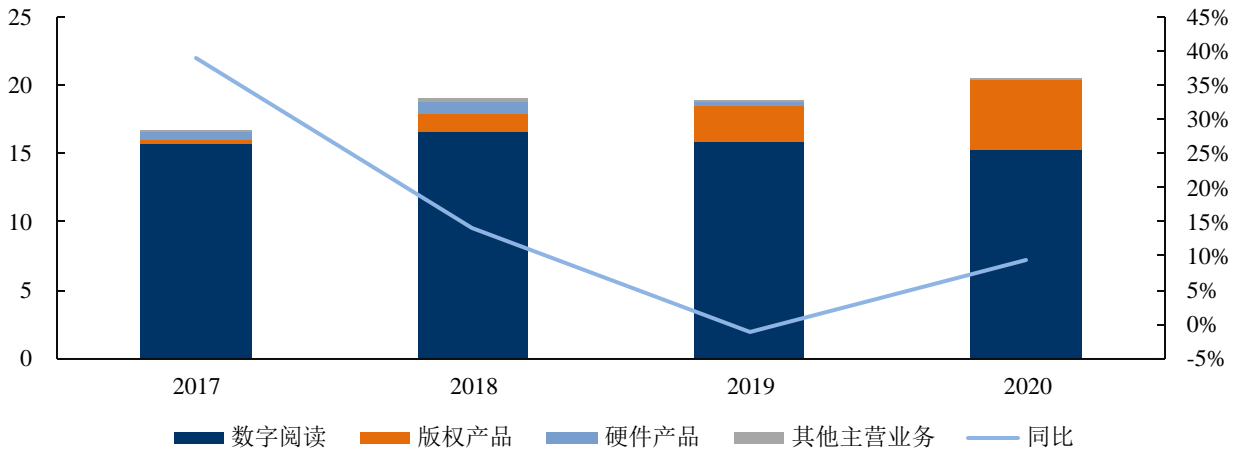


资料来源：易观千帆，东兴证券研究所

**扩充优质数字内容储备，夯实竞争壁垒。**掌阅科技和上千家出版公司、文学网站等建立内容采购合作，拥有数字内容 50 余万册，类型覆盖图书、杂志、漫画、听书等品类，同时公司大力发展“掌阅文学”内容孵化生态体系，累计签约作者数万名。2020 年，公司引入了丰富的数字内容，既包括数万部优质精品数字图书；也包括《剃头匠》《蔡志忠典藏国学漫画》《剑舞》等大量漫画内容和《心：稻盛和夫的一生嘱托》《侯大利刑侦笔记》《苏世民：我的经验与教训》等 20 余万小时有声内容。公司通过丰富平台数字内容储备，满足各类用户群体在不同场景下的阅读需求，从而提升公司内容竞争力壁垒。

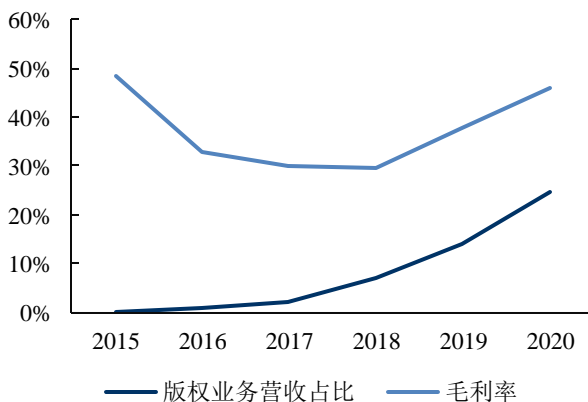
**网文 IP 多维增值，版权业务高速增长。**2020 年公司积极拓展分发渠道，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容，版权业务收入同比大增 92.66% 至 5.04 亿元，占总营收比例提升至 24.46%。除网文内容版权输出外，公司 IP 衍生价值拓展亦取得新进展，例如公司原创改编的动画片《元龙》在 Bilibili 上的播放量已达到 2.8 亿（截至 2021.04.21）。

展望未来，公司凭借充足的原创网文内容积累和开放的合作生态，有望持续加深与头部免费阅读 APP、互联网平台的版权合作，提升版权内容价值。另外，公司投资了短视频内容创作公司等闲，未来有望借助短视频平台深挖优质内容以满足不同垂类用户需求，通过短视频形式实现更多内容价值。

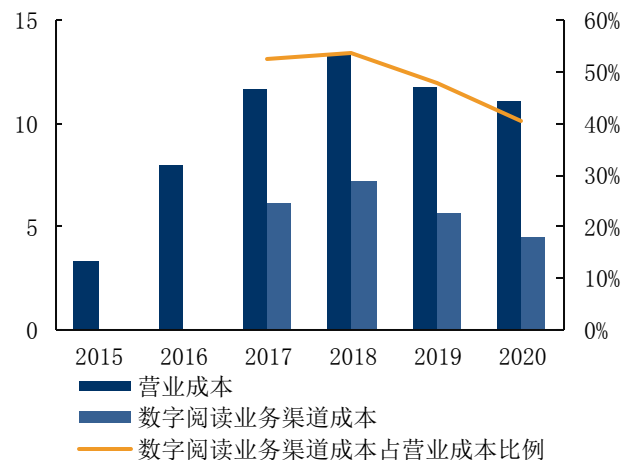
**图 3: 公司 2017-2020 年营收结构 (亿元)**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

数字阅读平台业务渠道成本大幅减少, 公司毛利率上升显著。2020 年公司毛利率为 45.94%, 较 2019 年增长 8.36pcts。公司毛利率上升主要原因有: 1) 毛利率较高的版权业务营收占比显著提升, 并且随着多平台版权分发和网文 IP 多维增值, 版权业务毛利率本身也显著提升; 2) 数字阅读业务的渠道成本同比下降 20%; 3) 免费阅读广告收入大幅增长。展望未来, 公司与字节跳动加强协同, 公司版权业务和广告收入将持续扩张, 公司毛利率仍有提升空间。

**图 4: 版权业务营收占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 5: 数字阅读业务渠道成本情况 (亿)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 盈利预测与评级:

公司数字阅读内容储备丰富, 通过付费+免费阅读相结合的运营模式提升用户留存以及用户时长, 从而提升平台价值。我们预计公司 21-23 年的公司归母净利润分别为 3.47 亿元, 4.32 亿元和 5.41 亿元, EPS 分别为 0.87 元, 1.08 元以及 1.35 元, 对应现有股价 PE 分别为 32X, 26X 和 21X, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

- （1）行业竞争加剧；
- （2）广告业务进展不及预期；
- （3）IP 衍生开发进度和效果不及预期；

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	1538	1730	1981	2236	2543	<b>营业收入</b>	1882	2061	2404	2753	3127
货币资金	1199	1291	1436	1568	1743	<b>营业成本</b>	1175	1114	1289	1454	1611
应收账款	283	349	395	453	514	营业税金及附加	6	6	7	8	9
其他应收款	4	5	6	7	8	营业费用	423	479	529	582	640
预付款项	41	64	90	119	151	管理费用	76	80	85	92	98
存货	0	1	1	1	1	财务费用	-34	-19	-20	-23	-25
其他流动资产	4	20	54	89	126	研发费用	120	147	173	203	233
<b>非流动资产合计</b>	374	554	582	626	676	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	220	245	265	285	315	公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	34	27	38	43	44	投资净收益	37.67	33.05	35.00	35.00	35.00
无形资产	48	47	40	34	29	加: 其他收益	12.46	16.78	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	3	0	0	0	<b>营业利润</b>	164	301	395	492	615
<b>资产总计</b>	1912	2284	2563	2862	3220	营业外收入	1.39	2.36	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	655	818	920	1002	1089	营业外支出	0.47	3.46	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	164	300	395	492	615
应付账款	289	434	496	559	619	所得税	18	47	47	59	74
预收款项	27	0	-6	-27	-43	<b>净利润</b>	147	253	347	432	541
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	-14	-11	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	2	19	21	21	21	归属母公司净利润	161	264	347	432	541
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	657	837	942	1023	1111	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	14	9	9	9	9	营业收入增长	-1.09%	9.47%	16.64%	14.55%	13.59%
实收资本 (或股本)	401	401	401	401	401	营业利润增长	18.08%	84.06%	31.16%	24.54%	25.17%
资本公积	380	373	373	373	373	归属于母公司净利润	15.57%	64.07%	31.51%	24.40%	25.17%
未分配利润	412	592	731	904	1121	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	1241	1439	1613	1829	2100	毛利率 (%)	37.58%	45.94%	46.36%	47.18%	48.49%
<b>负债和所有者权益</b>	1912	2284	2563	2862	3220	净利率 (%)	7.80%	12.27%	14.45%	15.70%	17.30%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	单位: 百万元					总资产	8.42%	11.56%	13.55%	15.10%	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE (%)	12.98%	18.36%	21.54%	23.63%	25.76%
<b>经营活动现金流</b>	309	323	307	345	443	<b>偿债能力</b>					
净利润	147	253	347	432	541	资产负债率 (%)	34%	37%	37%	36%	34%
折旧摊销	65.68	64.40	9.19	14.19	19.19	流动比率	2.35	2.12	2.15	2.23	2.33
财务费用	-34	-19	-20	-23	-25	速动比率	2.35	2.11	2.15	2.23	2.33
应收账款减少	0	0	-46	-57	-61	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	-6	-22	-16	总资产周转率	1.07	0.98	0.99	1.01	1.03
<b>投资活动现金流</b>	99	-602	-9	-20	-22	应收账款周转率	7	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.24	5.70	5.17	5.22	5.31
长期股权投资减少	0	0	-20	-20	-30	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	38	33	35	35	35	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.66	0.87	1.08	1.35
<b>筹资活动现金流</b>	-9	-60	-153	-194	-246	每股净现金流 (最新摊)	0.99	-0.85	0.36	0.33	0.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	3.09	3.59	4.02	4.56	5.24
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	82.98	50.29	31.96	25.75	20.60
资本公积增加	11	-6	0	0	0	P/B	10.73	9.25	8.25	7.28	6.34
<b>现金净增加额</b>	399	-339	144	132	175	EV/EBITDA	62.09	34.67	30.40	24.00	18.81

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
行业深度报告	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	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
行业深度报告	优质内容主导长短视频格局, 商业化创新提升互联网平台价值	2021-01-14
行业深度报告	长视频: 爱奇艺提价能否成功?	2021-01-07
公司深度报告	优质内容主导长短视频格局变化, 商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
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
公司普通报告	中国出版 (601949): 出版主营经营稳健, 下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技 (603533): 丰富应用产品业态, 开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒 (002027.SZ): 楼宇媒体业务迅速恢复, 危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特 (603444.SH): 《问道》成压舱石, 新品开花结果	2020-08-18
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
公司普通报告	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 (0700.HK): 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 (002027): 主营走出最难时刻, 竞争格局压制估值	2020-05-17
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
行业深度报告	电视游戏行业深度报告: 旧娱乐, 新风尚, 大市场	2019-11-26
公司深度报告	光线传媒 (300251): 艺术科技结合体, 估值对标皮克斯	2019-12-13
公司深度报告	吉比特 (603444): 研发底蕴深厚, 长线运营守正出奇	2019-08-20

资料来源: 东兴证券研究所



## 分析师简介

### 石伟晶

5年传媒互联网研究经验, 2018年加入东兴证券研究所, 2019年新浪金麒麟新锐分析师。对网络游戏、短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖: 腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒。

## 研究助理简介

### 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。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

## 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法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

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 (以沪深 300 指数为基准指数):

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:

看好: 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