

公司研究

领跑全球移动阅读市场，深化 IP 衍生产业链布局

——掌阅科技（603533.SH）跟踪研究报告

要点

事件：1月14日，掌阅科技发布《2021年度掌阅数字阅读报告》。报告显示，数字阅读粘性显著提高，人均阅读时长、听书时长、最长阅读时长较上一年度分别上涨23.39%、35.71%、17.07%；在数字阅读出海方面，2021年度掌阅iReader国际版新增用户占比达到28.07%，海外用户日均在线时长较上一年度上涨25.97%，达到97分钟。

点评：付费阅读业务活跃用户实现逆势增长。据艾媒咨询预测，2021年与2022年中国数字阅读市场规模将增长至416.0亿元与453.9亿元；Trustdata的数据显示，2021年9月份掌阅继续领跑移动阅读领域，月活用户达1.54亿，环比增长7.82%，在头部平台整体下滑的背景下实现逆势增长。

阅读出海市场增长强劲，行业领先地位进一步巩固。掌阅iReader国际版已覆盖全球150多个国家和地区。其中，一带一路沿线及非洲地区国家2021年用户增长最为明显；美国、泰国、英国、澳大利亚、加拿大分列App Store用户占比前五位。

坚持“长周期、重基建、深挖掘”原则，深入布局IP衍生产业链。公司推出数百部微短剧拍摄计划，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；公司通过动漫先行策略驱动优质IP增值，由公司原创改编的动画片《元龙》一、二季截止2022年1月14日合计在B站取得5.8亿播放量；根据公告，后续每年都会有超过10部公司IP改编的动画作品上线。

与字节“联姻”仍处“蜜月期”，商业化合作步入深水区。公司继续深化与“穿山甲联盟”合作，丰富广告来源，精细化运营推动商业化。“掌阅”APP积极拓展品牌内容营销，“得间”等免费小说APP通过接入商业化中台商业化水平也得以提升，未来基于公司商业化中台的广告源、策略优势以及预装厂商广告联盟的特点，还有较大的提升空间。

盈利预测、估值与评级：受互联网广告行业全年增速放缓影响，公司广告业务增长不及预期；2021Q3公司加大投放力度、人员投入和研发投入，导致前三季度净利润同比减少10.46%；我们下调21-22年净利润至3.14/3.99亿元（较前次预测-22.88%/-34.32%），新增23年净利润为5.14亿，对应21-23年EPS 0.72/0.91/1.17元，PE 33/26/20x。同时，我们看好未来公司将借助头部平台流量优势打造IP内容矩阵，数字阅读业务在全球范围持续扩大影响力，维持“买入”评级。

风险提示：监管风险、行业竞争、数字内容盗版侵权、创新业务不达预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,882.35	2,060.66	2,134.55	2,451.27	2,842.06
营业收入增长率	-1.09%	9.47%	3.59%	14.84%	15.94%
净利润（百万元）	161.00	264.15	313.88	399.34	513.73
净利润增长率	15.57%	64.07%	18.83%	27.23%	28.64%
EPS（元）	0.40	0.66	0.72	0.91	1.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.98%	18.36%	11.32%	12.78%	14.36%
P/E	58	35	33	26	20
P/B	7.5	6.5	3.7	3.3	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-01-13；注：A股定增已实施完毕，19-20年总股本为4.01亿股，21-23年总股本为4.39亿股。

买入（维持）

当前价：23.25元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

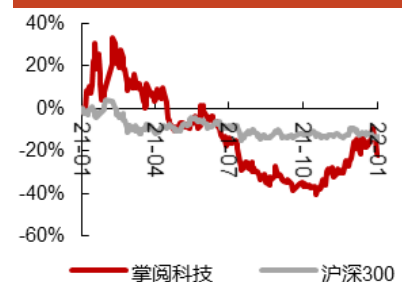
联系人：王凯

wangkai8@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.39
总市值(亿元):	104.94
一年最低/最高(元):	44.23/18.31
近3月换手率:	154.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.05	17.97	-23.44
绝对	-1.98	18.20	-24.91

资料来源：Wind

相关研报

广告和版权分销持续增长，付费阅读面临考验——掌阅科技（603533.SH）2020年三季报业绩点评（2020-10-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,882	2,061	2,135	2,451	2,842
营业成本	1,175	1,114	1,177	1,318	1,489
折旧和摊销	31	34	25	32	37
税金及附加	6	6	6	7	8
销售费用	423	479	427	466	512
管理费用	76	80	83	95	110
研发费用	120	147	152	175	203
财务费用	-34	-19	-7	-15	-16
投资收益	38	33	33	33	33
营业利润	164	301	359	459	594
利润总额	164	300	358	458	593
所得税	18	47	54	69	89
净利润	147	253	304	389	504
少数股东损益	-14	-11	-10	-10	-10
归属母公司净利润	161	264	314	399	514
EPS(按最新股本计)	0.40	0.66	0.72	0.91	1.17

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	309	323	230	371	491
净利润	161	264	314	399	514
折旧摊销	31	34	25	32	37
净营运资金增加	-202	55	62	197	244
其他	319	-30	-171	-257	-304
投资活动产生现金流	99	-602	-258	-74	-49
净资本支出	-37	-27	-270	-70	-70
长期投资变化	220	245	0	0	0
其他资产变化	-84	-820	12	-4	21
融资活动现金流	-9	-60	1,028	-33	-45
股本变化	0	0	38	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	183	180	14	66	80
净现金流	402	-353	1,000	264	397

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.6%	45.9%	44.9%	46.2%	47.6%
EBITDA 率	6.7%	13.9%	15.6%	18.1%	20.5%
EBIT 率	5.0%	12.2%	14.4%	16.8%	19.1%
税前净利润率	8.7%	14.6%	16.7%	18.7%	20.9%
归母净利润率	8.6%	12.8%	14.7%	16.3%	18.1%
ROA	7.7%	11.1%	8.4%	9.7%	11.1%
ROE (摊薄)	13.0%	18.4%	11.3%	12.8%	14.4%
经营性 ROIC	8.6%	20.9%	19.0%	21.5%	24.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	37%	23%	23%	22%
流动比率	2.35	2.12	3.34	3.46	3.66
速动比率	2.35	2.11	3.33	3.46	3.66
归母权益/有息债务	NA	NA	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,912	2,284	3,623	4,030	4,553
货币资金	1,199	1,291	2,291	2,555	2,952
交易性金融资产	7	0	10	10	10
应收账款	283	349	373	428	497
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	5	6	6	7
存货	0	1	1	1	1
其他流动资产	4	20	20	20	20
流动资产合计	1,538	1,730	2,767	3,096	3,572
其他权益工具	29	187	187	187	187
长期股权投资	220	245	245	245	245
固定资产	34	27	26	21	12
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	48	47	293	337	380
商誉	29	29	29	29	29
其他非流动资产	-0	3	3	3	3
非流动资产合计	374	554	856	934	981
总负债	657	837	850	916	997
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	289	434	459	513	580
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	27	0	0	0	0
其他流动负债	250	15	15	15	15
流动负债合计	655	818	830	896	976
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	19	19	19	19
非流动负债合计	2	19	21	21	21
股东权益	1,255	1,448	2,773	3,114	3,556
股本	401	401	439	439	439
公积金	427	445	1,499	1,539	1,591
未分配利润	412	592	835	1,146	1,547
归属母公司权益	1,241	1,439	2,774	3,125	3,577
少数股东权益	14	9	-1	-11	-21

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22%	23%	20%	19%	18%
管理费用率	4%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	-2%	-1%	0%	-1%	-1%
研发费用率	6%	7%	7%	7%	7%
所得税率	11%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.10	0.11	0.14	0.18
每股经营现金流	0.77	0.81	0.52	0.85	1.12
每股净资产	3.09	3.59	6.32	7.12	8.15
每股销售收入	4.69	5.14	4.86	5.59	6.48

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	58	35	33	26	20
PB	7.5	6.5	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	73	32	27	20	15
股息率	1%	0%	0%	1%	1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE