东兴证券 DONGXING SECURITIES

掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式

2020 年 08 月 30 日

强烈推荐/维持

掌阅科技 公司报告

事件：掌阅科技发布 2020 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 9.8 亿元（+8.96%），归母净利润 1.10 亿元（+72.82%）。

丰富掌阅应用产品业态，驱动平台流量持续上升。近几年，短视频兴起对用户时长抢占以及免费化数字阅读模式对以付费模式为主的数字阅读构成一定挑战。作为付费阅读行业龙头之一，公司积极拥抱行业新趋势，探索付费+免费相结合的新数字阅读模式。2020 年上半年公司用户数量持续增长，平均月活跃用户数达 1.7 亿，人均阅读时长也有所提升。上半年公司旗下掌阅应用的平台流量持续上升主要源于：1）继续丰富产品功能与业态，掌阅 APP 上半年尝试视频、直播、漂流瓶等新产品形态；2）数字阅读频道推荐页由之前的货架展示形式变成无线下拉的信息流形式。我们认为，公司加速产品形态建设与迭代，在满足更多不同圈层用户需求以及提升用户时长等方面效果初步显现。

积极开拓多元变现模式，提升平台流量变现效率。2020 年上半年，公司实现营业收入 9.8 亿元（+9.0%），归母净利润 1.10 亿元（+72.8%）。公司业绩大幅增长主要源于公司主营毛利率由 2019 年上半年的 34.63%提升至 2020 年上半年的 45.24%。深层次原因则是公司免费阅读下广告收入增长以及上半年公司加大版权第三方分销。目前公司平台的变现模式除了付费阅读之外，积极开拓了广告、有声书付费、会员、打赏等多元变现模式。**盈利预测与评级：**公司深耕数字阅读领域多年，凭借对于细节的不断追求和对于用户体验的重视，将产品打磨到极致，又凭借着对于市场的敏锐洞察和前瞻性的大局观，在重要领域完成了提前布局和成功运营。未来，公司有望在用户、内容和营收拾级而上。我们预计，2020-2022 年的公司归母净利润分别为 2.57 亿元，3.47 亿元和 4.35 亿元，EPS 分别为 0.64 元，0.86 元以及 1.09 元（股本暂不考虑定增），对应现有股价 PE 分别为 44X，33X 和 26X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1）付费阅读与免费阅读模式融合发展不及预期；2）数字阅读行业市场竞争加剧；3）国家对互联网数字阅读行业的监管政策调整的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,903.15	1,882.35	2,270.43	2,678.30	3,126.89
增长率（%）	14.17%	-1.09%	20.62%	17.96%	16.75%
归母净利润（百万元）	139.32	161.00	256.92	346.84	435.26
增长率（%）	12.62%	15.57%	59.57%	35.00%	25.49%
净资产收益率（%）	12.52%	12.98%	18.76%	22.48%	24.72%
每股收益(元)	0.35	0.40	0.64	0.86	1.09
PE	80.40	70.35	43.92	32.53	25.92
PB	10.14	9.10	8.24	7.31	6.41

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。

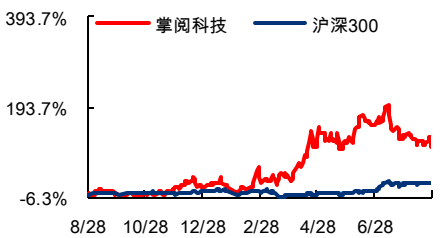
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	42.84-14.01
总市值（亿元）	118.01
流通市值（亿元）	48.02
总股本/流通 A 股(万股)	40,100/16,315
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.39

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

010-66554067 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

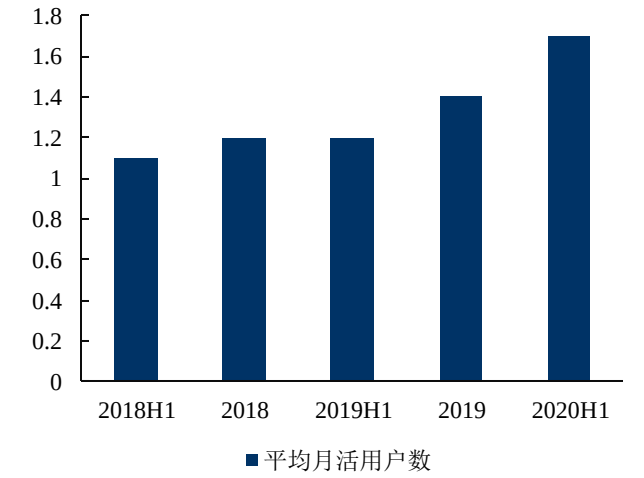
执业证书编号: S1480119070074

事件：掌阅科技发布 2020 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 9.8 亿元（+8.96%），归属于上市公司股东的净利润 1.10 亿元(+72.82%)，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.09 亿元(137.28%)，基本每股收益 0.28 元。

点评：

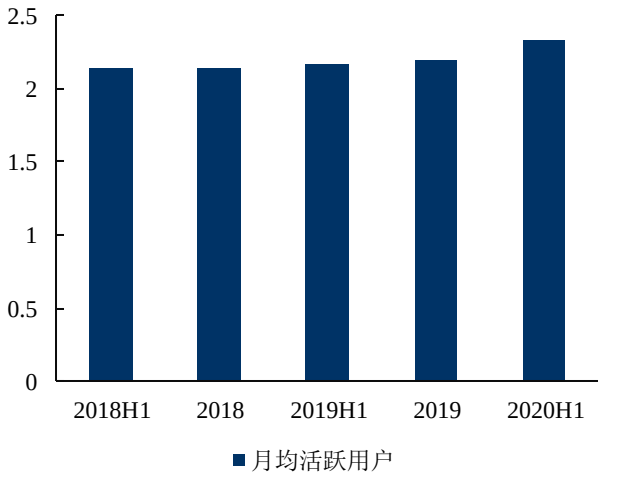
丰富掌阅应用产品业态，驱动平台流量持续上升。近几年，短视频兴起对用户时长抢占以及免费化数字阅读模式对以付费模式为主的数字阅读构成一定挑战。作为付费阅读行业龙头之一，公司积极拥抱行业新趋势，探索付费+免费相结合的新数字阅读模式。2020 年上半年公司用户数量持续增长，平均月活跃用户数达 1.7 亿，人均阅读时长也有所提升。上半年公司旗下掌阅应用的平台流量持续上升主要源于：1）继续丰富产品功能与业态，掌阅 APP 上半年尝试视频、直播、漂流瓶等新产品形态；2）数字阅读频道推荐页由之前的货架展示形式变成无线下拉的信息流形式。我们认为，公司加速产品形态建设与迭代，在满足更多不同圈层用户需求以及提升用户时长等方面效果初步显现。

图 1：掌阅科技平均月活用户（亿人）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：阅文集团平均月活用户（亿人）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

积极开拓多元变现模式，提升平台流量变现效率。2020 年上半年，公司实现营业收入 9.8 亿元（+9.0%），归母净利润 1.10 亿元（+72.8%）。公司业绩大幅增长主要源于公司主营毛利率由 2019 年上半年的 34.63%提升至 2020 年上半年的 45.24%。深层次原因则是公司免费阅读下广告收入增长以及上半年公司加大版权第三方分销。目前公司平台的变现模式除了付费阅读之外，积极开拓了广告、有声书付费、会员、打赏等多元变现模式。我们认为，公司变现模式将持续向多元化增值模式转变，在数字阅读行业付费率提升缓慢情况下，多元化增值变现有利于提升平台流量利用率。

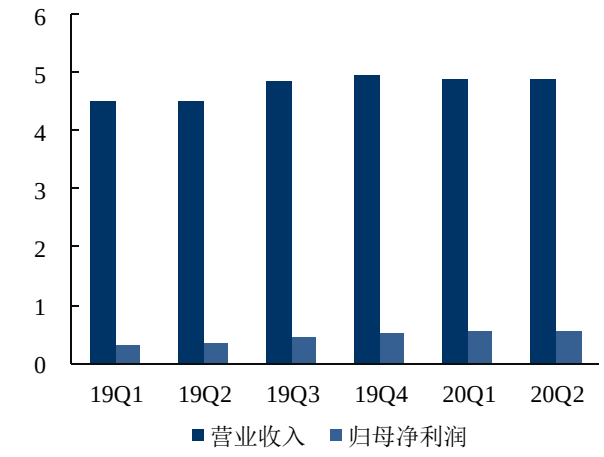
1）收入平稳增长，利润大幅提升。2020Q1 实现收入 4.91 亿元（+9.1%），归母净利润 0.55 亿元（+77.4%），2020Q2 实现收入 4.89 亿元（+8.7%），归母净利润 0.55 亿元（+66.7%）；

2）毛利率持续提升：2020Q1 公司主营业务毛利率 43%，2020Q2 公司主营业务毛利率 47%；

3）销售费用持续增加：2020Q1 公司销售费用 1.17 亿元，2020Q2 公司销售费用 1.40 亿元；

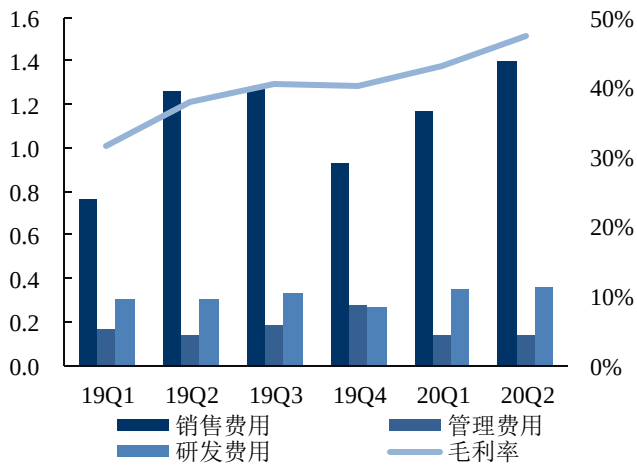
4）2020Q1-2020Q2，公司管理费用与研发费用较为稳定。

图 3：掌阅科技单季度收入及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：掌阅科技单季度三费及毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

募资投资版权与技术中心，强化核心竞争力。近期公司撤回前期向中国证监会报送的非公开发行股票相关申请，并对方案进行调整后重新申报。公司本次调整非公开发行方案主要源于证监会调整再融资及战略投资者认定等相关政策。方案调整前后变化：1）募集资金规模由不超过 7 亿元调整为不超过 10.61 亿元；2）定价方式由之前18.10 元/股修改为询价方式;3)发行对象由之前百度单一投资者调整为不超过35 名特定投资者；公司最终发行对象将在本次发行申请获得中国证监会的核准批复后，由股东大会授权公司董事会或董事会授权人士与本次发行的保荐机构（主承销商）协商确定。我们认为，百度仍然有可能成为发行对象之一，借助百度的流量优势以及技术优势，公司在行业的综合竞争力将显著提升；公司本次非公开发行募投项目旨在丰富版权内容来源，有利于丰富掌阅文学内容体系，强化版权资源的核心优势。

表 1：掌阅科技拟非公开发行募集资金投资项目列表

项目名称	拟投资总额（万元）
数字版权资源升级建设项目	**71,595**
版权采购费	70,996
版权加工费	599
技术中心建设项目	**46,369**
技术中心场所购置及装修	31,500
技术人员薪酬	8,037
软硬件购置及安装	3,016
IDC 租赁	3,816
合计	**117,964**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

盈利预测与评级：

公司深耕数字阅读领域多年，凭借对于细节的不断追求和对于用户体验的重视，将产品打磨到极致，又凭借着对于市场的敏锐洞察和前瞻性的大局观，在重要领域完成了提前布局和成功运营。未来，公司有望在用户、内容和营收拾级而上。

我们预计，2020-2022 年的公司归母净利润分别为 2.57 亿元，3.47 亿元和 4.35 亿元，EPS 分别为 0.64 元，0.86 元以及 1.09 元（股本暂不考虑定增），对应现有股价 PE 分别为 44X，33X 和 26X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

1）付费阅读与免费阅读模式融合发展不及预期；2）数字阅读行业市场竞争加剧；3）国家对互联网数字阅读行业的监管政策调整的风险。

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	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1372	1538	1738	1982	2277	**营业收入**	1903	1882	2270	2678	3127
货币资金	1032	1199	1249	1352	1492	**营业成本**	1342	1175	1376	1571	1791
应收账款	223	283	373	440	514	营业税金及附加	5	6	5	5	5
其他应收款	5	4	5	6	7	营业费用	288	423	486	559	643
预付款项	55	41	68	100	135	管理费用	76	76	88	101	116
存货	48	0	0	0	0	财务费用	-41	-34	-37	-39	-43
其他流动资产	9	4	43	84	129	研发费用	113	120	144	173	207
非流动资产合计	220	374	402	444	493	资产减值损失	1.20	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	123	220	240	260	290	公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	36	34	43	47	46	投资净收益	12.45	37.67	47.67	57.67	57.67
无形资产	37	48	41	35	30	加：其他收益	6.89	12.46	12.46	12.46	12.46
其他非流动资产	0	0	0	0	0	**营业利润**	138	164	268	378	477
资产总计	1591	1912	2140	2426	2769	营业外收入	5.79	1.39	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	474	655	760	867	984	营业外支出	0.80	0.47	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	143	164	268	378	477
应付账款	230	289	334	381	435	所得税	7	18	19	26	33
预收款项	11	27	41	60	81	**净利润**	136	147	249	352	444
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-3	-14	-8	5	9
非流动负债合计	0	2	5	5	5	归属母公司净利润	139	161	257	347	435
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	474	657	765	871	989	**成长能力**					
少数股东权益	4	14	6	11	20	营业收入增长	14.17%	-1.09%	20.62%	17.96%	16.75%
实收资本（或股本）	401	401	401	401	401	营业利润增长	3.53%	18.08%	64.01%	41.06%	26.13%
资本公积	369	380	380	380	380	归属于母公司净利润增长	12.62%	15.57%	59.57%	35.00%	25.49%
未分配利润	311	412	515	654	828	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	1113	1241	1369	1543	1761	毛利率(%)	29.46%	37.58%	39.40%	41.35%	42.73%
负债和所有者权益	1591	1912	2140	2426	2769	净利率(%)	7.15%	7.80%	10.99%	13.14%	14.19%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.75%	8.42%	12.00%	14.30%	15.72%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	12.52%	12.98%	18.76%	22.48%	24.72%
经营活动现金流	143	309	134	235	313	**偿债能力**					
净利润	136	147	249	352	444	资产负债率(%)	30%	34%	36%	36%	36%
折旧摊销	48.85	65.68	10.88	15.88	20.88	流动比率					2.31
财务费用	-41	-34	-37	-39	-43	速动比率					2.31
应收帐款减少	0	0	-90	-67	-74	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	14	19	21	总资产周转率	1.29	1.07	1.12	1.17	1.20
投资活动现金流	126	99	7	3	1	应收账款周转率	10	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.61	7.24	7.29	7.49	7.66
长期投资减少	0	0	-20	-20	-30	**每股指标（元）**					
投资收益	12	38	48	58	58	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.40	0.64	0.86	1.09
筹资活动现金流	-10	-9	-92	-134	-175	每股净现金流(最新摊薄)	0.65	0.99	0.12	0.26	0.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.09	3.41	3.85	4.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	80.40	70.35	43.92	32.53	25.92
资本公积增加	0	11	0	0	0	P/B	10.14	9.10	8.24	7.31	6.41
现金净增加额	260	399	50	104	139	EV/EBITDA	69.84	51.71	40.21	27.49	21.26

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	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	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
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（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

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

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。

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