

评级： 买入

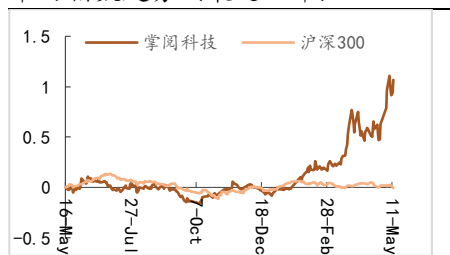
核心观点

王建会
传媒互联网首席分析师
SAC 执证编号：S0110522050001
wangjianhui2@sczq.com.cn

李甜露
传媒互联网联席首席分析师
SAC 执证编号：S0110516090001
litianlu@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

辛迪
传媒互联网行业分析师
SAC 执证编号：S0110522110003
xindi2022@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2690

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	31.70
一年内最高/最低价(元)	33.18/12.71
市盈率(当前)	175.62
市净率(当前)	5.38
总股本(亿股)	4.39
总市值(亿元)	139.13

资料来源：聚源数据

相关研究

- **事件：**掌阅科技披露 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营业收入 25.82 亿元(yoy+24.71%)，归母净利润 0.58 亿元(yoy-61.77%)；2023 年 Q1，公司实现营业收入 5.98 亿元(yoy+14.95%)，归母净利润 0.07 亿元(yoy+144.53%)。
- **流量获取模式成功转型，“付费+免费”融合发展模式提升平台商业价值。**流量端，2022 年，公司从主要通过终端预装获取流量成功转型成为通过互联网市场化获取流量并精细化运营的数字阅读平台，2022 年年度平均 MAU 为 1.7 亿，同比增加 0.2 亿。内容端，公司强化内容生态建设，增强优质内容储备，引入数万部优质精品数字图书和 10 余万小时有声内容。变现方面，公司不断优化营销中台，提升商业化平台的变现效率，完善内容中台的基础能力建设，通过“付费+免费”融合发展模式提升平台商业价值，免费阅读的快速发展驱动 2022 年公司数字阅读业务营收同比快速增长 43.25%至 22.29 亿元。2022 年，公司版权产品收入同比下降 34.69%至 3.15 亿元，其他产品收入同比增长 19.43%至 0.38 亿元。在阅读出海方面，公司在欧美、东南亚等区域布局不断深化，加快构建本地化内容生态，用户满意度有所提升。我们认为，公司阅读出海业务创收能力有望加快释放，和免费阅读共同驱动公司营收规模持续扩张。
- **成本费用端，大力投入趋势或持续。**2022 年，公司继续大力发展免费阅读业务，带来付费渠道成本的相应下滑，渠道成本同比降低 53.60%，数字阅读业务毛利率同比提升 26.39pcts 至 74.81%，公司整体毛利率提升至 73.1%。同时，公司加大战略转型力度，大力发展免费阅读，显著加大营销推广力度，持续推进组织建设和技术基建，导致 2022 年各项费用有所增加，其中：销售费用同比增加 124.81%至 15.18 亿元，销售费用率提升 26.17pcts 至 58.78%；管理费用同比增加 33.96%至 1.53 亿元；研发费用同比增加 28.60%至 2.19 亿元。2023 年 Q1，公司销售及研发费用率分别为 61.61%和 9.49%，同比和环比均有所提升。我们认为，2023 年公司或在免费阅读、海外业务及 AIGC 等新技术继续保持大力投入，费用端优化空间有限。
- **新技术+新业务形态，打造发展新动能。**公司深耕数字阅读生态，不断探索开拓新的业务形态，通过“先电后纸”模式实现数字阅读与传统出版融合发展，同时基于内容优势深入布局漫改、短剧等 IP 衍生产业链。2022 年，公司出版上市《逍遥游》《初恋在逃中》《法医密档·不在现场的证人》等优质图书作品；漫改作品《独步逍遥》《绝世武魂》《逆天至尊》《元龙》等在腾讯多个动漫平台同步更新；《爱在午夜降临前》《idol，跟我恋爱吧》《我的西装新娘》等多部短剧陆续上线抖音。报告期内，公司加大技术研发尤其是人工智能相关的技术投入，数字阅读平

台已实现个性化推荐、智能审核和 TTS (Text To Speech,从文本到语音) 等人工智能相关的产品和服务。2023 年,公司将加大研发投入力度,加快 AI 大模型在数字阅读垂直领域的调优工作,推动 AIGC 在内容生产、营销推广、产品创新等多方面深化应用利用公司的数据和场景优势,有望从领先的数字阅读平台升级至领先的智能阅读平台。

- **投资建议:** 公司依托优质数字内容,精细化运营流量,依托商业化中台建设和技术进步,商业化能力不断提升,同时保持对免费阅读业务以及数字阅读出海业务投入,市场占有率有望进一步提升。预计公司 2023-2025 年营业收入为 28.97/32.03/34.82 亿元,同比增加 12.2%/10.5%/8.7%,归母净利润分别为 1.47/2.06/2.75 亿元,同比增加 155.5%/40%/33.8%,对应 PE 为 86/61/46 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济恢复不及预期,用户增长不及预期,数字阅读出海竞争加剧,技术进步不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	25.82	28.97	32.03	34.82
营收增速(%)	24.7%	12.2%	10.5%	8.7%
净利润(亿元)	0.58	1.47	2.06	2.75
净利润增速(%)	-61.8%	155.5%	40.0%	33.8%
EPS(元/股)	0.13	0.34	0.47	0.63
PE	218	86	61	46

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,813	2,830	3,077	3,496	经营活动现金流	142	208	278	433
现金	2,216	2,243	2,400	2,741	净利润	58	147	206	276
应收账款	406	455	503	547	折旧摊销	154	14	111	167
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	5	-24	-22	-20
预付账款	53	61	70	79	投资损失	-20	0	0	0
存货	0	0	0	1	营运资金变动	-57	71	-21	11
其他	138	71	104	128	其它	2	0	3	0
非流动资产	590	766	804	751	投资活动现金流	-3	-189	-152	-112
长期投资	252	289	289	289	资本支出	-13	-140	-140	-100
固定资产	23	253	386	523	长期投资	-10	-38	0	0
无形资产	43	39	35	31	其他	20	-11	-12	-12
其他	272	285	294	308	筹资活动现金流	-24	8	30	20
资产总计	3,403	3,596	3,881	4,247	短期借款	-8	0	0	0
流动负债	747	846	925	1,014	长期借款	-8	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	0	6	28	18
应付账款	358	345	389	426	现金净增加额	115	27	157	341
其他	6	7	100	100					
非流动负债	59	62	62	62	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	59	62	62	62	营业收入	24.7%	12.2%	10.5%	8.7%
负债合计	806	908	987	1,076	营业利润	-60.9%	147.8%	40.8%	34.5%
少数股东权益	19	20	20	21	归属母公司净利润	-61.8%	155.5%	40.0%	33.8%
归属母公司股东权益	2,578	2,668	2,874	3,150	获利能力				
负债和股东权益	3,403	3,596	3,881	4,247	毛利率	73.1%	73.6%	74.2%	74.5%
					净利率	2.2%	5.1%	6.4%	7.9%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	2.2%	5.5%	7.1%	8.7%
营业收入	2,582	2,897	3,203	3,482	ROIC	0.5%	6.4%	8.7%	11.0%
营业成本	695	765	826	889	偿债能力				
营业税金及附加	22	13	15	18	资产负债率	23.7%	24.6%	28.7%	29.6%
营业费用	1,518	1,579	1,729	1,846	净负债比率	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%
研发费用	219	246	266	282	流动比率	3.8	3.3	3.3	3.4
管理费用	153	145	144	139	速动比率	3.8	3.3	3.3	3.4
财务费用	-58	-24	-22	-20	营运能力				
资产减值损失	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	6.9	6.7	6.7	6.6
投资净收益	20	0	0	0	应付账款周转率	1.7	2.2	2.3	2.2
营业利润	70	173	244	328	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	0	0	每股收益	0.13	0.34	0.47	0.63
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	-0.03	0.47	0.64	0.99
利润总额	70	173	244	328	每股净资产	5.87	6.08	6.55	7.18
所得税	12	26	38	52	估值比率				
净利润	58	147	206	276	P/E	218	86	61	46
少数股东损益	0	0	0	1	P/B	5	5	4	4
归属母公司净利润	58	147	206	275					
EBITDA	166	163	333	475					
EPS (元)	0.13	0.34	0.47	0.63					

分析师简介

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计硕士，中央财经大学金融数学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现