



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

免费阅读初显成效， 塑造 AI 数字阅读新范式

——掌阅科技首次覆盖报告

买入（首次）

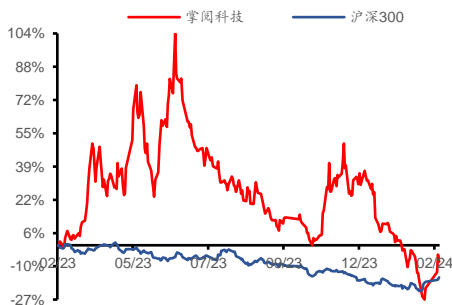
行业： 传媒
日期： 2024年02月22日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	16.50
12mth A 股价格区间（元）	13.15-36.72
总股本（百万股）	438.90
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	72.42

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

主营业务稳健增长，保持韧劲彰显行业领先地位。公司深耕数字阅读十五年，是集海量图书、领先技术、版权保护、运营开发、多元终端于一体的数字阅读平台，与国内外千余家出版公司、文学网站等建立了良好合作关系，为全球 150 多个国家和地区的用户提供高品质的图书内容和智能化的服务体验，并根据客户需求定制个性化的阅读场景，打造全球领先的多媒体、全平台数字阅读平台。2022 年实现营业收入 25.82 亿元，创历史最好水平，同比增长 24.71%；归母净利润 0.58 亿元，同比减少 61.77%。2023Q1-3 实现营收 19.63 亿元，同比增长 5.39%；归母净利润 0.35 亿元，同比减少 7.31%。

1、公司免费阅读蓬勃发展，推动公司流量、收入双增长，免费阅读业务为公司增长的主要驱动力。公司旗下“得间小说”和“七读免费小说”两款免费 APP 位居阅读类 APP 推广买量排行榜前列。公司通过两款免费小说 APP 的买量推广来维持掌阅旗下产品整体的月活数据，公司 2022 年末月活 1.7 亿，较 2021 年末 1.5 亿增长 2000 万，驱动公司流量增长。公司通过免费阅读吸引用户，保障掌阅的 MAU，进而利用广告完成流量变现，同时通过收取用户的会员订阅费获取收入。

2、公司在海量内容积累和强大的内容生产能力基础上，深入布局 IP 衍生产业链，持续探索 IP 表达与版权衍生的更多可能。

- **文学改短剧：**发力 IP 短剧领域来完善 IP 产业链。公司通过战略投资等闲内容引擎，成立西安阅闲文化传媒有限公司，打造短视频内容矩阵 MCN，形成了“IP 方+平台方+制作方+播出平台”的产业联结，为公司 IP 增值和宣发打造全新的流量阵地。
- **文学改漫画：**掌阅动漫拥有经验丰富的漫画团队和优秀的动画制作团队，形成以原创编剧—漫画—动画三个环节持续发展的二次元产业链。公司动画 IP 改编《元龙》总播放量破亿，在动漫领域用户基础的扩大，不断放大 IP 改编价值，不断提升 IP 内容商业增值前景。

3、公司在拥有海量文学类内容数据及丰富阅读场景的用户数据基础上，从数字阅读升级至智能阅读，不断加快 AI 大模型在数字阅读垂直领域的调优工作，积极探索下游具体应用变现场景，塑造智慧阅读数字内容生产与交互新范式。

- **TTS 系统：**公司加大研发力度，人工智能与数字阅读平台相结合，上线 TTS 系统，实现从讲书到广播剧的数字阅读。TTS 系统，给用户多角色对话、主角定制化音色、真人对白三项功能，从单纯的听书升级为广播剧，提升用户听书的投入度和沉浸感。
- **阅爱聊：**公司与 MiniMax 合作开展 AI 聊天式阅读平台“阅爱聊”。公司于 2023 年 6 月份发布了国内首款对话式 AI 应用“阅爱聊”。公司与国内大模型创业公司 MiniMax 深入展开技术合作，全面探索智能化应用。基于 MiniMax 的自研大模型能力，

“阅爱聊”依托 AI 大模型赋能数字阅读场景，背靠掌阅海量数据内容优势，为用户提供创新体验的阅读交互方式。

4、公司加大对短剧等创新业务的投入，自 2023 年上半年布局短剧业务，已拥有超百人团队。公司短剧业务自有策划、制作管理和发行营销团队，每月拍摄约 20 部短剧，上映 15-18 部，一部短剧制作周期约一个半月，主要通过用户充值付费或广告营销来实现盈利，掌阅短剧通过抖音小程序“子诗”、微信小程序“意米”来触达用户，出品爆款短剧《龙王出狱》《全球热浪:我打造了末日安全屋》《假如爱有天意》等。我们认为内容驱动掌阅短剧发展，通过自有优质内容吸引用户，通过高质量原创内容生产来提高短剧的制作成功率和用户体验。

■ 投资建议

公司免费阅读蓬勃发展，推动公司流量、收入双增长，免费阅读业务为公司增长的主要驱动力。同时公司深入布局 IP 衍生产业链，不断加快 AI 大模型在数字阅读垂直领域的调优工作，塑造智慧阅读数字内容生产与交互新范式。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.58 亿元、1.13 亿元、1.45 亿元，2024 年 2 月 21 日收盘价对应估值分别为 124.82 倍、64.35 倍、50.11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

数字阅读行业监管政策调整风险；市场竞争风险；市场推广成本上升导致盈利水平下滑风险；数字内容遭受盗版侵权风险；业务模式转型和创新风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2582	2953	3393	3916
年增长率	24.7%	14.4%	14.9%	15.4%
归母净利润	58	58	113	145
年增长率	-61.8%	0.8%	94.0%	28.4%
每股收益（元）	0.13	0.13	0.26	0.33
市盈率（X）	125.78	124.82	64.35	50.11
市净率（X）	2.81	2.81	2.69	2.55

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 02 月 21 日收盘价）

目录

1 深耕数字阅读领域，海量优质资源造就平台领先优势.....	5
1.1 深耕数字阅读十五年，打造全球领先的智能阅读空间.....	5
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	5
1.3 主营业务稳健增长，保持韧劲彰显行业领先地位.....	6
2 打造数字阅读平台，加大战略转型发展免费阅读.....	10
2.1 “付费+免费”融合发展，提升平台商业价值.....	10
2.2 版权内容庞大丰富，放大免费商业模式更新迭代.....	14
3 深入布局 IP 衍生产业链，AIGC 塑造智慧阅读新范式.....	18
3.1 积极开拓业务形态，深入布局 IP 衍生产业链.....	18
3.2 AIGC 塑造智慧阅读数字内容生产与交互新范式	20
3.3 深化短剧市场，积极探索新兴业务.....	22
4 盈利预测	22
5 风险提示	25

图

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构图（截至 2023 年 9 月 30 日）	6
图 3：近年公司营业收入与增速（单位：亿元，%）	7
图 4：近年公司归母净利润与增速（单位：亿元，%）	7
图 5：近年公司分产品营业收入（单位：亿元）	8
图 6：近年公司分产品营业收入占比（单位：%）	8
图 7：近年公司毛利率、净利率情况（单位：%）	9
图 8：近年公司分产品毛利率（单位：%）	9
图 9：近年公司费用率情况（单位：%）	9
图 10：得间 APP 会员中心	11
图 11：得间 APP 利用广告流量变现.....	11
图 12：七读 APP 会员中心	12
图 13：七读 APP 图书种类丰富.....	12
图 14：掌阅 APP 页面	13
图 15：掌阅 APP 充值中心	13
图 16：掌阅精选书籍资源.....	14
图 17：掌阅精选数据分析.....	14
图 18：公司品质出版内容.....	14
图 19：企鹅兰登文学内容.....	15
图 20：公司原创文学内容.....	16
图 21：公司有声听书内容.....	16
图 22：《元龙》喜马拉雅收听量	17
图 23：公司版权运营内容.....	17
图 24：公司 IP 创新发展	18
图 25：掌阅文学改短剧.....	19
图 26：掌阅漫画.....	20
图 27：“阅爱聊”AI 形象.....	22

图 28：“阅爱聊”——聊书22

表

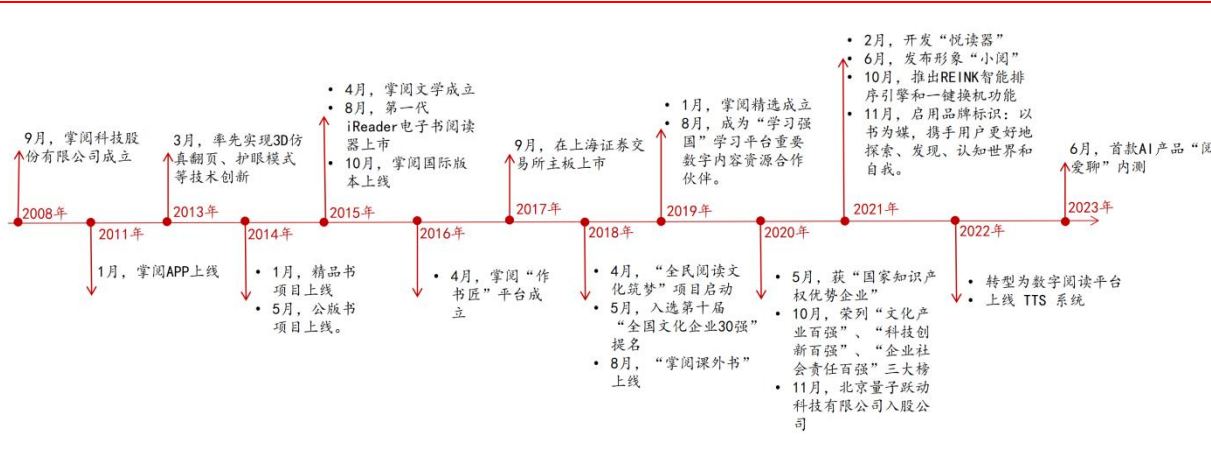
表 1：公司高管介绍6

1 深耕数字阅读领域，海量优质资源造就平台领先优势

1.1 深耕数字阅读十五年，打造全球领先的智能阅读空间

公司自 2008 年成立以来，专注从事数字阅读。公司以“做全球最专业的阅读平台”为愿景，以“让阅读价值无处不在”为使命，打造全球领先的数字阅读平台，与国内外千余家出版公司、文学网站等建立了良好合作关系，为全球 150 多个国家和地区的用户提供高品质的图书内容和智能化的服务体验。2017 年 9 月 21 日，公司在上交所上市，是集海量图书、领先技术、版权保护、运营开发、多元终端于一体的数字阅读平台，并根据客户需求定制个性化的阅读场景，打造多媒体、全平台的智能阅读空间。

图 1：公司发展历程

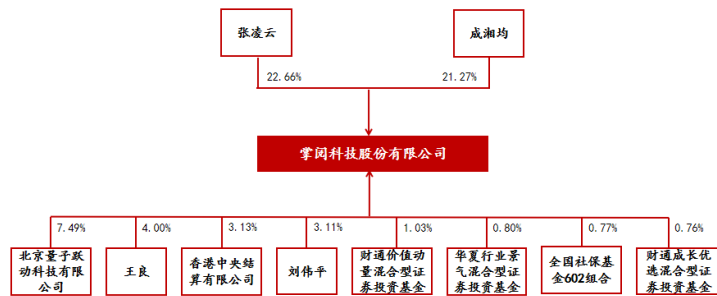


资料来源：公司官网，公司公告，证券时报，上海证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

公司控股股东和实际控制人为张凌云先生和董事长成湘均先生。截至 2023 年 9 月，张凌云先生和成湘均先生分别持有公司 22.66%、21.27%股份，合计持有 43.93%股份，共同控制公司，第三大股东量子跃动系抖音全资子公司，持股比例 7.49%。前十大股东累计持股 58.29 亿元，占比 65.02%，股权结构较为集中。

图 2：公司股权结构图（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

成湘均先生担任公司董事长和总经理，持续发展互联网数字阅读和增值服务领域。成湘均先生 2015 年联合张凌云、王良、刘伟平收购掌阅科技，成为公司实际控制人，自 2015 年任职董事长以来带领公司成为全球领先的数字阅读平台之一，2017 年 9 月带领公司在上交所 A 股主板成功挂牌上市登陆资本市场。管理层团队经验丰富、结构稳定。

表 1：公司高管介绍

姓名	职务	任职日期	个人简历
成湘均	董事长 董事	2015-06-03	1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，系中国矿业大学计算机应用专业大专学历。历任于北京海沃德科技有限公司担任开发主管，北京驰讯信息技术有限公司研发部经理，移动事业部总经理，北京卡美星达数码科技有限公司总经理。2011 年 1 月加入公司，历任掌中浩阅，掌阅有限总经理，董事，现任公司董事长，总经理。
陈永倬	董事	2021-05-31	1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，系中国人民大学企业管理硕士学位。历任北京华录百纳影视股份有限公司董事，副总经理，董事会秘书，北京华录百纳投资管理有限公司董事长，总经理，孩子王儿童用品股份有限公司投融资负责人，2021 年 5 月加入公司，现任公司董事，副总经理，董事会秘书。
高兵	董事	2021-05-31	1977 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。历任青岛海科韵信息科技有限公司山东分公司担任办事处经理，海峡伟业电子通讯有限公司山东分公司营销经理，创维移动通信技术有限公司区域经理，东北区总监。2009 年 6 月加入公司，历任掌中浩阅，掌阅有限，掌阅科技商务总监，现任公司董事，副总经理。
张超	董事	2021-05-31	1984 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，系清华大学计算机科学与技术硕士学位。现任北京字节跳动网络技术有限公司小说业务部门负责人。
唐朝云	独立董事	2021-05-31	1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，系上海交通大学计算机科学与技术硕士学位。历任上海酷睿网络科技有限公司总经理，上海酷现信息科技有限公司总经理，现任上海酷睿网络科技有限公司董事。
许超	独立董事	2021-05-31	1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，系中国人民大学会计硕士学位，中国注册会计师，中国注册资产评估师。现任中国传媒大学财务处内控管理科科长。

资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 主营业务稳健增长，保持韧劲彰显行业领先地位

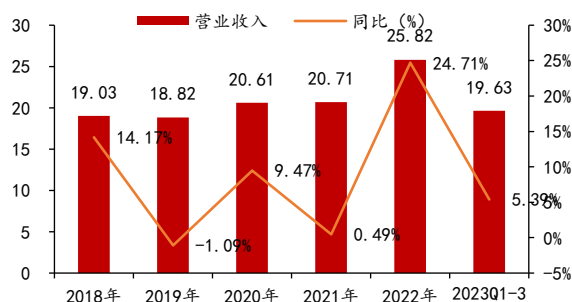
公司加大战略转型及营销推广力度，持续推进组织建设和技术基建，营业收入保持较快增长。公司 2022 年实现营业收入 25.82 亿元，同比增长 24.71%；归属于上市公司股东的净利润 0.58 亿元，同比减少 61.77%。2023Q1-3 实现营收 19.63 亿元，同比增长 5.39%；归母净利润 0.35 亿元，同比减少 7.31%。

营收方面，公司 2022 年营收创历史最好水平，主要系互联网

使用时长显著增长及公司免费阅读业务增长所致。公司 2018-2022 年营收分别为 19.03、18.82、20.6、20.71、25.82 亿元，2023Q1-3 营收 19.63 亿元。除 2019 年受硬件业务收入出表影响外，公司营收保持稳定上涨趋势，近五年 CAGR 为 7.93%，2022 年营业收入同比增长 24.71% 主要系免费阅读营销推广力度加大带动业务高速增长所致。

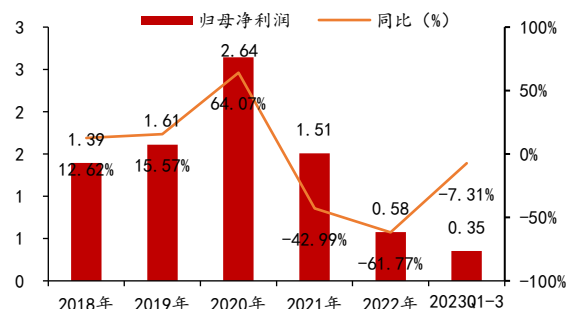
归母净利润方面，公司 2018-2022 年归母净利润分别为 1.39、1.61、2.64、1.51 和 0.58 亿元，整体呈现倒 U 型趋势，2023Q3 归母净利润 0.35 亿元。公司自 2020 年起为开拓新业务增长点，加大营销投入、中高层人才引进及技术基础设施建设，归母净利润受到影响。2021 年归母净利润 1.51 亿元（yoy-42.99%），主要系公司加大营销费用、管理费用及研发费用投入。2022 年归母净利润 0.58 亿元（yoy-61.77%），主要系公司继续推进战略转型，大力发展免费阅读，显著加大营销推广力度。

图 3：近年公司营业收入与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

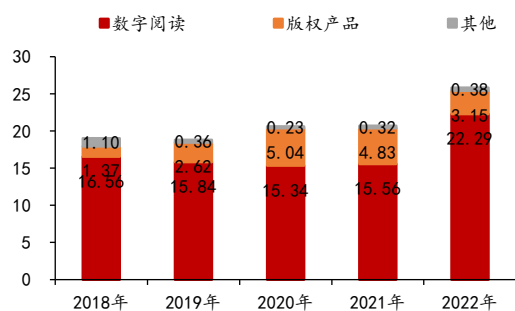
图 4：近年公司归母净利润与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

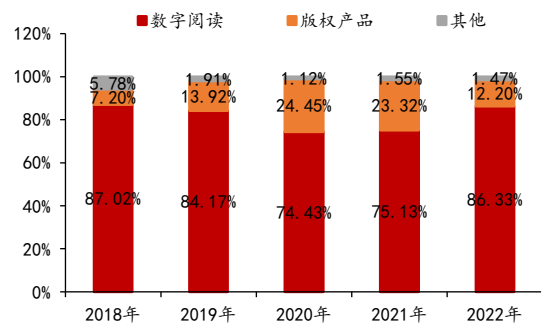
公司拥有用户数量和内容资源优势，形成以数字阅读和版权产品为主的核心业务体系。2022 年分产品来看，数字阅读营收 22.29 亿元，同比增长 43.25%，自公司拓展免费阅读新业务以来，营收占比从 2020 年的 74.43% 增长至 2022 年的 86.33%，主要系免费阅读业务的增长所致。版权产品营收 3.15 亿元，同比下滑 34.78%，营收占比从 2020 年的 24.45% 增长至 2022 年的 12.20%，主要系市场因素影响所致。

图 5：近年公司分产品营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：近年公司分产品营业收入占比（单位：%）



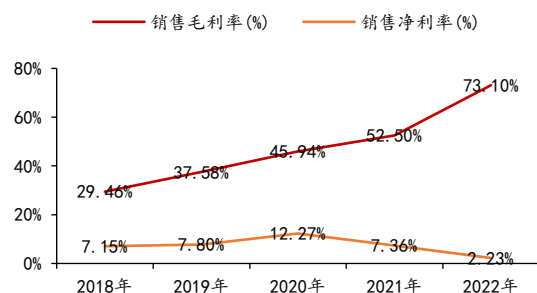
资料来源：Wind，上海证券研究所

毛利率方面，公司 2018-2022 年毛利率分别为 29.46%、37.58%、45.94%、52.50%、73.10%，2023Q1-3 毛利率为 75.19%，同比增长 4.14pct。公司毛利率逐年增长，2022 年增长 20.6pct 至 73.10% 主要系公司营收增长，且公司通过调整业务结构、优化渠道成本降低了主营业务成本所致。

净利率方面，公司 2018-2022 年净利率分别为 7.15%、7.80%、12.27%、7.36% 和 2.23%，2023Q1-3 净利率 1.89%，同比下降 0.08pct。公司近五年净利率呈现倒 U 型趋势，2021 年及 2022 年净利率下降主要系公司加大战略转型力度，发展免费阅读，同时加大了营销推广力度以推进组织建设和技术基建，销售费用、管理费用及研发费用大幅上涨所致。

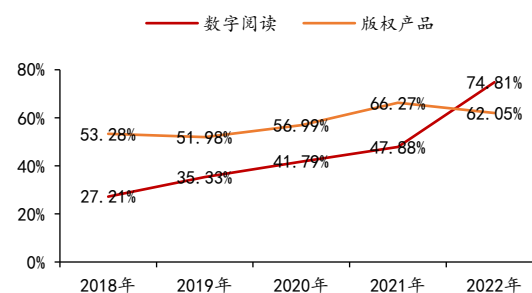
数字阅读业务的毛利率持续上行，版权产品毛利率总体向好。公司 2018-2022 年数字阅读产品毛利率分别为 27.21%、35.33%、41.79%、47.88% 和 74.81%，该产品毛利率逐年上升，2022 年同比增长 26.93pct，主要系数字阅读产品营收上升且该产品的渠道成本和版权成本等显著降低所致。公司 2018-2022 年版权产品毛利率分别为 53.28%、51.98%、56.99%、66.27% 和 62.05%，该产品毛利率在 2019 年、2022 年略有波动，总体趋势稳定。

图 7：近年公司毛利率、净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

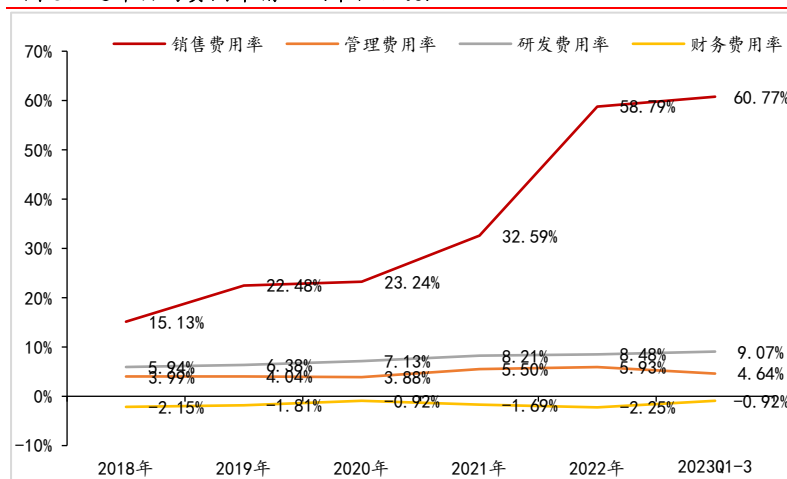
图 8：近年公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司不断增加费用投入，销售费用率增幅明显。公司 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 58.79%、5.93%、8.48%、-2.25%，其中销售费用率增加显著，管理费用率、研发费用率、财务费用率变化平稳。公司 2022 年 Q1-3 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 60.77%、4.64%、9.07%、-0.92%。销售费用率从 2018 年的 15.13% 增加至 2022 年的 58.79%，主要系公司积极战略转型，加大营销推广力度所致；管理费用率同比增加 0.43pct 主要系公司加大中高层人才引进力度；财务费用率为同比减少 0.56pct 主要系汇兑收益增加；研发费用率同比增加 0.27pct 主要系加大技术基建投入所致。

图 9：近年公司费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 打造数字阅读平台，加大战略转型发展免费阅读

公司主营互联网数字阅读平台服务、版权产品。公司互联网数字阅读平台服务以出版社、版权机构、文学网站、作家为正版图书数字内容来源，编辑制作并聚合管理数字图书内容，利用“掌阅”、“得间”等“付费+免费”数字阅读平台，通过用户充值付费或者利用其流量价值为客户提供多样的商业化增值服务来获取收益。版权产品业务中，公司通过运营网络原创等文学版权，向阅读、影视、动漫等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，从而获取版权及衍生收益。

2.1 “付费+免费”融合发展，提升平台商业价值

公司持续专注于数字阅读领域，通过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。2022 年公司从主要通过终端预装获取流量转型为通过互联网市场化获取流量，并成为精细化运营的数字阅读平台，免费阅读业务成为公司增长的主要驱动力。截至 2022 年 12 月末，年度平均月活用户超 1.7 亿，主要业务包括职工电子书屋、掌阅课外书、掌阅校园、掌阅动漫、掌阅书城等。

2.1.1 免费业务

免费阅读蓬勃发展，推动公司流量、收入双增长。公司旗下拥有“得间小说”和“七读免费小说”两款免费 APP。公司通过两款免费小说 APP 的买量推广来维持掌阅旗下产品整体的月活数据，公司 2022 年末月活 1.7 亿，较 2021 年末 1.5 亿增长 2000 万，驱动公司流量增长。公司通过免费阅读吸引用户，保障掌阅的 MAU，进而利用广告完成流量变现，同时通过收取用户的会员订阅费获取收入。

1) 得间 APP

得间免费小说是掌阅科技旗下主打免费、正版、品质阅读的小说阅读 APP，阅读资源包含玄幻、仙侠、都市、游戏等。得间会分别为男女生定制推荐书单，用户可以通过主题、角色或情节筛选感兴趣的内容。此外，用户可以通过阅读等方式完成任务获取金币，金币累计一定数额可以进行提现，进一步提高平台的流量。

得间集合多种功能，满足用户阅读需求。1) 支持听书模式，提供多种音色供用户选择；2) 用户可以自定义阅读器背景、字体和排版；3) 连载小说具备更新提醒功能，用户可以第一时间获取最新章节，随心阅读；4) 自动阅读功能可实现自动翻页，让用户畅快阅读。

图 10：得间 APP 会员中心



资料来源：得间 APP，上海证券研究所

图 11：得间 APP 利用广告流量变现



资料来源：得间 APP，上海证券研究所

2) 七读免费小说

七读小说系掌阅旗下免费追书 App，致力打造品质阅读。内容方面，七读拥有出版、玄幻、仙侠、都市、言情等各类丰富书籍，用户可根据自身喜好选择在线看书、听书、有声书、漫画等各类资源。页面设置方面，七读拥有个性化背景和字体，用户可按需调整阅读体验。

图 12：七读 APP 会员中心



资料来源：七读免费小说 APP，上海证券研究所

图 13：七读 APP 图书种类丰富



资料来源：七读免费小说 APP，上海证券研究所

2.1.2 付费业务

1) 掌阅 APP

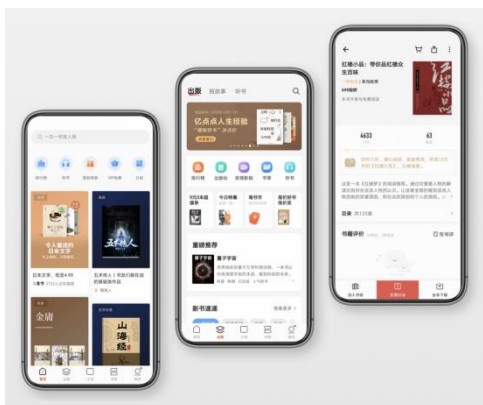
掌阅 APP 内容丰富，用户规模行业领先。掌阅 APP 是由掌阅科技推出的一款电子中文阅读手机 APP，拥有出版、原创文学、有声书、在线课程、漫画、杂志、自出版等海量正版内容，为读者提供优质便捷的阅读服务，主要通过充值渠道获得用户的充值金额。用户充值后获得“掌阅”内的虚拟货币“阅饼”，通过“阅饼”购买书籍内容，并可通过开通掌阅 VIP 解锁会员书籍阅读权限。

渠道预装推广产品，先发优势抢占市场。掌阅初期通过与电信运营商合作开展业务，自 2011 年发布自有 APP 后抢占手机预装先机，与手机厂商展开深度合作，快速积累安卓端用户。公司与硬件终端厂商、手机应用商店、手机软件推广服务商按照收入分

成模式（推广产生的收益与推广服务供应商进行分成）或用户计费模式（根据用户到达情况按照装机量、激活量等指标，向厂商付费）合作，通过预装、展示广告位等方式推广公司数字阅读平台“掌阅”。

2022 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，免费阅读业务成为公司增长的主要驱动力。

图 14: 掌阅 APP 页面



资料来源：掌阅科技官网，上海证券研究所

图 15: 掌阅 APP 充值中心

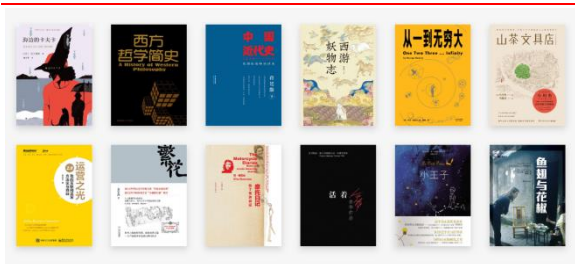


资料来源：掌阅 APP，上海证券研究所

2) 掌阅精选

专注精品图书阅读服务，覆盖广泛且规模庞大。掌阅精选专注于精选优质图书，依托掌阅的精品图书资源、独创的“协同阅读”功能和定制的“阅读服务”，铸就掌阅精选的五大产品优势，包括 1) 海量正版资源；2) 阅读功能实用性强；3) 阅读活动多元；4) 可视化阅读效果分析；5) 多平台对接端口。为政企、图书馆和高校提供数字阅读解决方案，通过收取服务费用，来为用户提供优质电子书资源、有声资源、智能阅读功能和定制化阅读活动等。

图 16: 掌阅精选书籍资源



资料来源: 掌阅精选官网, 上海证券研究所

图 17: 掌阅精选数据分析



资料来源: 掌阅精选官网, 上海证券研究所

2.2 版权内容庞大丰富，放大免费商业模式更新迭代

公司拥有丰富的版权内容优势，内容版权主要分为品质出版、原创文学、有声听书、版权运营四大类。我们预计公司“付费+免费”的数字阅读平台业务保持稳定增长，优质的版权内容可以进一步放大免费商业模式的更新迭代。

2.2.1 品质出版

公司与各大出版社及文学奖得主合作，构筑内容竞争壁垒。公司自 2010 年起和各大出版社、图书公司广泛建立电子书的合作，力求使读者第一时间获取新书、好书，现已积累海量出版物，内容覆盖通俗小说、严肃文学、历史社科、经济管理等诸多方向。公司引进《平凡的世界》，独家签约“茅盾文学奖”得主忠实作品《日子》电子版及多位“鲁迅文学奖”得主作品，保证公司优质内容的沉淀积累，丰富内容竞争壁垒。

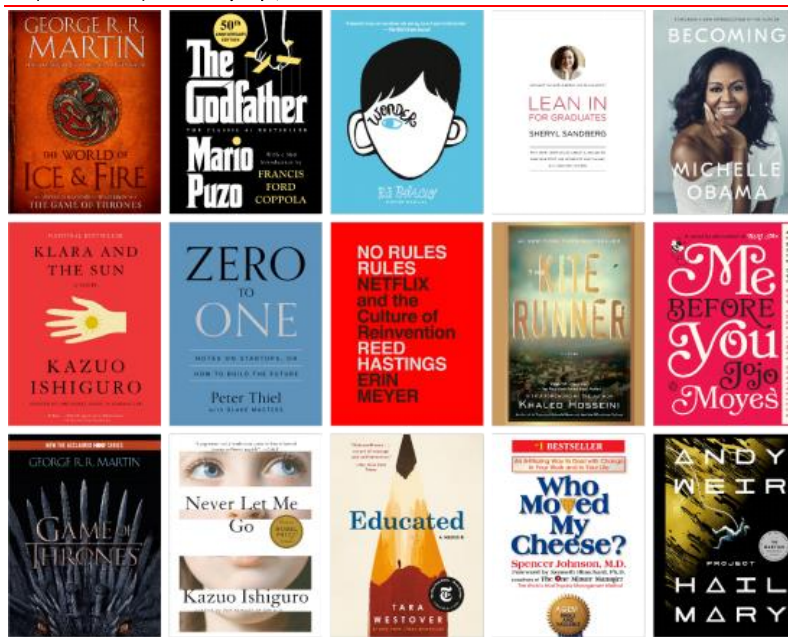
图 18: 公司品质出版内容



资料来源: 掌阅科技官网, 上海证券研究所

拓展海外业务，与企鹅兰登合作。公司与世界领先出版集团企鹅兰登合作，引入多部重磅优质 IP，包括 HBO 奇幻电视剧《权力的游戏》原著小说、欧美奇幻小说大师乔治·R·R·马丁的《冰与火之歌》系列等，为用户带来更丰富、更多元、更优质的英文原版书数字阅读资源。掌阅科技已与国内外上千家出版公司建立良好合作关系，进一步夯实内容壁垒，扩大海外影响力。

图 19：企鹅兰登文学内容



资料来源：掌阅读书公众号，上海证券研究所

2.2.2 原创文学

原创文学持续向市场输送优质内容，打造数字内容经济新增长点。公司旗下涵盖多家原创平台，包括掌阅文化、书山中文网、红薯网等。掌阅文学在为作者打造优质创作环境的同时，携手多家影视、游戏公司及视频平台，实现创作、孵化、影游漫等衍生开发一体化，并进行实景文旅、数字藏品等泛领域的积极尝试，达到内容生态的良性发展。

公司五部原创作品：《铁骨铮铮》《神工》《繁星织我意》《逍遥游》《盛唐风华》入选“新时代十年百部中国网络文学榜单”公司通过运营优质原创文学版权，向阅读、影视、游戏等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，获取版权费用。强化公司文化影响力，持续布局数字阅读生态的优秀原创作品。

图 20：公司原创文学内容



资料来源：掌阅科技官网，上海证券研究所

2.2.3 有声听书

掌阅发力有声阅读市场，打造优质有声内容。公司在有声领域坚持精品化路线，通过版权引入以及掌阅自制等方式创作有声小说，目前已积累百万小时的有声内容，包括有声小说、亲子儿童、相声评书、知识付费等在内的海量优质正版内容，成功举办了三届掌阅听书节。

图 21：公司有声听书内容



资料来源：掌阅科技官网，上海证券研究所

雅俗共赏的定位，《元龙》于喜马拉雅收听量接近四千万。公司不断探索精品内容如何摆脱“曲高和寡”的窘境，并在“曲高和寡”和“下里巴人”间找到了平衡点：让用户看得懂、记得住、学得会、用得上，把作品植入用户内心，帮助年轻用户体会成长和成熟的过程。公司在喜马拉雅有三部有声作品收听超三千万，其中 B 站同名动漫原著《元龙》2020 年 7 月上线喜马拉雅，截至目前收听已达到 3925 万，帮助公司完成“让阅读价值无处不在”的愿景，并进一步打通有声书市场。

图 22:《元龙》喜马拉雅收听量



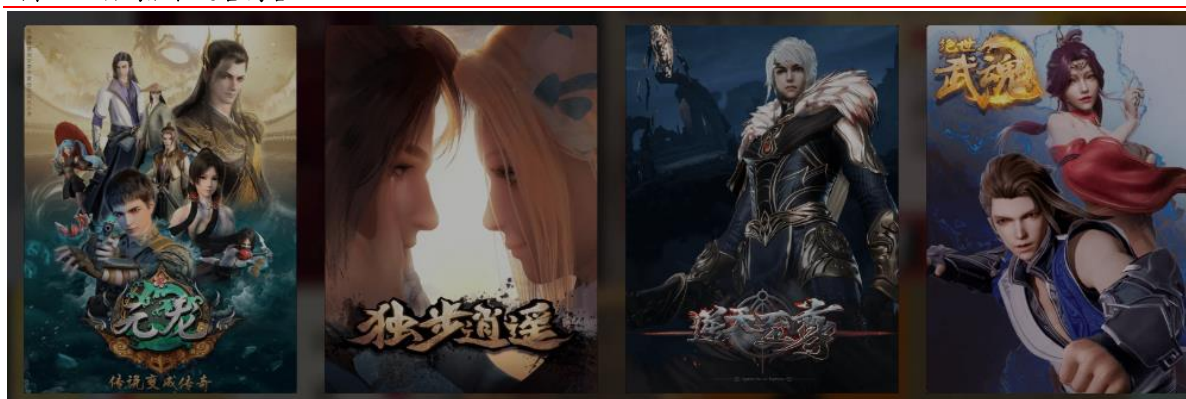
资料来源:喜马拉雅官网, 上海证券研究所

2.2.4 版权运营

IP 优势推动版权运营, 实现市场价值。公司积极对优质网络文学作品电子版权及有声、影视、短剧、游戏、动漫等衍生改编版权进行销售与开发, 连接影视、动漫、游戏、IP 衍生授权等上下游资源, 提供多元的、高水准的内容。2021 年, 公司发挥在 IP 上的多重优势, 通过包括剧本杀、抖音短剧、自有大 IP、创新项目、作家联盟在内的五弹 IP 玩法全面发力, 最大化发挥 IP 内容的市场价值。

深入布局 IP 衍生产业链, 打造短视频内容矩阵 MCN。2022 年公司推出短剧《女人不累》, 上线一月播放量突破 7000 万; 同时公司通过动漫先行策略驱动优质 IP 增值, 推出 IP 改编的动态漫画《仙帝归来》。促进了公司内容生态的构建, 使公司内容运营体系进一步完善。

图 23: 公司版权运营内容



资料来源:掌阅科技官网, 上海证券研究所

3 深入布局 IP 衍生产业链，AIGC 塑造智慧阅读新范式

注重产品研发和创新，不断提升用户阅读体验。公司一方面深耕数字阅读生态，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，基于内容优势深入布局 IP 衍生产业链，扩大阅读出海业务领先优势；另一方面坚持技术创新和数据驱动的产品迭代研发模式，在完备数据基建的基础上强化营销技术能力和算法能力建设，大幅提升了增长的精细化能力和智能化能力，并将人工智能技术融入公司数字阅读平台，已经实现个性化推荐、智能审核和 TTS 等人工智能相关的产品和服务，提升用户使用体验。

3.1 积极开拓业务形态，深入布局 IP 衍生产业链

为打破同质化瓶颈，规模化地丰富内容，公司在海量内容积累和强大的内容生产能力基础上，持续探索 IP 表达与版权衍生的更多可能。公司 2020 年强化多平台分发和 IP 衍生价值拓展，公司原创、改编的动画片《元龙》霸榜热搜；2021 年布局 IP 衍生产业链，通过动漫先行策略驱动优质 IP 增值；2022 年 IP 改编动漫在腾讯多个动漫平台同步更新、IP 改编短剧和原创短剧作品在抖音上线。

图 24：公司 IP 创新发展



资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.1.1 文学改短剧

公司自 2021 年起发力 IP 短剧领域来完善 IP 产业链，通过战

请务必阅读尾页重要声明

略投资等闲内容引擎，成立西安阅闲文化传媒有限公司，打造短视频内容矩阵 MCN，形成了“IP 方+平台方+制作方+播出平台”的产业联结，为公司 IP 增值和宣发打造全新的流量阵地。短视频平台抖音推出“小魔女秋元”“天爱 Elsa 女王降临”等短剧剧场，独家上线掌阅科技《爱在午夜降临前》《idol，跟我恋爱吧》《我的西装新娘》等 20 余部短剧作品，多部作品播放量达数千万。

图 25：掌阅文学改短剧



资料来源：掌阅科技公众号，上海证券研究所

3.1.2 文学改漫画

掌阅动漫拥有经验丰富的漫画团队和优秀的动画制作团队，形成以原创编剧—漫画—动画三个环节持续发展的二次元产业链。公司拥有《万古第一婿》、《仙帝归来》等多部漫画作品，其中《灵剑尊》全网点击破 2 亿，拥有《武神主宰》、《独步逍遥》等人气破亿的漫改作品，2020 年 7 月与 B 站联合出品的动画 IP 改编《元龙》动画版上线，截至 2024 年 2 月总播放量达 4.5 亿，2021 年 7 月《元龙第二季》上线，截至 2024 年 2 月总播放量达 2.9 亿，2022 年 11 月《元龙第三季》上线，截至 2024 年 2 月总播放量达 1.6 亿。公司作品在动漫领域用户基础的扩大，放大了 IP 改编价值，IP 内容商业增值前景不断提升。

图 26：掌阅漫画



资料来源：娱乐独角兽公众号，上海证券研究所

3.2 AIGC 塑造智慧阅读数字内容生产与交互新范式

公司拥有海量文学类内容数据及丰富的阅读场景的用户数据。基于数据、场景与用户优势，公司从数字阅读升级至智能阅读，不断加快 AI 大模型在数字阅读垂直领域的调优工作，积极探索下游具体应用变现场景，目前已落地“阅爱聊”、TTS（Text To Speech，从文本到语音）等应用。

大模型层面，公司在大模型层面与文心一言合作、接入 OpenAI。公司基于已有数据，在接入大模型的基础上不断的微调学习，形成独有的数字阅读垂类模型，匹配公司的业务场景，推动 AIGC 在内容生产、营销推广、丰富产品形态等多方面深化应用。

3.2.1 接入大模型

与百度深度合作探索阅读领域的创新应用，接入 OpenAI 实现多场景应用。公司 2023 年 2 月接入文心一言，利用公司丰富内容版权资源、创作者生态和海量用户资源等优势，不断提升公司内容创作效率、降低内容创作成本，持续创新产品形态和商业模式。公司通过微软云接入 OpenAI，在企业内部广泛应用于代码编程、营销素材集助制作、文案撰写等多场景，提升员工生产力。

依托 AI 大模型提高内容生成质量和效率，实现个性化的内容输出。公司 Prompt Engineering 依托 AI 大模型进行内容生成，主

要将 AI 大模型应用于内容创作流程中的初始提示和草稿阶段，为创作者提供丰富的灵感和创作方向，加速内容生成的速度和提升质量，使创作者高效地创作出符合用户需求的内容，提升读者的阅读体验。

3.2.2 TTS 系统

加大研发力度，人工智能与数字阅读平台相结合，上线 TTS 系统，实现从讲书到广播剧的数字阅读。公司的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）等人工智能技术服务，并通过接入百度文心一言，探索降本增效的有效路径，实现人工智能与阅读行业的有机结合。TTS 系统，给用户多角色对话、主角定制化音色、真人对白三项功能，从单纯的听书升级为广播剧，提升用户听书的投入度和沉浸感。

3.2.3 与 MiniMax 合作开展 AI 聊天式阅读平台“阅爱聊”

公司于 2023 年 6 月份发布了国内首款对话式 AI 应用“阅爱聊”。公司与国内大模型创业公司 MiniMax 深入展开技术合作，全面探索智能化应用。基于 MiniMax 的自研大模型能力，“阅爱聊”依托 AI 大模型赋能数字阅读场景，背靠海量数据内容优势，“阅爱聊”支持多种对话风格与 AI 进行互动，可以随时修改、编辑或保存生成的内容。用户不但可以与文章角色或原创角色（“白月光”、“知己”）对话，还可以公开发布自己的角色融合了阅读的乐趣和对情感的需求。

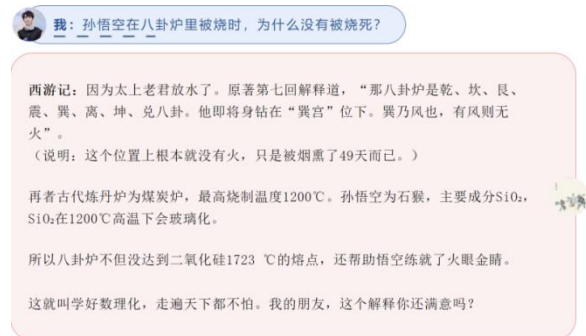
“阅爱聊”支持聊人、聊书双模式，为用户提供创新体验的阅读交互方式。“阅爱聊”的 AI 角色包括情感、商业、人文、专题四种，支持用户同角色或书籍本身聊天，以畅聊券限制用户使用次数，用户可以通过分享等方式获取畅聊券。

图 27: “阅爱聊” AI 形象



资料来源: 掌阅公众号, 上海证券研究所

图 28: “阅爱聊”——聊书



资料来源: 掌阅公众号, 上海证券研究所

3.3 深化短剧市场, 积极探索新兴业务

公司加大对短剧等创新业务的投入, 自 2023 年上半年布局短剧业务, 已拥有超百人团队。公司短剧业务自有策划、制作管理和发行营销团队, 每月拍摄约 20 部短剧, 上映 15-18 部, 一部短剧制作周期约一个半月, 主要通过用户充值付费或广告营销来实现盈利, 掌阅短剧通过抖音小程序“子诗”、微信小程序“意米”来触达用户, 出品爆款短剧《龙王出狱》《全球热浪:我打造了末日安全屋》《假如爱有天意》等。我们认为内容驱动掌阅短剧发展, 通过自有优质内容吸引用户, 通过高质量原创内容生产来提高短剧的制作成功率和用户体验。

4 盈利预测

公司系数字阅读平台行业领先龙头, 近年来积极发展主营业务, 大力建设数字化体系。公司持续加大人工智能技术研发投入, 推动 AIGC 在内容生产、营销推广、丰富产品形态等多方面深化应用, 数字化及免费阅读平台业务潜力逐步释放, 免费阅读有望成为行业的核心竞争力。

数字阅读方面，付费阅读与免费阅读是公司主营收入来源。付费阅读业务稳定，掌阅 APP、掌阅精选等主要产品业务成熟；免费阅读业务已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，业务海量用户及优质内容加大公司产品优势，因此我们认为公司免费阅读业务的提升将带来数字阅读业务的持续拓展。我们预计 2023-2025 年公司数字阅读收入分别为 25.83 亿元、30.04 亿元、35.07 亿元。

版权产品方面，公司通过运营网络原创等文学版权，向阅读、影视、动漫等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，从而获取版权及衍生收益。公司与字节在版权、内容生产、广告商业化等方面展开合作，引入先进技术，聚焦产品创新服务，我们认为公司版权产品维持稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司版权产品收入分别为 3.31 亿元、3.47 亿元、3.65 亿元。

公司数字阅读领域，打造数字化智慧阅读体系，拥有海量用户及优质内容优势，同时大力拓展人工智能技术研发投入，不断丰富产品新形态，率先数字阅读数字化和版权内容业务创新的转型。随着公司免费阅读的快速增长叠加人工智能领域的创新发展，公司有望实现业绩的持续增长。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 0.58 亿元（yoy+0.77%）、1.13 亿元（yoy+93.96%）、1.45 亿元（yoy+28.14%），2024 年 2 月 21 日收盘价对应估值分别为 124.82 倍、64.35 倍、50.11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币）

数字阅读	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22.29	25.83	30.04	35.07
YOY	43.25%	15.87%	16.31%	16.75%
营业成本	5.61	6.25	6.97	7.78
毛利	16.67	19.58	23.07	27.29
毛利率	74.81%	75.81%	76.81%	77.81%
版权产品	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3.15	3.31	3.47	3.65
YOY	-34.69%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	1.20	1.26	1.27	1.37
毛利	1.96	2.04	2.20	2.28
毛利率	62.05%	61.77%	63.36%	62.39%
其他	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	0.38	0.40	0.42	0.44
YOY	18.75%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	0.13	0.14	0.14	0.15
毛利	0.25	0.26	0.28	0.29
毛利率	65.79%	65.79%	65.79%	65.79%
总计	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25.82	29.53	33.93	39.16
YOY	24.71%	14.38%	14.89%	15.40%
营业成本	6.95	7.65	8.38	9.30
毛利	18.88	21.88	25.55	29.85
毛利率	73.10%	74.10%	75.30%	76.24%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5 风险提示

数字阅读行业监管政策调整风险；市场竞争风险；市场推广成本上升导致盈利水平下滑风险；数字内容遭受盗版侵权风险；业务模式转型和创新风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2216	2354	2591	2899
应收票据及应收账款	406	450	505	458
存货	0	1	1	1
其他流动资产	191	196	205	212
流动资产合计	2813	3000	3302	3571
长期股权投资	252	252	272	272
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	23	20	17	12
在建工程	0	0	0	0
无形资产	43	43	13	33
其他非流动资产	272	267	262	257
非流动资产合计	589	582	563	573
资产总计	3403	3582	3865	4144
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	358	492	579	661
合同负债	250	275	301	335
其他流动负债	139	157	173	193
流动负债合计	747	924	1054	1188
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	59	59	59	59
非流动负债合计	59	59	59	59
负债合计	806	984	1113	1248
股本	439	439	439	439
资本公积	1339	1339	1339	1339
留存收益	808	801	913	1058
归属母公司股东权益	2578	2579	2692	2836
少数股东权益	19	19	60	60
股东权益合计	2597	2598	2751	2896
负债和股东权益合计	3403	3582	3865	4144

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	142	197	260	308
净利润	58	58	153	145
折旧摊销	160	38	69	20
营运资金变动	-65	124	115	174
其他	-11	-23	-77	-31
投资活动现金流量	-3	-7	-23	1
资本支出	-153	-30	-30	-30
投资变动	139	0	-20	0
其他	12	23	27	31
筹资活动现金流量	-24	-52	0	0
债权融资	0	4	0	0
股权融资	2	0	0	0
其他	-26	-57	0	0
现金净流量	112	138	237	309

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2582	2953	3393	3916
营业成本	695	765	838	930
营业税金及附加	22	25	29	33
销售费用	1518	1745	1988	2310
管理费用	153	175	201	232
研发费用	219	250	287	332
财务费用	-58	-33	-35	-39
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	20	23	27	31
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	70	71	186	176
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	70	71	186	176
所得税	12	13	33	31
净利润	58	58	153	145
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	58	58	113	145

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	73.1%	74.1%	75.3%	76.2%
净利率	2.2%	2.0%	3.3%	3.7%
净资产收益率	2.2%	2.2%	4.2%	5.1%
资产回报率	1.7%	1.6%	2.9%	3.5%
投资回报率	-0.3%	0.4%	0.7%	3.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	24.7%	14.4%	14.9%	15.4%
EBIT 增长率	-105.9%	277.3%	68.2%	347.4%
归母净利润增长率	-61.8%	0.8%	94.0%	28.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.13	0.26	0.33
每股净资产	5.87	5.88	6.13	6.46
每股经营现金流	0.32	0.45	0.59	0.70
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.76	0.82	0.88	0.94
应收账款周转率	6.37	6.57	6.72	8.54
存货周转率	1694.75	846.08	1564.25	875.78
偿债能力指标				
资产负债率	23.7%	27.5%	28.8%	30.1%
流动比率	3.77	3.25	3.13	3.00
速动比率	3.53	3.04	2.95	2.84
估值指标				
P/E	125.78	124.82	64.35	50.11
P/B	2.81	2.81	2.69	2.55
EV/EBITDA	27.22	94.31	50.33	34.49

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。