

掌阅科技(603533)

移动端数字阅读先行者，“内容”+“渠道” 布局全产业链

2017年09月14日

证券分析师 张良卫
执业证书编号：
S0600516070001
021-60199740
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会
021-60199740
wangjianhui@dwzq.com.cn

投资要点：

■ **数字阅读再迎新成员，移动端的先行者。**掌阅科技近日已完成网上网下公开发行股票发行，数字阅读板块继中文在线、平治信息、新经典后再迎新成员。掌阅科技2008年成立，2011年发布掌阅核心产品移动端阅读APP掌阅iReader，率先卡位移动端，目前形成了以数字阅读为核心，版权业务、硬件业务等同时发展的全产业链布局，营业收入近年持续保持高增长。本次发行股份4100万股，发行价为4.05元，预计募集资金净额为1.33亿，掌阅科技实际控制人持有股份约2.4亿股，占发行前总股本的66.07%，发行后总股本的59.46%，地位稳固。

■ **付费阅读高增速确定性较高，2021年市场空间可达550亿。**数字阅读在支付手段的多样化、内容付费习惯形成、阅读的移动端迁移和消费需求升级四大因素推动下正取得实质性增长，预计未来这一逻辑持续试用，付费阅读具有确定性。目前在订阅为基、多重变现模式并存的模式驱动下，预计17年市场规模接近155亿，至2021年可达550亿。数字阅读行业呈现一超多强格局：腾讯系、阿里系、百度文学、中文在线和掌阅文学形成拥有数家阅读平台、签约人气作家、聚集庞大粉丝群体的五大阵营，其中腾讯系的阅文集团凭借内容和渠道双持，龙头地位稳固，掌阅依靠自身渠道方面的优势跻身第一梯队，共同领跑数字阅读行业。

■ **掌阅科技移动端渠道优势构筑强壁垒，“创作+发行+衍生”打造数字阅读生态圈。**公司在移动端渠道优势明显，自有阅读平台“掌阅”目前拥有超过6亿注册用户，月活数量超过1个亿，2016、2017H1在阅读类应用排名中，两个重要考量指标均列第一，另外用户市场逐年增长，粘性持续增强，付费意愿也有了很大的提高。公司在保持移动端优势的情况下，募集资金大量投入内容端，未来有望打造“创作+发行+衍生”数字阅读生态闭环。

■ **盈利预测。**综合考虑行业整体增速及公司本身活跃用户数、充值用户数、人均付费金额等的高速增长，我们预计2017-2019年营业收入分别为17.49亿、24.06亿、31.30亿，同比增速分别为46%、38%、30%；考虑到公司未来几年将会在内容版权和渠道推广方面投入持续增加，我们预计综合毛利率保持稳中微降状态，2017-2019年归母净利润为1.34亿、2.08亿、3.00亿，同比增速分别为73%、56%、44%；考虑到公司发行股份后总股本达到了4.01亿股，预计2017-2019年每股收益为0.33元、0.52元、0.75元。公司深耕行业多年，抢先布局移动端占据渠道优势，有望受益整个付费浪潮红利，长期看好公司发展前景，公司尚未上市交易，暂不给予投资评级。

风险提示：1)数字阅读行业日益激烈的市场竞争风险。2)推广成本上升，毛利率持续下滑严重的风险。3)数字阅读服务之外的业务模式发展不及预期风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	N.A.
一年最低/最高价	N.A.
市净率(倍)	N.A.
流通A股市值 (百万元)	N.A.

基础数据

每股净资产(元)	2.15
资本负债率(%)	25.61
总股本(百万股)	401
流通A股(百万股)	41

相关研究

目录

1. 数字阅读再迎新成员	4
1.1 深耕数字阅读 8 载，实际控制人稳固	4
1.2 数字阅读业务份额占比稳定	4
1.3 主营业务收入增长迅速，内容版权、渠道流量的持续投入致毛利率有所下降	5
2. 付费阅读高增速确定性较高，2021 市场规模可达 550 亿	6
2.1 付费阅读高增速确定性较高背后的四大逻辑	6
2.2 数字阅读市场格局：五大阵营，一超多强	9
2.3 以订阅为基，多重变现模式并存，市场空间预计可达 550 亿	13
3. 掌阅科技移动端渠道优势构筑强壁垒，“内容创作+发行+衍生”打造数字阅读生态圈	17
3.1 移动端渠道优势明显构筑护城河，增值服务助力业绩成长	17
3.2 “内容创作+发行+衍生”，打造数字阅读生态闭环	21
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	23

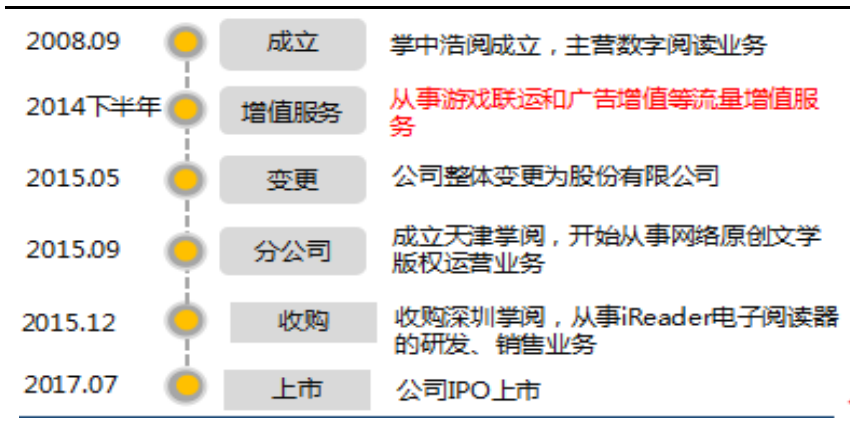
图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 掌阅科技发行前股权结构.....	4
图表 3: 2016 年各主营业务占比.....	5
图表 4: 掌阅科技主营业务收入和增速.....	6
图表 5: 掌阅科技综合毛利率.....	6
图表 6: 在线内容支付方式.....	7
图表 7: 互联网支付用户规模.....	7
图表 8: 版权保护历程.....	7
图表 9: 青少年网民快速增长.....	8
图表 10: 手机网民规模及占比.....	8
图表 11: 数字阅读适配移动互联网时代.....	9
图表 12: 16 年中国数字阅读用户阅读目的.....	9
图表 13: 主动学习倾向增加.....	9
图表 14: 数字阅读产业发展.....	10
图表 15: 数字阅读五大阵营.....	10
图表 16: 阅文集团数字阅读布局及拓展.....	11
图表 17: 掌阅科技竞争模式.....	11
图表 18: 平治信息自建阅读站（部分）.....	12
图表 19: 数字阅读行业收入结构对比.....	13
图表 20: IP 改编多点开花.....	14
图表 21: IP 改编剧数量及增速.....	14
图表 22: 16 年网络自制剧 TOP25 IP 剧占比.....	14
图表 23: 中国数字阅读用户购买周边意愿.....	15
图表 24: 中国数字阅读用户愿意为周边花费的金额.....	15
图表 25: 17 年订阅收入测算假设.....	16
图表 26: 数字阅读用户规模.....	16
图表 27: 订阅收入长期空间测算假设.....	16
图表 28: 订阅收入预测.....	17
图表 29: 订阅收入规模敏感性分析.....	17
图表 30: 2017 一季度各类阅读应用覆盖率及活跃率排名情况.....	18
图表 31: 2014 年到 2016 年掌阅科技运营情况.....	18
图表 32: “掌阅”平台用户充值情况.....	18
图表 33: “掌阅”平台用户充值情况.....	19
图表 34: 公司丰富的版权资源.....	19
图表 35: 掌阅硬件电子书阅读器.....	20
图表 36: 游戏联运主要充值.....	20
图表 37: 广告营销业务流程图.....	21
图表 38: 公司完善的制作制度.....	22
图表 40: 掌阅科技研发人员情况（人）.....	22

1. 数字阅读再迎新成员

1.1 深耕数字阅读 8 载，实际控制人稳固

掌阅成立于 2008 年，在 2011 年 1 月发布掌阅核心产品移动端阅读 APP 掌阅 iReader，2014 年下半年开启增值服务，增加了游戏联运和广告增值等流量增值服务。在 2015 年 8 月 iReader 电子书阅读器第一代上市，在同年 12 月掌阅科技收购深圳掌阅，主要用来从事电子书阅读器硬件产品的开发、销售。随着阅文集团拟港股上市，平治信息、新经典在 A 股上市，公司近日已完成网上网下公开发行股票发行，为数字阅读板块再添优质标的。

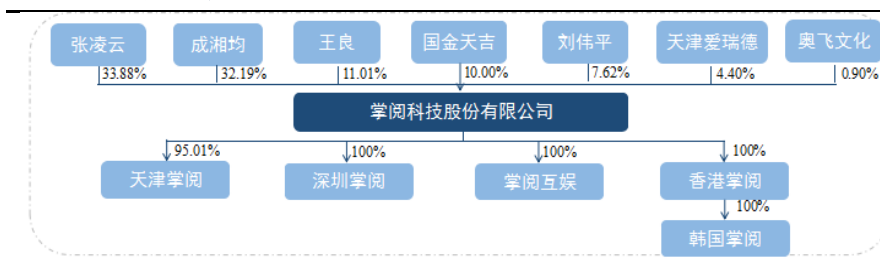
图表 1: 公司发展历程



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

掌阅科技本次发行股份 4100 万股，发行后总股本达到 4.01 亿股，发行股份占总股本比例达 10.22%，发行价为 4.05 元，按照公司 16 年业绩计算对应市盈率为 22.96，预计本次募集资金净额为 1.33 亿，主要用于丰富公司互联网数字阅读服务业务的内容供应，同时拓展公司的数字阅读服务员的业务布局。目前掌阅科技实际控制人为张凌云和成湘均，两人为一致行动人，其中张凌云持有公司 12197.36 万股份，成湘均持有公司 11587.49 万股股份，两人合计持有股份占发行前总股本的 66.07%，发行后总股本的 59.46%。

图表 2: 掌阅科技发行前股权结构



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

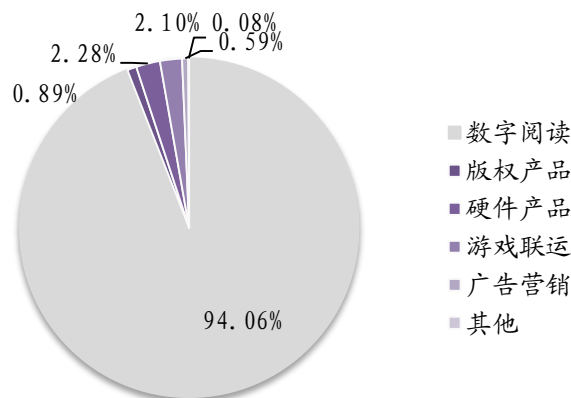
1.2 数字阅读业务份额占比稳定

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，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游戏联运、广告营销等增值服务。

目前的核心业务为互联网数字阅读服务业务，将购买的数字内容通过数字阅读平台提供给用户阅读，实现数字版权的销售。在业务布局上已经延伸到上游内容创作领域，逐步从单一数字阅读平台向综合数字阅读企业转变，目标是打造国内最具影响力的数字阅读生态圈。公司在数字阅读平台基础上，逐步构建内容创作、内容分发、内容衍生开发（影视、游戏、周边产品等）等多板块的业务布局，未来有望整合产业链上下游的泛文化娱乐资源，打造以数字阅读为核心的生态圈。

目前公司收入构成仍以数字阅读为主，16 年数字阅读收入达到了 11.26 亿，占比高达 94.06%，另外版权收入和硬件产品的收入增长迅速，占比份额提升较快。

图表 3: 2016 年各主营业务占比



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

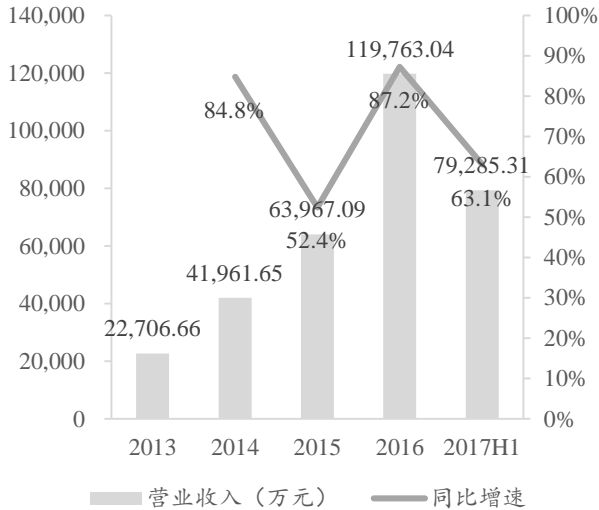
1.3 主营业务收入增长迅速，内容版权、渠道流量的持续投入致毛利率有所下降

近年来公司主营业务收入持续保持高速增长，从 2014 年的 4.20 亿元到 16 年的 11.98 亿元，复合增长率高达 68.94%，主要源于数字阅读行业处在付费浪潮的人口红利中和公司本身不断提高的市场竞争力。一方面智能移动设备的迅速发展和社会付费习惯的形成，让更多的人开始为阅读买单；另一方面公司不断的提升阅读技术，提升用户体验，对于内容版权的购买持续增加，极大的增强了公司在行业内的竞争力。

在毛利率方面，2015、2016、2017H1，公司的综合毛利率分别为 48.45%、32.95%和 30.75%，呈不断下降的趋势，数字阅读收入在公司所有的主营业务收入构成中占据主导地位，份额占比持续在 90%以上，是公司利润的主要来源，其毛利率对综合毛利率的影响也最大。2016 年数字阅读的毛利率为 32.99%，相较于 2015 年的 47.65%下降明显，影响数字阅读收入的成本主要是渠道费用和版权成本，在渠道成本方面，公司为了在市场竞争中占据有利地位，抢占更多的流量，持续加大对于手机厂商、渠道平台的投入，渠道成本呈不断上升趋势，我们预计未来随着市场格局的稳定，渠道成本有望下降；在版权成本方面，优质 IP 运营能够使得平台实现差异化的竞争，公司近年来加强了对于内容版权的重视，在布局网络文学业务的同时，不断加大原创 IP 全版权运营的投入，导致版权成本快速上升，并且在成本结构中占比上升迅速，我

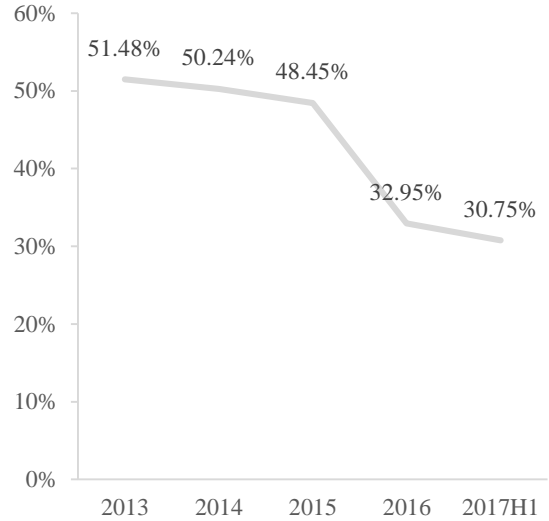
们认为未来优质内容将成为吸引流量的主要入口，内容版权的投入有望使公司形成较为稳固的护城河。

图表 4: 掌阅科技主营业务收入和增速



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 5: 掌阅科技综合毛利率



资料来源: wind, 东吴证券研究所

公司 2017 年上半年营业收入达到 7.93 亿元, 增长率高达 63.08%, 归母净利润达到了 0.68 亿元, 同比增长 225.10%, 经营活动产生的现金流量净额较去年同期增长 106.40%, 根据招股说明书, 公司从行业发展和 6 月业务数据出发, 预计 2017 年前三季度营业收入 11.5-12.5 亿, 同比增长约 40%-50%, 扣非归母净利润 8000-9000 万, 同比增长约 70%至 90%。

2. 付费阅读高增速确定性较高, 2021 市场规模可达 550 亿

2.1 付费阅读高增速确定性较高背后的四大逻辑

我们认为数字阅读的爆发并非 IP 火热下的一时盛景, 而是由支付手段的多样化、内容付费习惯形成、阅读的移动端迁移和消费需求升级四大因素推动的, 长期保持高增速确定性较高。

在线支付手段多样化

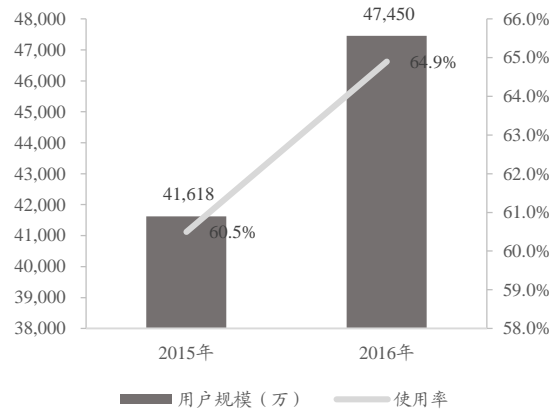
在线支付的技术成熟为内容付费提供便捷, 包括网银、第三方支付等在内的支付体系建设完善, 扫码支付等交易体验不断优化, 交易成本低, 线上内容付费的便捷性得到突出提升, 2016 年, 我国互联网支付应用用户达 4.7 亿人, 使用率约 65%, 在线支付习惯已经形成。

图表 6: 在线内容支付方式



资料来源: 爱奇艺等, 东吴证券研究所

图表 7: 互联网支付用户规模

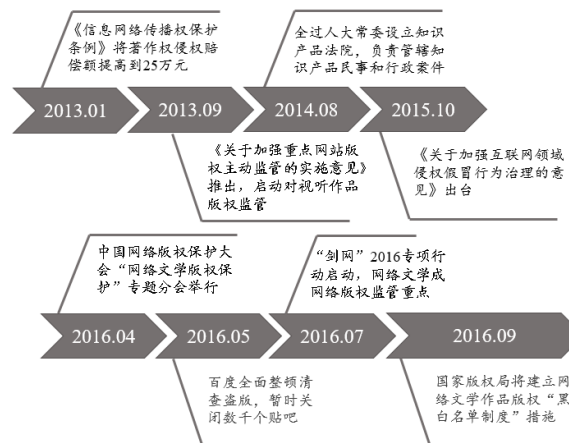


资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

内容付费习惯的形成

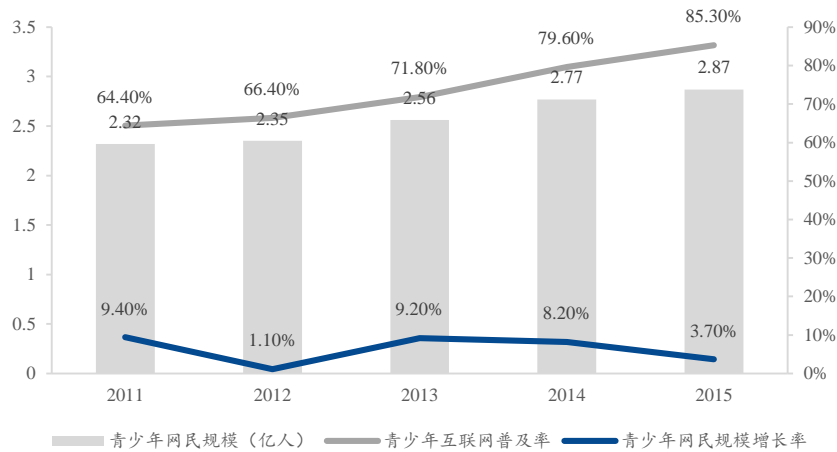
对于内容的付费已经成为不可逆转的趋势, 包括视频付费、阅读付费、知识付费、音乐付费等, 付费的习惯正在形成。我们认为主要有两方面的原因: 一方面网络知识产权的保护成为常态, 监管日趋严格, 继 2013 年著作权侵权赔偿额提高至 25 万后, 各项规定相继出台, 版权的保护实质上为付费习惯的培养奠定了最重要的基础。16 年数字阅读领域成为“剑网”专项行动的重要战场; 国家版权保护局计划建立网络文学作品版权“黑白名单制度”; 阅文集团秉持对盗版“零容忍”的态度, 牵头成立中国网络文学版权联盟等无疑大力的促进了阅读付费习惯的形成。另一方面作为内容消费主力的青少年付费能力提高。截至 15 年末, 我国 25 岁以下的青少年网民规模达到 2.87 亿, 同比增长 3.7%, 青少年互联网普及率为 85.3%, 相比同期全国整体互联网普及率的 50.3% 高出 35%; 同时文化产业也迎来了“网生代”, 青少年网民网络音乐、视频、游戏、文学、教育等内容消费应用的使用率均高于整体网民, 伴随互联网诞生的 90 后有着更高、更广泛的内容需求, 而随着“奔三”的 90 后成长为消费的主力, 并且具有匹配其消费需求的支付能力, 内容付费有了坚实的经济基础。

图表 8: 版权保护历程



资料来源: 艺恩、艾瑞、东吴证券研究所

图表 9: 青少年网民快速增长

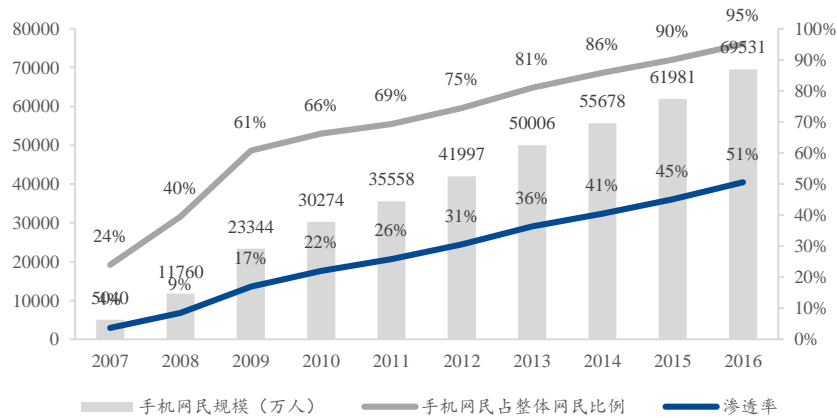


资料来源: CNNIC、东吴证券研究所

阅读的移动端迁移

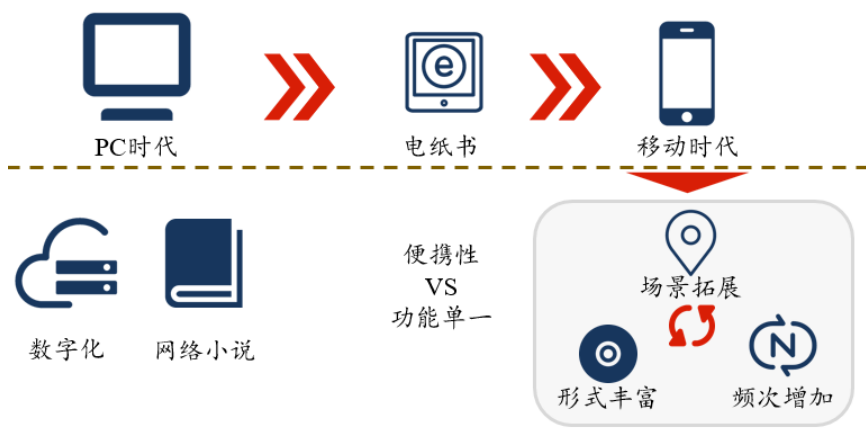
移动互联网时代已全面来临,成为所有 2C 商业形态的大背景,手机网民从 2007 年的 5000 万人增长至 2016 年的 6.95 亿人,占总人口的比重达到了 51%,占整体网民的比重达到 95%,游戏和视频都经历了从线下到线上、从 PC 到移动端的用户迁移,在移动互联网大潮中更是获得了可观的增量,阅读相对于其他内容形式更为轻量级,高度适配移动互联网时代的碎片化和伴随性,我们认为数字阅读由于其随时可退出、不受环境限制等的特性更加能够受益于时间的碎片化和 PC 转向移动端的浪潮。

图表 10: 手机网民规模及占比



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

图表 11: 数字阅读适配移动互联网时代

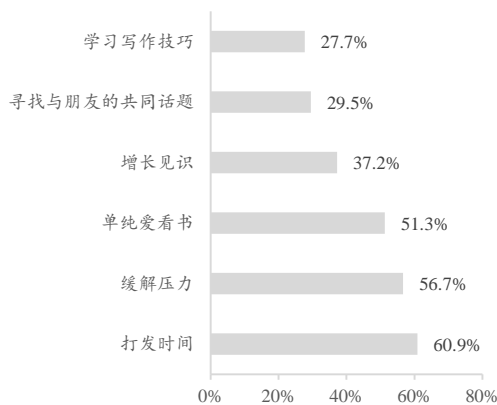


资料来源: 互联网资料整理, 东吴证券研究所

消费需求的升级

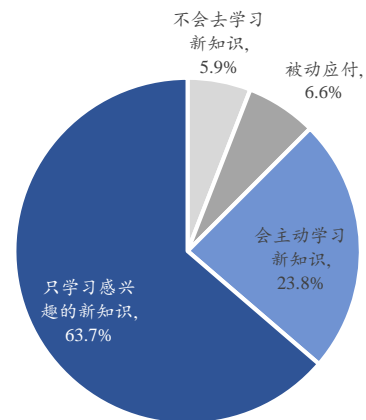
阅读作为能够满足娱乐和学习两大需求的消费形式, 根据社会科学院和腾讯的研究, 阅读已经和音乐、运动一起成为了全民兴趣, 从 60 至 00 后均无例外。另外根据艾瑞调查超过半数的读者出于打发时间和缓解压力的目的进行阅读; 同时越来越多的读者出发点向增加见识、拓展社交等学习需求转化, 目前超过 87% 的人已经倾向于自主学习, 尤其是其感兴趣的新知识; 对于作为网生代的 90 后, 对文学和教育的兴趣甚至高于电视剧, 我们认为数字阅读针对的两类需求均有实质性, 并将在长期持续增长, 数字阅读也将基于这两大需求持续扩张。

图表 12: 16 年中国数字阅读用户阅读目的



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 13: 自主学习倾向增加

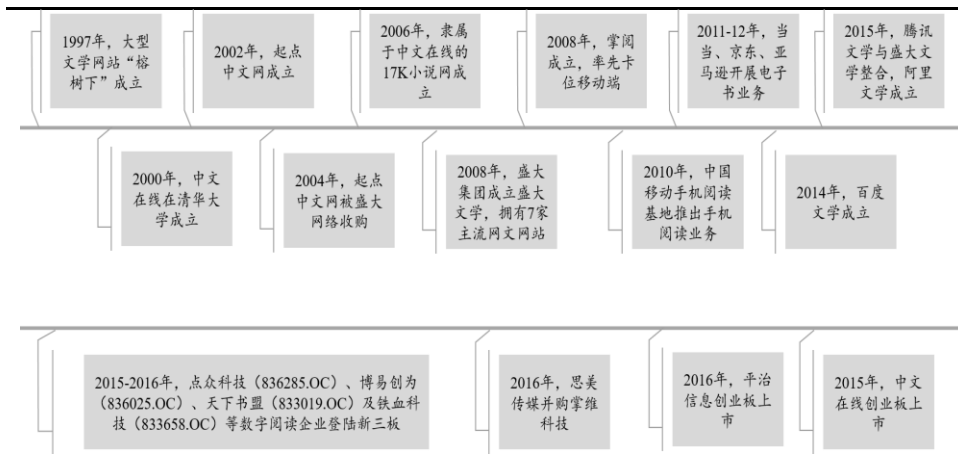


资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

2.2 数字阅读市场格局: 五大阵营, 一超多强

1997 年大型原创文学网站“榕树下”成立, 此后中文在线、起点中文网等数字阅读网站接连成立; 2008 年盛大收购了 7 家主流网站成立盛大文学, 而掌阅则率先卡位移动阅读, 此后电商的发展推进了电子书的普及; 2014 年起, 数字阅读进入了 BAT 时代, 百度阿里和腾讯迅速布局, 其中腾讯文学整合盛大文学成为了数字阅读领域的龙头; 2016 年, 伴随着 IP 运营的爆发, 数字阅读领域资本涌动, 中文在线和平治信息等网站纷纷登陆资本市场, 形成了目前五大阵营与精准平台共存的格局。

图表 14: 数字阅读产业发展



资料来源: 易观智库, 公司公告, 东吴证券研究所

数字阅读五大阵营包括腾讯系、阿里系、百度文学、中文在线和掌阅文学, 五大阵营旗下均拥有数家阅读平台、签约人气作家、聚集庞大粉丝群体, 以此为基点打造集文学、影视、动漫、游戏为一体的泛娱乐业务矩阵, 其中腾讯系的阅文集团拥有最多的阅读平台, 与集团高覆盖、高活跃的社交生态具有高度的契合, 满足各类用户的阅读需求。

图表 15: 数字阅读五大阵营

公司	旗下网络文学平台	战略
腾讯系 - 阅文集团	起点中文网, 创世中文网, 红袖添香, QQ阅读, 潇湘书院, 榕树下, 言情小说吧, 聚石文华, 小说阅读网, 晋江文学城	腾讯泛娱乐战略-打通文学、游戏、动漫、影视业务, 形成四大泛娱乐业务矩阵
阿里系 - 阿里文学	书旗小说, UC 书城, 塔读文学, 新浪阅读、淘宝阅读	阿里巴巴大文娱板块-阿里影业、合一集团、音乐、体育、UC、游戏、文学、数字娱乐事业部
百度系 - 完美百度文学	纵横中文网, 百度书城, 熊猫看书, 多酷文学, 花语女生网	百度文娱-百度文学、贴吧、百度游戏、百度音乐、百度视频等业务仍独立运营
中文在线	17K 小说网, 四月天, 汤圆创作, 书香中国, 微书房	以精品内容为核心, 积极与多渠道多种方式合作, 打造衍生超级 IP
掌阅文学	红薯网, 趣阅中文网, 掌阅中文网	基于掌阅文学建立游戏、动漫等业务战略合作

资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

阅文集团: 整合各大平台, 成就绝对龙头

2015 年腾讯文学与盛大文学合并成立阅文集团, 统一运营两者旗下的平台、出版机构和版权, 2017 年 7 月阅文集团在港提交招股说明书, 从作家、内容和渠道运营上, 阅文集团“全球最大的正版中文电子图书馆”的行业地位不容置疑。

(1) 渠道: 依托于腾讯集团庞大的社交生态和渠道资源, 阅文集团将内容分发渠道扩展至 50 余家, 覆盖 PC 端、移动端、音频及电纸书等, 囊括 QQ 阅读、起点中文网等业界品牌。

(2) 资源: 阅文拥有内容和用户两端的丰富资源, 形成显著竞争优势。阅文集团旗下拥有 400 万作家, 包括唐家三少、我吃西红柿、辰东等知名作家, 平台作品总数约 1000 万部, 原创作

品数量占行业 90%以上，作品覆盖仙侠、言情、青春等 200 多种题材，中国 10 大最高搜索率网络文学作品中的 9 部来自阅文。

(3) IP 运营与泛娱乐布局：阅文围绕 IP 布局泛娱乐生态，用内容连接一切，合作策划影视、音乐、游戏、动漫产品，拥有 10 亿级票房的改编电影；多部总流水过亿的改编游戏；1000 多万的单部作品周边销售；800 万册的实体出版图书以及 700 万册的漫画销售等。

图表 16: 阅文集团数字阅读布局及拓展



资料来源：艾瑞咨询，易观智库，东吴证券研究所

掌阅科技：卡位移动端具有渠道优势，跻身第一梯队

公司在移动阅读领域的卡位和布局主要体现在 iReader 的推广，公司自有阅读平台以 iReader 作为产品品牌，主要采用渠道推广的方式，分为收入分成模式和按用户计费模式：收入分成模式是指公司与硬件终端厂商合作，在各厂商销售的智能手机终端里推广公司数字阅读平台 iReader，并根据用户使用 iReader 消费数字内容情况按照一定比例进行分成；按用户计费模式是指公司与硬件终端厂商、应用商店等合作，通过预装、展示广告位等方式推广公司数字阅读平台 iReader，并根据用户到达情况按照装机量、激活量等指标付费。渠道推广采购中合作的渠道方主要包括华为、OPPO、VIVO、三星等知名手机终端厂商，360、百度、小米、应用宝等大型应用商店以及部分手机分销商。

与阅文不同，掌阅的竞争优势和切入点是渠道，通过预装 APP、打磨阅读产品、积累用户、提高用户粘性进而形成品牌，截止目前数字阅读平台“掌阅”已拥有超过 6 亿的累计注册用户，月活数量超过 1 亿，2016、2017 年各个季度阅读类应用中，“掌阅”覆盖率和活跃率均排名第一。

图表 17: 掌阅科技竞争模式

竞争模式	竞争资源	竞争方式	发展趋势
掌阅	渠道	忠实稳定、付费习惯良	1、打磨阅读产品，优化用户体验；2、内容品类丰富吸引
			1、强化产品功能创新，形成带有技术壁垒的产品优势；2、多元化终端布

科技	端	好的用户群体	广泛用户群；3、品牌推广形成口碑效应	局，利用云存储、云同步等技术应用打通多终端用户阅读需求
阅文集团	内容端	质量优秀、数量丰富的数字阅读	持续版权投入，与众多作者建立合作关系，提供优质内容。	1、签约优秀作者，发展内容生产平台，打造独家内容；2、针对优秀 IP 深度运营，在影视、游戏等反文化娱乐领域挖掘其衍生价值。

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

平治信息：新媒体引流下精准推广的佼佼者

公司采用了“百足模式”，通过不断吸收业内精英人才，短期内孵化了一大批原创阅读内容生产平台，各自建立公众号吸引用户。截止 16 年底，公司已先后组建了超阅小说、盒子小说、知阅小说、麦子阅读、如玉小说、掌读小说、夏至小说、灵书阅读、柚子文学、花生阅读、梦想家中文网、巨星阅读、七果小说、樱桃阅读、星芒阅读等在内的近 40 个原创阅读站，拥有注册用户数 2000 万，各平台界面类似、具有各自的公众号、微博主页、头条主页等，内容定位有所差异，形成相互竞争和补充的格局，迅速覆盖各类用户。并且平治阅读还推出了小程序，进行新平台的率先卡位。

图表 18：平治信息自建阅读站（部分）

阅读平台	成立时间	题材	微信指数	网页全球点击排名
超阅小说	2015 年 11 月	悬疑灵异、玄幻仙侠、历史军事、都市校园、现言古言等	16114	9,553,252
盒子小说	2015 年 12 月	悬疑灵异、玄幻仙侠、历史军事、都市校园、现言古言等	31531	2,650,845
知阅小说	2015 年 8 月	游戏，灵异，悬疑，都市，科幻，玄幻，历史，军事，竞技等	1300	2,577,976
麦子阅读	-	都市情感，现言婚恋为主	117052	3,781,222
如玉小说	2016 年 3 月	女性为主打	12857	2,547,563
掌读小说	2014 年 7 月	游戏，灵异，悬疑，都市，科幻，玄幻，历史，军事，竞技等题材	4651	-
夏至小说	2016 年 3 月	女性为主打	102555	5,993,889
灵书阅读	2015 年 12	灵异悬疑、盗墓探险为主	1400	21,796,234

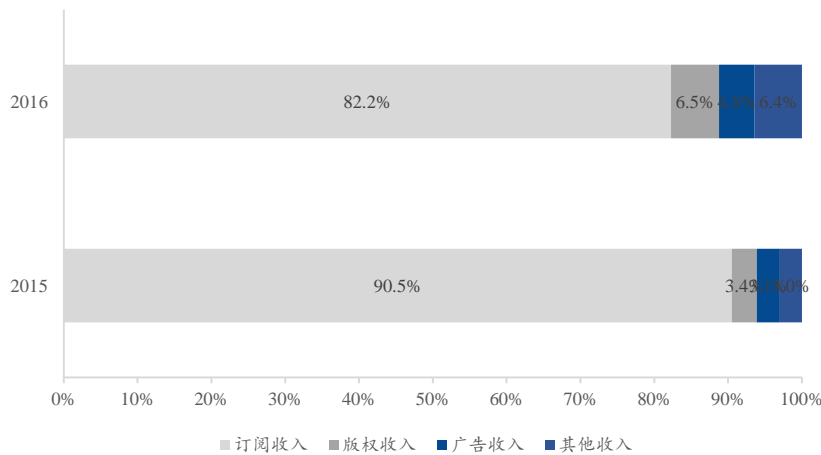
	月			
花生阅读	2015年11月	悬疑灵异、玄幻仙侠、历史军事、都市校园、现言古言等	11806	6,912,899
七果小说	2016年8月	都市、言情、灵异、游戏、仙侠、玄幻、科幻、同人等	1802	8,978,694
星芒阅读	2016年8月	灵异悬疑、总裁幻想、热血都市、青春爱情	3709	2,643,763

资料来源：公司官网，微信指数，alexa，东吴证券研究所

2.3 以订阅为基，多重变现模式并存，2021 市场规模预计可达 550 亿

数字阅读行业收入主要由订阅收入、版权收入、广告收入和其他收入组成，其中订阅收入仍然是主流，包括普通订阅和打赏等模式，16 年订阅收入占比降至 82.2%；广告收入包括在 PC 端和移动端安放广告位取得，16 年广告收入占比有所提升；随着粉丝经济下全版权运营模式成熟，版权收入占比较 15 年提升一倍，达到了 6.5%。

图表 19：数字阅读行业收入结构对比



资料来源：2016 年度中国数字阅读白皮书，东吴证券研究所

订阅付费为基础，变现确定性极高

随着版权意识的提高，我们发现数字阅读用户对版权具有更加明显的辨识，为阅读付费奠定了意识上的基础，2016 年与 2015 年相比，只看正版网络文学的用户增加了 3.1%，而对于版权无意识的数字阅读用户比 2015 年减少了 9.1 个百分点。在知识产权的价值得到认可的基础上，数字阅读用户的付费意愿逐渐增强。

1) 2016 年 22.8% 的用户订阅花费约 21-50 元，有 4.7% 的用户愿意每月花费 200 元以上在数字阅读上，不愿意花钱的用户仅占总数的 21.9%，平均每月意愿花费约 68 元。

2) 除传统的订阅外，数字阅读支付方式呈现多样化，非强制性打赏模式的出现使得网文等数字读物在广泛传播的基础上保留变现渠道，当下 14.3%的用户每月会打赏 51-100 元，有 9.9%的用户每月打赏 200 元以上，平均打赏花费约 114 元。

3) 就网络文学这一细分来看，按全体数字阅读用户规模计算的 ARPU 从 09 年的 9.84 元逐年增长的到 16 年的 30 元，复合增长率约 20%，付费阅读稳健发展。

IP 产业链成型，全方位开发弹性可观

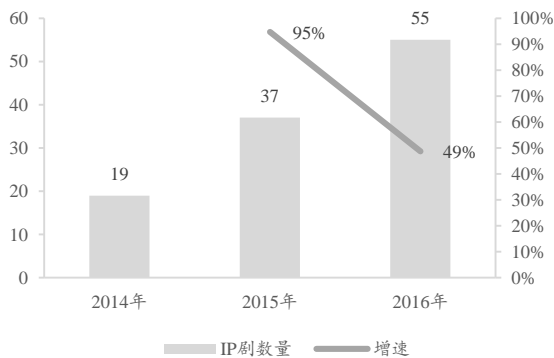
版权模式下，数字阅读公司将取得的版权授权给布局影视、游戏、衍生品等产业的泛娱乐公司，进而取得授权收入和分成收入。文学内容在泛娱乐格局中是 IP 的核心来源，网络文学 IP 具有强大的粉丝基础，为动漫、影视、游戏等变现渠道奠定基础。

图表 20: IP 改编多点开花



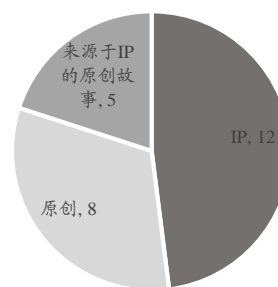
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 21: IP 改编剧数量及增速



资料来源：寻艺，东吴证券研究所

图表 22: 16 年网络自制剧 TOP25 IP 剧占比



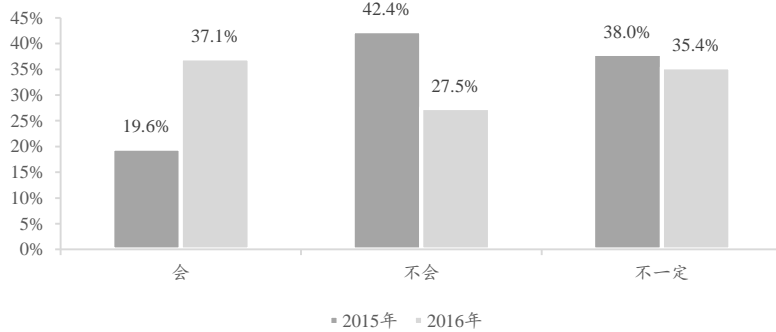
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

购买意愿提升，衍生品市场成熟

据艾瑞数据统计，2016 年表示会购买数字阅读周边的用户占比提升至 37.1%，几乎达到了翻番，表示不会的用户占比则下降了将近 15 个百分点；在金额上，21 至 500 价格段的购买意愿均有上升，大部分人接受的价格段在 51-100 元，均值达到 181 元，可见数字阅读人群体

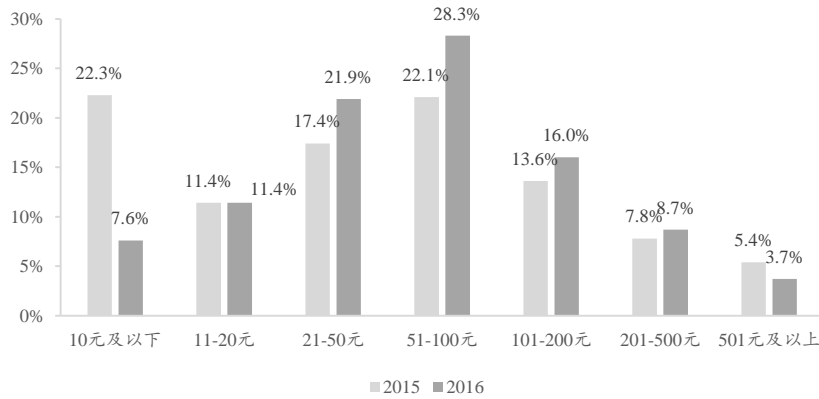
现出较高的购买意愿。

图表 23: 中国数字阅读用户购买周边意愿



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 24: 中国数字阅读用户愿意为周边花费的金额



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

对阅读市场进行敏感性分析, 2021 年空间可达 550 亿

根据《数字阅读白皮书》的统计, 16 年数字阅读市场规模达到 120 亿元, 增长 25%, 增速比 2015 年提升 6.5 个百分点, 其中订阅收入占比从 15 年的 90.5% 降至 82.2%, 版权收入从 15 年的 3.4% 增加至 6.5%。

我们将订阅收入规模用以下模型拆分:

$$\text{市场规模} = \text{用户规模} * \text{付费转化率} * \text{ARPU}$$

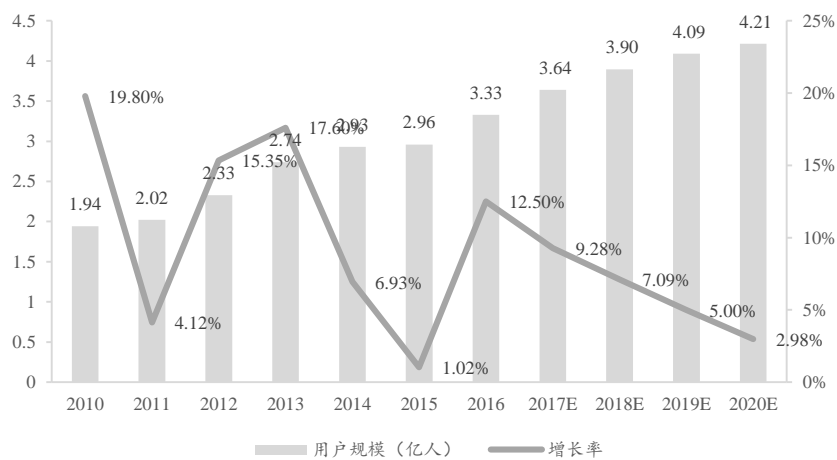
仅按照订阅收入计算, 2016 年数字阅读用户付费转化率在 15% 左右, ARPU 约 197 元; 预计 2017 年订阅 ARPU 维持在 200 元左右, 参考阅文招股说明书中对用户规模的判断, 预计 17 年用户规模可达 3.64 亿, 渗透率增长至 17% 的水平, 则对应订阅收入在 124 亿的水平。

图表 25: 17 年订阅收入测算假设

	假设	假设依据
用户规模	3.64 亿	用户规模增速约 9%，参考阅文招股说明书
付费率	17%	16 年掌维付费率 10%，低于行业平均水平
ARPU	200 元	与 16 年维持同一水平，付费用户阅读量很难快速提升

资料来源：数字阅读白皮书等，东吴证券研究所

图表 26: 数字阅读用户规模



资料来源：数字阅读白皮书等，阅文集团招股说明书，东吴证券研究所

参考视频付费渗透率，以及起点等平台会员收费机制和阅文招股说明书中的判断，我们认为五年内用户规模复合增速在 6% 左右，2021 年用户可达 4.4 亿左右，付费渗透率在 40% 的水平，ARPU 提高至 220 元左右。在此基础上我们对长期市场规模进行敏感性分析，用户规模在 4.2 至 4.6 亿之间变动，ARPU 在 210-230 元，渗透率在 37-43% 的水平下，市场规模在 326 至 455 亿的水平，我们认为，长期来看订阅收入规模大约在 387 亿左右。

图表 27: 订阅收入长期空间测算假设

	假设	敏感性分析区间
用户规模	4.4 亿	±0.2 亿
付费率	40%	±3%
ARPU	220 元	±10 元

资料来源：视频行业报告，东吴证券研究所

图表 28: 订阅收入预测

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
订阅收入 (亿元)	98.64	124	160	215	290	387
用户规模 (亿人)	3.33	3.64	3.90	4.09	4.21	4.4
渗透率	15%	17%	21%	25%	32%	40%
ARPU	197.48	200	205	210	215	220

资料来源: 数字阅读白皮书等, 阅文集团招股说明书, 东吴证券研究所

图表 29: 订阅收入规模敏感性分析

用户规模 4.2 亿		渗透率 (%)		
		37%	40%	43%
ARPU (元)	210	326.34	352.80	379.26
	220	341.88	369.60	397.32
	230	357.42	386.40	415.38
用户规模 4.4 亿		渗透率 (%)		
		37%	40%	43%
ARPU (元)	210	341.88	369.60	397.32
	220	358.16	387.20	416.24
	230	374.44	404.80	435.16
用户规模 4.6 亿		渗透率 (%)		
		37%	40%	43%
ARPU (元)	210	357.42	386.40	415.38
	220	374.44	404.80	435.16
	230	391.46	423.20	454.94

资料来源: 2016 年度中国数字阅读白皮书, 东吴证券研究所

版权收入 16 年达到 7.8 亿, 同比增速达到 139%, 预计随着泛娱乐布局的持续扩张, 版权收入有望持续增加, 预计 17 年增速在 80% 左右, 规模达到 14 亿; 广告收入预计增速在 40% 左右, 收入规模达到 8 亿; 其他收入同比增长 20%, 达到 9 亿。预计 2017 年数字阅读总规模在 155 亿左右, 同比增速约 32%。

至 2021 年预计订阅收入在数字阅读市场中占比在 70% 左右, 对应数字阅读市场空间在 550 亿左右, 五年内复合增速约 35.59%。

3. 掌阅科技移动端渠道优势构筑强壁垒, “内容创作+发行+衍生” 打造数字阅读生态圈

3.1 移动端渠道优势明显构筑护城河, 增值服务助力业绩成长

“掌阅” 月活持续增长, 粘性逐年增强, 用户付费意愿强

自有阅读平台以“掌阅”作为产品品牌, 目前已分别针对 Android 系统和 iOS 系统推出数字阅读 APP “掌阅”、“掌阅听书”等产品, 以及自主研发了电子书阅读器硬件产品“iReader 电子书阅读器”, 目前“掌阅”拥有超过 6 亿的累积注册用户, 月活跃用户数量达 1 亿人。根据

TalkingData 的应用排行数据显示，2016 年、2017 年各个季度阅读类应用排名中，“掌阅”覆盖率和活跃率均排名第一，“掌阅”利用其移动终端便捷性和及时性的特点，为用户提供具有吸引力的海量内容资源和极致的产品体验，积累了海量的用户规模。另一方面“掌阅”产品的风格和使用体验使数字阅读用户更加容易的形成固定的阅读习惯，在阅读过程中的积累书单、心得笔记、社区关系等都留存在“掌阅”平台上，极大程度上提高了用户粘性和用户使用时间，14 年-16 年日均阅读时长分别为 20.02 分钟、25.21 分钟、35.21 分钟，持续得到提升。

图表 30: 2017 一季度各类阅读应用覆盖率及活跃率排名情况



资料来源: TalkingData, 东吴证券研究所

图表 31: 2014 年到 2016 年掌阅科技运营情况

期间	新增注册用户数 (人)	平均月活跃用户数 (人)	日均阅读时长 (分钟/人)
2014 年	217,577,238	42,053,255	20.02
2015 年	206,869,333	70,884,260	25.21
2016 年	283,276,830	93,630,372	35.21

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图表 32: “掌阅”平台用户充值情况

期间	充值用户数 (人)	人均购买数量		人均充值金额 (元/人)	人均充值次数 (次/人)	充值消费比
		原创文学	出版图书			
2014 年	13128263	201.11 章	5.32 本	32.22	6.23	97.62%
2015 年	13894907	233.78 章	6.91 本	45.13	6.34	99.38%
2016 年	24289120	274.97 章	8.31 本	50.27	5.96	97.75%

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图表 33: “掌阅”平台用户充值情况

充值区间 (元)	充值金额占比	充值人数占比	充值消费比
0-100	25.25%	83.84%	94.47%
100-200	15.53%	8.11%	96.43%
200-500	24.86%	5.87%	97.57%
500-1000	17.27%	1.18%	98.35%
1000-2000	11.71%	0.63%	98.77%
2000-5000	4.96%	0.13%	98.95%
5000 以上	0.41%	0.00%	98.63%

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

“内容”+“硬件”+“流量”增值服务助力业绩增厚。

内容增值服务: 依托于全资子公司天津掌阅和参股投资公司等内容类公司, 在得到网络原创文学版权的独家全面授权后, 通过筛选审核、运作孵化、宣传推广等营运措施, 进一步挖掘和提升版权内容价值后, 向第三方阅读平台提供版权产品, 或者向影视公司、游戏公司等进行版权授权, 合作进行文化娱乐产品的项目开发。截止目前公司版权储备丰富, 拥有数字内容 523752 册, 包括图书、原创杂志、漫画等多类型的书籍, 内容增值服务未来将极大的拉动业绩的增长。

图表 34: 公司丰富的版权资源

数字内容种类	数字内容数量 (册)	典型作品
出版图书	367032	《三体》《冰与火之歌》《加勒比海盗 5》
原创文学	124266	《武器大师》《诸天至尊》
期刊杂志	10077	《时尚先生》《故事会》《男人装》
动漫作品	12064	《偷星九月天合集》《蓝翅》《长歌行-夏达》
合计	523,752	

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

硬件增值服务: 基于自身数字阅读服务体系, 自主研发并销售搭载掌阅软件系统的电子书阅读器硬件产品“iReader”阅读器, 发挥其便携易用、舒适护眼、阅读体验更接近于纸质书的优势, 为数字阅读用户提供软硬件一体化的数字阅读服务。硬件产品业务通过自主研发、销售电子书阅读器, 完善了公司的数字阅读生态、提升了用户体验、增强了公司品牌的影响力, 为公司实现从内容—平台—硬件的产业链布局提供了硬件基础, 预计未来将为公司稳定的提供业绩增量。

图表 35: 掌阅硬件电子书阅读器



资料来源: TalkingData, 东吴证券研究所

流量增值服务: 近年来, 通过自有阅读平台“掌阅”的推广应用, 公司已经具备了非常充沛的用户流量。基于庞大的用户规模基础, 公司在不影响用户体验、公司品牌定位的情况下, 逐步探索实现新的流量变现方式, 主要有以下两种方式:

A、游戏联运业务: 基于“掌阅”平台读者用户群体, 选择精品优质的移动端游戏产品进行联合运作, 重点推广以文学作品 IP 改编的游戏作品。目前主要联运游戏包括《梦幻西游》、《大主宰》、《斗破苍穹》等。

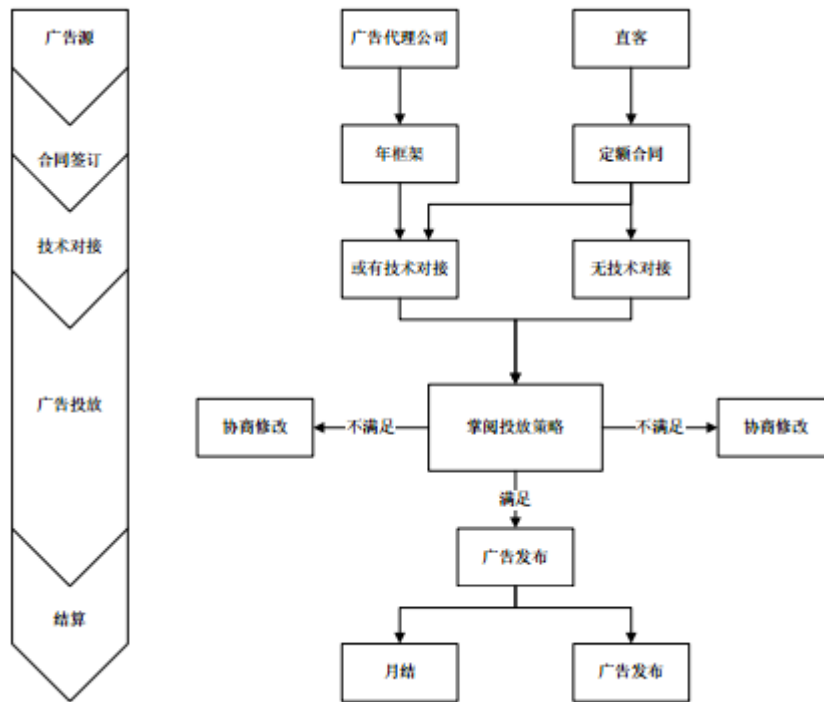
B、广告营销业务: 在不影响用户阅读体验的前提下, 公司通过“掌阅”平台为行业客户和品牌客户提供移动广告营销推广服务, 以影视娱乐、文化创意类等能够匹配公司数字阅读用户需求 and 品位的广告类型为主, 不过分追求变现效率的最大化。

图表 36: 游戏联运主要充值

年度	充值渠道	游戏充值金额 (万)	收入占比 (%)	充值渠道类别
2017 年 1-3 月	支付宝	220.55	0.58	第三方
	现在支付	95.11	0.25	第三方
	财付通支付	23.19	0.06	第三方
2016 年	支付宝	1799.70	1.50	第三方
	财付通	494.70	0.41	第三方
	易联支付	89.32	0.07	第三方
2015 年	支付宝	2617.07	4.09	第三方
	财付通	143.37	0.22	第三方
	易联支付	78.41	0.12	第三方

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图表 37: 广告营销业务流程图



资料来源: TalkingData, 东吴证券研究所

3.2 “内容创作+发行+衍生”，打造数字阅读生态闭环

内容创作平台

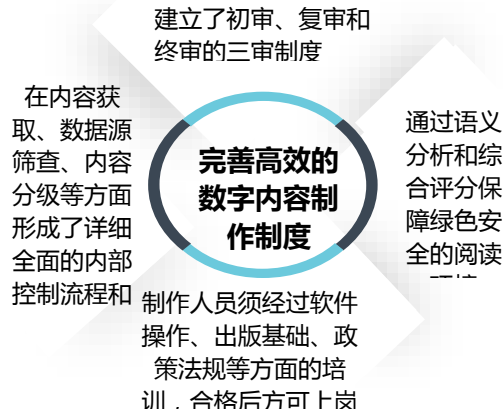
公司目前的业务逐渐切入到上游的内容创作领域: 1) 成立自有原创文学创作平台, 组建专业的编辑团队, 培养签约优秀创作者, 17年2月份连续签约月光和天使奥斯卡等重磅级网络大神作家。2) 开放布局, 战略投资优秀的内容团队, 目前公司参投了杭州趣阅、深圳墨瞳、南京墨阅、杭州品阁、南京分布等内容类公司, 形成风格各异的内容联盟, 让创作者内容百花齐放。3) 给予自有原创平台资源支持帮助, 作者可以拿到具有竞争力的稿酬, 另一方面投入推广资源提升作者个人品牌和知名度, 建立公平透明的收入分享机制, 包括作品的衍生价值分享, 推动作品下游的改编。

内容发行平台

内容发行在公司的战略上占据主导地位, 也是公司能够在数字阅读行业中占据第一梯队的核心优势, 目前内容发行主要包括三个方面:

1) 以“掌阅”APP为核心, 深化用户扩展。目前公司用户的拓展主要集中在在国内和国外两个方向上: 在国内, 持续加强和各大互联网和主要手机厂商合作的深度和广度, 加大覆盖面, 另一方面, 建立品牌的知名度、口碑, 通过电视、地面、网络、节目冠名等强化; 在国外, 主要在海外内容的拓展和海外渠道的拓展上发力: 内容拓展方面, 持续加大内容输出, 渠道拓展方面, 通过海外互联网平台在全球进行推广, 目前公司已经组建了海外业务部。

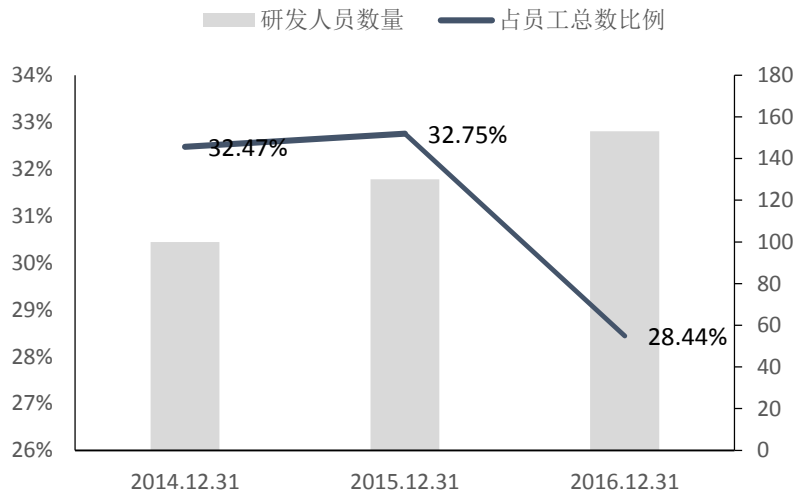
图表 38: 公司完善的制作制度



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

2) 加强研发销售电子阅读硬件产品，打造数字阅读自有渠道。电子阅读器有其舒适、大屏、无闪烁等优势，更接近纸质阅读，提升了数字阅读用户的阅读体验，增强了用户的粘性和品牌认同度，将进一步的丰富公司的渠道推广资源，有助于形成软硬件一体化的数字阅读服务格局。报告期内，公司研发人员数量持续增加，体现了公司对产品研发及技术创新的重视，对自有渠道的重视。

图表 39: 掌阅科技研发人员情况 (人)



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

3) 开放核心资源，为内容生产团队和个人提供自运营平台。公司将进一步开放自由的核心系统资源给专业的内容生产团队以及个人，为他们提供自运营平台，从而促进传统的数字阅读销售平台向新媒体下的数字阅读生态平台转变。另一方面，加强数字阅读产品形态的升级迭代，从传统的内容电子化向媒体化、个性化、社区化转变。

内容衍生品发行平台

衍生品将是未来 IP 变现的重要一环，以电影市场为例，美国的电影衍生品市场规模远超电影票房，比例大概为 3:7，目前国内的衍生品市场也在 IP 效应的带动下，维持较高的增速。公司旗下“掌阅”月活将近 1 亿人，海量的用户数据使得公司在 IP 筛选、孵化、曝光放大等各个层面具有明显的竞争优势，另外随着掌阅内容战略的持续推进，每年也将会有上万部优秀作品版权产出。结合庞大的平台用户基础以及优秀的内容源，公司将逐步的加强引进顶尖影视、漫画、游戏、周边等公司的力度，以项目开发模式进行深度合作，促进优质 IP 深度运营。

4.盈利预测

公司目前业务结构组成主要有数字阅读、版权产品、硬件阅读游戏联运和广告营销等业务，其中数字阅读占比份额较为稳定且份额持续超过 90%。

1) 综合考虑行业整体增速及公司本身活跃用户数、充值用户数、人均付费金额等的高速增长，假设 2017-2019 年数字阅读业务增速 45%、35%、30%，我们预计 2017-19 营业收入分别为 17.49 亿、24.06 亿、31.30 亿，同比增速分别为 46%、38%、30%。

2) 考虑到公司未来几年将会在内容版权和渠道推广方面投入持续增加，我们预计综合毛利率保持稳中微降状态，假设 2017-2019 年综合毛利率分别为 28%、25%、23%，预计归母净利润为 1.34 亿、2.08 亿、3.00 亿，同比增速分别为 73%、56%、44%；考虑到公司发行股份后总股本达到了 4.01 亿股，预计 2017-2019 每股收益为 0.33 元、0.52 元、0.75 元。

公司深耕行业多年，抢先布局移动端占据渠道优势，有望受益整个付费浪潮红利，长期看好公司发展前景，公司尚未上市，暂不给予投资评级。

5.风险提示

我们认为公司的风险主要包括：

- (1) 数字阅读行业日益激烈的市场竞争风险。随着 BAT、京东等进入数字阅读领域，数字阅读行业的竞争日趋激烈，我们认为公司如果不能制定应对措施，有可能丧失在渠道方面的优势，影响到公司的经营业绩和发展潜力。
- (2) 推广成本上升，毛利率持续下滑严重的风险。目前我国互联网人口红利逐渐消退，获得线上流量的成本也呈现逐年上升的趋势。公司为了维护产品的用户规模将花费更高的成本和费用，将在一定程度上导致毛利率的下滑，如果推广效果不达预期，将对公司业绩造成不利的影响。
- (3) 数字阅读服务之外的业务模式发展不及预期风险。公司目前的变现模式较为单一，主要为数字阅读的阅读付费模式，版权收入、游戏联运、广告营销、硬件收入将是公司未来产生弹性的业务，如果发展不及预期将对公司业绩造成一定的影响。

资产负债表 (百万元) 2016A					利润表 (百万元) 2016A							
	2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E	
流动资产	866.8	1,112.4	1,400.2	1,818.0	营业收入	1,197.6	1,749.1	2,406.2	3,130.1			
货币资金	707.3	812.2	1,060.1	1,321.7	营业成本	803.0	1,251.9	1,815.5	2,407.1			
应收和预付款项	153.1	290.0	327.1	479.3	营业税金及附加	3.1	4.5	6.2	8.1			
存货	5.5	9.2	12.1	16.2	营业费用	224.3	250.0	270.0	300.0			
其他流动资产	0.9	0.9	0.9	0.9	管理费用	100.8	120.0	110.0	110.0			
非流动资产	68.4	55.6	42.7	32.4	财务费用	-13.6	-35.2	-41.1	-48.8			
长期股权投资	27.9	27.9	27.9	27.9	资产减值损失	1.4	0.5	0.5	0.5			
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	0.1	-	-	-			
固定资产和在建工程	10.5	6.9	3.3	-0.4	其他经营损益	7.9	-	-	-			
无形资产和开发支出	27.7	19.2	10.6	4.0	营业利润	78.8	157.3	245.1	353.2			
其他非流动资产	2.2	1.5	0.8	0.8	营业外净收支	7.9	-	-	-			
资产总计	935.2	1167.9	1,442.9	1,850.4	利润总额	86.7	157.3	245.1	353.2			
流动负债	135.5	234.4	301.1	408.4	所得税	9.5	23.6	36.8	53.0			
短期借款	-	-	-	-	净利润	77.2	133.7	208.3	300.2			
应付和预收款项	135.5	234.4	301.1	408.4	少数股东损益	-	-	-	-			
长期借款	-	-	-	-	归属母公司股东	77.2	133.7	208.3	300.2			
其他负债	69.3	69.3	69.3	69.3	净利润	77.2	133.7	208.3	300.2			
负债合计	204.7	303.7	370.4	477.7	EBIT	74.8	140.3	224.0	326.4			
股本	360.0	360.0	360.0	360.0	EBITDA	113.2	152.6	236.4	336.1			
资本公积	277.2	277.2	277.2	277.2								
留存收益	93.3	227.0	435.3	735.5	重要财务与估值	2016A	2017E	2018E	2019E			
归属母公司股东权益	730.5	864.2	1,072.5	1,372.7	指标							
少数股东权益	-	-	-	-	每股收益(元)	0.19	0.33	0.52	0.75			
股东权益合计	730.5	864.2	1,072.5	1,372.7	每股净资产(元)	1.82	2.16	2.67	3.42			
负债和股东权益合计	935.2	1,167.9	1,442.9	1,850.4	发行在外股份(百万股)	360.0	401.0	401.0	401.0			
					ROIC(%)	168.9%	339.8%	274.3%	761.8%			
					ROE(%)	10.6%	15.5%	19.4%	21.9%			
					毛利率(%)	32.9%	28.4%	24.6%	23.1%			
					EBIT Margin(%)	6.2%	8.0%	9.3%	10.4%			
现金流量表(百万元) 2016A	2017E	2018E	2019E		销售净利率(%)	6.4%	7.6%	8.7%	9.6%			
经营性现金净流量	159.9	87.8	226.8	234.7	资产负债率(%)	21.9%	26.0%	25.7%	25.8%			
投资性现金净流量	-73.7	-0.0	-0.0	-0.0	收入增长率(%)	87.2%	46.0%	37.6%	30.1%			
筹资性现金净流量	-	17.1	21.1	26.8	净利润增长率(%)	161.1%	73.2%	55.8%	44.1%			
现金流量净额	86.0	104.9	247.9	261.5	P/E	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.			
折旧与摊销	0.4	0.1	0.1	0.1	P/B	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.			
资本支出	0.4	-	-	-	EV/EBITDA	-6.15	-5.21	-4.38	-3.84			
经营营运资本增加	-0.3	0.5	-0.2	0.6								

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

