

传媒/数字阅读

2017年9月26日

## 掌阅科技（603533）：乘数字阅读之风，打造掌上图书馆

首次覆盖 买入评级

分析师：徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

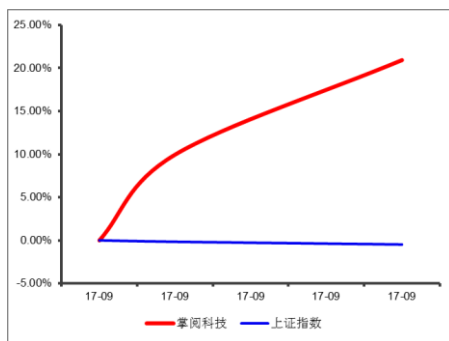
电话：0351-8686801

联系人：徐雪洁

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

传真：0351-8686992

### 公司上市后表现



### 基础数据：2017年6月30日

基本每股收益 (元):	0.19
摊薄每股收益 (元):	0.19
每股净资产:	2.22
净资产收益率:	8.52%

### 市场数据：2017年9月26日

收盘价(元):	7.76
52周最高/最低(元):	7.76/5.83
总股本/流通股本(百万):	401/41
总市值/流通市值(亿):	31/3

### 报告要点：

掌阅科技股份有限公司是由 2015 年 6 月掌阅有限整体变更为股份制公司而来。掌阅有限前身为掌中浩阅，成立于 2008 年 9 月，并在 2014 年 10 月变更名称为北京掌阅科技有限公司。发行前公司总股本为 36,000 万股，张凌云、成湘均为实际控制人，分别持有公司 33.88%、32.19% 股份；公司拥有一家控股子公司天津掌阅，三家全资子公司深圳掌阅、掌阅互娱、香港掌阅。

公司 90%以上营业收入来自数字阅读业务，业绩增长迅速。2014 年营业收入 41,961.65 万元增长至 2016 年的 119,763.04 万元，复合增长率为 68.94%，净利润由 2014 年 5745.57 增长至 7720.96 万元，年复合增长 15.92%。公司主营业务收入还包括硬件产品、游戏联运、版权产品、广告营销等业务收入；营业成本主要来自渠道和版权成本。2014-2016 公司毛利率由 50.24%降至 32.95%，销售及管理费用率下降至 14.35%、7.52%，研发费用持续投入。

内容付费崛起，数字阅读行业不断发展壮大。数字阅读已经成为付费内容行业重要的组成部分，市场规模由 2011 年的 27 亿增长至 2016 年的 120 亿，五年复合增长率 34.76%。目前中国数字阅读用户主要的阅读渠道集中在移动端网站和小说 APP 上，2016 移动阅读市场规模达到 118.6 亿元，五年复合增速达 41.38%。数字阅读市场上企业的竞争激烈，内容是数字阅读企业维持用户粘性和提升盈利能力最核心的手段。经过多年的发展目前数字阅读行业的商业模式日渐丰富，行业中实力强劲的数字阅读企业已经不单单依靠用户付费和订阅实现盈利，而是围绕数字阅读 IP 和用户，打造出了动漫、影视剧、游戏、网络剧等多元化泛娱乐变现模式，能将用户流量和内容转化成收入和利润。最后我们认为，未来数字阅读行业将在政府、企业、用户、技术等市场不同参与方多方推动下有望逐渐迈向成熟。



**掌阅科技：领先的移动数字阅读平台型公司。**1)回顾公司业务发展历程，可以发现公司自2008年成立以来一直致力于数字阅读服务业务，无论是在功能机时代还是智能机普及时代，公司都能紧随市场，深耕市场，自主研发与移动系统相匹配的移动阅读应用平台。

2)目前公司已与知名手机终端厂商、大型应用商店以及部分手机分销商建立渠道合作关系，以收入分成模式增强渠道合作粘性。通过渠道的大力拓展，公司“掌阅”平台已累计覆盖用户数量超6亿人，年均新增用户2.36亿，年平均月活用户从2014年的4205.33万增长至2017Q1的10,289.51万，增长约1.45倍，囊括talking data 2016Q1-2017Q2各季度阅读应用排行覆盖率冠军。

3)公司经过长期的运营积累，与超过500家版权机构及作者建立了长期的合作关系，构建了稳定的内容获取通道。掌阅书库涵盖图书、杂志、漫画、听书等多个品种，拥有数字内容513,439册。下一步公司将以“引入图书37万册，优质网络原创小说11万册，自有网络原创小说优质版权上千册”为目标，扩充公司内容版权库。

4)公司作为深耕于数字阅读服务行业的龙头公司，经过近十年的发展在原有单纯数字阅读平台业务的基础上，不断向产业链的上下游延伸，形成了贯穿于文学创作、版权运营、平台运营、硬件销售及IP衍生的日趋完善的数字阅读产业链。

**公司的目标是打造国内最具影响力的数字阅读生态圈。**内容创作、内容发行、内容衍生开发三大平台将是公司未来三年重点打造的业务板块。本次公司拟向社会公众公开发行人民币普通股4,100万股，募集资金总计16,605万元，发行后公司总股本达40,100万股。募投项目包括：1)数字阅读资源平台升级项目；2)数字阅读技术平台升级项目；3)数字阅读海外开发项目；计划使用募投资金13,332.92万元。

**投资建议：**预计公司2017-2019年EPS分别为0.32、0.44、0.59，对应公司2017年9月26日收盘价7.76元，2017-2019年PE分别为24倍、18倍、13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；市场竞争激烈，版权采购成本上升风险；增值业务拓展及业务模式变革的不确定性；海外市场拓展的不确定性；数字内容遭受侵权盗版风险。

# 目录

<b>一、掌阅科技：公司概况及经营情况分析</b>	<b>4</b>
<b>二、数字阅读：行业发展壮大，内容产业链价值凸显</b>	<b>12</b>
数字阅读已经成为付费内容行业重要的组成部分 .....	12
数字阅读用户已经向移动端转移 .....	13
行业竞争激烈内容为王，变现模式多点开花.....	15
政府+用户+技术+企业助力行业走向成熟.....	17
<b>三、掌阅科技：领先的移动数字阅读平台型公司</b>	<b>20</b>
深耕行业多年，紧随时代步伐.....	20
渠道合作强有力，用户规模不断扩张 .....	21
内容&版权资源丰富，内容制作高品质.....	23
产业链不断延伸，IP 流量多元变现大有可为 .....	25
<b>四、公司未来：经营规划及募投项目分析</b>	<b>27</b>
公司的目标是打造国内最具影响力的数字阅读生态圈 .....	27
上市募资将助力两大平台升级及海外市场拓展 .....	28
<b>五、盈利预测与估值</b>	<b>29</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>30</b>

## 一、掌阅科技：公司概况及经营情况分析

### 公司前身为掌中浩阅，成立于 2008 年

掌阅科技股份有限公司是由 2015 年 6 月掌阅有限整体变更为股份制公司而来。掌阅有限前身为掌中浩阅，成立于 2008 年 9 月，并在 2014 年 10 月变更名称为北京掌阅科技有限公司。

2015 年 2 月，掌阅有限张凌云、成湘均、王良、刘伟平向掌阅有限增资 500 万对其 2013 年以知识产权投入公司的“爱读无线阅读软件系统”非专有技术进行变更，变更后掌阅有限注册资金为 1500 万，实收资本为 1500 万。

2015 年 8 月，掌阅科技以每股 1.40 元向天津爱瑞德企业管理咨询合伙企业发行 519 万股份，该合伙企业为公司 36 名员工股权激励所设立的员工持股企业。

2015 年 12 月，公司以 33.88 元/股向深圳国金天吉创投和广州奥飞文化分别发行 1180.5836 万额 106.2525 万股。

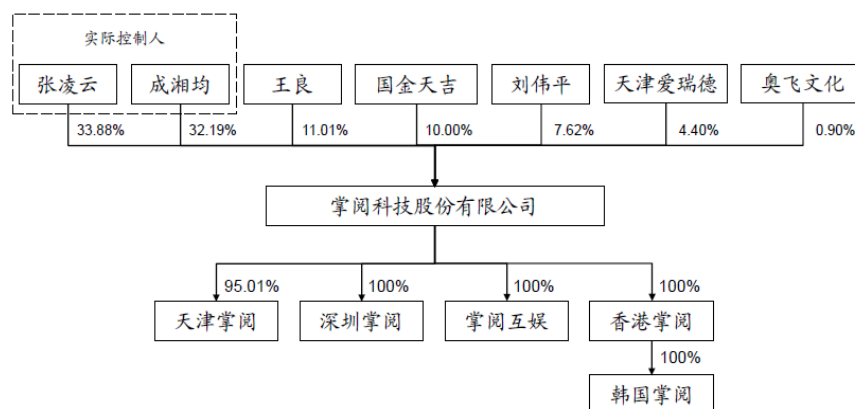
图 1：掌阅科技发展历程



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

截至招股说明书签署日，掌阅科技总股本为 36,000 万股，张凌云、成湘均为实际控制人，分别持有公司 33.88%、32.19%股份；王良、国际天吉、刘伟平、天津爱瑞德和奥飞文化分别持有 11.01%、10%、7.62%、4.40%、0.90%。

图 2：招股说明书签署日掌阅科技股权结构



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

截至招股说明书签署日，公司拥有一家控股子公司天津掌阅，三家全资子公司深圳掌阅、掌阅互娱、香港掌阅，香港掌阅拥有全资子公司韩国掌阅，全资子公司北京掌阅已于 2016 年 2 月注销。

表 1：公司参控股子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
天津掌阅	100%	网络原创文学版权运营业务，主要采取签约作者的方式取得其特定签约作品的独家授权，并通过对文学版权的运营开发取得收益。
深圳掌阅	100%	电子书阅读器硬件产品的研发、销售。2015 年 8 月 20 日，深圳掌阅以 iReader 为品牌，推出了硬件产品“iReader 电子书阅读器”。
掌阅互娱	100%	成立于 2017 年 4 月 10 日，尚处于业务准备阶段，是公司计划用于承接版权产品业务的主体
香港掌阅	100%	公司用于拓展海外业务的平台。香港掌阅通过海外版本“掌阅”APP，借助谷歌 Google Play、苹果 App Store 等全球性渠道，向海外用户提供数字阅读服务，目前尚处于前期拓展阶段
深圳墨瞳	40%	从事原创动漫平台运营和内容经营，其主要业务模式为采取独立创作、签约画家、采购版权等取得原创动漫版权，然后通过其运营的原创动漫平台向用户提供动漫阅读服务。
南京墨阅	40%	原创文学内容经营，业务模式为签约或买断原创文学版权，然后授权给第三方渠道进行分销。
杭州趣阅	39.6051%	原创文学内容经营，业务模式为签约或买断原创文学版权，然后授权给第三方渠道进行分销。
杭州阅品	10%	原创文学内容经营，业务模式为签约或买断原创文学版权，然后授权给第三方渠道进行分销。
南京分布	4.76%	原创文学内容经营，业务模式为签约或买断原创文学版权，然后授权给第三方渠道进行分销。

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

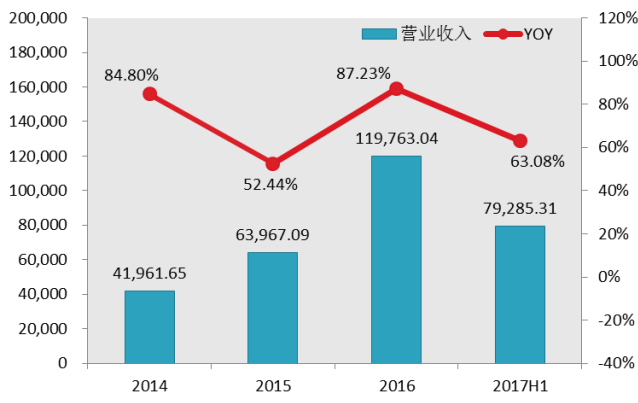
### 营业收入快速增长，净利润增速波动

公司 90%以上营业收入来自数字阅读业务，2014 年营业收入 41,961.65 万元增长至 2016 年的 119,763.04 万元，复合增长率为 68.94%，收入年增长率维持在 50%以上。收入的高速增长一方面受益于数字阅读行业的快速发展，另一方面则是公司自身在技术改进、用户积累及产品和内容不断投入的内生因素驱动下实现。2017 上半年公司实现收入



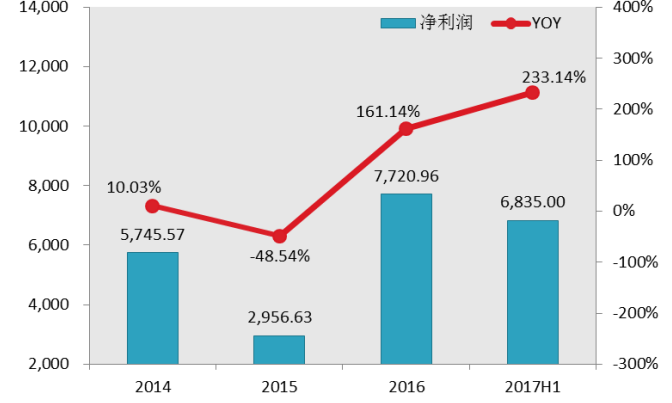
79,285.31 万元，同比增长 63.08%。2014 年公司实现净利润 5745.57 万元，到 2016 年净利润增长至 7720.96 万元，年复合增长 15.92%；整体来看，近三年公司净利润增速的波动较大，2016 年以来净利润增速加快，2017 年上半年公司净利润增长 233.14%，为 6835 万元。

图 3：掌阅科技近三年及一期营业收入增长（万元）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 4：掌阅科技近三年及一期净利润增长（万元）

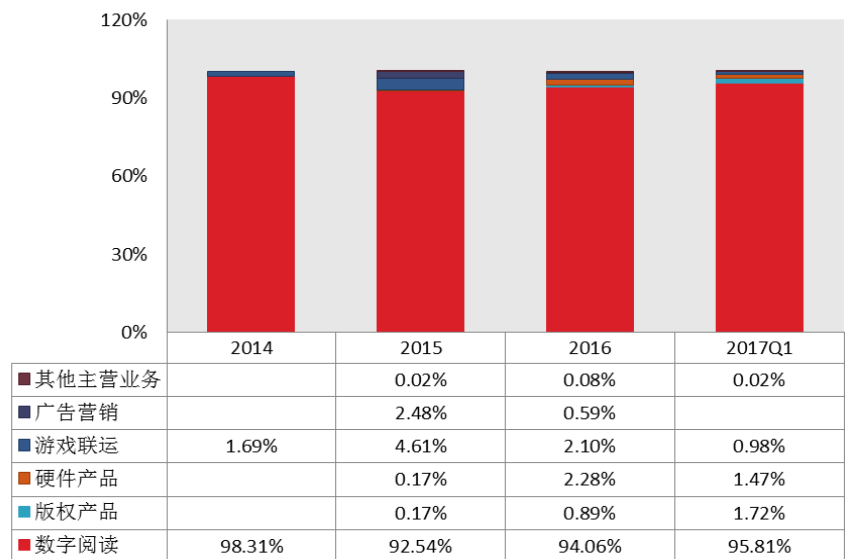


数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 主营收入来自数字阅读服务，结构趋向多元

公司主营业务收入主要包括数字阅读、硬件产品、游戏联运、版权产品、广告营销等业务收入。其中，数字阅读是指公司将获得授权的数字阅读内容进行编辑制作形成数字阅读产品后，通过自有阅读平台向用户进行出版发行，产品形式包括出版图书、原创文学、期刊杂志、动漫作品等。

图 5：公司主营业务收入构成

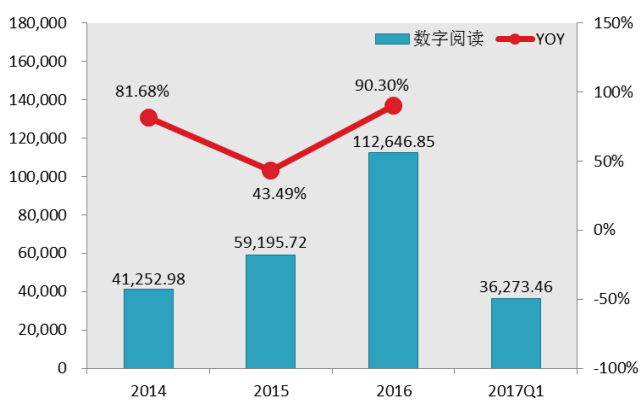


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所



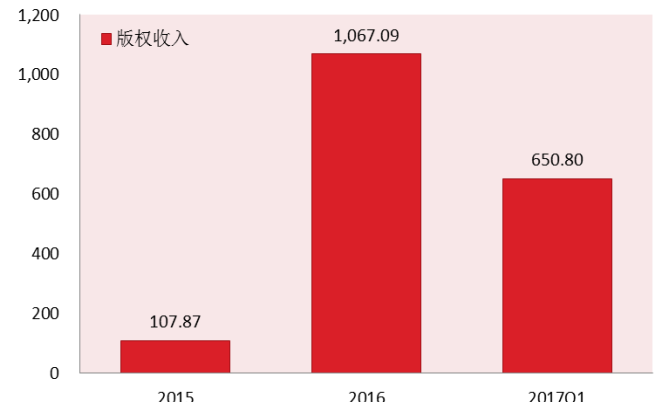
1 数字阅读业务收入占2014-2017Q1 营业收入的比例分别为98.31%、92.54%、94.06%和 95.81%，其收入变动直接影响了公司营业收入增速。2 )版权业务是2015年9月公司成立天津掌阅以来逐渐向产业链上游延伸发展起来的业务，主要从事网络文学的版权运营，通过签约作家获得作品版权，再进行内容版权的开发和运营。2015年-2017Q1 版权业务实现收入107.87万元、1067.09万元、650.80万元，从业务规模来看该业务规模较小，尚属开发阶段。

图 6：掌阅科技数字阅读业务收入及增速（万元）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

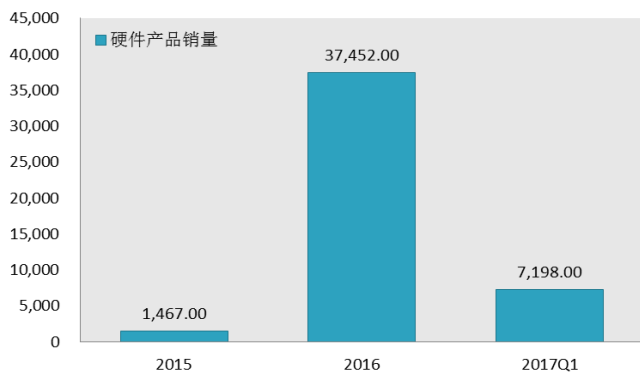
图 7：掌阅科技版权业务收入（万元）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

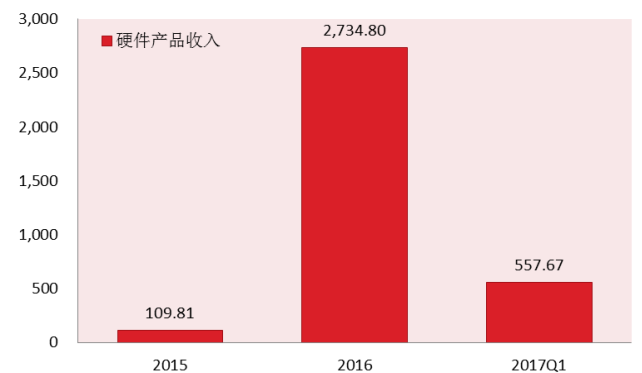
3 ) 硬件产品收入主要来自公司2015年12月收购的深圳掌阅旗下iReader电子书阅读器的销售。公司将业务拓展至硬件主要为增强现有用户的体验和粘性，扩大公司的品牌影响。2015年12月-2017Q1 深圳掌阅分别销售电子书阅读器1467台、37,452台、7,198台，实现收入109.81万元、2,734.80万元和557.67万元。

图 8：掌阅科技硬件产品销量（单位：台）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

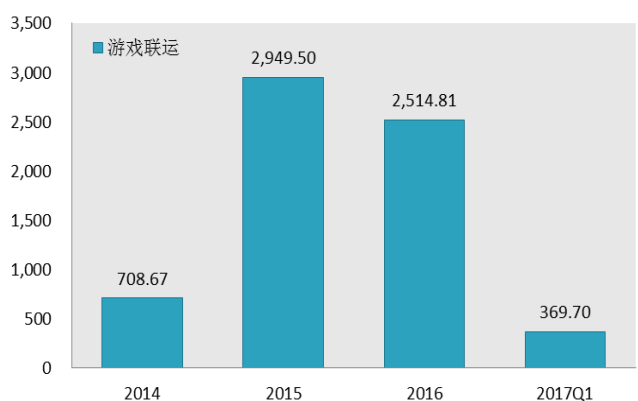
图 9：掌阅科技硬件产品收入（万元）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

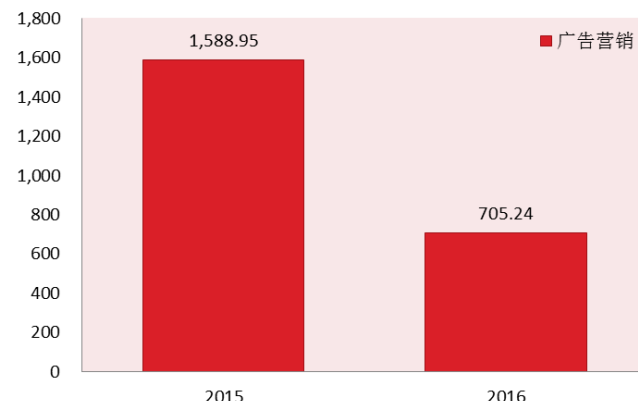
4) 基于公司高用户基数,公司分别于 2014 年下半年和年底开始布局和探索游戏联运及广告营销业务。其中,游戏联运业务在 2015 年增长较快,到 2016 年公司由于经营策略调整导致游戏联运业务收缩。2014-2017Q1 游戏联运业务实现收入分别为 708.67 万元、2949.50 万元、2514.81 万元和 369.70 万元。目前公司联运产品包括《梦幻西游》、《大主宰》、《斗破苍穹》等。广告业务在 2015 年实现收入 1588.95 万元,但在 2016 年开始公司为提升用户体验减少了广告的投放,到 2017Q1 公司暂停了广告营销业务。5) 公司其他主营业务包括实体书售卖和商品、电影票、衍生产品售卖所收取的手续费和渠道服务费,收入规模非常小。

图 10: 掌阅科技游戏联运业务收入 (万元)



数据来源: 公司招股说明书, 山西证券研究所

图 11: 掌阅科技广告业务收入 (万元)



数据来源: 公司招股说明书, 山西证券研究所

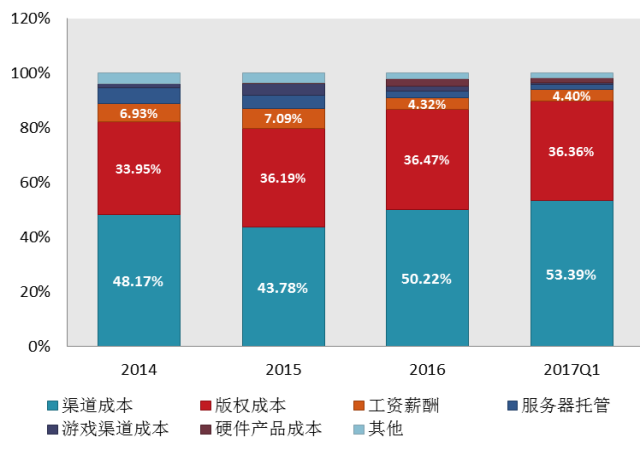
### 渠道+版权成本不断上升, 毛利率略有下降

2014-2016 年公司营业成本为 20,879.26 万、32972.42 万、80,304.02 万元,年复合增长率 96.12%。营业成本主要来自渠道成本和版权成本。渠道成本主要包括与硬件终端厂商、手机应用商店等渠道客户的收益分成,版权成本主要来自公司对版权 IP 的采购。随着公司业务的发展,公司对渠道平台和版权的投入逐年增长,分别由 2014 年的 10,057.72 万元和 7088.04 万元增长至 2016 年的 40,327.80 万元和 29,289.74 万元,年复合增长率分别为 100.24%和 103.28%。营业成本中还包括游戏渠道成本、工资薪酬、硬件成本等,由于渠道和版权成本的比重不断上升,



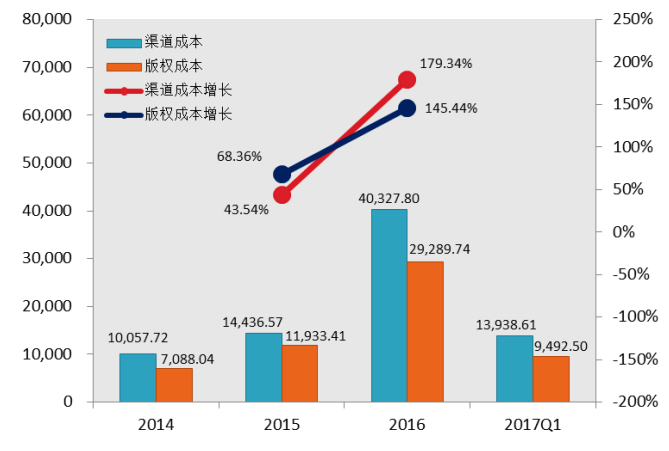
其余成本所占比重较小。

图 12：掌阅科技营业成本构成及比重



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

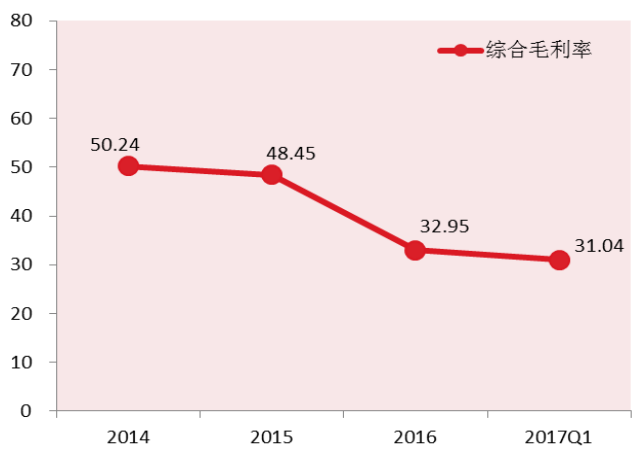
图 13：掌阅科技渠道及版权成本及增长



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

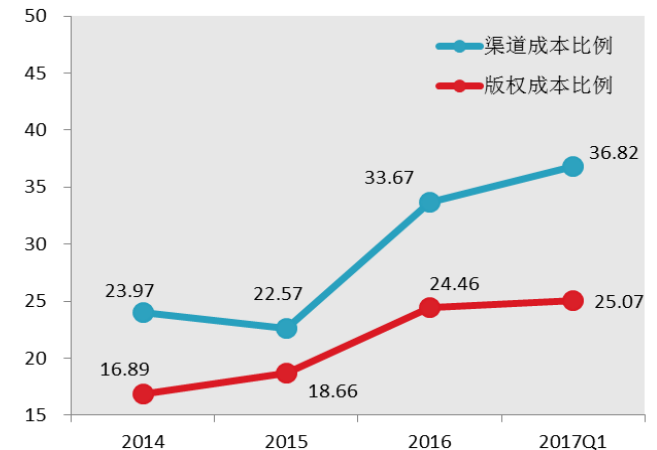
2014-2017Q1，公司综合毛利率分别为 50.24%、48.45%、32.95%和 31.04%，呈现下降趋势，我们认为这主要是因为渠道及版权成本占营业收入比重的增长，两项成本合计占营业成本的比例分别为 40.86%、41.22%、58.13%和 61.89%；尤其是在 2016 年该比例上升了近 17 个百分点，原因在于 1) 公司加大了在合作手机厂商 oppo 和 vivo 上的推广力度，并在 2015 年下半年开始将二者的成比例由 50%提升至 60%；2) 公司部分分成比例较高的优质版权供应商的数字内容收入贡献占比逐年升高，增加了公司对此类供应商的分成，同时 2015 年和 2016 年公司提高了部分优质版权供应商的分成比例。

图 14：掌阅科技 2014-2017Q1 综合毛利率 (%)



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

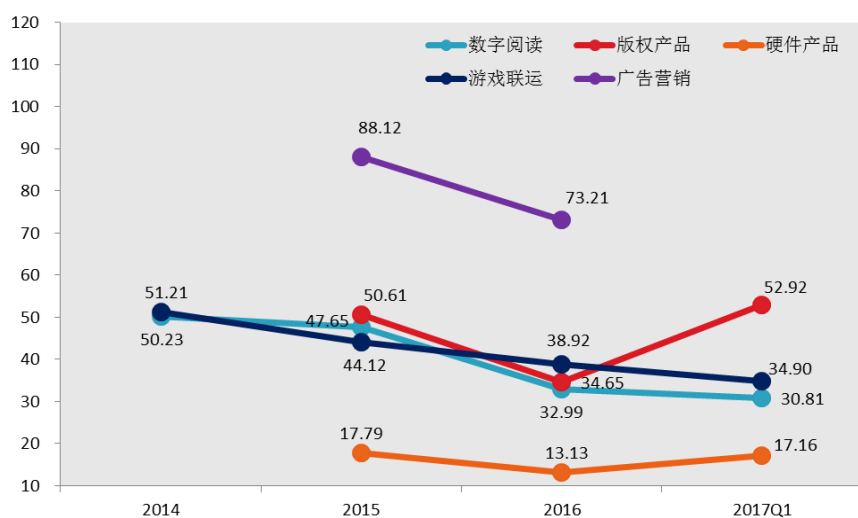
图 15：掌阅科技渠道及版权成本占营业收入比例 (%)



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

从公司主营业务毛利率的情况来看，1) 广告营销业务的毛利率最高，2015-2016 年广告业务的毛利率分别为 88.12%和 73.21%；2) 数字阅读业务与游戏联运业务的毛利水平相当，且二者呈现逐年下降趋势，分别由2014年的50.23%和51.21%下降至2017Q1的30.81%和34.90%。3) 版权产品的毛利率变动较大，2015-2017Q1 分别为 50.61%、34.65%、52.92%，变动-16pct 和+18.3pct，版权毛利率水平变动主要受到销售版权来源的影响，随着公司自有版权的逐渐丰富，该业务的毛利率显著提升。4) 硬件产品的毛利率水平较低，2016 年毛利率下降明显主要受到硬件产品销售由自有渠道转向京东商城等第三方平台销售，折扣较多；2017 年开始公司借助于掌阅 APP、天猫旗舰店销售，基本保持零售价格，毛利率回升至 17%左右。

图 16：掌阅科技主营业务毛利率情况



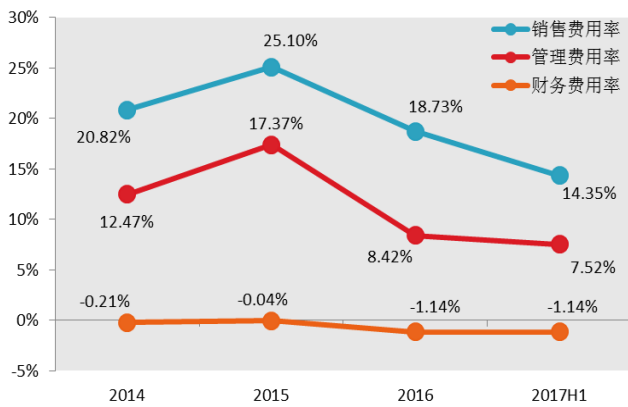
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 销售&管理费用率下降，利息收入走高

公司期间费用率方面，销售费用率和管理费用率在 2015 年后随着营业收入的高速增长而回落，到 2017 年上半年分别下降至 14.35%和 7.52%。其中销售费用主要来自公司在渠道的推广费及广告费的支出；管理费用当中近 50%来自研发支出，公司作为提供数字阅读服务的移动互联网企业，在产品体验上不断加大技术投入，2014 年以来公司研发费用持续增长。公司财务费用主要来自银行存款的利息收入，且随着公司进行的

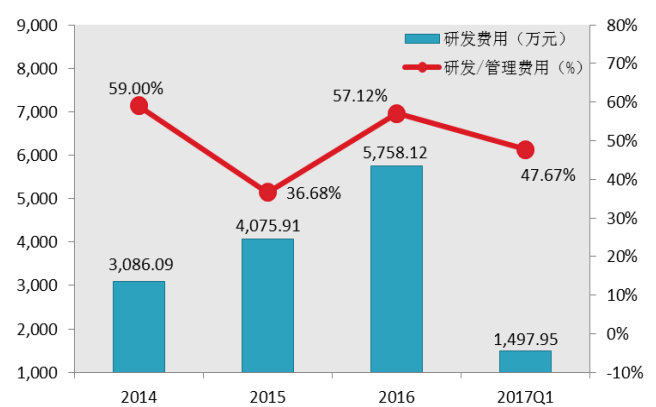
外部融资活动，利息收入呈现出逐年走高态势。

图 17：掌阅科技 2014-2017Q1 期间费用率（%）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

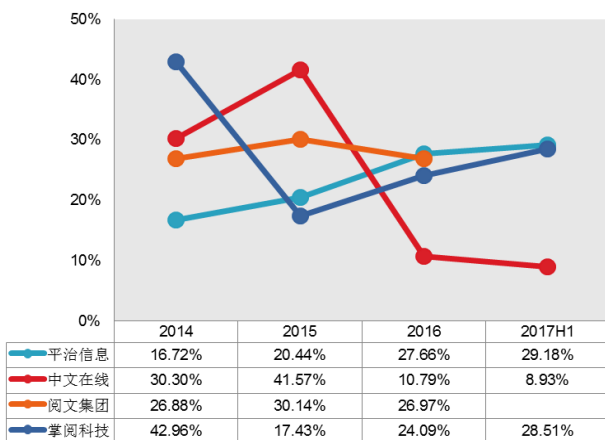
图 18：掌阅科技研发费用及研发所占管理费用比例



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

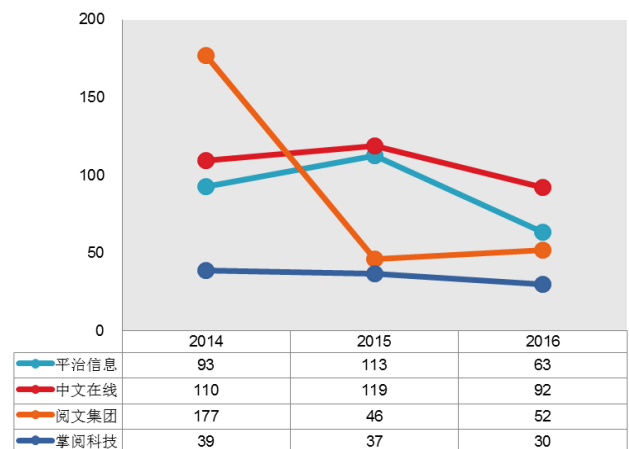
公司其他财务数据方面：1) 资产负债率水平较低，尤其是在 2015 年引进外部投资机构后，2014-2017Q1 资产负债率分别为 42.96%、17.43%、24.09%、25.61%。2) 应收账款周转天数较低，表明回款较快，2014-2016 分别为 39 天、37 天、30 天。3) 存货周转主要反映 iReader 电子书阅读器存货和销售情况，由于公司 2015 年 12 月才开始硬件销售业务，所以 2015 年存货周转率较低，2015-2016 公司存货周转天数为 155 天和 72 天。我们选取了 A 股上市公司中文在线、平治信息及港股计划上市公司阅文集团与掌阅科技进行了比较，综合来看，公司与平治信息的资产负债率水平相当，应收账款周转天数最短。

图 19：掌阅科技与上市可比公司资产负债率比较（%）



数据来源：掌阅科技、阅文集团（缺 2017H1 数据）招股说明书，上市公司公告，山西证券研究所

图 20：掌阅科技与上市可比公司应收周转天数比较



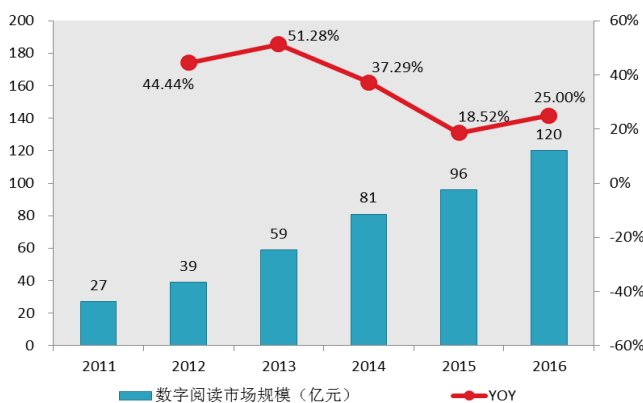
数据来源：掌阅科技、阅文集团（2014 应收账款未采用平均数）招股说明书，上市公司公告，山西证券研究所

## 二、数字阅读：行业发展壮大，内容产业链价值凸显

### 数字阅读已经成为付费内容行业重要的组成部分

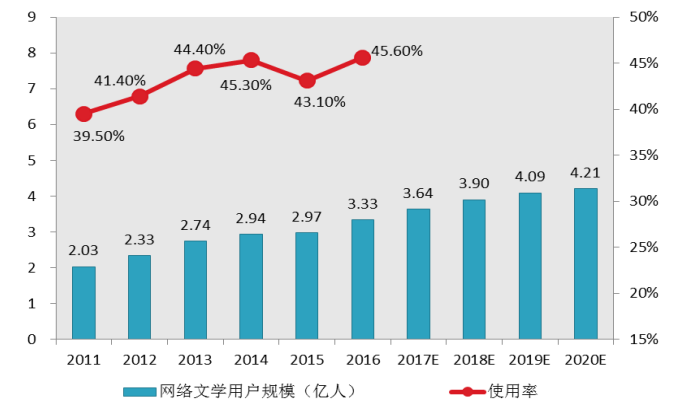
随着互联网的兴起和普及，数字出版业快速发展，数字出版产品形态基本显现，主要包括电子书、数字报纸期刊、网络原创文学、数字音乐、网络动漫、网络游戏等，其中数字阅读是数字出版重要的细分领域。我国数字阅读行业自 2011 年进入高速发展时期，市场规模由 27 亿增长至 2016 年的 120 亿，五年复合增长率 34.76%。在数字阅读领域中，网络文学由于其较低的写作门槛和便利的传播渠道，逐渐发展成为较为广泛和主要的数字阅读产品。中国网络文学发展至今已经涵盖了 200 多个题材，2016 年底作品总数达 1160 万部，其中新创作作品 190 万部，原创网文作家约 600 万人。根据 Frost&Sullivan 的预测，到 2020 年网文作品总数有望达到 2240 万，新创作作品将达到 320 万部。用户规模方面，2016 年 12 月我国网络文学的用户规模为 3.33 亿，较 2011 年的 2.03 亿五年复合增长率 10.41%；使用率由 2011 年的 39.5% 上升至 2016 年的 45.6%，仅次于网络游戏和网上银行；根据 Frost&Sullivan 的预测，到 2020 年网络文学用户规模将达 4.21 亿。

图 21：2011-2016 年中国数字阅读行业市场规模



数据来源：2016 年度中国数字阅读白皮书

图 22：2011-2020 年中国网络文学用户规模及使用率

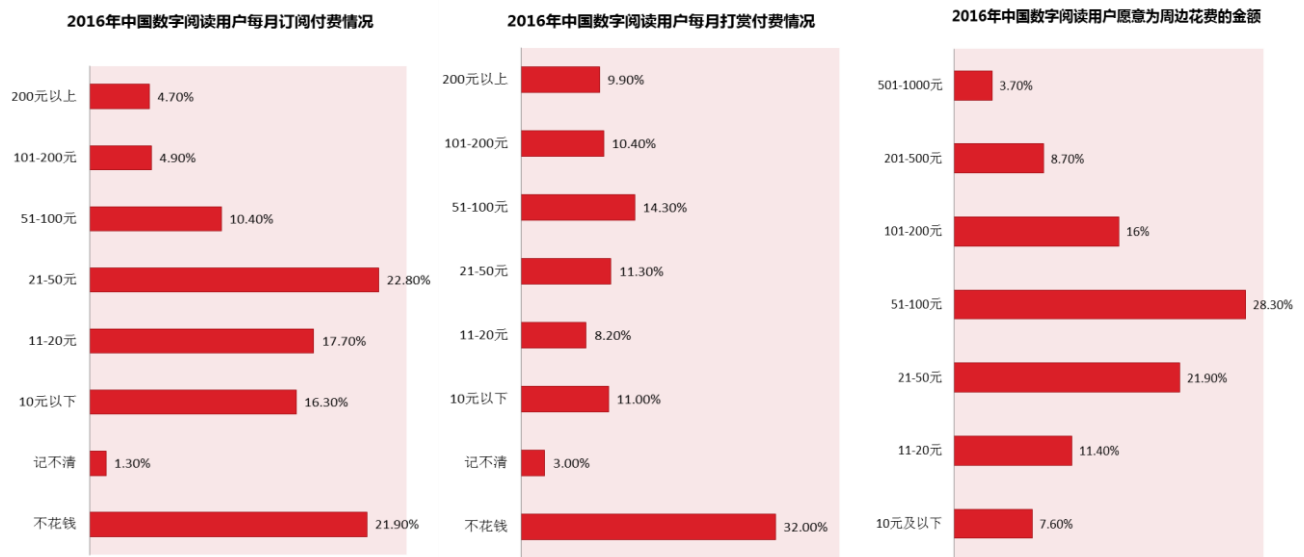


数据来源：CNNIC、Frost&Sullivan

在用户付费率方面市场上还未有完整的统计，但根据艾瑞咨询 2017 年 1 月对用户样本的调研统计数据，2016 年有 80% 的用户为订阅内容付费，70% 的用户曾以打赏作者的方式付费，且用户每月订阅内容的平均

花费为 68 元，打赏的平均花费为 114 元。此外，明确表示愿意购买网络文学周边产品的用户占比 37.1% ,平均花费达 181 元。以上数据表明，随着数字阅读行业的发展和对市场的培育，数字阅读的用户会逐渐向高学历和高收入人群转移，与此同时用户的付费意愿在不断提升，单用户的 ARUP 值也有望继续提升以带动市场规模的增长。

图 23：艾瑞咨询针对数字阅读调研结果的统计

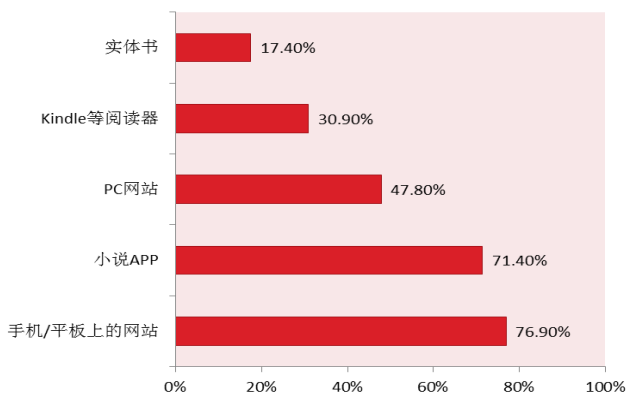


资料来源：艾瑞《2016 年中国数字阅读行业年度报告》

### 数字阅读用户已经向移动端转移

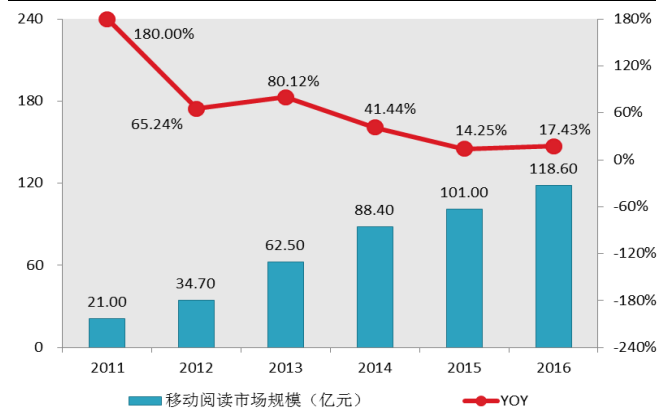
国内移动阅读行业在发展初期是以电信运营商的移动梦网、手机报和各类互联网公司的 WAP 网站为主要的产品形态，但受制于功能机在操作和应用上的不足，移动阅读的用户规模有限，未能形成清晰的商业模式。随着智能机的普及以及移动互联网的快速发展和渗透，为移动阅读应用提供了良好的发展环境，出现了 QQ 阅读、掌阅 iReader、书旗小说等多样化的移动阅读 APP。艾瑞咨询调研结果显示，2016 年中国数字阅读用户主要的阅读渠道集中在移动端网站和小说 APP 上，占比高达 76.9% 和 71.4%，PC 网站仅占比 47.8%，表明阅读用户已基本转移至移动端。根据易观《中国移动阅读市场年度综合分析 2017》，中国移动阅读 2016 市场规模达到 118.6 亿元，较 2011 年 21 亿五年复合增速达 41.38%。

图 24：2016 年中国数字阅读用户的阅读渠道



数据来源：艾瑞《2016 年中国数字阅读行业年度报告》

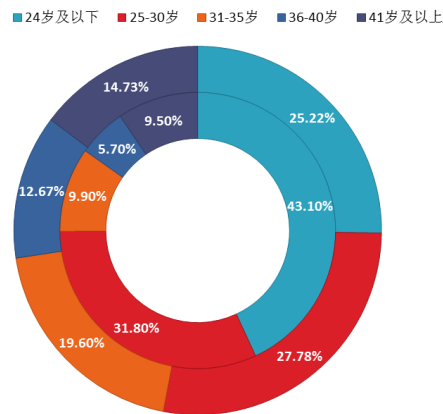
图 25：中国移动阅读市场规模



数据来源：易观智库《中国移动阅读市场年度综合报告》

从移动阅读用户的结构来看,30 岁以下的年轻用户是移动阅读的主力军,但同时看到 24 岁以下的年轻用户占比在减少,而 31 岁-35 岁、36 岁-40 岁及 40 岁以上的三个用户群体占比成倍增长,这表明移动阅读用户群体在朝向有经济能力的、对阅读内容要求较高的群体,同时也有望提升移动阅读用户整体的付费水平。

图 26：2015-2016 年中国移动阅读用户结构变化



资料来源：艾瑞《2016 年中国数字阅读行业年度报告》

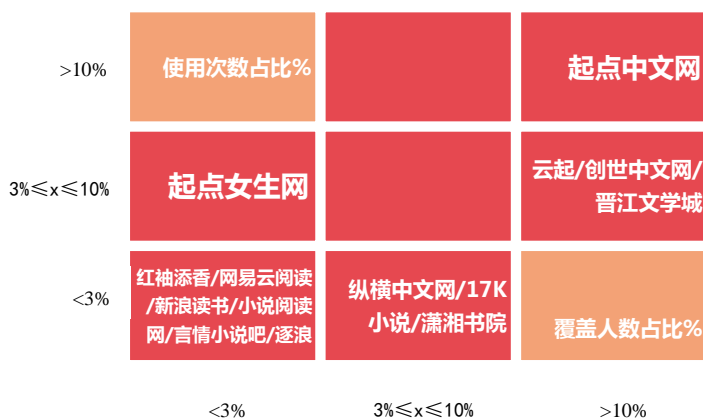
相对于 PC 端而言,我们认为移动端在内容上不存在特殊的区别,但移动阅读自身存在的优势在于:1)对碎片化时间的充分利用,没有应用场景的限制。在数字阅读用户的不同阅读场景中,工作及学习的空闲时间、等人等车的时候、上下班路上等用户偏爱阅读的比例较高,且阅读生活化、碎片化的趋势在加强。2)移动阅读的渠道分发更加丰富,包括在移动硬件厂商内置 APP,各种第三方应用商店推广,社交类流量(微

博、微信、QQ)等不同的流量入口,能够有效形成一定的用户规模。3) 支付宝、微信支付、Apple pay 等移动支付的便捷和普及,使得付费阅读体验更好。

**行业竞争激烈内容为王, 变现模式多点开花**

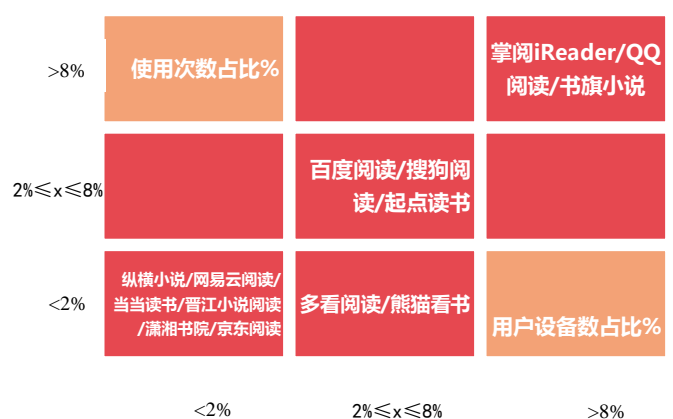
根据 Frost&Sullivan 数据, 2016 年国内数字阅读每月日均活跃用户数计的五大 PC 端网站为起点中文网、晋江文学城、云起书院、17k.com 以及纵横中文网, 日活份额分别为 18.3%、7.9%、6.5%、4.5%、3.4%; 移动端方面则为 QQ 阅读、**掌阅**、起点读书、咪咕阅读、书旗小说, 每月日活跃用户份额分别为 27.9%、**24.7%**、8.7%、7.4%、4.8%。从公司层面来看, 阅文集团、百度文学、中文在线、阿里文学、**掌阅科技**五大网络文学公司日活用户份额分别为 46.5%、18.1%、13.5%、1.5%、**1.1%**; 移动端阅文集团、**掌阅**、阿里文学、中文在线、百度文学的日活份额分别为 48.4%、**25%**、2.3%、2%、0.8%。从上述数据来看, 数字阅读市场上企业的竞争依旧激烈, 阅文集团凭借原盛大文学及腾讯文学的深厚功底, 在国内数字阅读市场享有较大的市场份额, 而掌阅科技在移动端优势明显。

图 27: 2016 数字阅读行业 PC 端九宫格划分



数据来源: 艾瑞《2016 年中国数字阅读行业年度报告》

图 28: 2016 数字阅读行业移动端九宫格划分



数据来源: 艾瑞《2016 年中国数字阅读行业年度报告》

目前数字阅读行业内一般而言会通过不同渠道、内容和产品吸收更多的用户流量, 并增加用户的粘性来实现相对竞争优势。其中我们认为内容

是数字阅读企业维持用户粘性和提升盈利能力最核心的手段，只能通过独家精品内容以及符合平台用户偏好的分众化的内容才能够长期培养和巩固忠实用户。目前来看，我国网络文学的原创力已经有所提升，但同质化、良莠不齐的作品仍旧大量存在。数字阅读企业一方面通过签约作家、与传统内容出版机构、版权机构以及其他内容平台建立合作关系，获得更多的精品内容资源，另一方面通过举办创作比赛、征文大赛等活动，鼓励内容生产，挖掘新人作家。

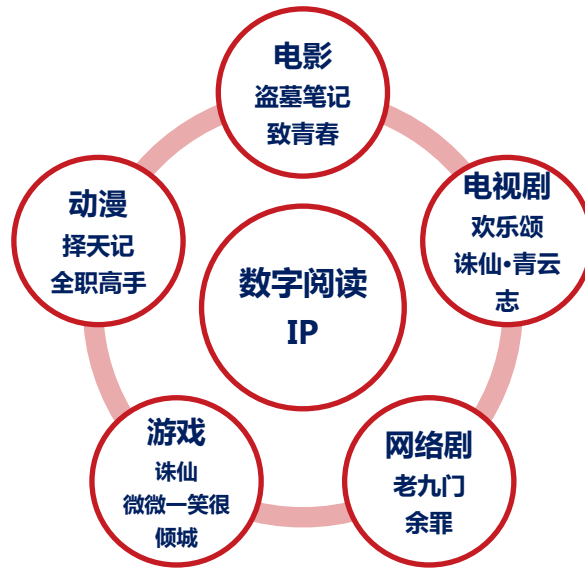
图 29：2016 年底阅文集团、掌阅及中文在线作者及作品数量



资料来源：公司公告，山西证券研究所

经过多年的发展目前数字阅读行业的商业模式日渐丰富，行业中实力强劲的数字阅读企业已经不单单依靠用户付费和订阅实现盈利，而是围绕数字阅读 IP 和用户，打造出了动漫、影视剧、游戏、网络剧等多元化泛娱乐变现模式，能将用户流量和内容转化成收入和利润。例如阅文集团通过旗下起点中文网、QQ 阅读等十多个阅读平台以及微信、QQ 等社交分发渠道聚合内容及用户，与腾讯集团多个业务板块相协同，成为目前 IP 产业最大内容源头，通过深挖平台上优秀作品的价值，产出包括《盗墓笔记》等影视剧，《择天记》等动漫，《傲世九重天》等游戏，深度介入产业链，中文在线等公司本身是以数字内容为起家，主要通过出版、影视、游戏、动漫等类型的公司进行合作而输出 IP，拓展产业链和商业模式，主要合作的泛娱乐企业包括奥飞、万达影视、华策、唐德、盛唐时代、新浪阅读等；阿里文学在 2016 年着手布局二次元内容，重点加强与动漫公司的版权合作。

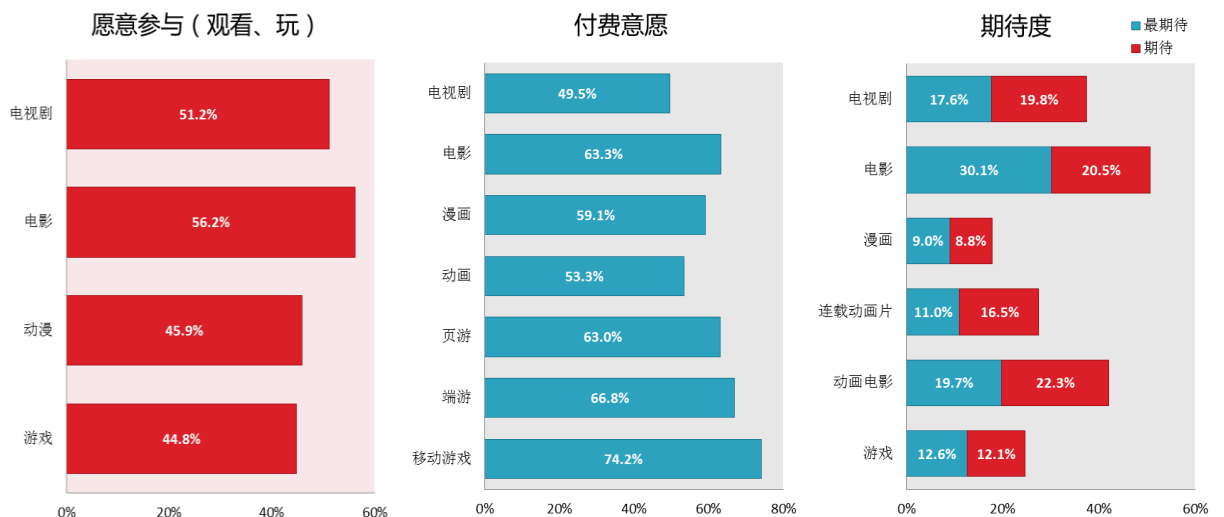
图 30：数字阅读以 IP 为核心的衍生业务产业链及作品举例



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

另一方面从艾瑞咨询的调研数据我们看到，用户对网文 IP 改变产品普遍处于认可态度，在参与意愿上动漫产品的比例最高，约有 73.1% 的网文用户愿意观看动画和漫画作品，游戏意愿次之；在消费意愿上网文用户对移动游戏的付费意愿最高，愿意付费的比例为 74.2%，愿意进入影院观影的比例为 63.3%，动漫的付费比例也在 50% 以上；在对网文 IP 作品改编的期待程度上，电影和动画电影的期待程度最高。

图 31：2016 年用户对网文 IP 改编作品的态度



资料来源：艾瑞《2016 年中国数字阅读行业年度报告》

### 政府+用户+技术+企业助力行业走向成熟

我们认为数字阅读行业将在政府、企业、用户、技术等市场不同参与方

多方的推动下有望逐渐走向产业的成熟。

1) 政府层面，一方面明确鼓励全民阅读和发展数字阅读。2016 年新颁布的《全民阅读“十三五”时期发展规划》中指出，要“大力推进数字化阅读发展，建立全民阅读数字资源平台，推进数字化阅读服务；加快推进传统出版单位数字化转型升级，通过制订配套政策、专项资金资助、推介示范单位等多种方式，推动出版与科技融合发展；加强网络文学出版传播的管理和引导，推出更多网络原创精品力作；深入探索读者阅读行为和阅读习惯的数字化转型”。另一方面则是在打击盗版上加大力度，2015 年国家新闻出版广电总局印发了《关于推动网络文学健康发展的指导意见》提出要建立完善作品管理制度，切实加强版权保护；2016 年 7 月“剑网”2016 年专项行动启动，网络文学成为网络版权监管重点；同年《关于加强网络文学作品版权管理的通知》发布，明确要建立网络文学作品版权监管“黑白名单制度”，适时公布文学作品侵权盗版网络服务商“黑名单”、网络文学作品重点监管“白名单”。

图 32：政府政策法规对数字阅读的支持和版权保护

#### 政策支持：《全民阅读“十三五”时期发展规划》

- 建立全民阅读数字资源平台，推进数字化阅读服务；建立内容丰富的数字阅读资源库群。
- 加快推进传统出版单位数字化转型升级，通过制订配套政策、专项资金资助、推介示范单位等多种方式，推动出版与科技融合发展。
- 用 3 至 5 年时间，使创作导向更加健康，创作质量明显提升，推出一批思想精深、艺术精湛、制作精良、深受群众喜爱的原创网络文学精品。

#### 打击盗版

- 2015《关于推动网络文学健康发展的指导意见》完善作品管理制度，切实加强版权保护。
- 2016 年网络文学成为“剑网”行动网络版权监管重点。
- 2016《关于加强网络文学作品版权管理的通知》，建立网络文学作品版权监管“黑白名单制度”。

资料来源：互联网公开信息，山西证券研究所

2) 用户层面，近年来消费者无论是在消费水平还是消费意识上都有所提升，使得用户的付费习惯日渐培养起来，用户对于内容的付费意愿和

版权意识正在发生改变，这就为数字阅读内容市场发展奠定了基础。与此同时，用户对数字阅读内容的娱乐化需求外，对知识类内容摄取、利用碎片化的时间进行学习的需求也同时在提升，数字阅读也有望在教育端形成新的需求和市场，有利于推动数字阅读内容向多元化和高质量的方向发展。3) 技术层面，科技的发展有望推动数字阅读更加智能化和便捷化，提升用户阅读体验的同时也使得数字阅读对于用户而言更加有吸引力。2017年3月青岛出版集团与全球领先的VR技术企业HTC签订了共建VR阅读和创新教育示范平台的合作协议，将VR技术应用于数字阅读行业，创新服务模式和内容。4) 企业层面，以阅文集团、掌阅科技为代表的数字阅读龙头企业一方面加强内容的投入和平台建设；另一方面加强对版权IP的运作，不断挖掘IP的商业价值和更多元的商业模式，将单个IP不断运营成集电影、电视剧、游戏、动漫、周边的全娱乐产业链的作品，以此推动了版权运营走向成熟；而娱乐产业链上其他类型的公司也更加重视与数字阅读企业的合作，通过各种方式加强版权合作和运营。同时在公司层面对做好对版权的保护和打击盗版的工作，2016年配合剑网行动，33家单位发起成立了网络文学版权联盟，阅文集团、掌阅科技、阿里文学等企业均为联盟成员，从微观层面共同维护行业的健康有序发展。

图 33：中国网络文学版权联盟



资料来源：艾瑞《2016年中国数字阅读行业年度报告》，互联网公开信息

### 三、掌阅科技：领先的移动数字阅读平台型公司

#### 深耕行业多年，紧随时代步伐

回顾公司业务发展历程，可以发现公司自 2008 年成立以来一直致力于数字阅读服务业务，深耕市场多年。在功能机为主流的时期，公司一方面通过电信运营商提供数字阅读增值服务，另一方面则基于功能机操作系统平台下定制阅读 APP，并分别于 2008、2009、2010 年发布了三大版本的定制阅读 APP，形成了“掌阅”数字阅读平台的雏形。此后随着互联网及移动互联网快速发展，智能机不断普及，公司也随即着手于基于智能手机操作系统的数字阅读 APP 的开发推广，在 2011 年上线了公司首个 Android 版阅读 APP，借助该平台运营和分发公司自有版权内容。2014 年以来，公司在“掌阅”平台稳定迭代更新的基础上，加大技术研发创新力度，上线更多人性化的功能提升用户的使用体验。截至 2017 年 3 月 31 日，“掌阅”平台已完成版本迭代 68 次，在业内率先实现了 3D 仿真翻页、护眼模式等技术创新的产品应用，并在文档识别、转化、续读技术以及数字内容的精装排版等方面形成了核心技术优势。此外，公司还基于海量的用户基数及丰富的内容储备，向版权运营、IP 转化、游戏联运、广告营销等衍生和增值业务发展，将多元文化产品与数字阅读服务相结合，形成掌阅自有的数字阅读生态。

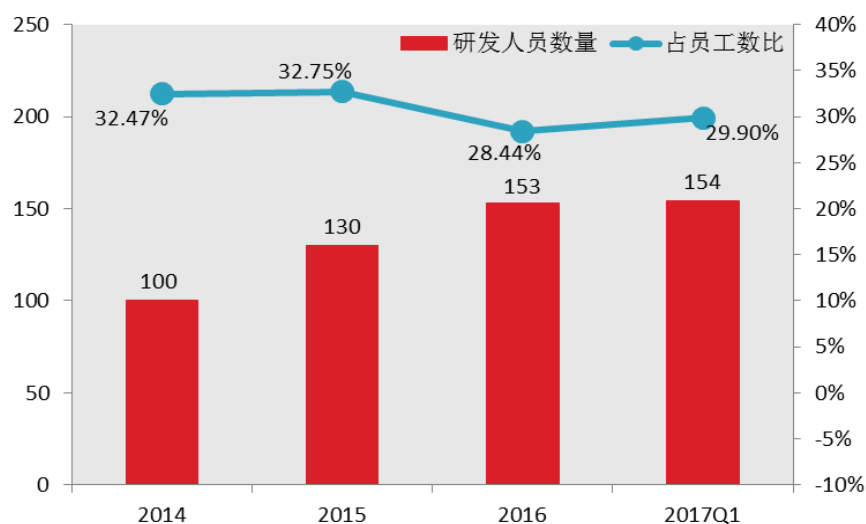
图 34：掌阅科技业务发展历程



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

在此过程中，公司不断增加研发力度，研发人员由 2014 年的 100 人增加到 2017Q1 的 154 人，核心技术人员 5 名，构建了一支稳定度高、技术能力过硬的技术研发团队。

图 35：掌阅科技研发人员情况



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 渠道合作强有力，用户规模不断扩张

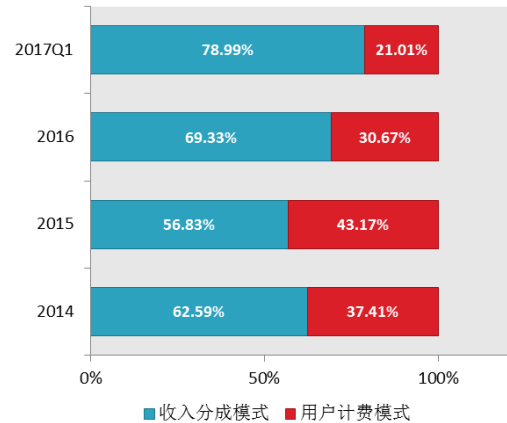
公司主要通过渠道推广和品牌营销两种方式增加公司数字阅读产品的营销和扩大用户的覆盖。目前公司合作的主要渠道方包括华为、oppo、vivo、三星等知名手机终端厂商，360、百度、小米、应用宝等大型应用商店以及部分手机分销商，通过预装、展示广告位等方式对公司数字阅读平台“掌阅”进行推广，同时采用收入分成和用户计费双模式结算，且收入分成模式的比重在近两年不断提升，有助于提升渠道方的合作意愿和推广力度。在品牌营销方面，公司与北京电视台、昌荣传媒等媒体和代理商合作，在电视、户外等传统媒体上进行广告展示和品牌推广。

图 36：掌阅科技推广渠道资源



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

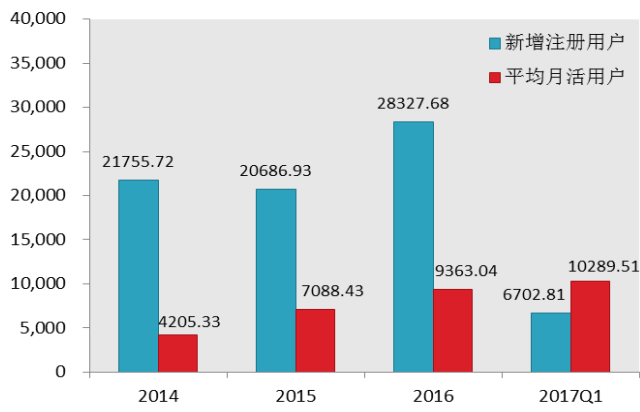
图 37：公司渠道合作模式比重



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

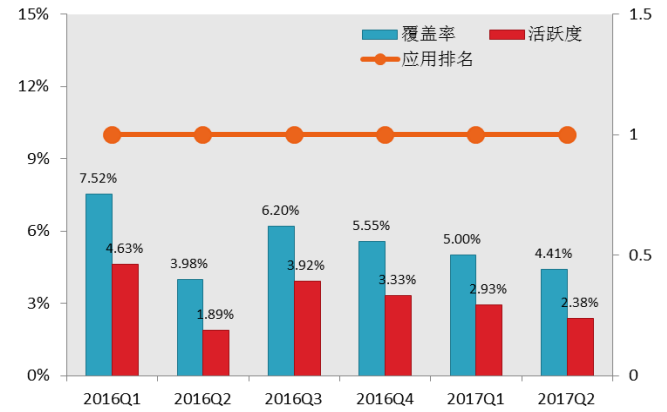
通过渠道的大力拓展，目前公司“掌阅”平台累计覆盖用户数量超 6 亿人，年均新增用户 2.36 亿，年平均月活用户从 2014 年的 4205.33 万增长至 2017Q1 的 10,289.51 万，增长约 1.45 倍。根据 talking data 阅读应用排行数据显示，2016Q1-2017Q2 各季度掌阅 iReader 的用户覆盖率均排名第一位，最高达 7.52%。

图 38：2014-2017Q1 掌阅平台用户数据（万人）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 39：2014-2017Q1 掌阅平台用户日均阅读时长

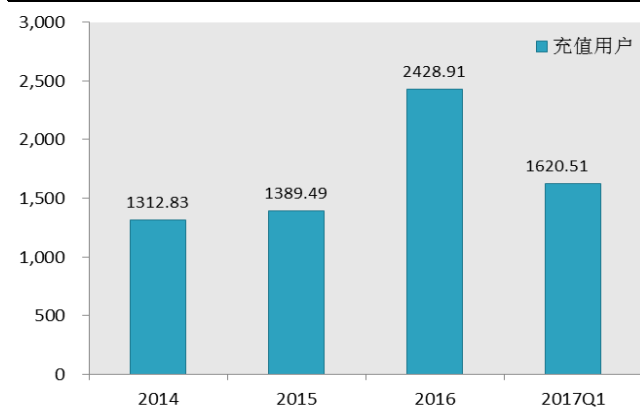


数据来源：talking data，山西证券研究所

在用户时长方面，用户日均阅读时长由 2014 年的 20.02 分钟增长至 2017 年 Q1 的 37.86 分钟，增长近 90%。在用户付费方面，公司的年充值用户数由 2014 年的 1312.83 万人增长至 2016 年的 2428.51 万人，仅 2017Q1 就有约 1620 万用户进行了充值；充值用户平均消费也由 2014 年的 32.22 元增长至 2016 年的 50.27 元，年复合增长率 25%，无论从用户数量还是用户效率情况均有明显的提升。此外在海量用户的

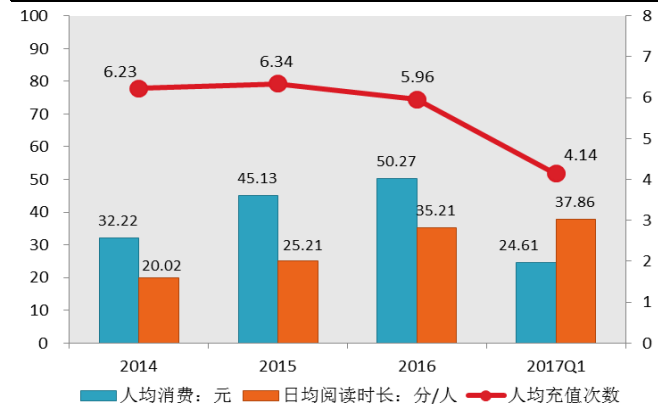
基础上，平台在运营过程中能够收集和分析足够的用户数据，为后续实现精准化的阅读服务和增值服务奠定基础。

图 40：2014-2017Q1 掌阅平台用户充值人数（万人）



数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 41：掌阅平台用户平均消费、阅读时长及充值次数

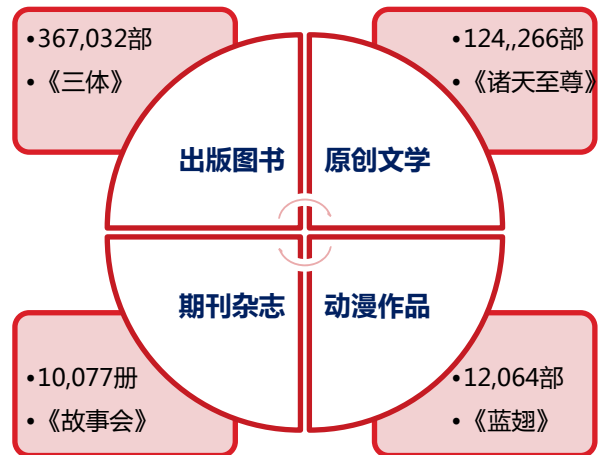


数据来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 内容&版权资源丰富，内容制作高品质

内容一直以来作为数字阅读行业的核心，丰富而优势的内容是吸引用户和增强用户粘性的最重要的手段。公司经过长期的运营积累，与超过 500 家版权机构及作者建立了长期的合作关系，构建了稳定的内容获取渠道。目前掌阅书库涵盖图书、杂志、漫画、听书等多个品种，拥有大量优质图书数字版权，涵盖了人文社科、小说文学、时尚生活、经管励志等多个类别；先后引入包括扶持国内漫画原创作者，上线国内原创漫画上千本，先后和行业多家公司达成战略合作。截至 2017 年 3 月 31 日，公司拥有的数字内容为 513,439 册，包含：1) 出版图书 367,032 部，其中公司重新整理和包装的古代文学精品图书，在行业形成掌阅公版独家品牌；2) 期刊杂志 10,077 册，包括《华夏地理》、《读者》、《第一财经》等最具行业影响力杂志品牌；3) 积极扶持国内漫画原创作者，上线国内原创漫画上千本，收录动漫作品 12,064 部；4) 原创文学 124,266 部，优质作品包括《三体》、《冰与火之歌》等。总体来看，公司已完成对重磅出版图书、杂志、漫画 80%、80%和 65%的覆盖；公司下一步则是以“引入图书 37 万册，优质网络原创小说 11 万册，自有网络原创小说优质版权上千册”为目标，不断扩充掌阅平台的内容版权库。

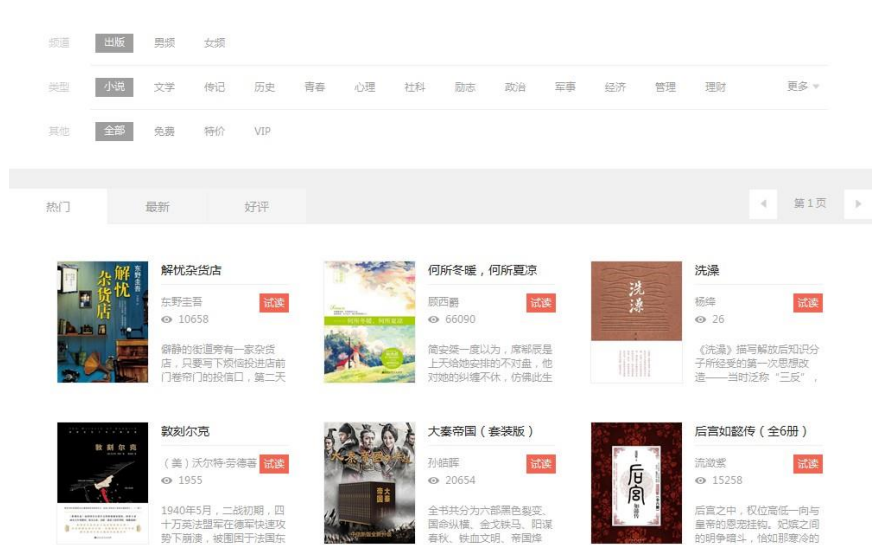
图 42：掌阅科技目前拥有的内容资源



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

除了积累了丰富的版权和内容资源外，公司对数字阅读内容的制作非常注重，自主研发了完整专业的数字内容制作系统，能够高效快速地完成格式转化、编辑排版等工作；建立了经验丰富的专业化数字内容制作团队，并建立了完善的数字内容制作制度，对内容获取、筛查、分级等各方面形成了内控流程和规定，保障了公司数字阅读内容作品的高品质呈现。自“掌阅”平台上线以来，公司累计制作了电子书籍 65 万册，其中精装电子书 10 万册，通过团队合作，月上线图书 6000 册+，自主策划的精品内容获 8500 万下载量。

图 43：掌阅科技 iReader 书城



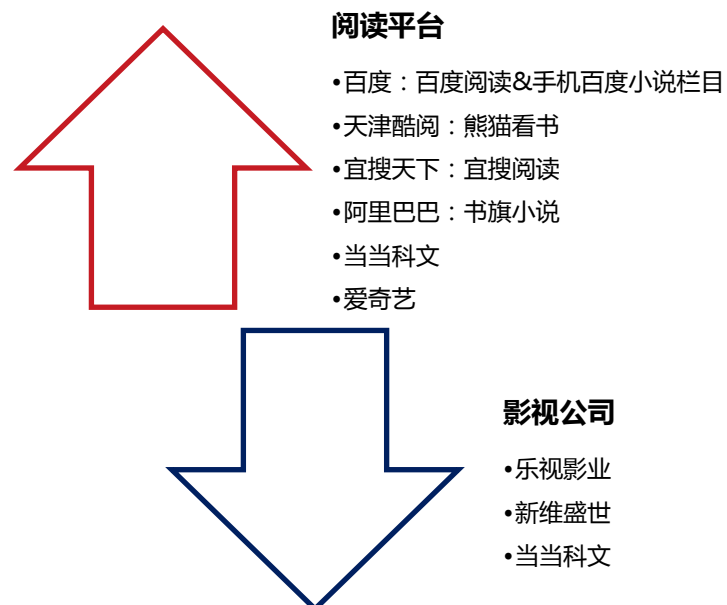
资料来源：公司官网，山西证券研究所

### 产业链不断延伸，IP 流量多元变现大有可为

公司作为深耕于数字阅读服务行业的龙头公司，经过近十年的发展在原有单纯数字阅读平台业务的基础上，不断向产业链的上下游延伸，形成了贯穿于文学创作、版权运营、平台运营、硬件销售及 IP 衍生的日趋完善的数字阅读产业链。

1) 在产业链上游主要为提供数字内容版权，公司一方面建立与出版社、出版机构、文学网站等数字版权采集渠道稳定的合作，取得相关版权的使用权；另一方面则是通过全资子公司天津掌阅以及参股投资的杭州趣阅、深圳墨瞳、南京墨阅、杭州品阅、南京分布等内容类公司，向产业链上游延伸，主要通过签约作者的方式，取得签约作者特定签约作品的授权。与以往数字版权采购相比，天津掌阅直接与著作人签约并为其提供创作平台，从而更为深入地介入数字内容创作环节，不仅能够取得包括作品的复制、发行、改编等大部分著作财产权及转授权，获得通常为 10-50 年的版权授权期，还能以卖断和分成的方式为各类阅读平台、影视剧公司等销售自有版权，同时也能为下游平台运营和衍生奠定强有力的基础。

图 44：掌阅科技版权销售主要客户及采购用途



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2) 数字阅读产业链的中游即为数字阅读平台,公司以自有阅读平台“掌阅”为品牌,分别针对 Android 系统、iOS 系统和 Windows Phone 系统推出数字阅读 APP “掌阅”、“掌阅听书”等产品,致力于向用户打造“随身携带的图书馆”服务。公司以“掌阅”平台为基础,将相关的阅读内容在该平台向用户呈现,并以良好的产品风格和使用体验吸引用户,公司的阅读平台向用户提供个人书单、心得笔记等功能,能够培养用户的阅读习惯并积累用户个人的阅读信息,提升用户的留存率;社区化功能可为用户提供与拥有同样兴趣的用户进行交流和分享的平台,增加用户粘性并吸引更多的读者加入,扩大平台及作品的影响力。此外,公司自主研发的电子书阅读硬件产品“iReader 电子书阅读器”可作为掌阅平台稳定的流量入口,其重要意义在于电子书是以类纸质书籍的观感+便携性向用户呈现了阅读平台上的海量内容,通过硬件绑定了用户,将用户聚合到公司的平台上来,再通过用户对电子书的长期使用将其锁定在公司的平台上。

图 45: 掌阅科技全新推出的 iReader Light

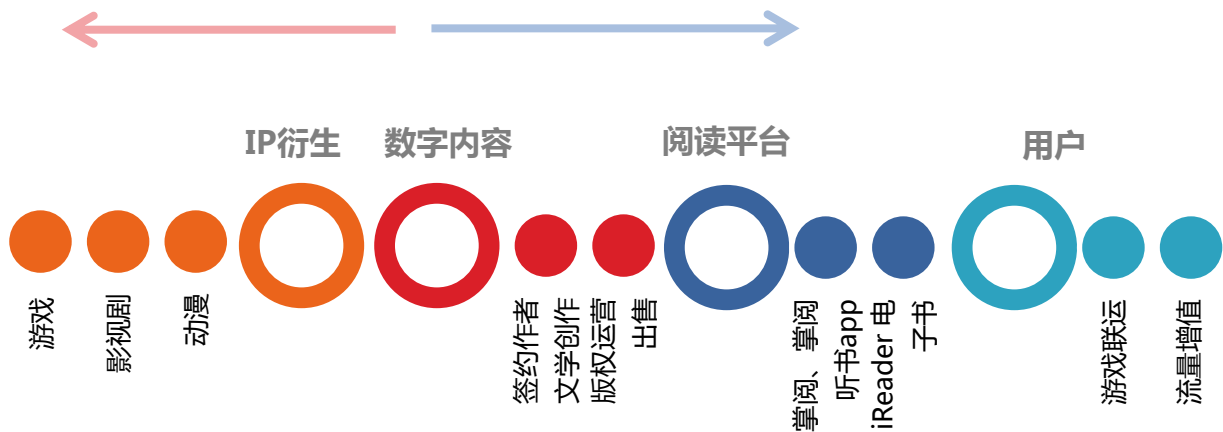


资料来源: 公司官网, 山西证券研究所

3) 在产业链衍生方面,我们认为公司在 IP 及用户规模上具有优势和发展空间。原创文学作品已被认为是内容产业核心—IP 的源头之一,目前

来看公司已向产业链创作端进行延伸，并着手布局将自有版权进行筛选和培养，打造成可以向影视、游戏、动漫、周边等不同产品衍生的 IP 资源，深挖内容价值，丰富内容变现渠道。另一方面公司拥有 1 亿用户，且拥有手机硬件、电子书、应用商店等流量入口。海量用户为公司进行游戏联运等流量增值业务，深挖平台用户价值，同时能够为用户提供与数字阅读相关的游戏、资讯、社交的垂直化娱乐平台，而形成公司自有的数字阅读闭环生态圈。

图 46：掌阅科技产业链及变现路径



资料来源：山西证券研究所

#### 四、公司未来：经营规划及募投资项目分析

##### 公司的目标是打造国内最具影响力的数字阅读生态圈

未来，公司将以数字阅读平台为基础，逐步构建内容创作、内容分发、内容衍生开发等多元业务板块，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，将读者、粉丝、作者、内容提供方、内容衍生相关方等更多参与者囊括其中的数字阅读生态圈。因此“内容创作、内容发行、内容衍生开发”三大平台将是公司未来三年重点打造的业务板块。



图 47：掌阅科技未来三年将重点打造三大业务板块

### 内容创作平台

- 成立自有原创文学创作平台，组建专业的编辑团队，培养优秀的创作者
- 战略投资行业内优秀的内容团队
- 给予自有原创文学创作平台强大的资源支持，推动个人创作及作品改编

### 内容发行平台

- 深化平台用户的拓展，包括国内用户渠道拓展和海外内容拓展、海外渠道拓展，目前公司已组建海外业务部
- 开放核心系统资源，为专业的内容生产团队和个人提供自运营平台
- 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数字内容多媒体化、个性化、社区化转变

### 内容衍生开发平台

- 引入顶尖的影视、漫画、游戏、周边产品等相关公司，采取项目合作开发的模式进行深度合作，将“优质IP深度运营”打造为公司未来在内容方面的核心竞争优势。

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

## 上市募资将助力两大平台升级及海外市场拓展

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 4,100 万股，募集资金总计 16,605 万元，发行后公司总股本达 40,100 万股。公司募投项目投资总额为 104,721.19 万元，募投项目包括：1) 数字阅读资源平台升级项目；2) 数字阅读技术平台升级项目；3) 数字阅读海外开发项目；计划使用募投资金 13,332.92 万元。本次募集资金项目已于 2016 年正式开始实施，投资金额 36,502.27 万元。

表 1：掌阅科技本次募投资金项目及资金使用情况

序号	项目名称	项目投资总金额	使用募集资金投资额	2016 年投资金额
1	数字阅读资源平台升级项目	93,343.36	13,332.92	32,362.53
2	数字阅读技术平台升级项目	6,240.00	--	2,215.32
3	数字阅读海外开发项目	5,137.83	--	1,924.42
	合计	104,721.19	13,332.92	36,502.27

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

1) 数字阅读资源平台升级项目：主要建设内容为数字版权领域投资及版权加工投资，项目计划总投资 93,343.36 万元。公司计划通过加强版权内容采购数量，增加和丰富公司所拥有的内容资源数量，实现公司的

文学作品版权及自有平台签约作者数量快速增长，同时延伸自有文学供应链，打造数字阅读多样化市场，为用户提供更加优质丰富的数字阅读内容，进一步增强公司的市场竞争力，为公司未来打造数字阅读生态圈的发展战略提供基础。

2) 数字阅读技术平台升级项目：公司数字阅读服务业务的技术平台升级，项目计划总投资 6,240.00 万元。公司通过网络平台升级建设，提升公司网络平台的承载能力和系统功能，进一步改善用户的在线体验，巩固公司产品优势，并能够满足公司未来 5 至 10 年的发展需求。

3) 数字阅读海外开发项目：建设内容为海外数字阅读市场开发，项目计划总投资 5,137.83 万元。公司计划在原有版权供应的基础上，将国内优质版权数字图书推广至海外市场，加强公司数字阅读多样化市场，扩大销售渠道，分担公司版权成本，开辟新市场领域形成数字阅读业务多元化布局。

## 五、盈利预测与估值

预计公司2017-2019年实现归属母公司股东净利润1.30亿、1.76亿、2.38亿元，以4.01亿股本摊薄2017-2019年预计EPS分别为0.32、0.44、0.59，对应公司2017年9月26日收盘价7.76元，2017-2019年PE分别为24倍、18倍、13倍，首次覆盖，给予买入评级。

附表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	640	1198	1764	2454	3296	货币资金	624	707	934	1138	1331
减：营业成本	330	803	1216	1691	2270	应收和预付款项	100	153	290	326	502
营业税金及附加	2	3	5	6	9	存货	4	5	7	9	11
营业费用	161	224	282	393	527	其他流动资产	2	1	1	1	1
管理费用	111	101	141	196	264	长期股权投资	0	28	28	28	28
财务费用	0	-14	-21	-26	-35	投资性房地产	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	1	2	2	3	固定资产和在建工程	11	11	6	0	-6
加：投资收益	3	0	0	0	0	无形资产和开发支出	21	28	19	11	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	其他非流动资产	3	2	2	1	1
营业利润	0	0	0	0	0	资产总计	764	935	1287	1514	1871
加：营业外收入	41	79	139	192	259	短期借款	0	0	0	0	0

减：营业外支出	3	8	14	15	21	应付和预收款项	69	135	224	275	394
利润总额	44	87	153	207	279	长期借款	0	0	0	0	0
减：所得税	14	9	23	31	42	其他负债	42	69	69	69	69
净利润	30	77	130	176	238	负债合计	111	205	293	344	464
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	股本	118	360	401	401	401
归属母公司股东净利润	30	77	130	176	238	资本公积	519	277	370	370	370
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	留存收益	16	93	223	399	637
经营性现金净流量	124	160	79	187	171	归属母公司股东权益	653	730	994	1170	1408
投资性现金净流量	-43	-74	12	13	18	少数股东权益	0	0	0	0	0
筹资性现金净流量	448	0	136	4	4	股东权益合计	653	730	994	1170	1408
现金流量净额	529	86	227	204	193	负债和股东权益合计	764	935	1287	1514	1871

资料来源：wind，山西证券研究所

## 六、风险提示

### 数字阅读行业监管政策调整风险

互联网数字阅读是互联网信息技术行业和数字出版行业交叉形成的细分行业，行业行政主管部门主要有工业与信息化部、国家新闻出版广电总局、文化部、国家版权局等。目前，国家对互联网信息技术行业和数字出版行业的监管政策在不断地调整完善之中。未来若发生由于行业监管政策调整导致公司业务范围、经营模式等无法适应调整后的监管体制和政策要求，将有碍于公司业务经营的稳定性，给公司的持续稳定经营带来一定的不利影响。

### 市场竞争激烈，版权采购成本上升风险

随着数字阅读市场的不断发展，内容成为数字阅读平台竞争的焦点，对优质内容的争夺愈加激烈，致使版权交易中作者及版权机构的话语权和议价能力不断提高，数字阅读内容的版权价格逐年走高，公司面临成本不断上升的压力及毛利率下滑风险。

### 增值业务拓展及业务模式变革的不确定性

公司目前拓展了版权产品、硬件产品、游戏联运等增值服务业务，各项业务的经营模式及行业特点与数字阅读平台业务存在差异，且文化产品收益存在不确定性，业务拓展存在不顺利的可能。公司目前正处于自身定位和商业模式转型的探索布局期，未来公司可能由于行业理解偏差、

市场竞争不利或自身经营不良等原因无法实现转型预期，将对公司未来的持续经营能力、市场竞争力及成长性构成负面影响。

#### **海外市场拓展的不确定性**

公司目前已组建海外业务部，计划将公司优质数字版权内容推广至海外市场。但由于海外市场的用户习惯、商业环境、监管政策等因素与国内存在一定程度的差异，公司对海外市场的理解需要进一步深化，海外业务的拓展需要一段时间的探索和布局，因此海外业务的发展速度和经营效果存在一定的不确定性。

#### **数字内容遭受侵权盗版风险**

公司自身运营规范，确保数字内容版权的合法合规。然而，市场上仍然存在部分以盗版方式取得并传播数字阅读内容的现象，盗版产品价格低廉且影响作者创作积极性，破坏行业生态。因此盗版侵权行为将直接影响到公司的销售收入，对经营业绩造成不利影响。

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
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

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。