

平治信息 (300571.SZ)

自有阅读平台业务崛起，享移动阅读行业红利

核心观点:

● 2016 年收入利润双增长

2016 年全年公司实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 178.84%；实现净利润 4831 万元，同比增长 87.6%；实现扣非后净利润 4604 万元。2016 年公司收入、利润双增长主要得益于公司全力打造的自有阅读平台业务。

● 多团队并行模式促自有阅读平台发展

公司运营采用多团队并行的模式，完善“移动阅读业务+资讯类业务+其他增值电信业务”的主营业务布局，其中移动阅读业务为核心。2015 年上半年之前移动阅读的核心业务为运营商基地产品包业务，2015 年下半年开始拓展自有阅读平台业务，建立了超阅小说、知阅小说等多个自有阅读平台，形式覆盖 PC 端、APP 端及微信公众号。自有阅读平台与掌阅及起点读书等平台模式类似。2015 年该业务开始起步，当年收入 47.15 万元（占比 0.28%），2016 年自有平台营业收入上升收入达 2.21 亿元（营收占比 47%），与运营商产品包业务（营收占比 42%）共同成为公司核心业务。通过培育自有平台业务，公司可降低传统业务对运营商的依赖程度，并一定程度规避因移动阅读发展而引起的运营商包月产品整体市场空间增长放缓。

● 投资建议

公司已转型为移动阅读平台型公司，自有阅读平台业务成为公司新的增长引擎。假设随着移动互联网的普及，手机移动阅读市场快速发展，公司加大对自有阅读平台的推广和内容建设力度，促成自有平台良好增长。我们预测 2017~2019 年净利润分别为 0.89 亿、1.31 亿、1.79 亿，按总股本 0.40 亿股计算，EPS 分别为 2.24 元、3.28 元、4.48 元，PE 分别为 70 倍、48 倍、35 倍。首次覆盖给予买入评级。

● 风险提示

市场竞争加剧带来推广、版权成本增加风险；运营业务依赖性风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	168.20	469.02	745.23	1,137.83	1,691.89
增长率(%)	35.42%	178.84%	58.89%	52.68%	48.69%
EBITDA(百万元)	41.17	76.06	63.79	132.23	170.44
净利润(百万元)	25.78	48.43	89.49	131.03	179.02
增长率(%)	26.78%	87.88%	84.80%	46.41%	36.63%
EPS(元/股)	0.859	1.211	2.237	3.276	4.476
市盈率(P/E)	-	49.45	70.22	47.96	35.10
市净率(P/B)	-	9.57	18.49	13.35	9.67
EV/EBITDA	-0.83	29.19	95.89	45.70	35.05

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

161.99 元

报告日期

2017-05-17

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	40/10
流通 A 股市值(百万元)	6,180
每股净资产(元)	6.26
资产负债率(%)	27.66

相对市场表现



分析师:

旷实 S0260517030002



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

杨艾莉 010-59136612

yangaili@gf.com.cn

目录索引

一、平治信息：有特色的移动阅读运营商	4
二、业务：“百足模式”多元业务布局	6
1、移动阅读业务内容数量激增，自有平台主打流量运营	7
2、资讯类业务满足用户日常信息需求	14
3、其他增值电信业务创新服务种类，囊括游戏教育音乐	15
三、财务：2016 年业绩突飞猛进，自有平台崛起	15
1、业绩亮点：移动阅读占比持续上升，自有平台从无到有	16
2、资讯类业务市场反响较好，行业空间有限	21
四、行业：正版化加速移动阅读行业发展	22
1、移动智能设备普及化，版权意识带动移动阅读市场发展	23
五、盈利预测	26
风险提示	27

图表索引

图 1: 2013-2016 年公司总营收及分业务收入构成情况 (亿元)	6
图 2: 自有阅读平台“超阅小说”微信公众号及手机 APP 内容示图	10
图 3: 话匣子听书网页内容示图	13
图 4: 2012-2015 年公司电信运营商基地产品包业务营业收入及增速变化	18
图 5: 平治信息移动阅读业务构成	18
图 5: 掌阅科技主营业务结构 (亿元)	20
图 7: 2014-2016 年资讯类业务营业收入 (万元)	22
图 8: 2014-2016 年其他增值电信业务营业收入 (万元)	22
图 9: 2012-2017 年中国移动阅读市场规模预测	23
图 10: 中国移动阅读市场活跃用户预测	23
图 11: 中国国民人均阅读量 (本)	24
图 12: 移动阅读用户年龄分布	25
图 13: 移动阅读用户付费习惯	25
表 1: 平治信息发展历程	4
表 2: 公司十大股东明细	5
表 3: 平治信息募集资金用途	5
表 4: 平治信息主营业务类型 (与掌阅科技对比)	7
表 5: 平治信息在移动阅读市场及有声市场占有率	7
表 6: 公司不同渠道下相关业务情况	8
表 7: 平治信息合作主要运营商及基地	9
表 8: 平治信息与运营商各大基地主要合作包月产品	9
表 9: 平治信息自有阅读平台主要微信公众号	10
表 10: 平治信息主要自有阅读平台与热门阅读平台对比	11
表 11: 平治信息旗下自有阅读平台主要签约作者及主要作品	12
表 12: 平治信息话匣子业务类型及盈利模式	12
表 13: 移动有声阅读业务的主要竞争格局	14
表 14: 平治信息资讯类业务代表产品	15
表 15: 平治信息 2013-2016 年经营业绩	16
表 16: 平治信息主营业务收入构成 (万元、%)	16
表 17: 平治信息移动阅读业务构成 (万元、%)	17
表 18: 2014-2015 年点播及包月业务推广成本变化	19
表 19: 公司移动阅读细分业务毛利率情况	19
表 20: 掌阅科技各主营业务毛利率变动 (%)	20
表 21: 掌阅科技营业成本构成及占营业收入比重	21
表 22: 平治信息自有平台业务毛利率变化对公司 2017 年业绩的敏感性分析	21
表 23: 网络文学版权保护重要事件	24
表 24: 2015-2016 年热门 IP 改编相关信息	26
表 25: 我国阅读行业市场主要参与者	26
表 26: 2017 年细分业务收入与毛利润预测 (万元)	27

一、平治信息：有特色的移动阅读运营商

杭州平治信息技术股份有限公司，成立于 2002 年 11 月 25 日，2012 年 8 月 24 日改制为股份公司。公司主营业务包括移动阅读业务、资讯类业务及其他增值电信业务。公司 2008 年开始进入移动有声阅读市场，提供服务以有声阅读为主、以文字阅读、动漫画、游戏、音乐、教育等其他服务为辅。公司与咪咕阅读、沃阅读等运营商有良好的合作关系。

在公司的发展历程中，经历几次转型，转型成效显著。公司成立初期开发“家校通”产品，主要提供浙江区域范围内老师对学生家长短信群发通知等服务。2008 年开始进入移动有声阅读领域，2011 年开始发展运营商基地产品包业务。2015 年下半年开始开展自有阅读平台业务。2016 年全年自有阅读平台业务营业收入达 2.21 亿元，占总营业收入 47%，一年内成为公司核心业务，帮助公司形成了“运营商业务+自有平台业务”两条腿走路的产品格局。

表 1：平治信息发展历程

时间	事件
2002 年	11 月杭州平治信息技术有限公司成立，王海平，张海翔和卜佳俊共同出资，注册资本 100 万元
2004 年	8 月公司正式运营，先后开发了家校通、GPS/GIS 定位服务系统、企业商情信息服务系统等
2005 年	2 月获得工业和信息化部颁发的增值电信业务经营许可证
2006-2007 年	公司与中国联通全面合作的联通自有业务上线，提供高品质在线影视、在线教育服务
2008 年	10 月基于 web2.0 模式的 3D 虚拟经营游戏“菠菜家园”上线，并正式开始业务推广
2009 年	3 月研发手机有声阅读产品；8 月获网络文化经营许可证(浙江省)；10 月被科技厅认定为“国家高新技术企业”
2011 年	5 月与天翼视讯传媒有限公司签订“听电视”产品合作协议
2012 年	4 月与中国联通湖南分公司签订沃阅读业务合作协议；5 月与中国电信阅读运营中心签订天翼阅读运营支撑合作协议；5 月收购天信科技获得其 10 项计算机软件著作权、4 项注册商标权及“如意圈图”“爱音乐”两项增值电信业务；7 月收购杭州千越扩充移动阅读业务；8 月整体变更设立杭州平治信息，注册资本变更为 3000 万元
2014 年	4 月收购南颖北琪，获其业务渠道和经营资质及移动游戏等增值电信业务；5 月与央视签署运营合作协议，为其提供移动阅读基地“百家讲坛”品牌包运营服务；9 月收购爱捷讯，获其业务渠道和覆盖全国范围的增值电信业务经营许可证
2015 年	公司开展自有阅读平台业务；设立千韵信息、煜文信息、昇越信息、华欣信息、启越信息、光迅信息、万越信息、煜奇信息、顺奇信息、众越信息、搜阅信息等 11 家公司。
2016 年	5 月参股设立慧园科技，参与中国移动在线教育产品的研发与推广；7 月设立咖梦科技

资料来源：公司官网，公司公告，广发证券发展研究中心

2016 年全年，公司实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 178.8%，实现归属于上市公司股东净利润 4842.6 万元，同比增长 87.88%，实现扣非后净利润 4603.7 万元，同比增长 119.6%。2016 年随着公司上线超阅小说等原创阅读平台，公司移动阅读平台业务总计实现营业收入 3.83 亿元，占 2016 年营业收入比重达 82%。

2017 年第一季度，公司实现营业收入 2.08 亿元，同比增长 234%，实现归属于上市公司股东净利润 2,188 万元，同比增长 139%，实现扣非后净利润 2,171 万元，同比增长 142%。公司前十大股东合计持股占总股本 75.01%，股权较为集中。

公司的控股股东为郭庆，实际控制人为郭庆和张晖夫妻二人。上市后，公司实际控制人持股比例稀释至 42.55%。

表 2: 公司十大股东明细

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例
1	郭庆	10,602,000	26.51%
2	杭州齐智投资管理合伙企业(有限合伙)	6,417,000	16.04%
3	陈国才	3,348,000	8.37%
4	陈航	2,232,000	5.58%
5	吴剑鸣	2,100,000	5.25%
6	杭州中鑫科技有限公司	1,506,000	3.77%
7	程峰	1,395,000	3.49%
8	毕义国	1,116,000	2.79%
9	章征宇	837,000	2.09%
10	卜佳俊	447,000	1.12%
	合计	30,000,000	75.01%

资料来源：公司 2017 年一季度报告，广发证券发展研究中心

公司着重升级移动阅读平台，同时提升研发和创新能力。公司于 2016 年 11 月末首次公开发行并在创业板上市，发行价格为 12.04 元/股，发行 1,000 万股，总股本为 4,000 万股。募集资金总额 1.204 亿元，扣除发行费后净额 8,845 万元，用于移动阅读平台升级改造项目（5,838 万元）和研发中心建设项目（3,007 万元）。

表 3: 平治信息募集资金用途

序号	项目名称	计划投入金 额(万元)	实际募集资金 净额(万元)
1	移动阅读平台升级改造	5,838	-
2	研发中心建设	3,007	-
	合计	8,845	8,845

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

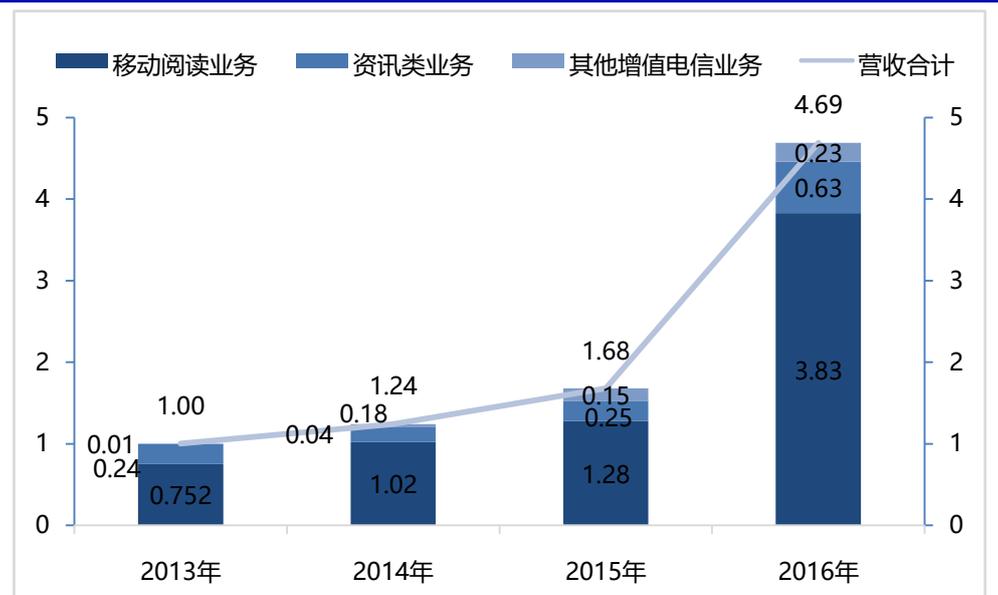
二、业务：“百足模式”多元业务布局

公司主营业务主要包括三大板块：移动阅读业务、资讯类业务、其他增值电信业务。

在内部管理上，公司采用多团队并行的“百足模式”，于2016年内建立了40多个原创阅读内容生产平台，包括超阅小说、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、星芒阅读等自有阅读平台。

- **移动阅读业务板块：**公司核心业务。主要提供以有声阅读为主，以文字阅读、动漫等其他产品为辅的正版移动阅读平台。主要内容分发渠道包括，PC门户、WAP门户、APP、IVR等多种形式。同时推出自有品牌“话匣子听书”，并开展用户分流业务。
- **资讯类业务板块：**与电信运营商合作，提供便民资讯短信、彩信等信息服务。
- **其他增值电信业务：**提供手机游戏、祝福点歌等电信增值服务。

图 1：2013-2016 年公司总营收及分业务收入构成情况（亿元）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从2013-2016年公司收入拆分可以看到，公司的移动阅读平台业务收入占比维持在75%以上，2016年全年，移动阅读平台业务营收为3.83亿元，同比增长198.55%，贡献公司总营收的81.65%，成为公司的核心业务以及营收增长的主要动力。

表 4: 平治信息主营业务类型 (与掌阅科技对比)

业务	平治信息	掌阅科技
移动阅读平台业务	有声阅读为主; 建立超阅小说等多个自有阅读平台; 发展电信运营商基地产品包业务; 建立有声平台“话匣子听书”; 开展用户分流业务	数字阅读为主; 以掌阅网站及 APP 为阅读平台; 开展宣传推广用户分流业务
资讯类业务	为订阅用户提供便民资讯的短信、彩信增值服务产品。内容包括餐饮美食、休闲娱乐、购物指引、旅游住宿、优惠打折等。	不提供资讯类业务
其他增值电信业务	“手机游戏”、“祝福点歌”, 增值业务体量小	游戏联运业务; 广告营销业务; 体量相对较大, 联运游戏《梦幻西游》、《大主宰》等

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

据易观智库统计, 2013-2015年, 公司在整个移动阅读市场的占有率分别为1.20%/1.16%/1.27%, 而在移动有声阅读市场的占有率分别为**24.50%/24.99%/24.43%**, **公司在移动有声阅读市场领先优势明显。**

表 5: 平治信息在移动阅读市场及有声市场占有率

项目	2015 年度	2014 年度	2013 年度
平治信息移动阅读业务收入 (万元)	12,827.36	10,213.11	7,517.51
移动阅读市场规模 (亿元)	101.00	88.40	62.50
占比	1.27%	1.16%	1.20%
平治信息有声阅读产品收入 (万元)	7,086.85	6,997.34	4,654.94
有声阅读市场规模 (亿元)	2.90	2.80	1.90
占比	24.44%	24.99%	24.50%

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

1、移动阅读业务内容数量激增, 自有平台主打流量运营

公司移动阅读业务以提供有声阅读为主, 以文字阅读、动漫画等其他服务为辅的正版版权移动阅读平台。其中**主要包括四大业务板块: 电信运营商基地产品包业务, 自有阅读平台业务, “话匣子听书”业务, 用户分流业务。**

2015年上半年及之前, 电信运营商基地产品包业务一直是移动阅读业务下的核心。2013-2015年, 基地产品包业务完成营业收入5,208/8,170/9,585万元, 占移动阅读业务收入的70%以上。2015年下半年开始, 公司开始建立自有阅读平台业务。**2016年全年, 自有平台业务营业收入达2.21亿元。自有平台 (占比47%) 与电信运营商基地产品包业务 (占比42%) 共同成为公司移动阅读的两大核心业务**, 帮助公司形成了电信运营商产品与自有阅读平台的双轮驱动。

作为正版的移动阅读平台, 公司正版内容的获取主要来自于原创和版权购买两大途径。

● 原创内容:

- 原创文字内容: 公司通过在自有平台上签约作者的方式来获得原创作品, 2016年新增签约作者 2000 余人, 新增原创作品3000 余部, 优秀作品代表《阎王妻》、《凤勾情, 弃后独步天下》、《你在天堂, 我入地狱》等用户关注度高, 其中《阎王妻》点击量超3亿, 百度指数达66631。
- 原创音频内容: 与包括百度文学、网易云阅读、晋江文学城、中文在线等机构建立合作, 购买文字漫画等版权, 通过在职配音人员制作成音频文件; 公司也有在职编辑原创文字内容, 在职配音人员将其制作成音频文件的产品。

● 版权购买:

公司与北京丛林天润、北京朝花夕拾建立合作, 获取它们提供的正版音频文件。

在内容的分发上, 公司则更有特色。相比于行业的领军企业如阅文集团、掌阅科技等拥有大流量阅读APP产品, 公司更强调渠道的多元化和对流量的经营。除了常规的移动阅读APP、移动WAP站点之外, 公司开辟了运营商渠道、手机预装机渠道以及以微信公众号为代表的自媒体渠道。从而形成公司的全渠道分发特色。

表6: 公司不同渠道下相关业务情况

渠道类别	相关业务	提供内容
移动APP	话匣子听书	有声阅读内容
	自有阅读平台	数字阅读内容
PC网站	话匣子听书	有声阅读内容
	自有阅读平台	数字阅读内容
	用户分流	平台提供合作方的推广链接
移动WAP站	增值类业务	在腾讯等网站放置游戏
	话匣子听书	有声阅读内容
运营商	自有阅读平台	数字阅读内容
	话匣子听书	包月有声阅读内容
	基地产品包	包月阅读产品
自媒体(微信公众号)	增值类业务	电话点歌、游戏
	自有阅读平台	数字阅读内容
手机预装	预装推广	厂商手机出厂预装公司APP

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(一) 电信运营商基地产品包业务完善, 为各大运营商提供内容合作及运营支撑

公司与中国移动、中国电信、中国联通等三大运营商建立了较完善的合作模式。公司向其提供数字版权内容, 形成适合在手机上阅读或使用的产品。在产品推广方式上, 主要采用推荐位、积分奖励、互动体系、打折、地方运营商推广、联盟推广等方式吸引手机用户的订阅。用户可以对数字内容的单本、单集、单章节进行付费订阅, 也可通过包月形式进行订阅。公司通过用户的订阅获得分成收入。总体而言,

电信运营商业务模式成熟，目前与公司合作的三大运营商基地已经达到14个，经营业绩稳步增长。

表 7: 平治信息合作主要运营商及基地

运营商	合作平台数量	主要基地代表
中国电信	7	天翼视讯、天翼动漫
中国移动	4	咪咕传媒、咪咕视讯
中国联通	3	联通宽带、阅读基地

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司与电信运营商的合作模式主要包括两种：内容合作及运营支撑合作。

- 内容合作：**通过原创、购买版权后加工等方式获得有声类、文字类、漫画素材等内容资源，制作成指定的格式并上传到运营商平台。用户通过包月/单集订阅运营商平台下相关频道的内容，从而对公司形成收益。公司目前已为中国电信、中国联通、中国移动三大运营商旗下包括天翼视讯、天翼动漫等14大基地提供内容合作。在内容合作上，公司通常可以获得点播/包月收入的50%-70%作为分成收入。
- 运营支撑：**除提供内容外，公司还为与运营商提供前端产品、后端平台的维护和开发。2011年，公司成为移动阅读基地垂直栏目运营方。负责相声评书栏目的内容引入、页面搭建、版权审核、日常运营等工作。并获取相应的分成收入。截至2017年5月2日，公司已为中国电信运营商旗下天翼视讯、天翼阅读及中国移动旗下咪咕传媒提供运营支撑。

表 8: 平治信息与运营商各大基地主要合作包月产品

运营商	基地合作方	产品名称	产品内容
中国移动	咪咕传媒	“相声评书”频道	公司负责频道的内容整合及运营支撑。频道提供相声评书、小品快板、二人转、戏曲曲艺等多种幽默娱乐性内容。2011年9月正式上线。公司负责整体运营，包括门户建设、日常运营维护、视频内容整合等。将视频、影像为媒介的节目转录为音频形式供用户使用。以包月形式计费。
中国电信	天翼视讯	听电视	公司负责内容提供。涵盖潮流动漫、都市休闲幽默动漫以及少儿童话和科幻类内容。
	天翼动漫	“淘漫”专题包	公司负责提供包内资源。提供健康养生相关文字阅读内容，含美容保养、饮食健康、实用妙方等共计80本电子书。
	天翼阅读	说学逗唱	公司负责提供包内资源。提供评书相声、小品快板、二人转等文化特色内容。
	天翼阅读	赢家大讲堂	公司负责提供包内资源。提供成功人物访谈、大师讲座、经管励志等财富智慧内容。
中国联通	联通阅读基地	欢乐听书	公司负责提供包内资源。提供幽默剧场、娱乐八卦、评书讲坛、曲艺杂谈等多种搞笑曲艺内容。

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

(二) 自有阅读平台业务新兴崛起：多平台，长触角

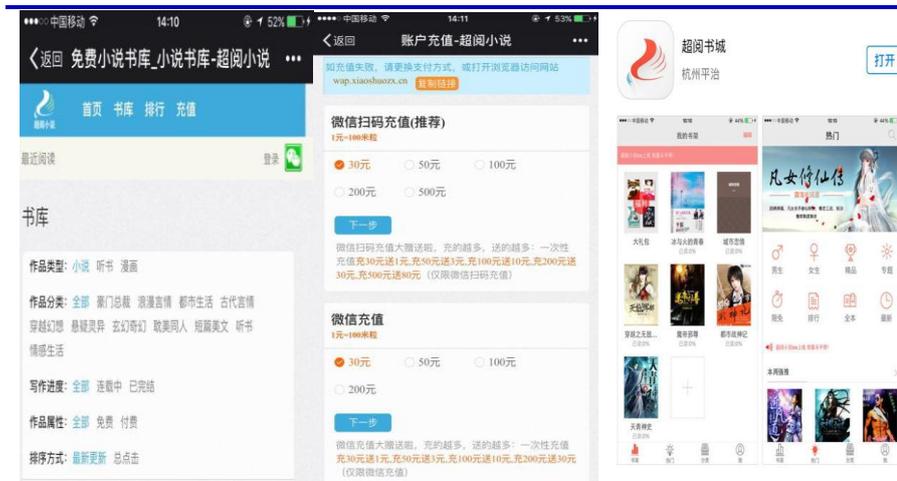
公司从2015年下半年开始拓展自有阅读平台业务，建立了超阅小说、知阅小说等40多个自有阅读平台，形式覆盖PC端、APP端及微信公众号。自有阅读平台与掌阅APP及阅文集团旗下起点读书等平台模式类似：读者可免费阅读开头部分章节，付费订阅后续VIP章节形成收入；或读者购买平台出售的虚拟礼物打赏作者，平台获得分成收入。2015年该业务开始起步，当年收入为47.15万元（占比0.28%），2016年自有平台营业收入上升，达2.21亿元(占比约47%)。

表 9：平治信息自有阅读平台主要微信公众号

微信公众号	运营主体	微信指数
超阅小说	爱捷迅	27,200 (17年1月峰值 35,000)
花生阅读	千润信息	10,553 (17年3月峰值 20,000)
知阅小说	杭州千越	6,500 (17年2月峰值 10,000)
三更小说	爱捷迅	2,900 (17年3月峰值 4,700)
灵书阅读	煜文信息	2,005 (17年2月峰值 5,800)

资料来源：公司 2016 年年度报告，广发证券发展研究中心

图 2：自有阅读平台“超阅小说”微信公众号及手机 APP 内容示图



资料来源：微信公众号，广发证券发展研究中心

- 从运营战略上看，平治信息不同于掌阅、阅文集团等主要依靠单一平台获取收益的模式，采用了多平台并行运营的模式。公司2016年内建立自有平台40多个，凭借流量运营模式弥补与热门网站之间的人气差距。同时公司在微信、新浪微博、今日头条等平台拥有自媒体账号，旗下粉丝达2000万人以上。
 - 从阅读内容上看，平治信息自有阅读平台主要为女性读者服务，界面简洁美观，导向清晰，内容优质。各大自有平台上的小说内容主要分为两类，一是以超阅小说为代表，主要提供言情类女频小说（女性小说频道）的平台；二是以樱桃阅读为代表，主要提供悬疑类女频小说的平台。
- 相比于“起点中文网”、“纵横中文网”等以男性喜爱的玄幻、仙侠内容为主的小说

网站，公司自有的平台更专注于女性小说，题材囊括总裁类、穿越类、悬疑类等热门分类，吸引女性受众；

- 相比于起点、纵横旗下女性小说频道，以及红袖添香小说网，公司自有平台页面更整洁，广告链接较少，阅读感受舒适，并且提供整本免费的小说更多。超阅小说点击总榜第一的《最佳爱情》，在一年内达到6,312万次的统计点击量，已能排入红袖添香历年点击量前五十。

表 10: 平治信息主要自有阅读平台与热门阅读平台对比

客户端	主要类别	主要题材	代表作品及统计点击量
超阅小说	女频小说	豪门总裁/浪漫言情/都市生活/古代言情等	《最佳爱情》6,312 万次、《国色天香》5,986 万次、《倾世皇妃：如意娇宠》6,216 万次
樱桃阅读	女频小说	女性纪实/男性纪实/灵异悬疑等	《你在天堂，我入地狱》3731 万次、《晚安，假面老公》1009 万次
起点中文网	男频小说为主，女频为单一分类页面	玄幻/奇幻/武侠/历史/都市等	《万界天尊》、《圣墟》等
纵横中文网	男频小说为主，女频为单一分类页面	奇幻玄幻/武侠仙侠/历史军事等	《超品战兵》、《末日刁民》等
红袖添香	女频小说	穿越时空/总裁豪门/古典架空/青春校园等	《总裁，离婚吧》11.41 亿次、《隐婚总裁请签字》3.33 亿次

资料来源：各大小小说官方网站，广发证券发展研究中心

- 从内容获取来看，公司自有平台与作者的签约方式多样，且有多种分成奖励。作者在签约超阅小说时，可以在买断签约和分成模式两种方式进行选择，公司在提供保底分成的同时，对完成每月全勤的作者给予更多奖励分成，达到吸引更多优秀作者的效果，公司2016年新增签约作者2000余人。优秀作者为自有平台提供大量平台独占的优质小说。公司与作者签订的是独家全版权合约，签约时间在5-10年左右。为公司后续的IP运营提供了可能性。
- 从读者的支付手段上看，微信支付、支付宝等第三方支付方式的普及使得网络阅读付费更加便利。公司自有平台支持支付宝和微信付款。

多平台并行运营、优质的独占小说、导向清晰的平台定位、吸引作者的分成奖励、便捷的支付方式等成为平治信息发展自有阅读平台的优势，促进了公司移动阅读业务快速发展。2016年公司自有平台原创能力得到提升。新增原创作品3000余部，新增签约作者2000余人。优秀作品如《阎王妻》点击量达3亿，自有平台上，点击过亿的IP作品超过10部。

表 11: 平治信息旗下自有阅读平台主要签约作者及主要作品

	签约作者	主要小说
超阅小说	阿谷君、绿九子、月下销魂等	《豪门契婚》、《婚婚欲醉》、《凤凰劫》
花生阅读	鹿喵喵、我爱喝酸奶等	《盛宠，步步为营》、《早安，鬼王大人》
樱桃阅读	春城、琴韵莲莲、缪娟等	《红颜》、《留住有情人》、《我亲爱的翻译官》
欢阅读	赞美死亡、竹一公子、醉逍遥等	《阎王妻》、《神秘总裁爱上我》、《绝色》

资料来源：公司自有平台网站，广发证券发展研究中心

(三) “话匣子听书”，经典有声阅读业务，覆盖多平台

“话匣子听书”于2009年10月上线运营，为公司有声阅读平台。公司通过移动WAP、PC网站、移动APP、声讯等四种方式，为用户提供小说、评书相声、少儿读物、教育经管等内容的有声阅读服务。**话匣子产品的WAP、移动APP定制版和声讯产品采取收费模式，PC网站则采取免费模式。**2015年和2016上半年，公司实现话匣子业务收入858万/489万，占总收入的比例分别为5.1%/3.08%。

表 12: 平治信息话匣子业务类型及盈利模式

接入方式	盈利模式	价格
WAP	基本版	提供的免费内容，聚集人气。 免费
	定制版	通过与各地运营商合作推出定制版，以包月的形式收费。 包月收费
互联网	-	提供的内容以免费为主。 免费
移动 APP	基本版	免费收听为主，对极少部分精品内容收费，支付方式为手机支付宝等。 大部分免费
	定制版	定制版的包月收入通过跟运营商信息费分成的形式定期结算。 6-10 元/月
声讯	-	跟各运营商省分公司合作，订阅的信息费服务费合作分成。 6-10 元/月 0.1-0.5 元/分钟

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3: 话匣子听书网网页内容示图



资料来源: 话匣子听书网, 广发证券发展研究中心

公司移动有声业务主要竞争对手有盛大天方听书、喜马拉雅听书等, 从各类听书客户端营业模式对比可以看到, 公司经营模式与竞争对手有所差别, 话匣子听书提供免费基本版与收费定制版, 定制版包月价格6-10元, 声讯价格0.1-0.5元每分钟, 价格适宜, 公司2015年度定制版包月用户数量合计达23万人。据易观智库统计, 2016年中国移动有声阅读市场规模将达到25.2亿元。公司在有声阅读市场占有率为24.43%, 处于领先地位。

表 13: 移动有声阅读业务的主要竞争格局

客户端	服务提供商	经营模式和相关特点
话匣子听书	平治信息	提供免费的基本版和收费的定制版，定制版以包月形式收费，价格在 6-10 元/月左右，声讯渠道 0.1-0.5 元每分钟，2015 年定制版包月用户数量合计达 23 万人
盛大天方听书	盛大天方科技有限公司	支持起点账户直接登录；包月付费，包月按照类别不同每月为 20/30 元，书库含《夜天子》，《全职高手》等
搜音客	北京鸿达以太文化发展有限公司	免费试听开头章节，对后续章节按本收费购买，价格一般在 10 元/本以内，主要小说《鬼吹灯》系列
酷听	北京东方视角影视传媒有限公司	购买选择的图书，进行收听下载，主要业务在手机 APP 上提供，作品有《校花的贴身高手》、《百炼成神》等
静雅思听	北京静雅思听信息咨询有限公司	主要提供文学类作品有声阅读，作品价格一般在 3-30 元/本，作品有《瓦尔登湖》、《肖申克的救赎》等
喜马拉雅听书	上海证大喜马拉雅网络科技有限公司	覆盖数 4633 万台，月活 4000 万，提供人气主播阅读频道，提供不同节目频道并进行收费，热门频道《喜马拉雅好声音》、《罗辑思维脱口秀》等
懒人听书	深圳懒人在线科技有限公司	覆盖数 1277 万台，通过商城付费购买书本收听，书库含《八荒武神》等

资料来源：各听书网站及 APP，广发证券发展研究中心

（四）用户分流业务

随着公司旗下网站访问量和用户量的发展，公司开始为合作方提供平台共享服务。公司2010年开始，先后与中投视讯、中信出版社、华数传媒、中央电视台等公司或机构达成合作，开展用户分流业务。用户分流业务类似于掌阅科技的宣传推广业务，用户从平治信息各网站和应用中访问合作方的页面流量能够为平治信息带来收益。

2、资讯类业务满足用户日常信息需求

公司的资讯类业务是通过发送短信、彩信的形式向用户提供餐饮、娱乐、购物、旅游住宿、优惠等信息的业务，满足终端用户对日常生活服务类信息资讯的需求。代表产品有“菠菜家园”、“手机报”、“如意圈圈”、“商情业务”等。

资讯类业务的内容来源包括公司自有团队的实地数据采集和合作商家的提供两类。公司为运营商提供资讯内容后，运营商向订阅用户推送信息，订阅方式包括短信和声讯等，支付包月费用。运营商根据包月费用向公司支付分成。随着移动阅读时代发展，短信及声讯的包月订阅业务难有大规模的增长。2016年全年，资讯类业务实现营业收入0.63亿元，整体收入占比为13.4%。

表 14: 平治信息资讯类业务代表产品

业务名称	特色业务内容	终端使用模式
菠菜家园	发送短信向订购用户提供餐饮美食、休闲娱乐、购物指引、旅游住宿、优惠等信息。	手机短信
手机报	为用户提供餐饮美食、休闲娱乐、日常服务、健康医疗、购物指引、旅游住宿、优惠打折等信息。	手机短信
如意圈圈	为用户提供题库大全、学习诊断等板块，内容涵盖高考、中考等各类模拟题和各类课外知识。	手机短信
商情业务	提供商业类咨询服务，主要包括合同审核、地方规章咨询、简要法律法规答疑、常见的法律问题讲解等功能。	短信、邮件、电话

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、其他增值电信业务创新服务种类，囊括游戏教育音乐

随着公司移动阅读平台逐渐推广，公司推出了“手机游戏”、“祝福点歌”等多种丰富、各具特色的增值电信业务，业务规模还在初步发展阶段。向用户提供各种各样的单机游戏服务和网络游戏服务

- 祝福点歌为用户提供歌曲服务，内蒙古电信用户拨打声讯电话选择歌曲进行收听。
- 游戏业务是公司将自己开发（包括自有IP开发的游戏）或购买的游戏放到运营商的平台上，供用户直接登录或下载使用。根据游戏的种类不同主要包括购买道具付费、下载付费、激活计费等方式计费。用户在付费后，运营商的游戏基地将按照合同分成比例支付给平治信息。

三、财务：2016 年业绩突飞猛进，自有平台崛起

2013-2015年公司业绩较为平稳，分别实现营业收入1.00/1.24/1.68亿元；2016年随着公司移动阅读业务中的自有平台业务快速发展，2016年在收入、利润等指标上有了大幅度的提升。

表 15: 平治信息 2013-2016 年经营业绩

项目	2016	2015	2014	2013
营业收入 (万元)	46,902	16,820	12,420	10,029
yoy	178.84%	35.42%	23.84%	33.69%
营业成本 (万元)	36,067	10,298	7,166	4,963
yoy	250.24%	43.70%	44.38%	51.12%
净利润 (万元)	4,831	2,575	2,033	2,274
yoy	87.62%	26.64%	-10.60%	31.03%
扣非净利润 (万元)	4,604	2,096	1,784	2,040
yoy	119.60%	17.53%	-12.58%	28.52%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

2016年全年公司实现营业收入4.69亿元,同比增长178.84%,实现净利润4831万元,同比增长87.6%。分业务来看,公司的移动阅读平台业务仍然占比最高,全年实现营业收入3.83亿元,同比增长198%。营收占比也从2015年的76%提高6个百分点至82%。

2016年全年,其他两项业务也有了较快的增长。资讯类业务实现营业收入6294万元,同比增长153%,整体营收占比下降2个百分点至13%。其他增值电信业务实现收入2312万元,同比增长53%。营收占比下降4个百分点至5%。

表 16: 平治信息主营业务收入构成 (万元、%)

产品类别	2016 年度		2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
移动阅读业务	38,296	82%	12,827	76%	10,213	82%	7,518	75%
资讯类业务	6,294	13%	2,483	15%	1,815	15%	2,425	24%
其他增值电信业务	2,312	5%	1,510	9%	392	3%	82	1%
合计	46,902	100%	16,820	100%	12,420	100%	10,024	100%

资料来源: 公司招股说明书, 2016 年年度报告, 广发证券发展研究中心

1、业绩亮点: 移动阅读占比持续上升, 自有平台从无到有

表 17: 平治信息移动阅读收入构成 (万元, %)

产品类别	2016 年 1-6 月		2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
电信运营商基地产品包业务	5,149	42%	9,585	75%	8,170	80%	5,208	69%
电信运营业务毛利率	34.91%		40.91%		41.08%		56.49%	
话匣子业务	489	4%	858	7%	1,307	13%	1,728	23%
用户分流业务	819	7%	2,338	18%	737	7%	582	8%
自有阅读平台业务	5,823	47%	47	0%	0	0%	0	0%
自有业务毛利率	22.08%		-2.49%		-		-	
合计	12,281	100%	12,827	100%	10,213	100%	7,518	100%

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

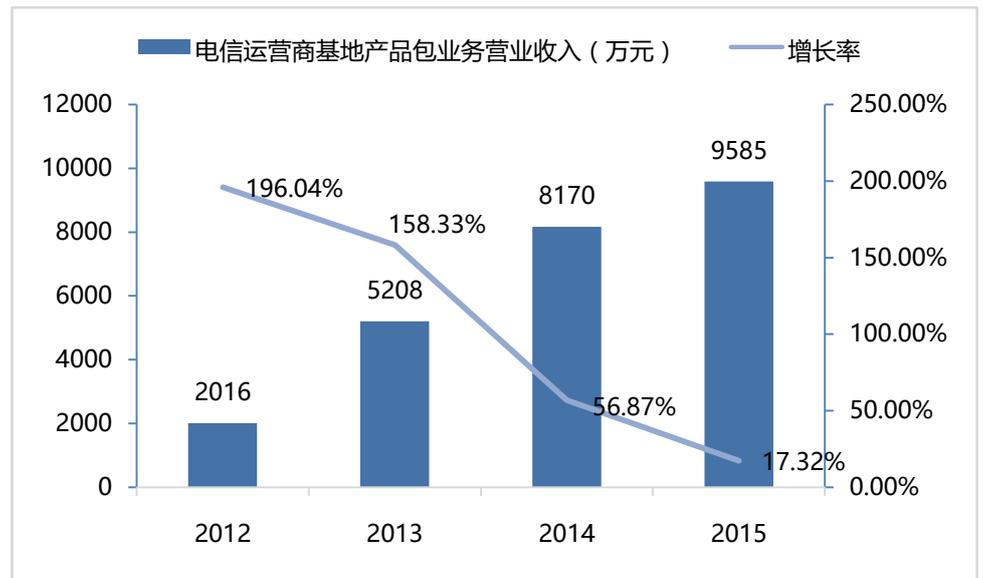
务

: 2015 年下半年, 公司着力发展自有平台业务, 2016 年自有平台开始开花结果。2016 年全年, 自有平台实现收入 2.21 亿元, 占当年移动阅读业务收入的 57%, 占全年营收的 47%。自有平台业务形与电信运营业务形成了公司“两条腿走路”的业务格局。

- 传统支柱——运营商业务: 作为公司的传统支柱业务, 2016 年之前在公司移动阅读业务中, 电信运营业务占据 70% 以上的比例。2013 年至 2016 年 1-6 月, 公司电信运营商基地产品包业务收入分别为 5,208/8,170/9,585/5,149 万元。2016 年全年来看, 若话匣子业务、用户分流业务维持 4%、7% 的收入占比, 则电信运营业务收入约为 1.2 亿元, 相较 2015 年仍有 25% 的增长。

公司选择大举布局自有平台业务, 主要原因在于: 首先, 随着移动阅读市场的发展, 越来越多的用户会选择直接通过手机 APP 进行数字阅读, 通过运营商订阅服务模式的增长将趋于平稳。2012 到 2015 年, 公司的电信运营商基地产品业务虽一直有增长, 但增速呈下降趋势。另一方面, 运营业务对于运营商的依存度较大, 运营商处于绝对的优势地位,公司所提供的阅读服务由运营商代为计量和收取用户费用, 根据公司披露, 一般情况下, 运营商会有 8%-12% 的坏账风险。同时, 公司需通过运营商的相关业绩及信用要求, 否则会面临处罚或终止合作的风险。

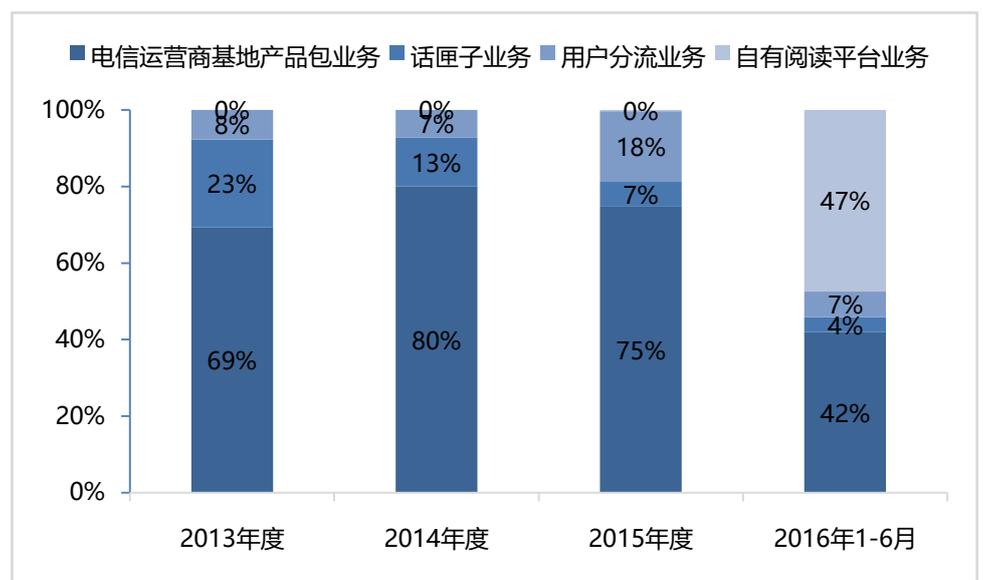
图 4: 2012-2015 年公司电信运营商基地产品包业务营业收入及增速变化



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

- 话匣子业务随公司业务重心转移逐渐下降。2013年至2015年,公司“话匣子业务”营业收入额度与占比均呈下降趋势,营业收入从2013年的1728万元下降至2015年的858万元,占比也由22.98%下降至6.69%。这是由于公司核心业务转移,向运营商基地产品包业务和自有阅读平台业务发展,减少“话匣子业务”投入推广,且业务主要是提供免费服务,仅对极少部分精品内容收费。
- **用户分流业务:** 用户分流业务可以看做是基于公司自有内容、自有平台的营销推广服务,公司利用移动阅读平台推广合作公司产品,根据推广的流量取得收入。受益于公司移动阅读业务的增长,其具有一定的发展潜力。2013年至2016年1-6月,公司用户分流业务收入分别为582/737/2,338/819万元。

图 5: 平治信息移动阅读业务构成



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

在传统的运营商业务上，2014年和2015年毛利率有一定程度的下滑，分别较上年度下降了15.4、0.17个百分点。一方面随着合作的运营商基地增加，推广投入上升，2014年较2013年，一般推广费用由1970万上升至4518万元，同比增129%。另一方面，运营商产品中，包月业务和点播业务毛利率存在一定差异。根据公司点播与包月业务的成本和收入数据，2014年和2015年，包月业务市场推广成本占包月业务收入的比例分别为40.38%和40.99%；点播业务市场推广成本占点播收入的比例分别为80.04%和80.14%。2014年和2015年公司点播产生的收入分别较上年增长244.14%和24.84%，占运营商基地产品包业务收入比重分别增加20%和7.10%，点播业务较高的业务成本占比导致公司综合毛利率下降。

表 18: 2014-2015 年点播及包月业务推广成本变化

项目	2014 年	2015 年
包月推广成本 (万元)	2,238	2,113
包月业务收入 (万元)	5,542	5,154
占比	40.38%	40.99%
点播业务成本 (万元)	2,646	3,307
点播推广收入 (万元)	3,306	4,127
占比	80.04%	80.14%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

而公司自有平台业务快速增长，伴生而来的则是自有业务的扩张一定程度上对移动阅读业务整体毛利率的拖累。

新兴自有平台业务，2015年处于研发推广期，其毛利率为-2.49%，到了2016年，自有平台业务毛利率为22.8%，较传统运营商业务仍有一定的差距。由于自有平台业务，需要进行用户的推广、引流等，预计整体毛利率将不会超过基于运营商渠道的业务。

表 19: 公司移动阅读细分业务毛利率情况

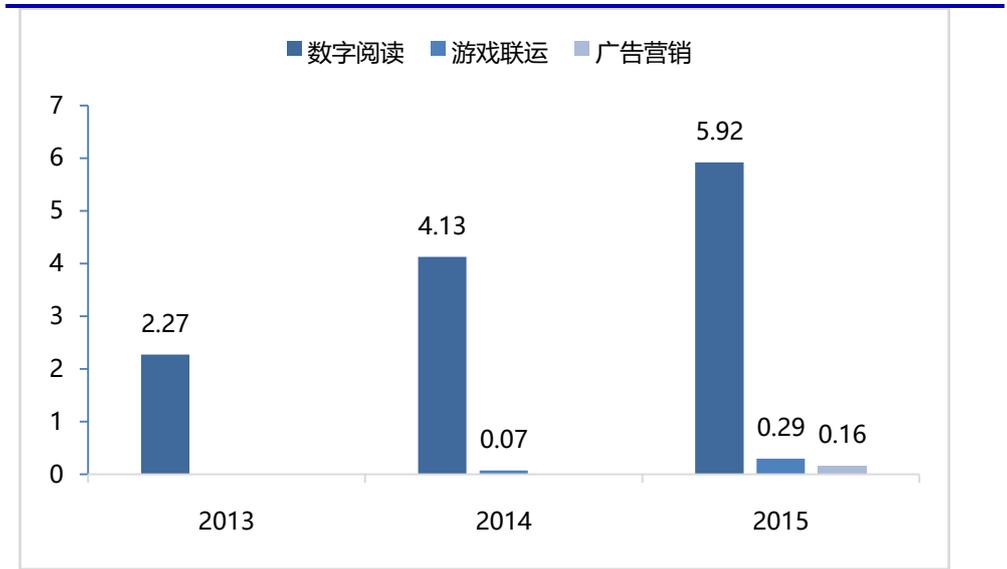
产品	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
运营商业务毛利率	34.91%	40.91%	41.08%	56.49%
话匣子毛利率	64.78%	49.21%	49.36%	49.67%
用户分流业务毛利率	49.13%	24.75%	42.71%	26.26%
自有平台业务毛利率	22.8%	-2.49%		
移动阅读业务毛利率	30.96%	38.78%	42.3%	50.49%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们可以与同为移动阅读平台公司的掌阅科技进行对比。根据掌阅科技披露的招股书，掌阅科技主营业务包括数字阅读、游戏联运和广告营销三大部分，数字阅读业务主要为运营覆盖安卓、苹果等系统的APP“掌阅iReader”，目前累计注册用户超过5亿，月活用户7,800万人。APP以26.1%的市场占有率位居数字阅读市场第一。游戏

联运业务选择优质的移动端游戏产品进行联运合作，主要包括《梦幻西游》、《大主宰》、《斗破苍穹》等。数字阅读占掌阅科技整体营业收入的90%以上，游戏联运和广告营销目前的收入体量则相对较小。

图 6: 掌阅科技主营业务结构 (亿元)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 20: 掌阅科技各主营业务毛利率变动 (%)

	数字阅读	游戏联运	广告营销	硬件产品	其他业务
2015 年毛利率	47.94	44.12	88.12	17.79	56.72
2014 年毛利率	50.77	51.21	-	-	-
2013 年毛利率	51.48	-	-	-	-

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

从掌阅科技披露的业务数据中，我们可以看到：

- 从三期的营业毛利率看，13-15年数字阅读毛利率达51.48%/50.77%/47.94%，毛利率呈小幅下降趋势。从成本构成来看，渠道成本和版权成本是掌阅科技最主要的两项，2015年分别占营业收入的22.57%和18.66%。
- 渠道成本：随着公司逐步获取了超过5亿的注册用户，建立起移动阅读第一平台的品牌形象，公司的渠道成本占整体营业收入的比重有大幅度下降。平台的规模效应逐步显现。
- 版权成本：版权成本占公司营业收入的比重从2013年的10.56%上升至2015年的18.66%，侧面反映了数字阅读领域，掌阅科技、阅文集团、纵横中文网等玩家对优质内容的争抢，版权成本逐年上升。而随着行业的逐渐发展，市场竞争加剧，版权成本仍然将持续升高，成为影响公司毛利率的最重要因素。
- 整体营业收入稳步增长，2014年开展的游戏联运业务及2015年开展的广告营销业务都为掌阅科技带来可观的收益。2014-2015年游戏联运营业收入709/2,950万元，2015年广告营销营业收入1,589万元。掌阅iReader平台作为头部移动阅

读APP的用户聚合效应得到充分的展现。

表 21: 掌阅科技营业成本构成及占营业收入比重

项目	2015		2014		2013	
	金额 (万元)	占营业收入	金额 (万元)	占营业收入	金额 (万元)	占营业收入
渠道成本	14,437	22.57%	10,058	23.97%	6,760	29.77%
版权成本	11,933	18.66%	7,088	16.89%	2,397	10.56%
工资薪酬	2,166	3.39%	1,221	2.91%	744	3.28%
服务器托管	1,580	2.47%	1,181	2.81%	602	2.65%
游戏渠道成本	1,450	2.27%	310	0.74%		
硬件产品成本	90	0.14%				
其他	1,144	1.79%	796	1.90%	513	2.26%
合计	32,800	51.29%	20,654	49.22%	11,016	48.52%

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

反观平治信息的自有平台业务, 我们认为, 随着公司自有平台逐渐发展, 早期的研发成本、平台建设成本将会逐步下降。但版权成本和渠道成本仍然会占据自有业务成本的主要部分。一方面, 内容聚合平台对优质内容的持续获取是题中之义。另一方面, 公司的自有平台模式是多平台的流量运营, 在阅读平台的品牌和知名度上并不占据优势。因此在用户获取上, 仍然需要持续进行多渠道的推广, 渠道成本呈上升趋势。可以预见, 公司毛利率在2017年以后会呈小幅度回升趋势。但长期来看, 公司自有平台毛利率将维持在35%以内。

表 22: 平治信息自有平台业务毛利率变化对公司 2017 年业绩的敏感性分析 (亿元)

假设毛利率	营业收入	营业成本	毛利润	净利润
20%	7.45	5.96	1.49	0.89
22%	7.45	5.81	1.64	0.96
25%	7.45	5.59	1.86	1.06
30%	7.45	5.22	2.24	1.23
35%	7.45	4.84	2.61	1.40

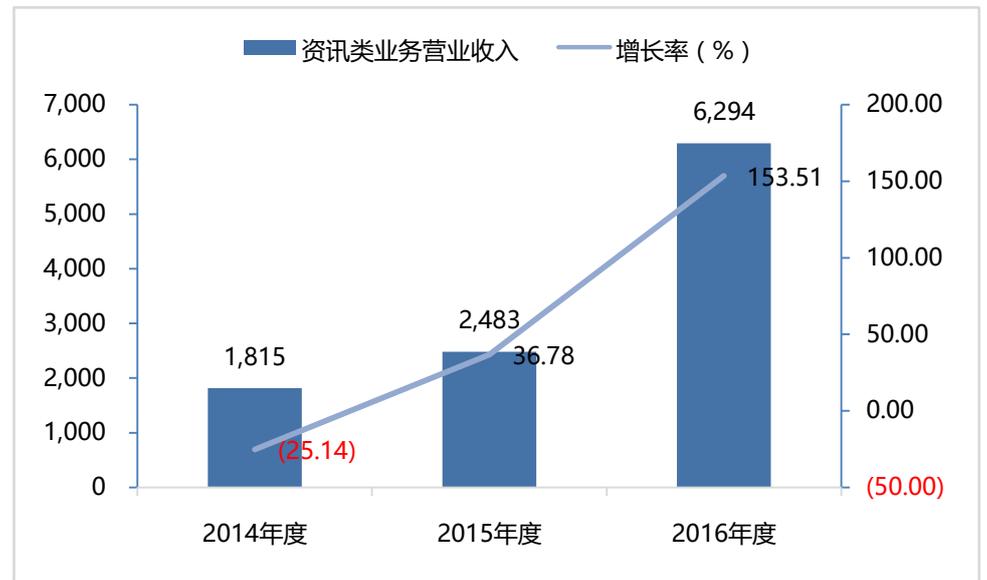
假设: 1、2017 年公司的移动阅读业务、资讯类业务和其他增值电信业务的收入在 2016 年的基础上分别增长 66.21%、25%和 30%。2、2017 年公司的销售费用率和管理费用率分别为 3%和 13%。

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

2、资讯类业务市场反响较好, 行业空间有限

2013年至2016年, 公司资讯类业务收入分别为2,425/1,815/2,483/6,294万元。2014年资讯类业务收入下降, 主要是公司业务重心向运营商基地产品包业务转移, 减少资讯类业务推广投入。2015至2016年资讯类业务收入提升, 主要原因是公司的中国商报和法治周末产品市场反响较好, 收入增长较大。随着公司核心业务的转移, 以及短信阅读订阅需求的下降, 以手机短信、邮件和电话为主要渠道的资讯类业务收入将趋于平稳, 提升空间有限。

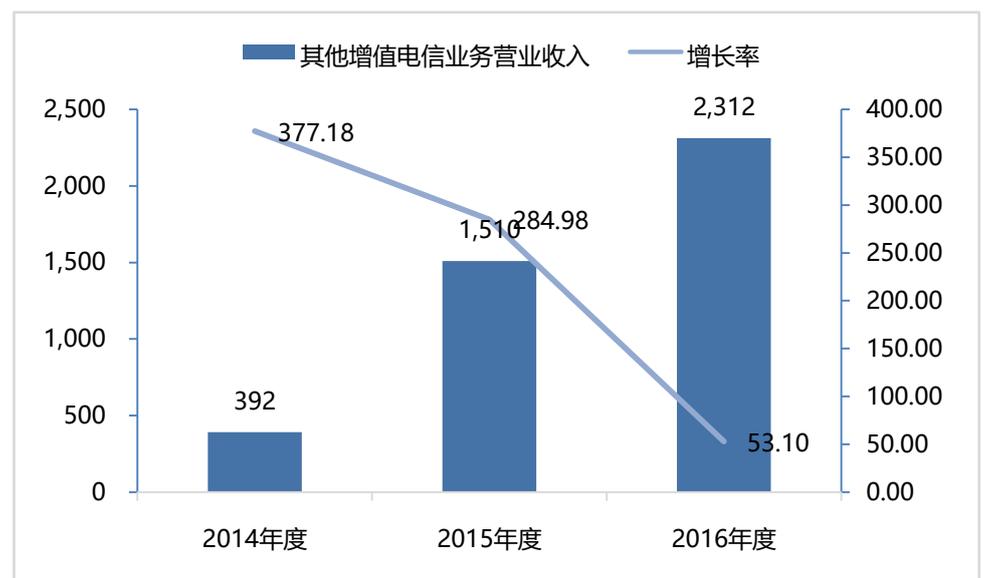
图 7: 2014-2016 年资讯类业务营业收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

在其他增值电信业务方面,“爱音乐”、“手机游戏”、“祝福点歌”等业务收入体量相对较小。随着移动阅读业务发展,相关的增值类手机游戏业务成为新的增长点,2013-2016年,其他增值电信业务收入占主营业务收入比例分别为0.82%/3.16%/8.98%/4.93%。

图 8: 2014-2016 年其他增值电信业务营业收入 (万元)



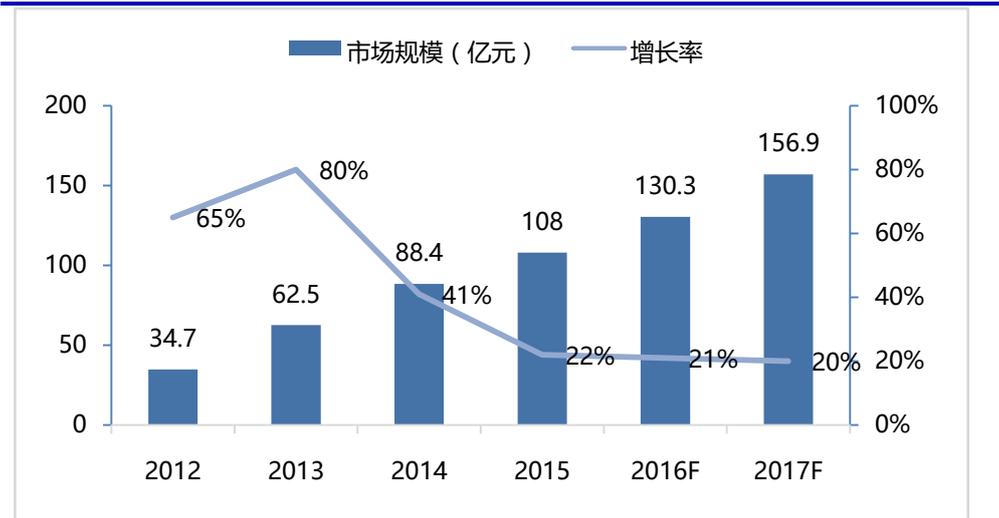
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

四、行业: 正版化加速移动阅读行业发展

1、移动智能设备普及化，版权意识带动移动阅读市场发展

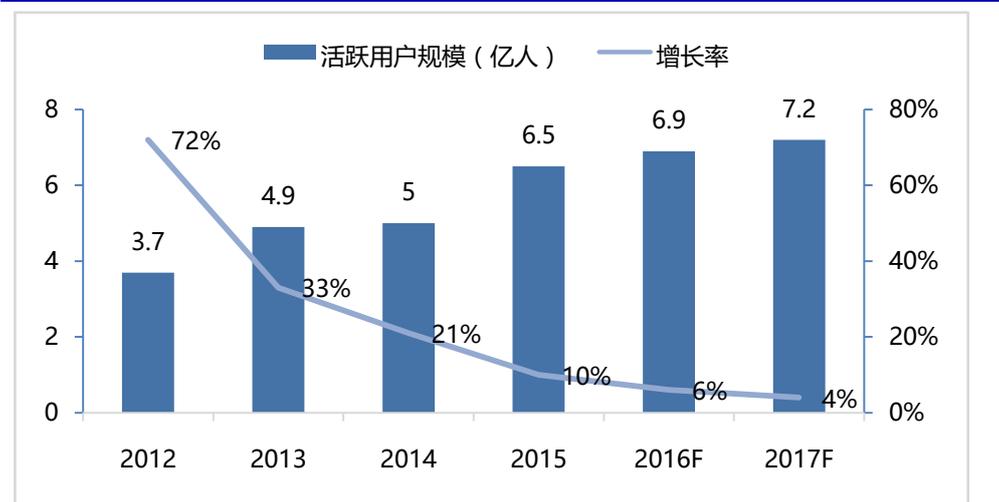
2011年以来，移动阅读市场进入快速发展期，据易观智库统计，中国移动阅读市场规模由2012年的34.7亿元增长到2013年的62.5亿元，增长率为80.1%。2014年移动阅读市场收入规模达88.4亿元，增幅达41.4%。2016年预计市场整体收入规模将达到130.3亿元。在用户方面，自2015年，移动阅读活跃用户为6.5亿人。预计到2016年底，活跃用户将超过6.9亿人。

图 9：2012-2017 年中国移动阅读市场规模预测



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

图 10：中国移动阅读市场活跃用户预测



资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

2016年，中国国民纸质书人均阅读量4.82本，电子书人均阅读量3.56本，电子书阅读量增速显著。2016电子阅读工具中，手机排名第一，使用率63%，移动阅读成为主要阅读方式。

图 11: 中国国民人均阅读量 (本)



资料来源: 比达资讯, 广发证券发展研究中心

另一方面, 网络文学版权保护意识上升, 2016年5月, 百度众多热门的小说贴吧被封, 这其中包括了《鬼吹灯》、《盗墓笔记》、《遮天》等知名小说贴吧。随后百度发布公告称, “为加大正版保护力度, 维护原创作者利益……将全面展开清查盗版侵权行为, 持续大力度对侵权内容进行排查整顿”。众所周知, 百度贴吧中存在大量的盗版网络文学链接, 百度每月平均处理超过2万条侵权链接。而此次对百度贴吧中的盗版网络文学进行的清理, 也意味着大量的用户需要投向正版的网络文学平台。利好整个行业。

此外, 2016Q3, 国家版权局开展打击网络侵权盗版专项治理“剑网行动”, 重点聚焦打击网络文学侵权盗版。

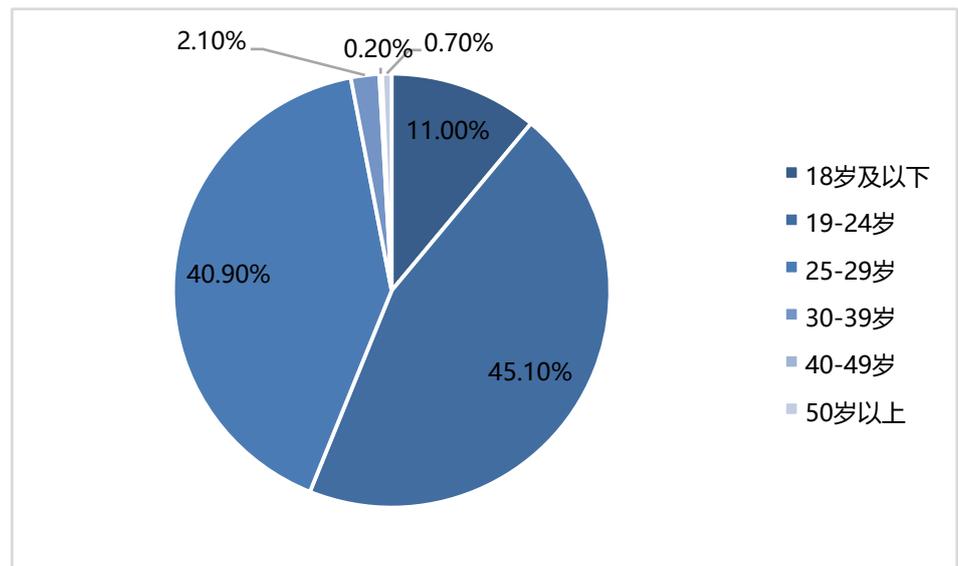
表 23: 网络文学版权保护重要事件

时间	事件
2001 年	信息网络传播权写入《著作权法》, 《互联网著作权行政保护办法》《信息网络传播权保护条例》等法律法规相继出台, 法律制度不断完善。
2015 年 3 月	国家新闻出版广电总局批准大众数字出版工作委员会成立。
2015 年 11 月	中国作协成立网络文学委员会。
2016 年 3 月	全国人大四次会议将知识产权强国战略写入政府工作报告, 保护知识产权的力度得到进一步强化。
2016 年 5 月	百度关停大量网络文学盗版贴吧。
2016 年三季度	国家版权局开展打击网络侵权盗版专项治理, “剑网行动”, 重点针对网络文学盗版。

资料来源: 百度新闻, 广发证券发展研究中心

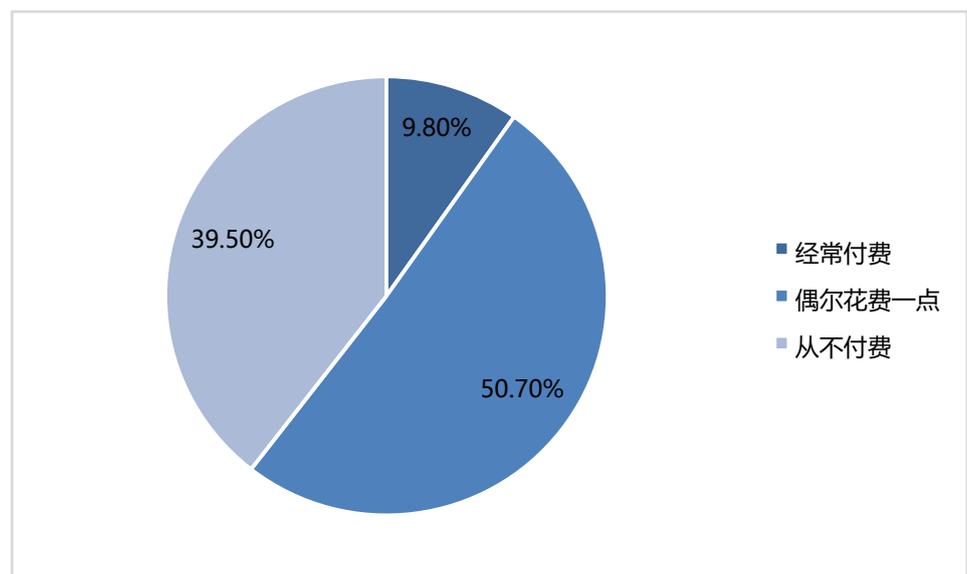
从移动阅读的受众群体来看，用户群体偏年轻化，付费习惯开始养成。其中男性比例稍高于女性，年龄集中在19-29岁，学历分布本科占比最高，38%，其次为高中及以下，29%，大专用户占16%。用户职业以学生、白领和自由职业者为主。男性群体阅读偏好最高为玄幻奇幻及武侠修真，女性偏爱的则为情感言情及青春校园。60%用户有付费经历，付费方式包括单章节购买和VIP购买等。

图 12: 移动阅读用户年龄分布



资料来源：比达资讯，广发证券发展研究中心

图 13: 移动阅读用户付费习惯



资料来源：比达资讯，广发证券发展研究中心

网络文学IP变现潜力仍可挖掘。网络文学成为最大IP源头之一，凭借庞大的粉丝和受众基础，近年来多个IP成功改编游戏、电影、电视剧及漫画，**截至2016年7月，由网络文学改编的电视剧已有96部、网络剧有136部、电影为42部。**IP的多元变价已经得到市场认可。包括《如懿传》《秦时明月》等在内的影视剧、游戏改编权均卖出高价。

表 24: 2015-2016 年热门 IP 改编相关信息

	原著作者	原著类型	改编类别	收视数据/游戏流水	版权价格
《如懿传》	流潋紫	小说	电视剧	未开播	900 万元/集，合计 8.1 亿元
《秦时明月》	导演沈乐平	动画	手游、电视剧	2015 年末手游总流水超过 5 千万，电视剧收视率 0.4%左右	1.5 亿
《青云志》	萧鼎	小说	电视剧、手游、页游等	电视剧网络播放量 257 亿次	单集发行价格 500 万元
《花千骨》	fresh 果果	小说	手游、电视剧	游戏月流水 2 亿元，2016 年末，网络播放量破 260 亿	9300 万元

资料来源：百度新闻，广发证券发展研究中心

除付费阅读和IP增值开发外，广告和图书出版发行也是重要变现方式，部分服务商还开拓了硬件销售(如电子书阅读器)和图书借阅(如亚马逊)等盈利模式。

表 25: 我国阅读行业市场主要参与者

类别	代表
电信运营商	中国移动的咪咕阅读、中国电信的天翼阅读和中国联通的沃阅读等
互联网巨头	腾讯公司旗下的 QQ 阅读等
独立运营的数字阅读企业	掌阅科技、掌维科技、平治信息等
电商企业	京东阅读、当当阅读等

资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

五、盈利预测

随着移动阅读市场快速发展，公司业务实现“自有阅读平台+运营商业务”共同发展的格局。目前，公司利润主要来自移动阅读业务，其中自有阅读平台业务的成长使得营业收入和毛利润皆实现增长。在收入增速方面，由于公司自有平台业务在2015年收入仅为47万元，相较于自有平台业务2016年全年2.21亿元的收入规模增速较大。我们假设公司自有平台业务2017年增速为90%，用户分流业务增速与自有平台业务增速一致，均为90%。综合运营商业务（收入+13%）、话匣子业务（收入-10%）

的假设，预计移动阅读业务2017年整体收入增长66.2%；

在毛利率方面，由于自有阅读平台业务需要进行持续的产品推广，因此随着自有业务的规模扩大预计推广成本将持续增加，我们认为自有平台业务毛利将仍然在20%的水平。运营商业务随着增速放缓，毛利率回到30%。公司整体毛利率达到22.9%。

基于以上假设，我们预测2017~2019年净利润分别为0.89亿、1.31亿、1.79亿，按总股本0.40亿股计算，EPS分别为2.24元、3.28元、4.48元，PE分别为70倍、48倍、35倍。首次覆盖给予买入评级。

表26: 2017年细分业务收入与毛利润预测（万元）

业务	收入预计	收入YOY	毛利润预计	毛利率预计
移动阅读业务	63,650	66.2%	14,599	22.9%
--自有平台业务	41,990	90.0%	8,398	20.0%
--运营商业务	12,240	13.0%	3,672	30.0%
--话匣子业务	695	-10.0%	347	50.0%
--用户分流业务	8,726	90.0%	2,181	25.0%
资讯业务	7,867	25.0%	2,990	38.0%
其他增值服务	3,006	30.0%	120	4.0%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表27: 平治信息可比公司中文在线2017-2019年EPS与估值

公司名称	EPS			PE		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
中文在线	0.45	0.70	0.50	82.79	53.11	75.28

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

风险提示

我们认为，目前移动阅读市场的蓬勃发展，一方面利好公司在移动阅读市场的开拓，另一方面也将导致行业竞争激烈。为了应对其他竞争对手加固公司旗下自有平台的护城河，需要在移动阅读产品的市场推广上进一步投入。同时，与视频行业类似，各家公司需要争抢优质的版权内容，这也将导致各家公司在版权上的投入将持续增加。

另一方面，公司在运营商业务上，依然持续有收入贡献。从行业来看，运营商业务均存在对运营商依赖性的风险。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	133	309	397	559	791
货币资金	44	193	176	250	319
应收及预付	89	116	221	309	472
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	10	37	44	55	63
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1	20	30	41	50
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	6	16	12	12	12
其他长期资产	3	1	2	2	2
资产总计	143	346	441	614	855
流动负债	29	79	85	127	188
短期借款	10	10	0	0	0
应付及预收	19	69	85	127	188
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	17	17	17	17
长期借款	0	8	8	8	8
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	8	8	8	8
负债合计	29	96	102	143	205
股本	30	40	40	40	40
资本公积	12	90	90	90	90
留存收益	72	120	210	341	520
归属母公司股东权	113	250	340	471	650
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	143	346	441	614	855

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	168	469	745	1138	1692
营业成本	103	361	568	862	1255
营业税金及附加	1	1	2	4	6
销售费用	6	6	22	34	51
管理费用	22	36	97	114	220
财务费用	0	5	-62	-55	-79
资产减值损失	11	1	10	19	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	26	58	108	160	220
营业外收入	6	3	4	3	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	31	61	111	164	223
所得税	5	13	22	33	44
净利润	26	48	89	131	179
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	26	48	89	131	179
EBITDA	41	76	64	132	170
EPS (元)	0.86	1.21	2.24	3.28	4.48

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	14	83	15	109	104
净利润	26	48	89	131	179
折旧摊销	4	12	8	8	10
营运资金变动	-27	17	-89	-46	-101
其它	10	5	6	17	17
投资活动现金流	-8	-32	-21	-35	-34
资本支出	-4	-32	-21	-35	-34
投资变动	-4	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1	98	-11	-1	-1
银行借款	10	0	-10	0	0
债券融资	-8	0	0	0	0
股权融资	0	104	0	0	0
其他	-1	-6	-1	-1	-1
现金净增加额	7	149	-17	74	70
期初现金余额	37	44	193	176	250
期末现金余额	44	193	176	250	319

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	35.4	178.8	58.9	52.7	48.7
营业利润增长	16.2	128.1	84.7	49.0	37.1
归属母公司净利润增长	26.8	87.9	84.8	46.4	36.6
获利能力(%)					
毛利率	38.8	23.1	23.8	24.3	25.8
净利率	15.3	10.3	12.0	11.5	10.6
ROE	22.7	19.3	26.3	27.8	27.5
ROIC	38.4	66.9	25.8	43.4	38.0
偿债能力					
资产负债率(%)	20.4	27.7	23.0	23.3	24.0
净负债比率	-0.3	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
流动比率	4.56	3.90	4.66	4.41	4.20
速动比率	4.08	3.68	4.15	3.95	3.73
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.92	1.89	2.16	2.30
应收账款周转率	3.19	5.68	4.51	4.84	4.73
存货周转率			3,650.0	3,650.0	3,650.0
每股指标(元)					
每股收益	0.86	1.21	2.24	3.28	4.48
每股经营现金流	0.45	2.07	0.37	2.74	2.61
每股净资产	3.78	6.26	8.50	11.77	16.25
估值比率					
P/E	-	49.5	70.2	48.0	35.1
P/B	-	9.6	18.5	13.3	9.7
EV/EBITDA	-0.8	29.2	95.9	45.7	35.0

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。