

2017年07月29日

平治信息 (300571.SZ)

打造原创内容矩阵,运营渠道优势显著

■ **正版化助推数字阅读市场快速发展,版权所有者变现手段丰富,有望充分收益。**根据《2016年中国数字阅读白皮书》数据,随着正版化政策日趋完善,2016年数字阅读市场规模达120亿元并持续高速增长,但盗版内容仍造成损失79.8亿元,仍有巨大上升空间。参考行业领先者阅文集团发展模式,除用户付费阅读外,网文IP还可改编为动漫、影视、游戏等泛娱乐产品,将IP变现能力最大化。

■ **“百足模式”打造原创内容矩阵,IP全版权运作或成业绩新增长点。**根据公司公告,截至2016年底,公司先后组近40个原创阅读站,合计注册用户数超2000万,新签约作者超2000人,新增原创作品超3000部,点击量过亿的作品数十部,其中《阎王妻》点击量破3亿,百度指数最高达73038,成为全网最热的灵异小说之一,为公司用户付费收入做出巨大贡献。同时,公司拥有旗下原创内容全版权,有望通过授权或制作热门IP泛娱乐衍生产品大幅提升公司业绩。

■ **运营商咨询、增值业务收入稳定,打造公司独有渠道优势。**公司与运营商合作内容包括数字阅读、有声读物、音乐、游戏等,为公司提供稳定收入的同时为泛娱乐布局打下基础。

■ **投资建议:**公司利用“百足模式”孵化自有原创平台,积累大量原创优质内容,随着正版化政策日趋规范,公司用户付费收入有望快速增长,并为公司布局泛娱乐市场打下基础;同时公司为运营商提供的咨询、增值服务发展稳定,持续为公司业绩做出贡献。我们预计公司17-19年净利润分别为0.95亿元、1.45亿元、1.92亿元,对应每股收益分别为2.38元、3.63元、4.79元。参考同类可比公司给予55X估值,对应六个月目标价130.9元,维持“增持-A”评级。

■ **风险提示:**政策趋严,作者流动性强,运营商服务受App冲击较大。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	168.2	469.0	909.9	1,337.5	1,805.7
净利润	25.8	48.4	95.1	145.3	191.5
每股收益(元)	0.64	1.21	2.38	3.63	4.79
每股净资产(元)	2.84	6.26	8.47	11.77	15.97

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	189.6	100.9	51.4	33.6	25.5
市净率(倍)	43.1	19.5	14.4	10.4	7.7
净利润率	15.3%	10.3%	10.4%	10.9%	10.6%
净资产收益率	22.7%	19.3%	28.1%	30.9%	30.0%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.5%
ROIC	39.7%	68.0%	155.7%	30.6%	67.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

增值服务

投资评级 **增持-A**

维持评级

6个月目标价: **130.9元**
 股价(2017-07-28) **123.01元**

交易数据

总市值(百万元)	4,920.40
流通市值(百万元)	1,230.10
总股本(百万股)	40.00
流通股本(百万股)	10.00
12个月价格区间	17.34/183.00元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.97	-14.45	18.96
绝对收益	-10.07	-20.76	

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
 jiaojuan@essence.com.cn
 021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002
 wangzx2@essence.com.cn

相关报告

- 平治信息: 守正出奇, 自有平台+原创内容贡献新增长/焦娟 2017-04-30
- 平治信息: 公司成功发行上市, 前三季度营业收入增长/焦娟 2017-02-03

内容目录

1. 立足移动阅读平台，打造综合性增值电信服务商	4
1.1. 以数字阅读为主业，国内领先的移动阅读平台	4
1.2. 股权结构稳定，绝对控股多家子公司实现业务布局	4
1.3. 营业收入持续高速增长，管理费用增长较快	5
2. 正版化加速数字阅读市场发展，泛娱乐拓展最大化 IP 变现能力	7
2.1. 数字阅读市场规模快速扩大，收入结构日益多元	7
2.2. 原创内容增长迅速，传播渠道丰富	10
2.3. 有声读物潜力巨大，AI 支持有望高速增长	11
2.4. 最强 IP 源头，打造全版权运营	12
2.5. 用户向版权集中，阅文集团优势明显	14
2.6. 纸质书仍有一定市场，AR 技术或将促使纸电融合	15
3. “百足模式”孵化自有平台，咨询、增值业务收入稳定	15
3.1. 原创平台聚集优质内容，运营商合作建立渠道优势	16
3.1.1. “百足模式”孵化平台，快速积累大量内容	16
3.1.2. 运营商合作业务持续发展，成为公司优势传播渠道	17
3.1.3. “话匣子”业务稳定发展	19
3.1.4. 利用平台强大影响力，推出用户分流服务	20
3.2. 资讯类业务满足用户需求，增值服务为业务扩展打下基础	20
4. 掌握全版权运营源头，运营商渠道优势助推 IP 变现	21
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2017 年 7 月 11 日)	4
图 3: 2011-2016 年公司营业收入及归母净利润情况	6
图 4: 2011-2016 年公司毛利率及净利率	6
图 5: 2011-2016 年公司三项费用	7
图 6: 数字阅读定义 (广义/狭义)	7
图 7: 2011-2016 年数字阅读市场规模 (亿元) 及其增速	8
图 8: 2010-2016 年数字阅读用户规模 (亿人) 及其增速	8
图 9: 盗版市场规模及与正版市场比例	9
图 10: 2015 年用户阅读正版情况	9
图 11: 2016 年用户阅读正版情况	9
图 12: 2015、2016 年数字阅读收入结构	10
图 13: 内容数量整体增速及各类占比	11
图 14: 2016 年网络文学阅读渠道	11
图 15: 2016 年网络文学关注渠道	11
图 16: 有声读物市场规模 (亿元) 及其增速	12
图 17: 喜马拉雅 FM 《七堂极简物理课》	12
图 18: 网络文学 IP 衍生图谱	13

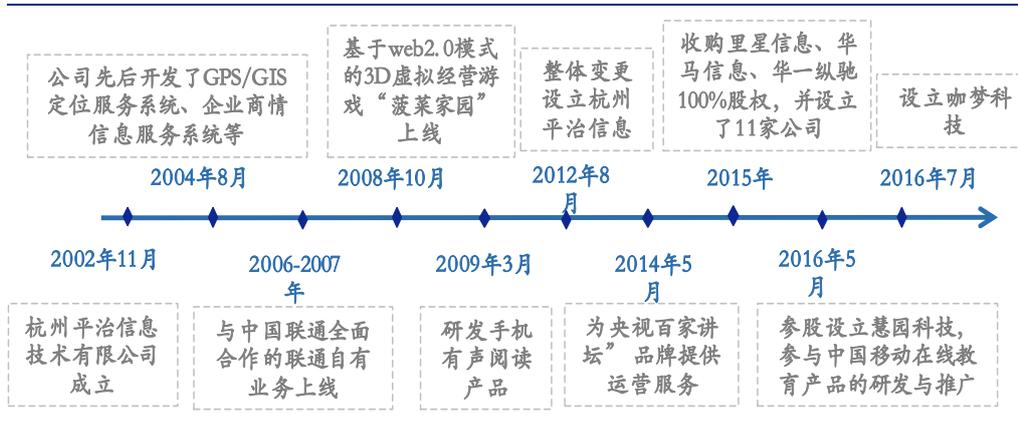
图 19: 2014-2016 年阅文集团营业收入 (亿元) 及其增速.....	15
图 20: 各类阅读方式占比.....	15
图 21: 2011-2016 年公司分业务收入.....	16
图 22: 《阎王妻》封面.....	17
图 23: 《凤勾情, 弃后独步天下》封面.....	17
图 24: 阅文集团泛娱乐布局.....	21
图 25: 《择天记》泛娱乐布局及百度指数对比.....	22
表 1: 子公司情况.....	5
表 2: 2016 年数字阅读正版推进大事件.....	8
表 3: 2012-2016 网络作家榜收入 Top10.....	10
表 4: 2016 年收视率/播放量 Top5 电视剧剧本来源.....	13
表 5: 2016 网文小说网改编手游 Top10.....	14
表 6: 阅读网站/App 竞争态势.....	14
表 7: 公司旗下主要数字阅读平台及其他知名阅读平台微信指数.....	16
表 8: 公司与三大运营商合作情况.....	18
表 9: 2016 年 1-6 月公司基地产品情况.....	19
表 10: “话匣子”各种接入方式.....	20
表 11: 2016 年 1-6 月资讯类产品情况.....	20

1. 立足移动阅读平台，打造综合性增值电信服务商

1.1. 以数字阅读为主业，国内领先的移动阅读平台

平治信息成立于2002年11月25日，2012年8月整体变更设立杭州平治信息股份有限公司，并于2016年12月在创业板上市。公司主营业务为数字阅读业务，包括移动阅读业务、资讯类业务及其他增值电信业务三类。

图 1：公司历史沿革

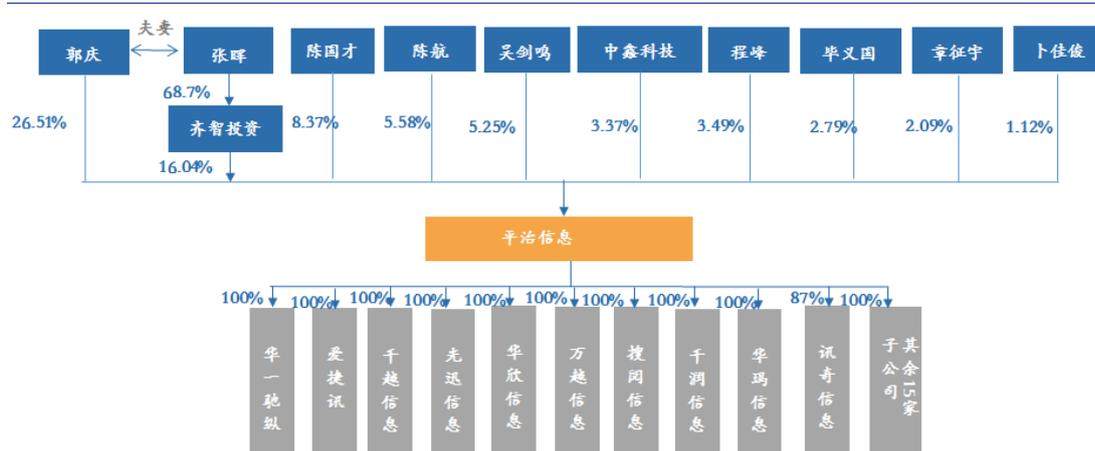


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 股权结构稳定，绝对控股多家子公司实现业务布局

公司控股股东为郭庆，其直接持有公司26.51%的股份，实际控制人为郭庆和张晖夫妻二人。张晖以68.70%的比例为杭州齐智投资第一大股东，进而间接持有公司16.04%的股份，郭庆和张晖合计控制公司37.53%的股权。

图 2：公司股权结构（截至2017年7月11日）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司共有25家控股子公司，其中24家为100%控股，杭州讯奇信息控股比例为87%。子公司中主营业务为移动游戏业务的占多数，包括光迅信息、华欣信息、搜阅信息、万越信息、煜奇信息、咖梦科技等17家，以增值电信业务为主营业务的包括华一纵纵、南颖北琪、爱捷讯、昇越信息、千韵信息等5家子公司，千润信息、杭州齐尔、讯奇信息三家子公司的主营业务为计算机软件、网络技术的技术开发、服务与咨询。

表 1: 子公司情况

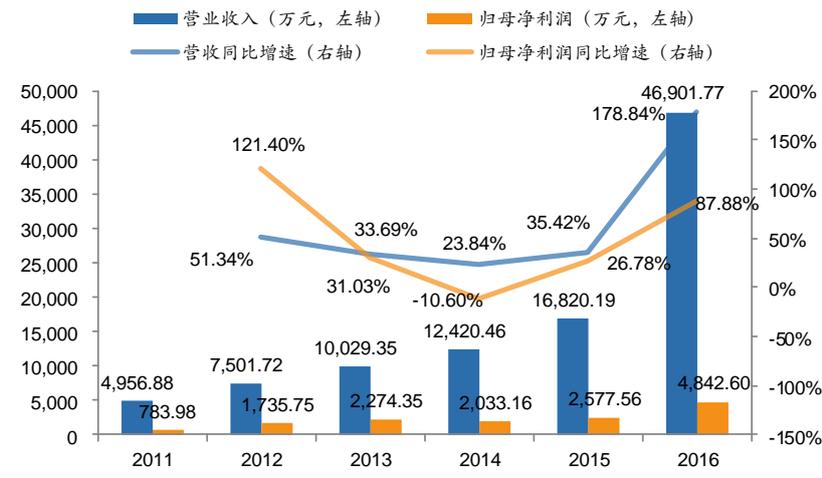
序号	被参控公司	持股比例 (%)	主营业务
1	广州市华一驰纵网络科技有限公司	100	与基础电信运营商合作的增值电信业务
2	北京爱捷讯科技有限公司	100	与基础电信运营商合作的增值电信业务
3	杭州千越信息技术有限公司	100	浙江省内与基础电信运行商合作的增值电信业务
4	宿迁光迅信息技术有限公司	100	移动游戏业务
5	宿迁华欣信息技术有限公司	100	移动游戏业务
6	徐州万越信息技术有限公司	100	移动游戏业务
7	杭州搜阅信息技术有限公司	100	移动游戏业务
8	杭州千润信息技术有限公司	100	计算机软件、网络技术的技术开发、服务与咨询
9	广州华玛信息科技有限公司	100	与咪咕互动合作的移动游戏业务
10	杭州煜文信息技术有限公司	100	与中国移动广东分公司合作的移动游戏业务
11	广州星里信息科技有限公司	100	与中国移动广东分公司、咪咕互动合作的移动游戏业务
12	杭州齐尔企业管理有限公司	100	计算机软件、网络技术的技术开发、服务与咨询
13	广州韵泽信息科技有限公司	100	与基础电信运营商合作的移动游戏业务
14	徐州众越信息技术有限公司	100	移动游戏业务
15	杭州昇越信息技术有限公司	100	与中国移动广东分公司合作的移动游戏业务
16	深圳游迅世纪科技有限公司	100	与基础电信运营商合作的移动游戏业务
17	淮安爱捷讯科技有限公司	100	与基础电信运营商合作的增值电信业务
18	杭州讯奇信息技术有限公司	87	计算机软件、网络技术的技术开发、服务与咨询
19	徐州顺奇信息技术有限公司	100	移动游戏业务
20	广州中汉贸易有限公司	100	与基础电信运营商合作的移动游戏业务
21	杭州咖梦科技有限公司	100	移动游戏业务
22	徐州煜奇信息技术有限公司	100	移动游戏业务
23	宿迁启越信息技术有限公司	100	移动游戏业务
24	北京南颖北琪科技有限公司	100	与基础电信运营商合作的增值电信业务
25	杭州千韵信息技术有限公司	100	与中国移动广东分公司合作的移动游戏业务

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 营业收入持续高速增长，管理费用增长较快

近年来公司依托内容及营销推广上的优势，持续业务模式创新，加快渠道拓展，不断打造价值 IP、构建泛娱乐新生态，从而推动了公司业务的快速稳定增长。公司营业收入 2011-2016 年持续高速增长，从 4956.88 万元增长至 4.69 亿元，复合增长率为 56.8%；2016 年实现营业收入 46901.77 万元，较 2015 年同期增长 178.84%。归母净利润从 2011 年的 783.98 万元增长至 2016 年的 4842.6 万元，2016 年归母净利润较 2015 年同期增长 87.88%。其中 2014 年出现负增长的原因在于公司为加强与运营商基地的合作在各基地进行大力推广导致市场费用大幅增加。

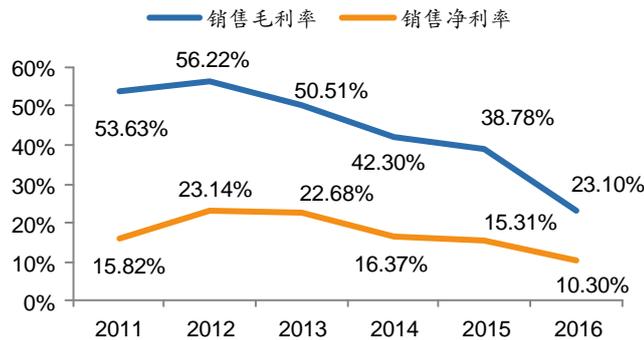
图 3：2011-2016 年公司营业收入及归母净利润情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

盈利能力方面，公司近五年的毛利率及净利率逐年下降，从 2011 年的 53.63%、15.82% 下降至 23.1%、10.3%，五年平均水平分别为 44.09%、17.27%。

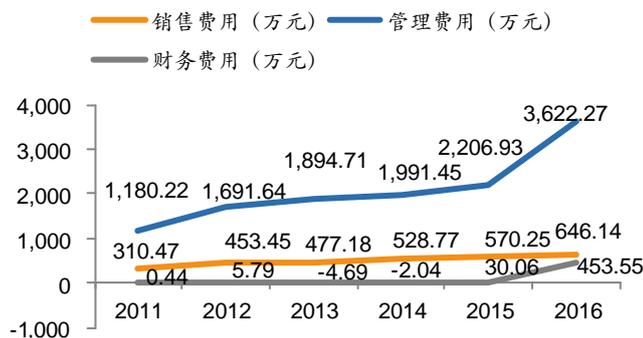
图 4：2011-2016 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司三项费用方面，三项费用呈现逐渐增长趋势，其中管理费用占比较高。2016 年管理费用及财务费用增长较快，分别为 3622.27 万元、453.55 万元，较 2015 年同比增长分别为 64.13%、1408.85%。管理费用增长原因在于 2016 年员工人数增加及平均薪酬增长导致管理费用相应增加，而财务费用大幅增长原因在于 2016 年原创小说业务收入大幅增长导致支付给第三方平台的手续费也相应增加。

图 5: 2011-2016 年公司三项费用



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 正版化加速数字阅读市场发展, 泛娱乐拓展最大化 IP 变现能力

数字阅读即阅读的数字化, 一方面阅读的内容以数字化的方式呈现, 例如网络小说、电子地图、数码相片、博客、网页等; 另一方面阅读的载体、终端不是平面的纸张, 而是拥有显示屏的电子仪器, 例如 PC 电脑、PDA、MP3、MP4、笔记本电脑、手机等。

广义的数字阅读包括以数字文件为内容载体的公开出版物, 包括电子书、漫画、数字报刊以及有声读物; 狭义的数字阅读主要是通过 PC、手机、平板电脑等互联网设备进行文学作品的阅读, 包括网络文学和出版物电子版。

图 6: 数字阅读定义 (广义/狭义)



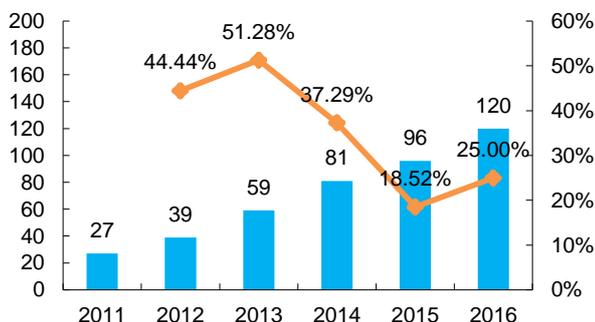
资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

2.1. 数字阅读市场规模快速扩大, 收入结构日益多元

随着互联网、移动智能设备的高速发展, 自 2011 年起, 数字阅读市场规模持续以较高的速度增长; 虽然 2015 年由于盗版较多等原因增速略有放缓, 但随着 2016 年国家对于正版保护力度的加强以及各大传媒互联网公司对于 IP 源头关注度的提升, 2016 年数字阅读市场规模增速较上一年提升 6.48 个百分点, 升至 25%; 同时, 数字阅读用户规模再次大幅增长,

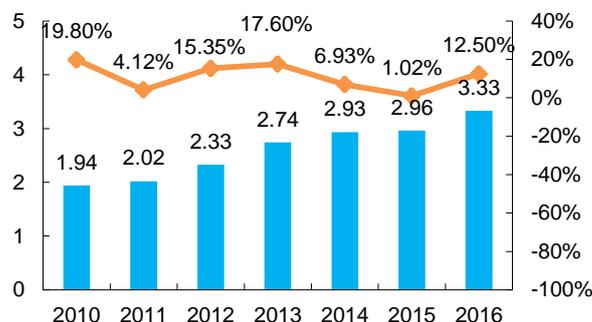
2016 年用户规模增速较上一年提升 11.48 个百分点，升至 12.50%。

图 7：2011-2016 年数字阅读市场规模（亿元）及其增速



资料来源：《2016 年中国数字阅读白皮书》，安信证券研究中心

图 8：2010-2016 年数字阅读用户规模（亿人）及其增速



资料来源：《2016 年中国数字阅读白皮书》，安信证券研究中心

2016 年，为了加速推进数字阅读正版化，政策与行业同时发力。在“剑网 2016”行动与网络文学版权联盟的共同影响下，盗版文学的空间被进一步压缩，正版内容得以加速发展：

- 1) “269 小说网”、“顶点小说网”、“皮皮小说网”等大量盗版网站关闭；
- 2) 原“小说下载阅读器”中的全部盗版内容下架，UC 浏览器、书旗小说停止书架盗版；
- 3) 百度关闭小说贴吧，并清查、下架盗版内容；
- 4) “追书神器”类 App 开始正版化。

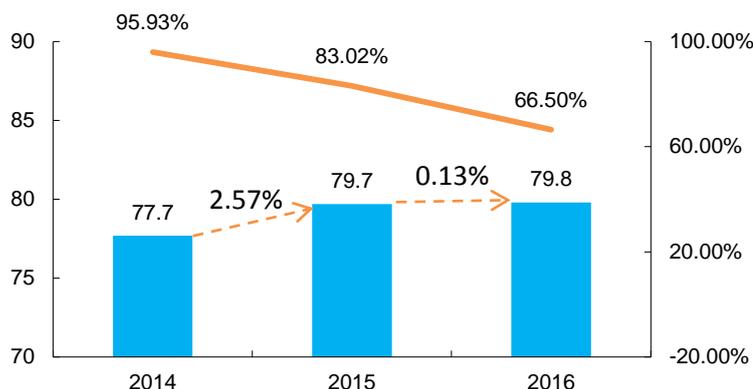
表 2：2016 年数字阅读正版推进大事件

时间	事件	影响与成果
2016 年 7-11 月	国家版权局、国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部联合发起“剑网 2016”专项行动	专项行动进一步加大对网络文学侵权盗版的行政处罚与形式打击力度。行动期间，各地共查处行政案件 514 起，行政罚款 467 万元，移送司法机关形式处理 33 件，涉案金额 2 亿元，关闭网站 290 家，经典案件包括“269 小说网”、“顶点小说网”、“皮皮小说网”、“风雨文学网”等。不仅一定程度上挽回正版网络文学企业的损失，并对盗版违法分子起到震慑与警示作用。
2016 年 9 月	33 家数字阅读机构共同成立中国网络文学版权联盟，并发布《自律公约》	阅文集团、咪咕数媒、掌阅科技等 33 家数字阅读机构将共同自律推行行业有序、规范、共存发展，实现中国网络文学版权保护的可持续发展。唐家三少、猫腻、我吃西红柿等众多知名作者发起参与“对盗版 SAY NO”的网络联名活动，获得读者群体及粉丝群体的支持，取得社会各界广泛关注。
2016 年 11 月	国家版权局印发《关于加强网络文学作品著作权管理的通知》	强化落实网络服务商的主体责任与注意义务，进一步细化著作权法律法规的相关规定。

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2016 年盗版网络文学如果全部按正版计价，PC 端付费月度收入将增加 29.6 亿元，移动端付费阅读收入将增加 50.2 亿元，合计 79.8 亿元。随着 2016 年盗版力度的加大，盗版市场规模增速有所下降，由 2.57% 下降至 0.13%，同时盗版市场与正版市场比例大幅下降，正版化成果显著。随着盗版打击力度的持续上升，网络文学正版化将为市场规模提升提供有力支持。随着盗版市场逐渐转化为正版市场，数字阅读市场规模仍有巨大上升空间。

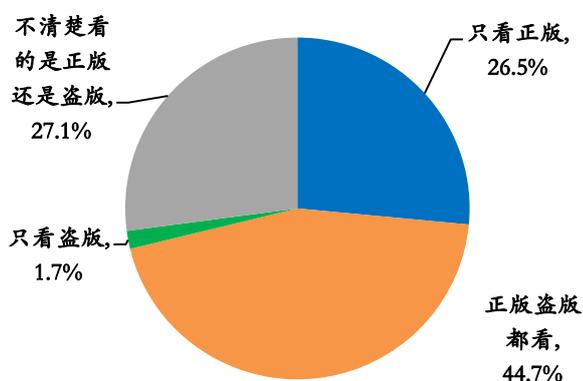
图 9：盗版市场规模及与正版市场比例



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

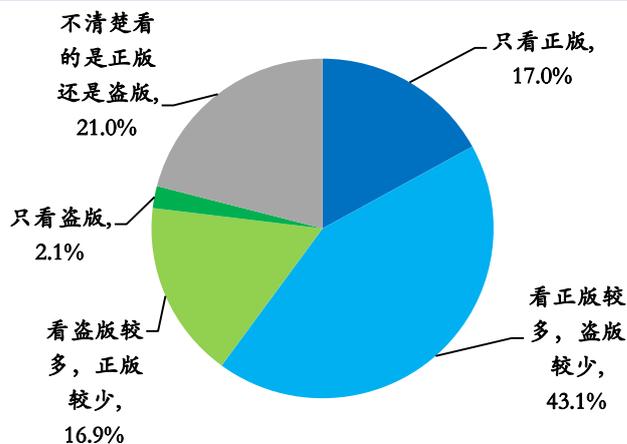
用户版权认知度提升，正版付费意愿提升。2015年，用户对网络文学版权的认知度偏低，27.1%的用户无法判断自己阅读的内容是否是正版；2016年，随着正版化推进，仅有21%的用户仍无法判断自己阅读的内容是否为盗版，同时看正版较多的用户已超过60%。根据艾瑞咨询数据，2016年订阅订阅读付费用户、打赏付费用户占比较上一年分别提升32.4、30.5个百分点至78.1%、68%，用户付费意愿明显提升。

图 10：2015 年用户阅读正版情况



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

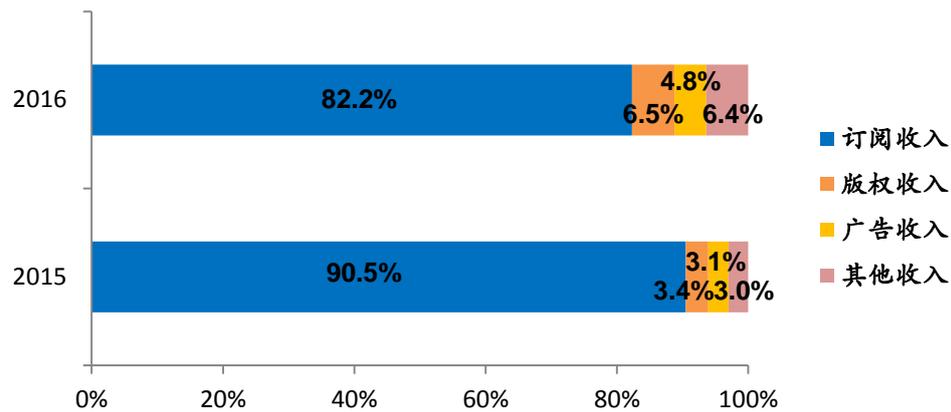
图 11：2016 年用户阅读正版情况



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

用户订阅付费是数字阅读公司的主要收入来源，但随着数字阅读内容的泛娱乐开发快速发展，其他收入来源也变得更加丰富。2016年版权收入占比由3.4%升至6.5%，广告收入由3.1%升至4.8%，数字阅读内容的二次开发仍有巨大发展空间。

图 12: 2015、2016 年数字阅读收入结构



资料来源:《2016 年中国数字阅读白皮书》, 安信证券研究中心

随着市场规模的高速发展, 自 2013 年起网络文学作者收入也快速上升, 每年版税收入过千万的网络文学作家从 2013 年的 6 人提升至 2016 年的 20 人; 其中, 一直保持收入最高网络作家的唐家三少的版税收入也由 2013 年的 2650 万元提升至 2016 年的 1.22 亿元, 年均复合增长率高达 66%。

表 3: 2012-2016 网络作家榜收入 Top10

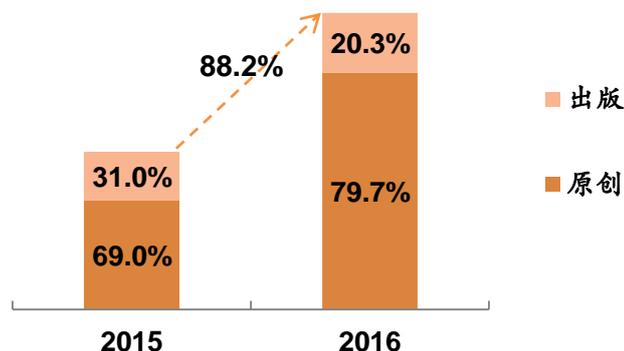
排名	2016		2015		2014		2013		2012	
	作家	版税 (万元)	作家	版税 (万元)	作家	版税 (万元)	作家	版税 (万元)	作家	版税 (万元)
1	唐家三少	12200	唐家三少	11000	唐家三少	5000	唐家三少	2650	唐家三少	3300
2	天蚕土豆	6000	天蚕土豆	4600	辰东	2800	天蚕土豆	2000	我吃西红柿	2100
3	我吃西红柿	5000	辰东	3800	天蚕土豆	2550	血红	1450	天蚕土豆	1800
4	月关	4800	骷髅精灵	2800	耳根	2500	我吃西红柿	1300	骷髅精灵	1700
5	骷髅精灵	4600	高楼大厦	2100	梦入神机	2150	梦入神机	1200	血红	1400
6	天使奥斯卡	4500	烟雨江南	2000	猫腻	1700	辰东	1000	梦入神机	1000
7	梦入神机	2700	跳舞	1600	骷髅精灵	1350	骷髅精灵	890	辰东	800
8	辰东	2600	月关	1500	乱	1300	打眼	800	耳根	700
9	柳下挥	2500	烽火戏诸侯	1450	高楼大厦	1200	柳下挥	600	柳下挥	650
10	高楼大厦	2100	流浪的蛤蟆	1420	血红	1100	跳舞	550	风凌天下	620

资料来源: 作家榜, 安信证券研究中心

2.2. 原创内容增长迅速, 传播渠道丰富

2016 年, 随着数字阅读市场规模与用户数的持续增长, 数字内容数量也大幅增长, 同比增速高达 88.2%; 其中原创内容占比由 69.0% 上升至 79.7%, 更多的优质作家进入网络文学领域, 从而产出更多优质的网络文学作品。根据艾瑞咨询数据, 2016 年阅文集团旗下作品单部全网订阅人次过亿的超过 30 部, 单本作品日销售纪录最高突破 24 万, 同时在其发布的 2016 年度网络文学十二天王年度榜样中, 12 位网络文学作家代表作品不仅销售量超过百万、订阅人次过亿, 开创了新的风格, 并且超过半数为 90 后新人, 不断更新换代, 创作出最迎合当下年轻人口味的内容。

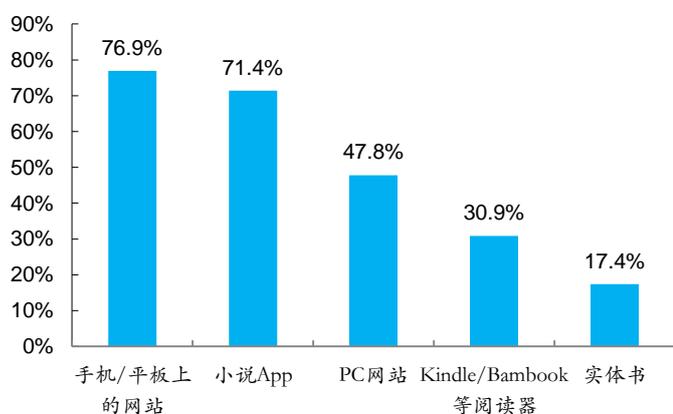
图 13: 内容数量整体增速及各类占比



资料来源:《2016 年中国数字阅读白皮书》, 安信证券研究中心

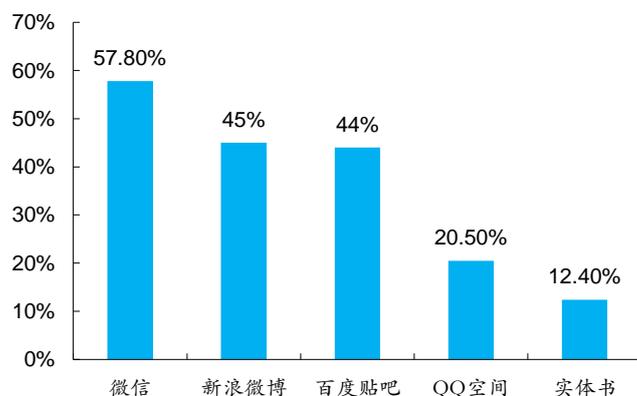
随着移动互联网的高速发展,网络文学的阅读渠道也由 PC 网站向移动设备网站与 App 转移,2016 年通过移动设备上的网站或 App 阅读网络文学的用户皆超过 70%,已明显高出 PC 网站的使用量;同时已有 17.4%的用户阅读网络文学的实体书,网络文学转化的出版物仍有一定市场。随着网络文学的影响力与日俱增,网文作品及作者成为社交网络上的热门话题,微信、微博、贴吧成为网络文学扩散的最好途径。

图 14: 2016 年网络文学阅读渠道



资料来源:艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图 15: 2016 年网络文学关注渠道

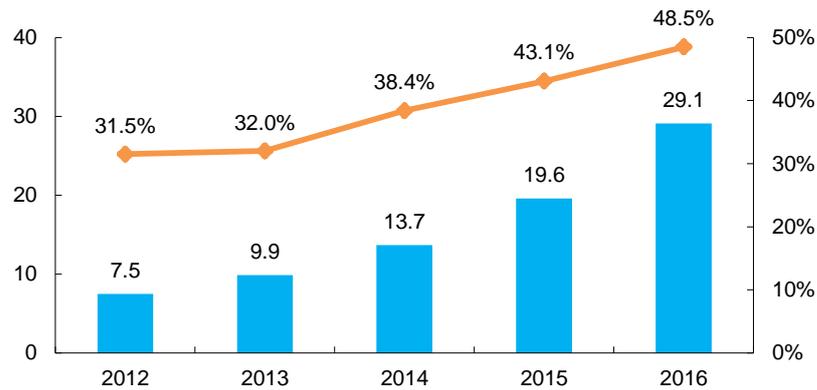


资料来源:艾瑞咨询, 安信证券研究中心

2.3. 有声读物潜力巨大, AI 支持有望高速增长

自 2012 年起,有声读物市场规模持续加速增长。根据《2016 年中国数字阅读白皮书》数据,2016 年近 70%的数字阅读用户使用过“听书”功能,月活跃用户已达 1 亿人,其中愿意付费的用户达 65.3%,每月使用 10 次以上的用户占比达 24.2%,市场潜力巨大。

图 16: 有声读物市场规模 (亿元) 及其增速



资料来源:《2016 年中国数字阅读白皮书》, 安信证券研究中心

目前有声读物仍以真人配音为主, 配音员的选择对最终销量有较大影响。以喜马拉雅 FM 上由黄磊配音的《七堂极简物理课》为例, 根据好奇心日报数据, 其有声读物定价为 18 元, 自 8 月 16 日上线后, 7 天内播放量达 29.2 万次, 付费收听总数达 5.6 万, 为出版社与移动电台带来约 50 万元利润; 但同时, 为了提供更好的用户体验, 有声读物的配音成本较高, 并且由于优质配音演员有限, 产量也受到限制。随着语音合成、情景识别等 AI 技术逐渐成熟, 机器朗读可根据语言环境、角色性格进行智能匹配, 提升作品品质从而获得更高销量; 同时降低内容制作成本与周期, 从而加大产量, 量价齐升助力有声读物市场高速增长。

图 17: 喜马拉雅 FM 《七堂极简物理课》



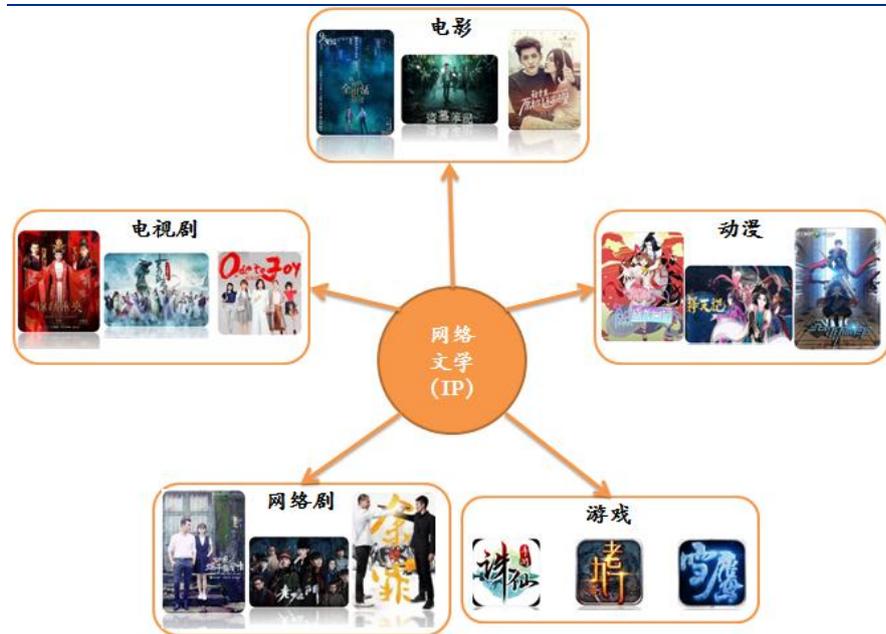
资料来源: 好奇心日报, 安信证券研究中心

2.4. 最强 IP 源头, 打造全版权运营

由于优质网络文学拥有完整的世界观以及强大的粉丝基础, 往往可以形成极具影响力的 IP, 改编成电影、电视剧、网络剧、游戏、动漫等多种衍生作品。大 IP 的培育一般分为四个阶段: 1) 孵化内容: 引入、筛选各类优质内容; 2) 培育粉丝: 从内容源头开始培育粉丝, 并

引导到下游；3) 提升价值：整合衍生开发资源，包括影视、游戏、动漫、有声读物、衍生品等，构建多位一体的 IP 开发模式；4) 扩大影响：通过改编内容的播出，扩大原著的影响力，反哺内容市场，促进粉丝增长，形成强力 IP。

图 18：网络文学 IP 衍生图谱



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

根据《2016 年中国数字阅读白皮书》数据，2016 年热播剧中，近 60%改编自数字阅读平台上的热门作品，网络文学、出版文学占比各半；在 2016 年电视收视率前五与网络播放量前五的 10 部电视剧中，4 部为原创网络文学，4 部为在数字阅读平台上拥有大量点击率的出版文学作品，可见数字阅读平台强大的 IP 生产力与塑造能力。

表 4：2016 年收视率/播放量 Top5 电视剧剧本来源

排名	收视率 Top5		播放量 Top5	
	作品	剧本来源	作品	剧本来源
1	亲爱的翻译官	网络文学	青云志	网络文学
2	麻雀	出版文学	欢乐颂	网络文学
3	解密	出版文学	幻城	出版文学
4	搭错车	电影剧本	微微一笑很倾城	网络文学
5	放弃我抓紧我	出版文学	好先生	原创剧本

资料来源：《2016 年中国数字阅读白皮书》，安信证券研究中心

同时，由于优质网络小说具有完整的世界观，尤其是武侠、仙侠、神话等题材，不仅具有深厚的群众基础，还拥有可类比漫威系列的世界观：强者情结、平凡人的成长、锄强扶弱等，十分适合转换成以故事情节与打怪升级体系为主的角色扮演类手游。以 2016 年与改编电视剧《青云志》同步上线的《诛仙》手游为例，根据 GNC 报告数据，《诛仙》手游 2016 年 8 月的月流水接近 4 亿美元，其出品商完美世界也成为 2016 年 8 月 iOS 收入厂商的第 8 名，成为继腾讯、网易之后第三个进入 iOS 全球榜单的中国游戏厂商。并且，以女性市场为主的宫斗、言情题材小说也逐渐成为改编手游的热门选择，根据 App Annie 数据，2015 年上线的同名小说改编手游《熹妃传》，上线两年依旧保持 iOS 畅销榜平均排行前 50、百万日活、千万流水的成绩。

表 5: 2016 网文小说改编手游 Top10

排名	名称	类型	原著
1	熹妃传	角色扮演	解语《熹妃传》
2	诛仙	角色扮演	萧鼎《诛仙》
3	老九门	角色扮演	南派三叔《老九门》
4	斗罗大陆	卡牌	唐家三少《斗罗大陆》
5	花千骨	角色扮演	Fresh 果果《花千骨》
6	苍穹变	角色扮演	天蚕土豆《斗破苍穹》
7	青云志	角色扮演	萧鼎《诛仙》
8	雪鹰领主	角色扮演	我吃西红柿《雪鹰领主》
9	大主宰	角色扮演	天蚕土豆《大主宰》
10	新大主宰	卡牌	天才土豆《大主宰》

资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

2.5. 用户向版权集中, 阅文集团优势明显

数字阅读市场中, 无论是 PC 端还是移动端, 都有大量平台或 App 上线, 但大部分的阅读覆盖人数不足 2%; 其中 PC 端基本被阅文集团垄断, 移动端则为阅文集团、掌阅科技、阿里文学三家处于领先地位。随着国家版权加大对网络侵权盗版行动的打击, 阅文集团发起成立版权联盟, 大量盗版侵权内容下线, 不仅促进了数字阅读市场的健康发展, 也促使更多用户向拥有版权的平台或 App 集中, 没有版权的平台或 App 则相继退出市场。

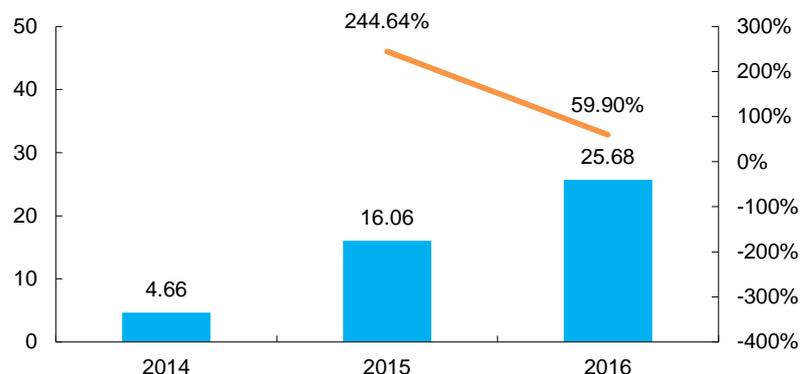
表 6: 阅读网站/App 竞争态势

	PC 端	移动端
第一梯队 (月度覆盖人数占比 $\geq 10\%$)	起点中文网(阅文集团)、云起书院(腾讯文学)、创世中文网(阅文集团)、晋江文学城	掌阅 iReader、QQ 阅读(阅文集团)、书旗小说(阿里文学)
第二梯队 ($2.5\% \leq$ 月度覆盖人数占比 $< 10\%$)	纵横中文网(百度文学)、起点女生网(阅文集团)、17K 小说网(中文在线)、潇湘书院(阅文集团)、新浪读书	百度阅读、搜狗阅读、起点读书(阅文集团)、多看阅读(小米)、熊猫看书(百度文学)
第三梯队 (月度覆盖人数 $< 2.5\%$)	网易云阅读、红袖添香(阅文集团)、言情小说吧(阅文集团)、小说阅读网(阅文集团)、逐浪(空中网)等	网易云阅读、纵横小说(百度文学)、当当读书、晋江小说阅读、潇湘书院(阅文集团)、京东阅读等

资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

身为数字阅读领军企业, 阅文集团近两年营业收入持续快速增长, 净利润也于 2016 年扭亏为盈, 其主要原因在于拥有大量网文作家。根据阅文集团招股书数据, 截至 2016 年 12 月, 阅文集团旗下拥有作家 530 万名, 占中国全部网文作家的 88.3%; 根据艾瑞咨询数据, 2016 年阅文集团发放稿酬近 10 亿元, 年分成稿费 100 万以上的网文作者超过 100 人, 出产作品超 1000 万部, 吸引约 6 亿用户。

图 19: 2014-2016 年阅文集团营业收入 (亿元) 及其增速



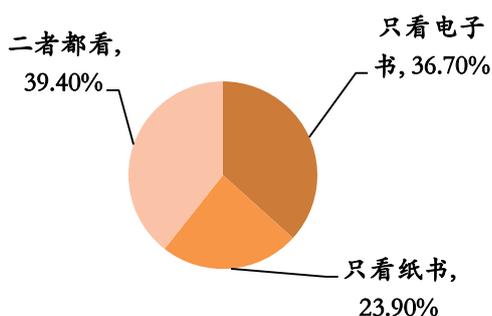
资料来源: 阅文集团招股书, 安信证券研究中心

2.6. 纸质书仍有一定市场, AR 技术或将促使纸电融合

在全部阅读用户中, 仍有 63.3% 的用户阅读纸质书, 其中 23.9% 的用户只阅读纸质书; 而在只看纸质书的用户中, 有近 67% 的用户表示由于纸质书具有独特的体验等特点在未来也会阅读电子书。因此, 通过纸电融合的方式, 提供双重体验效果是激活纸质书用户的最佳方式。

AR 产品的加入, 促使纸电融合成为现实, 目前市面上已有以儿童教育为主的 AR 图书出现, 其特点在于形象生动、互动性强, 十分适合儿童使用。根据《2016 年中国数字阅读白皮书》数据, 主流电商网站上的 AR 图书数量已近 5000 本。随着 AR 图书技术的加强, 有望在数字阅读平台上给予用户纸质书阅读的效果, 提高数字阅读用户转化率, 创造细分市场机会。

图 20: 各类阅读方式占比

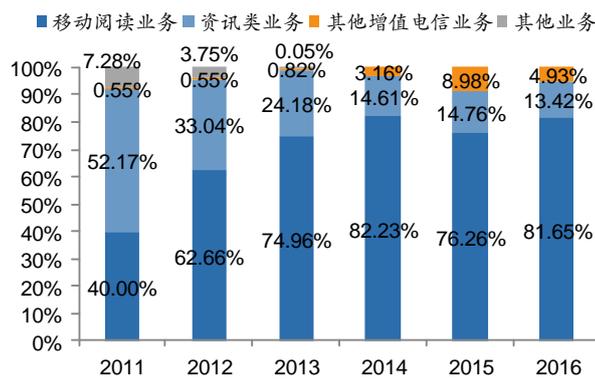


资料来源: 《2016 年中国数字阅读白皮书》, 安信证券研究中心

3. “百足模式”孵化自有平台, 咨询、增值业务收入稳定

从业务结构看, 公司业务主要包括移动阅读业务、资讯类业务及其他增值电信业务三个部分, 其中移动阅读业务是公司最主要收入来源, 移动阅读业务收入从 2011 年的 1,982.62 万元增长至 2016 年的 38,295.96 万元, 占比从 40% 增长至 81.65%, 增幅明显。资讯类业务占比下降, 从 2011 年的 52.17% 下降至 13.42%, 公司主营业务呈现出从资讯类向移动阅读转移的趋势。

图 21：2011-2016 年公司分业务收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.1. 原创平台聚集优质内容，运营商合作建立渠道优势

3.1.1. “百足模式”孵化平台，快速积累大量内容

“百足模式”搭建大量原创平台，竞争互助快速拓展市场。随着正版化的不断加强，原创或版权内容成为数字阅读平台的核心竞争力。为了聚集更多优质人才，并最大化发挥作者的原创能力，公司采用多团队并行模式，即“百足模式”，以孵化多元优质平台。根据公司年报，截至 2016 年底，公司已先后组建超阅小说、盒子小说、知阅小说、麦子阅读、如玉小说、掌读小说、夏至小说、灵书阅读等近 40 个原创阅读站，各平台既存在竞争也相互合作，实现内容与渠道的双拓展。

打通微信新渠道，快速扩大影响力。同时，公司充分利用社交工具强大的传播力，推出微信公众号/小程序阅读模式。在关注微信公众号后，不仅可以直接通过微信进入书库选取阅读，公众号还会定期推送内容让用户来了解最新的优质小说的推荐信息以及用户关注小说的更新信息，给予用户最好的使用体验。公司平台在微信端具有一定的先发优势，其在微信端的影响力与掌阅、起点中文网等数字阅读领先者相当甚至有所超越。通过微信公众号，公司平台可以更快捷的与用户进行互动，并可更精准的对接目标用户，有望成长为数字阅读细分市场的领先者。

表 7：公司旗下主要数字阅读平台及其他知名阅读平台微信指数

平台名称	微信指数 (7月16日)	微信指数 (4.15-7.15峰值)	账号主体
夏至小说	109,612	162,757	徐州万越信息技术有限公司
掌阅	47,499	334,889	掌阅科技股份有限公司
盒子小说	43,938	72,815	杭州千业信息技术有限公司
如玉小说	26,284	37,863	徐州万越信息技术有限公司
书旗小说	17,212	30,311	广州阿里巴巴文学信息技术有限公司
麦子阅读	15,476	137,699	徐州顺奇信息技术有限公司
超阅小说	14,202	34,475	北京爱捷迅科技有限公司
樱桃阅读	13,806	48,759	杭州千韵信息技术有限公司
起点中文网	12,538	39,001	上海玄霆娱乐信息科技有限公司
花生阅读	12,004	38,784	杭州千润信息技术有限公司
晋江文学城	7,100	9,002	北京晋江原创网络科技有限公司
梦想家中文网	5,900	8,400	宿迁启越信息技术有限公司
掌读小说	3,903	9,300	徐州众越信息技术有限公司
星芒阅读	3,704	8,000	北京南颖北琪科技有限公司
七果小说	2,851	14,853	宿迁光迅信息技术有限公司
云起书院	2,800	6,415	上海阅文信息技术有限公司
知阅小说	2,504	7,100	杭州千业信息技术有限公司

资料来源：公司公告，微信，安信证券研究中心

储备大量优质内容，提高用户付费收入并为 IP 变现打下基础。根据公司年报，目前各平台合计拥有注册用户数超 2000 万，2016 年新签约作者超 2000 人，新增原创作品超 3000 部，点击量过亿的作品数十部，包括《阎王妻》、《凤勾情，弃后独步天下》、《闪婚独宠：总裁老公太难缠》、《我成为你着迷》、《阴缘难续》、《活见鬼》、《你在天堂，我入地狱》等；其中《阎王妻》点击量破 3 亿，百度指数最高达 73038，成为全网最热的灵异小说之一，有望打造热门灵异 IP。

图 22:《阎王妻》封面



资料来源：欢阅读小说网

图 23:《凤勾情，弃后独步天下》封面



资料来源：夏至小说网

联合优质平台，引进内容与公司原创形成补充。2016 年，公司新增签约机构近百家，包括百度文学、网易云阅读、晋江文学城、中文在线、凤鸣轩、3G 书城等，进入大量优秀数字阅读内容，不仅让公司平台原有用户拥有更好的阅读体验，也通过补充的新内容获得更多新增用户。

3.1.2. 运营商合作业务持续发展，成为公司优势传播渠道

公司依靠丰富、优质的数字版权内容与集技术服务、运营支撑、营销推广等全方位的服务模式，承接多个运营商的数字基地的内容或运营支撑业务，不仅实现快速盈利并保持持续增长，还充分扩大旗下产品的影响力，为未来 IP 变现打下基础。内容服务即公司作为内容提供商，按照基地的格式及应用要求提供数字文化产品内容。运营支撑服务即公司凭借技术优势为基地提供运营支撑服务，主要包括：1) 技术服务，例如 2011 年公司承包中国电信天翼阅读基地的技术外包工作，为天翼阅读有声阅读基地搭建内容上传、数据查询的运营支撑平台，并开发了 iOS 与 android 客户端；2) 运营服务，例如 2011 年公司成为中国移动首批引入的五个垂直栏目的运营方之一，负责相声评书频道的内容引入、页面搭建、版权审核、日常运营等工作。

表 8：公司与三大运营商合作情况

运营商	基地名称	内容合作	运营支撑合作
中国电信	天翼视讯	是	是
	天翼动漫	是	
	天翼阅读	是	是
	天翼空间	是	
	增值业务运营中心	是	
	信元信息	是	
	翼支付	是	
中国联通	阅读基地	是	
	联通时科	是	
	联通宽带	是	
中国移动	动漫基地	是	
	咪咕传媒	是	是
	联动优势	是	
	咪咕视讯	是	

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司已与中国移动、中国电信、中国联通三大运营商建立内容合作，提供内容来源、制作到用户收费的全业务链服务：

- 1) 内容来源：公司通过原创、购买版权后加工、专业订制等方式获得内容资源。
- 2) 内容制作：公司团队对内容素材进行加工，向各基地提供适合在手机上阅读或使用的数字版权内容产品，包括有声读物、文字、漫画、游戏等。
- 3) 运营：首先公司将不断补充从而保证内容的丰富性与多样性；同时会对用户数据进行追踪分析，根据用户兴趣进行细分，根据其兴趣定向推送内容；并根据用户使用情况，发送短信推荐，激活沉默用户。
- 4) 营销推广：公司利用推荐位、积分奖励、互动体系、打折促销、地方基础运营商推广、联盟推广等营销策划、渠道推广手段以吸引用户订阅，渠道包括腾讯、搜搜等门户网站以及线上、线下的广告投放商。
- 5) 用户付费：基地通过单本/集/章点播或包月两种形式向用户收费，在扣除运营商预计坏账费用（约 8-12%），再与公司进行分成，比例为 40%-80%。影响分成比例的因素包括公司提供内容的数量、总体价值、更新频率以及公司在运营推广方面提供的支持力度。

表 9：2016 年 1-6 月公司基地产品情况

基地名称	产品名称	付费形式	资费	月均用户数 (万人) /点击量 (万次)	收入 (万元)	分成比例	总收入 (万元)
天翼视讯	看电视	包月	10 元/月	1.5	83.75	50%	83.75
天翼动漫	淘漫	包月	8 元/月	9.21	108.94	50%	108.94
天翼阅读	健康秘笈	包月	8 元/月	6.63	94.42	40%	1526.59
	说学逗唱	包月	8 元/月	3.4	45.11	40%	
	赢家大讲堂	包月	8 元/月	7.92	119.18	40%	
	妈妈课堂	包月	8 元/月	0.91	15.71	40%	
	精评故事汇	包月	8 元/月	3.05	38.55	40%	
	综艺新天地	包月	8 元/月	3.22	41.62	40%	
	阅读天地	点播	0.1-30 元/次	178.47	1172	70%	
天翼空间	万象听书	包月	10 元/月	12.58	248.6	70%	736.26
		点播	1-20 元/次	5.1	7.75	70%	
	畅享精品	包月	10 元/月	1.37	27.45	70%	
		点播	0.1-20 元/次	1.74	2.44	70%	
	艺酷天地	包月	10 元/月	0.74	18.86	70%	
	玩转精品	包月	10 元/月	13.44	368.19	70%	
		点播	0.1-20 元/次	3.52	5.16	70%	
	开心酷玩	包月	10 元/月	1.18	30.16	70%	
		点播	0.1-20 元/次	4.24	7.36	70%	
炫酷游戏	包月	10 元/月	0.74	20.29	70%		
中国电信增值业务运营中心	信元短信	包月	5-15 元/月	5.57	200.8	65%-85%	218.27
		点播	1-5 元/次	4.18	17.47	85%	
信元信息	信元短信	点播	1-30 元/次	147.86	190.45	70%	190.45
翼支付	翼支付	点播	1-30 元/次	2.79	16.96	70%	16.96
中国联通阅读基地	沃阅读	包月	5-10 元/月	32.49	284.26	40%	284.85
		点播	0.1-30 元/次	1.21	0.59	70%	
联通宽带	沃听书	包月	1-15 元/月	19.17	333	70-85%	803.17
		点播	1-10 元/次	667.02	470.17	70-85%	
中国移动动漫基地	动漫	点播	1-5 元/次	2.44	1.46	60%	1.46
咪咕传媒	相声评书	包月	6 元/月	26.36	441.78	60%	999.67
	商战文化	包月	5 元/月	10.69	88.75	40%	
	中国战略新兴产业手机杂志	包月	8 元/月	1.4	10.12	40%	
	图书	点播	0.1-5 元/次	248.7	457.61	40%	
	漫画	点播	1-5 元/次	1.91	1.41	40%	
联动优势	口袋	点播	1-20 元/次	21.28	98.32	65-70%	203.58
	超阅	点播	0.1-20 元/次	96.29	105.26	65-70%	
合计							5173.95

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

3.1.3. “话匣子”业务稳定发展

2009 年 10 月，公司有声读物产品“话匣子听书”正式上线，以其移动阅读平台媒体资源库为基础，提供包括小说、评书相声、少儿读物、教育经营等各类内容在内的有声阅读服务，使用方式包括 WAP、互联网、移动 App、声讯。

表 10：“话匣子”各种接入方式

接入方式	概况	盈利模式
WAP	公司基于移动阅读平台的数据库资源,为手机浏览器打造,无需安装客户端,支持目前所有浏览器。	基本版以免费为主,聚集人气,提升平台价值;定制版与各地运营商合作,以包月的形式收费。
互联网	公司不仅自主研发“话匣子听书”门户网站,为用户直接提供有声读物的收听与下载服务;并与新浪等平台合作推出,通过首页推荐、排行榜、专题推荐、互动体系、线上线下营销策划活动、渠道推广等多种手段吸引用户。	以免费为主,聚集人气,提升平台价值。
移动 App	公司自主研发“话匣子听书”客户端,为用户提供各类有声阅读内容的在线或离线收听服务,先后推出 Android、iPhone、iPad、WP7、win8 等多个版本,并针对不同用户特点推出精品单本与系列客户端。	基础版以免费收听为主,极少部分精品内容通过支付宝等第三方支付软件进行收费;定制版与各地运营商合作,以包月形式收费,价格 6-10 元/月,最终收入以分成的形式定期结算。
声讯	用户可通过电话随时随地收听各类有声读物,只需拨打声讯热线,并且附带推出好友互动、语音畅聊等辅助功能。	包月收费,每月 6/8/10 元,可随意收听所有节目;按时长收费,0.1-0.5 元/分钟,按照时长收取费用(市话)。

资料来源:公司招股书,安信证券研究中心

3.1.4. 利用平台强大影响力,推出用户分流服务

由于公司平台具有较高的访问量与影响力,可通过为第三方提供平台共享服务获得收入。一方面满足了第三方合作伙伴对用户量的需求;另一方面也丰富了公司平台的内容,从而吸引更多用户,提高平台的知名度。

公司自 2010 年起先后与中投视讯、中信出版社、华数传媒、中央电视台等公司或机构达成合作,开展平台共享合作,主要有三种业务模式:

- 1) 将合作伙伴产品链接投放于话匣子客户端中;
- 2) 将合作伙伴产品链接投放于 WAP 基础版中;
- 3) 在推广基地业务产品包时,将合作伙伴产品打包一起投放广告。

3.2. 资讯类业务满足用户需求,增值服务为业务扩展打下基础

公司资讯类业务即通过发送短信、彩信的形式即时向订购用户提供餐饮美食、休闲娱乐、购物指引、旅游住宿、优惠打折等多方面需求,满足用户对日常资讯的需求,分别与三大运营商合作,以包月的形式向用户收费并进行分成,代表产品有“菠菜家园”、“手机报”、“如意圈圈”、“商情”等。

表 11: 2016 年 1-6 月资讯类产品情况

产品名称	运营商	包月费用	月均用户数(万人)	收入金额(万元)	总计收入(万元)
手机报	中国移动	5 元/月	217.97	2784.84	2887.9
	中国联通	10 元/月	4.42	104.63	
	中国电信	10 元/月	1.35	-1.57	
菠菜家园	中国联通	10 元/月	4.31	110.55	92.68
	中国电信	10 元/月	0.8	-17.87	
如意圈圈	中国联通	6 元/月	9.11	135.66	140.77
	中国电信	6 元/月	0.3	5.11	
商情	中国联通	20 元/月	2.18	152.02	152.02
实惠多	中国联通	10 元/月	2.16	34.46	34.46
魔幻	中国电信	10 元/月	0.42	11.18	-5.29
	中国联通	6 元/月	0.23	-16.47	
合计					3302.54

资料来源:公司招股书,安信证券研究中心

除资讯类业务外，公司还研发并推出“手机游戏”、“祝福点歌”等多种增值服务，满足用户娱乐需求；其中游戏业务即公司将自己开发或购买的游戏放于移动/电信游戏平台当中，收费模式包括下载付费、激活计费、下载付费等，最终按约定分成比例与游戏基地进行分成。公司在上海九城平台接入的游戏《坑死僵尸》与在咪咕娱乐接入的游戏《天天赛车》、《狂野牛仔》，在上线后获得良好的市场效果，为公司拓展游戏领域打下基础，丰富公司业务。

4. 掌握全版权运营源头，运营商渠道优势助推 IP 变现

网络文学作为目前 IP 产业最大的内容源头，公司可参考阅文集团全产业链发展模式，布局泛娱乐生态，例如《盗墓笔记》、《诛仙》等影视剧，《择天记》、《全职法师》等动漫，《斗破苍穹》、《傲世九重天》等游戏，最大化将网文 IP 进行变现。

图 24：阅文集团泛娱乐布局



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

深度挖掘头部 IP，泛娱乐全产业链变现。以阅文集团的《择天记》为例，是著名网文作家猫腻加入阅文的首部作品，于 2014 年 5 月开始连载，讲述了十四岁的少年孤儿陈长生为改编自身命理，求一线生机，怀揣一纸婚约入帝都，与各方强者周旋的故事。在文学作品连载不久后，网游《择天记 OL》即上线内测；2015 年《择天记》动画作品推出，成为国内网络文学改编动画的首个成功案例；随后，《择天记》舞台剧、纸质书、电视剧、手游相继推出，展现出强大的变现能力，并持续放大原始 IP 的影响力，其百度指数曾一度远超其改变影视剧主角、人气明星鹿晗。

图 25:《择天记》泛娱乐布局及百度指数对比



资料来源：百度指数，腾讯娱乐，安信证券研究中心

公司积累大量原创 IP，有望充分实现 IP 泛娱乐变现能力。2016 年公司新增原创作品超 3000 部，包括《阎王妻》、《凤勾情，弃后独步天下》、《闪婚独宠：总裁老公太难缠》等人气作品，并拥有其全版权，可拓展有声读物、动漫、影视、游戏等泛娱乐产品。同时，公司是多个运营商基地的有声阅读、漫画、游戏内容合作伙伴，未来可利用运营商独家渠道优势推广公司 IP 改编产品，快速扩大 IP 影响力，为 IP 变现最大化打下基础。

5. 投资建议

公司利用“百足模式”孵化自有原创平台，积累大量原创优质内容，随着正版化政策日趋规范，公司用户付费收入有望快速增长，并为公司布局泛娱乐市场打下基础；同时公司为运营商提供的咨询、增值服务发展稳定，持续为公司业绩做出贡献。我们预计公司 17-19 年净利润分别为 0.95 亿元、1.45 亿元、1.92 亿元，对应每股收益分别为 2.38 元、3.63 元、4.79 元。参考同类可比公司给予 55X 估值，对应六个月目标价 130.9 元，维持“增持-A”评级。

6. 风险提示

政策趋严，优质作者流动性强，咨询、增值服务受 App 冲击较大。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	168.2	469.0	909.9	1,337.5	1,805.7	成长性					
减:营业成本	103.0	360.7	690.6	1,008.5	1,357.9	营业收入增长率	35.4%	178.8%	94.0%	47.0%	35.0%
营业税费	0.6	1.5	3.2	4.6	6.1	营业利润增长率	16.2%	128.1%	93.1%	55.1%	33.6%
销售费用	5.7	6.5	12.6	22.5	41.2	净利润增长率	26.8%	87.9%	96.3%	52.8%	31.8%
管理费用	22.1	36.2	70.2	107.3	155.7	EBITDA 增长率	16.5%	136.4%	100.3%	45.7%	25.0%
财务费用	0.3	4.5	15.4	14.3	7.5	EBIT 增长率	17.6%	143.0%	103.7%	47.5%	27.5%
资产减值损失	11.1	1.4	5.5	6.0	4.3	NOPLAT 增长率	16.8%	132.6%	110.3%	46.6%	26.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.9%	-8.1%	646.9%	-42.5%	115.6%
投资和汇兑收益	0.1	-	0.2	0.1	0.1	净资产增长率	29.4%	120.5%	35.3%	38.9%	35.7%
营业利润	25.5	58.3	112.5	174.5	233.2	利润率					
加:营业外净收支	5.5	2.7	3.5	3.9	3.4	毛利率	38.8%	23.1%	24.1%	24.6%	24.8%
利润总额	31.1	60.9	116.0	178.4	236.6	营业利润率	15.2%	12.4%	12.4%	13.0%	12.9%
减:所得税	5.3	12.6	21.1	33.3	45.4	净利润率	15.3%	10.3%	10.4%	10.9%	10.6%
净利润	25.8	48.4	95.1	145.3	191.5	EBITDA/营业收入	16.6%	14.1%	14.5%	14.4%	13.3%
						EBIT/营业收入	15.4%	13.4%	14.1%	14.1%	13.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1	8	8	5	4
						流动资产周转天数	127	45	104	101	88
						流动营业资本周转天数	244	170	181	158	143
						应收账款周转天数	124	67	98	96	87
						存货周转天数					
						总资产周转天数	265	187	193	163	146
						投资资本周转天数	136	54	113	106	91
						投资回报率					
						ROE	22.7%	19.3%	28.1%	30.9%	30.0%
						ROA	18.1%	14.0%	15.1%	24.9%	21.7%
						ROIC	39.7%	68.0%	155.7%	30.6%	67.3%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	1.4%	1.4%	1.7%	2.3%
						管理费用率	13.1%	7.7%	7.7%	8.0%	8.6%
						财务费用率	0.2%	1.0%	1.7%	1.1%	0.4%
						三费/营业收入	16.7%	10.1%	10.8%	10.8%	11.3%
						偿债能力					
						资产负债率	20.4%	27.7%	46.1%	19.4%	27.7%
						负债权益比	25.7%	38.2%	85.7%	24.1%	38.4%
						流动比率	4.56	3.90	3.33	5.16	5.99
						速动比率	4.56	3.90	3.33	5.16	5.99
						利息保障倍数	85.96	13.85	8.29	13.21	32.14
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.25	0.16	0.33	0.59
						分红比率	0.0%	20.7%	6.9%	9.2%	12.2%
						股息收益率	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.5%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	44.0	192.7	72.8	184.0	144.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	74.7	98.6	395.4	318.8	551.7
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	14.0	17.5	138.1	62.8	168.8
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	0.0	0.2	0.8	0.3	0.4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	0.5	20.2	20.2	20.2	20.2
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	3.1	8.0	3.8	-	-
其他非流动资产	6.2	8.8	-2.2	-2.4	-2.7
资产总额	142.6	345.9	628.8	583.6	882.9
短期债务	10.0	10.0	128.8	-	30.9
应付账款	8.6	49.0	41.0	94.9	97.4
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	10.5	20.1	12.4	14.8	16.3
长期借款	-	8.5	105.3	-	95.4
其他非流动负债	-	8.1	2.7	3.6	4.8
负债总额	29.1	95.7	290.2	113.2	244.8
少数股东权益	-0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.8
股本	30.0	40.0	40.0	40.0	40.0
留存收益	83.5	210.4	298.9	430.9	598.9
股东权益	113.5	250.2	338.7	470.4	638.1

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25.7	48.3	95.1	145.3	191.5
加:折旧和摊销	4.3	11.9	4.2	3.8	0.0
资产减值准备	11.1	1.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.5	1.8	15.4	14.3	7.5
投资损失	-0.1	-	-0.2	-0.1	-0.1
少数股东损益	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
营运资金的变动	-20.6	35.9	-428.2	209.8	-333.6
经营活动产生现金流量	13.6	82.6	-313.8	372.9	-135.0
投资活动产生现金流量	-7.7	-32.4	0.2	0.1	0.1
融资活动产生现金流量	1.5	98.4	193.7	-261.7	95.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.64	1.21	2.38	3.63	4.79
BVPS(元)	2.84	6.26	8.47	11.77	15.97
PE(X)	189.6	100.9	51.4	33.6	25.5
PB(X)	43.1	19.5	14.4	10.4	7.7
P/FCF	578.2	77.8	-39.3	39.2	-304.3
P/S	29.1	10.4	5.4	3.7	2.7
EV/EBITDA	-	33.5	38.2	24.4	20.2
CAGR(%)	77.9%	58.2%	67.2%	77.9%	58.2%
PEG	2.4	1.7	0.8	0.4	0.4
ROIC/WACC	3.8	6.5	14.9	2.9	6.4
REP	-	5.1	0.7	5.6	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034