

日期: 2015年1月14日

行业: 通信行业



张涛

021-53519888-1967



zhangtao@shzq.com

执业证书编号: S0870510120023

合理估值 RMB 14.0-16.8 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 30.00
 发行后总股本 (百万股) 120.00

发行方式 网上定价发行
 网下询价配售
 保荐机构 西南证券

主要股东 (IPO 前)

童之磊 24.92%
 启迪华创 18.68%
 文睿投资 9.39%

收入结构 (14H)

数字阅读产品 51.14%
 数字出版运营服务 34.45%
 数字内容增值服务 14.41%

报告编号: ZT15-NSP01

首次报告日期:

领先的数字出版商**投资要点:****领先的数字出版商**

公司一直致力于成为全球领先的中文数字出版企业,公司以版权机构、作家为正版数字内容来源,进行内容的聚合和管理,面向手机、互联网、手持终端等出版媒体提供阅读产品;为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务;通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值业务。作为国内数字出版的领先企业,公司形成了“一种内容、多种媒体、同步出版”的全媒体出版模式。

数字内容版权是竞争的焦点

公司目前提供的数字阅读产品以图书产品为主,竞争主要集中在数字内容采集方面。手机阅读领域,公司是中国移动手机阅读基地的运营合作伙伴和最大的数字阅读产品提供商之一,截至2013年12月31日,公司累计为中国移动手机阅读基地提供11%左右数字版权。互联网阅读领域,公司通过自有网站“17K小说网”和“四月天小说网”等为用户提供阅读服务,拥有驻站网络作者30余万,月活跃作者数超过3万,点击过亿作品16部,日均访问量超过3,000万。

盈利预测

公司在未来几年业绩将会稳步增长,2014年、2015年的收入的增速分别为35.08%和30.00%。净利润分别为4754万元和6382万元,增速分别为5.94%和34.23%。

估值结论

考虑到3000万股的发行量,同时老股东不出售股票,公司发行后总股本12000万股,本次发行价格为6.81元。2014年的摊薄后EPS为0.40元,考虑到行业2014年的平均PE为55倍,基于谨慎性的考虑,我们给予公司2014年35-42倍的PE,公司的合理估值区间为14-16.8元。

数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	18,387	22,034	29,763	38,692	48,365
年增长率(%)	19.72%	19.83%	35.08%	30.00%	25.00%
归属于母公司的净利润	5,440	4,487	4,754	6,382	7,567
年增长率(%)	10.68%	-17.51%	5.94%	34.23%	18.57%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 国内数字出版的领先企业

公司以版权机构、作家为正版数字内容来源，进行内容的聚合和管理，面向手机、互联网、手持终端等出版媒体提供阅读产品；为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务；通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值业务。作为国内数字出版的领先企业，公司形成了“一种内容、多种媒体、同步出版”的全媒体出版模式。

图1 公司主营业务



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

主要提供数字阅读产品、数字出版运营服务和数字内容增值服务。针对不同的对象或渠道，公司提供的产品、服务及其用途细分如下表：

表1 公司的主要产品和服务

类别	简介
数字阅读产品	主要将公司的内容资源加工制作作为手机、互联网、教育产业等阅读产品，提供给不同的用户阅读
数字出版运营服务	为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务
数字内容增值服务	将内容的纸质出版授权给纸质出版机构，以纸质印刷形式出版；或者将内容的改编权授权给其他第三方，将数字内容改编为影视、游戏、有声读物等形式。目前，公司主要是通过与传统出版社、影视公司、游戏公司等采取版权合作的方式实现数字内容增值。

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

数字阅读产品：

公司通过与版权机构、作者签约等方式获得图书等作品的数字版权，同时依托“17K 小说网”、“四月天小说网”等原创文学网站收集原创作品及其

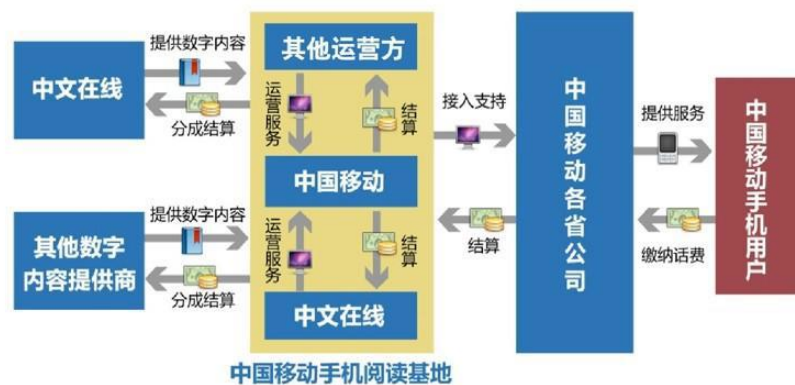
版权。公司对这些作品进行数字化，依据渠道、客户、阅读媒介和用户特性，制作成各类数字阅读产品。公司数字阅读产品主要分为手机阅读产品、互联网阅读产品、教育行业阅读产品及由此产生的广告和技术服务等。

手机阅读产品

手机阅读产品是指公司与中国移动、中国电信、中国联通等三大电信运营商合作，通过向其提供数字内容形成适合在手机上阅读的产品。手机阅读业务按内容可以分为图书、杂志、漫画等类。其中图书类又细分为都市言情、穿越幻想、玄幻奇幻、武侠仙侠、游戏竞技、浪漫青春、历史军事、灵异悬疑、名著传记、科幻小说、影视剧本、时尚生活、官场职场、经管励志、教育社科、短篇小品等。

电信运营商通过吸引用户订阅手机阅读业务，向用户收取费用。目前，电信运营商手机阅读产品收费方式分为**点播**和**包月**两类，点播类型分为按章点播与按本点播两种，用户点播后可长期阅读该章或该本内容，包月用户在支付费用后可以在月内免费阅读专区内所有图书。

图 2 手机阅读产品的流程（中国移动手机阅读基地）



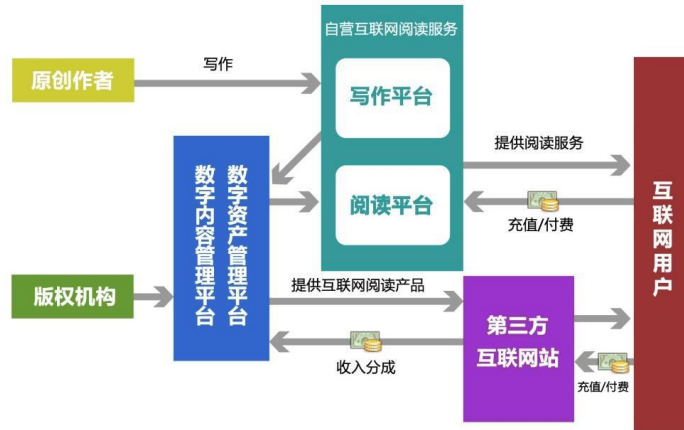
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

互联网阅读产品

互联网阅读产品是指公司通过自有网站和其他互联网发行平台，为用户提供数字阅读服务产品。

公司自 2006 年开始提供互联网阅读产品，建立了覆盖不同用户对象、多层次的互联网阅读服务渠道，运营多家自有网站。公司“17K 小说网”和“四月天小说网”是集创作、阅读于一体的原创文学网站；“全民阅读网”旨在深化和推动全民阅读；“爱看书网”专门为手持终端的阅读用户提供在线付费下载。公司通过首页推荐、排行榜、积分奖励、互动体系、邮件提醒、短信提醒、联盟推广营销策划、渠道推广等手段吸引用户阅读。用户通过网络银行、手机钱包、第三方支付平台和点卡等方式向账户充值。

图3 互联网阅读产品的流程



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图4 17K小说网



图5 爱看书网站



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理 数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

教育行业阅读产品

公司提供的教育阅读产品包括传统的数字图书馆、基于互联网模式的“书香中国”系列数字图书馆，以及目前正在开发的“电子书包”相关产品。

公司自2003年开始提供“校园网”模式的传统数字图书馆，用户只能在学校的计算机上才可以使用，公司通过光盘等介质为用户提供系统升级、资源更新的服务。

随着互联网技术的快速发展，传统数字图书馆已不能满足市场需求。为适应市场变化，公司推出了基于云计算的“互联网模式”的数字图书馆，即“书香中国”系列数字图书馆。

面向“电子书包”的数字出版应用是数字出版在教育领域新的发展方向。“电子书包”是一个承载着电子教材、电子教学资料以及相关虚拟学具的、可被多种终端设备访问的电子化学习系统，也是一个集硬件、内容、平台为一体的数字化教学解决方案，可以与学校的教学紧密对接。通过“电子书包”服务平台体系，可以将各种内容资源投送到电子书、平板电脑、个人电脑、智能手机、IPTV 等平台，形成开放的体系，实现移动学习、教务和学习内容的管理。公司电子书包建设内容包括教育内容资源采购、技术平台建设和宣传推广三个方面。

公司数字出版运营服务分为移动基地运营服务和其他机构运营服务。基于公司在数字出版行业的优势，公司从 2010 年开始为中国移动提供数字出版运营服务，并积极拓展其他机构运营服务。2014 年 11 月 20 日，公司与中国移动浙江有限公司续签了《关于手机阅读基地图书内容运营支撑的协议》，新协议有效期自 2014 年 10 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日，协议主要条款与原支撑协议相比，未发生变化。续签的运营支撑协议约定，根据业务发展需要，支撑费 2015 年度(指 2015 年 10 月-2016 年 9 月)将比 2014 年度(指 2014 年 10 月-2015 年 9 月)增长 10%，支撑费封顶值如下：

表 2 公司的运营支撑费用

2014 年度人均人数	2014 年度运营支撑费封顶值 (万元)			2015 年度运营支撑费封顶值 (万元)		
	支撑费用	额外费用	合计	支撑费用	额外费用	合计
188	5203.02	520.3	5723.32	5723.32	572.33	6295.65

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 公司所处的行业及公司的地位

公司目前提供的数字阅读产品以图书产品为主。由于数字出版行业属于新兴行业，各企业间有着比较明确的市场定位和盈利模式，竞争主要集中在数字内容采集方面。

手机阅读领域，公司为中国移动、中国联通、中国电信等三大电信运营商提供数字阅读产品。公司是中国移动手机阅读基地的运营合作伙伴和最大的数字阅读产品提供商之一，截至 2013 年 12 月 31 日，公司累计为中国移动手机阅读基地提供 43,993 种图书的数字版权，占其图书数字版权的 11% 左右。

互联网阅读领域，公司通过自有网站“17K 小说网”和“四月天小说网”等为用户提供阅读服务，拥有驻站网络作者 30 余万，月活跃作者数超过 3 万，点击过亿作品 16 部，日均访问量超过 3,000 万。以《官途》、《超级兵王》、《龙血战神》等为代表的大量签约作品在腾讯网、凤凰网、百度、掌中浩阅等合作网站和阅读器上取得前十名的优异成绩

表 3 公司的主要竞争对手

序号	企业	概况	特色和定位	与发行人关系
1	盛大文学	盛大文学运营多个网站，其中“云中书城”是盛大文学的运营主体平台，为消费者提供包括数字图书、网络文学、数字报刊等数字商品	拥有目前国内领先的原创文学网站，在原创文学细分领域具有市场优势	在原创文学网站和中国移动手机阅读基地方面与公司构成竞争关系
2	久邦数码	主要业务包括面向国内用户的 3G 门户网、手机阅读业务和面向全球用户的 GO 桌面系列应用	久邦数码的手机阅读服务开始于 2010 年，主要通过移动应用、3G.cn 和第三方运营商向读者提供数字阅读服务	为中国移动手机阅读基地内容提供商，与发行人存在一定的竞争
3	创世中文网	创世中文网成立于 2013 年，是腾讯公司旗下网络文学平台	能获得腾讯平台的支持	“17K 小说网”与其结为战略合作伙伴，但双方在内容采集方面存在内容竞争。
4	纵横中文网	纵横中文网成立于 2008 年，是百度公司旗下网络文学平台	能获得百度平台的支持	与公司自有网站在内容采集方面存在一定的竞争
5	成都古羌	是中国移动手机阅读基地的内容提供商，拥有网站看书网、凤鸣轩	能获得人民网平台的支持	在原创文学网站和中国移动手机阅读基地方面与公司构成竞争关系

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司主要竞争优势体现在：

1、内容的优势

通过与众多版权机构、作者建立长期的合作关系，并运营自有的原创文学网站“17K 小说网”、“四月天小说网”，公司建立了稳定的数字内容获取渠道。经过不懈努力，公司已经积累了丰富的数字内容。截至 2014 年 6 月 30 日，公司拥有数字内容 223,514 种（包括 2,414 种视频资源和 2,133 种

音频资源), 已经成为国内最大的正版数字内容提供商之一。

2、渠道优势

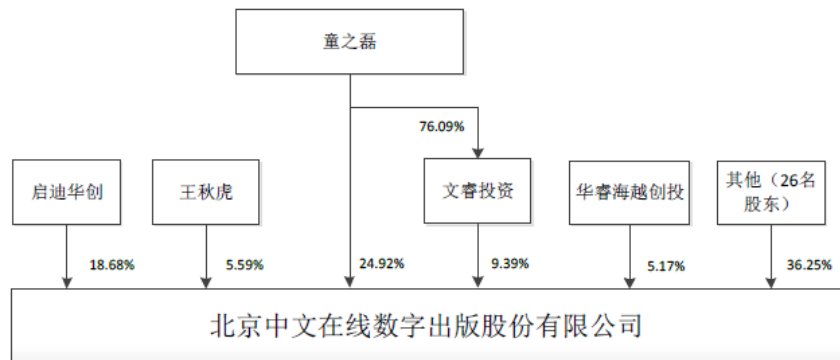
随着信息技术的发展, 数字内容阅读渠道更加多元化。特别是智能手机、手持阅读器、平板电脑及移动互联网的普及, 使数字内容通过多渠道出版成为可能。对整个行业而言, 过去单靠一种或少数几种渠道进行出版覆盖的读者数量是有限的, 规模效益受到限制。经过多年的积累, 公司的出版渠道已经成为涵盖手机、手持终端、互联网等各种渠道的全媒体出版模式, 可以实现“一种内容、多种媒体、同步出版”, 综合利用数字内容资源, 以实现资源价值最大化。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

童之磊直接持有本公司 24.917900% 的股权, 通过文睿投资间接持有本公司 9.388493% 的股权。童之磊先生合计控制公司 34.306393% 的股权, 为本公司控股股东和实际控制人。

图 6 公司的股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主营业务简况及收入利润结构

表 4：公司主营业务预测

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
数字阅读产品	8,901.49	11,375.94	11,741.45	5,391.07	17,251.42	22,427
数字出版运营服务	5,775.98	6,222.41	7,672.43	3,631.19	8,714.86	11,329
数字内容增值服务	680.56	788.61	2,619.74	1,518.81	3,797.03	4,936
收入合计	15,358.03	18,386.96	22,033.62	10,541.07	29,763.31	38,692

资料来源：公司招股意向书

● 募投资项

募集资金将投资于以下的项目；

表 5: 公司募投项目

项目名称	投资额 (万元)
数字内容资源平台升级改造项目	16,747.00
合计	16,747.00

资料来源：公司招股意向书等

数字内容资源平台升级改造项目

数字内容资源平台升级改造项目预计投资 20,088.3 万元，主要用于数字内容采集和技术平台建设，建设期为三年。通过该项目建设，公司将新增各类数字内容 106,000 种，其中网络原创数字内容 47,000 种，传统出版物数字内容 9,000 种，有声读物数字内容 50,000 集，实现公司数字内容资源的增长，并完成与之配套的公司技术平台建设和市场推广活动，进一步增强公司核心竞争力。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

公司在未来几年业绩将会稳步增长，2014 年、2015 年的收入的增速分别为 35.08% 和 30.00%。净利润分别为 4754 万元和 6382 万元，增速分别为 5.94% 和 34.23%。

表 6 公司损益简表及预测 (单位: 万元)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	18,387	22,034	29,763	38,692	48,365
营业成本	8,310	11,068	17,783	23,276	29,320
营业税金及附加	507	368	476	619	774
销售费用	1,304	1,993	2,679	3,482	4,353
管理费用	3,739	4,787	6,548	7,738	9,189
财务费用	(93)	(87)	(893)	(774)	(242)
资产减值损失	177	207	149	193	242
其他经营收益			0	0	0
投资净收益			0	0	
营业利润	4,934	4,059	3,021	4,156	4,729
加: 营业外收入	1,401	1,130	2,381	3,095	3,869
减: 营业外支出	63	34			
利润总额	6,272	5,155	5,402	7,252	8,599
减: 所得税	812	643	648	870	1,032
净利润	5,460	4,512	4,754	6,382	7,567
减: 少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	5,440	4,487	4,754	6,382	7,567

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

对中国移动的依赖的风险

中国移动子公司中国移动浙江有限公司是公司的重要客户。根据公司与中国移动浙江有限公司签订的主要协议，公司为中国移动浙江有限公司提供**数字阅读产品和运营服务**，报告期内合计实现收入分别为 10,262.69 万元、8,453.89 万元、9,689.25 万元及 4,835.52 万元，占公司当期营业收入的比例分别为 66.82%、45.98%、43.97%及 45.87%。中国移动手机阅读基地作为国内手机阅读业务的主要运营平台和公司的主要客户，对公司的经营业绩有重要影响。

毛利率和业绩下滑的风险

随着数字出版行业的逐步成熟，市场竞争逐渐激烈，公司一方面投入更高的价格购买版权或支付更高的版权分成比例，另一方面增加推广费加大推广力度。公司营业收入比重超过 50%的**数字阅读产品毛利率**不断下滑从而使公司的综合毛利率出现下滑。最近三年及一期，公司综合毛利率分别为 56.16%、54.81%、49.77%和 41.74%，虽然综合毛利率水平仍保持较高的水平，但未来不排除存在毛利率进一步下降的可能。

2013 年，公司决定增加在移动互联网领域的投入，以进一步巩固核心技术优势和全媒体出版优势；同时增加在教育阅读产品的研发投入来巩固公司在教育信息化和数字化领域中的先发优势，导致公司在毛利额增长的基础上而净利润出现下滑。若公司上述投入未能巩固公司的市场地位和形成公司未来新的增长点，将可能导致发行人业绩下滑。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 14 年平均 PE 为 43 倍。

表 7 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300002.SZ	神州泰岳	18.99	1.13	0.84	0.51	0.68	16	22	35	27
002148.SZ	北纬通信	19.38	0.40	0.50	0.45	0.58	46	36	40	31
002261.SZ	拓维信息	18.20	0.13	0.14	0.35	0.47	140	130	52	39
平均							67	83	43	32

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所;

● 公司可给的估值水平

考虑到 3000 万股的发行量，同时老股东不出售股票，公司发行后总股本 12000 万股，本次发行价格为 6.81 元。2014 年的摊薄后 EPS 为 0.40 元，考虑到行业 2014 年的平均 PE 为 55 倍，基于谨慎性的考虑，我们给予公司 2014 年 35-42 倍的 PE，公司的合理估值区间为 14-16.8 元。

分析师承诺

分析师 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。