



优化业务结构，继续发展数字版权服务

——安妮股份（002235）调研简报

2016年09月09日
强烈推荐/维持
安妮股份 调研简报

报告摘要：

商务信息用纸业务持续收缩。2016年公司进一步整合传统业务，收缩商务信息用纸规模，优化商务信息用纸业务资产结构及财务结构，向轻资产新业务转型，组建互联网服务新格局。2011年以来，传统纸品行业发展较为低迷，公司商务信息用纸主业持续下滑。2016H1公司造纸板块业务实现营业收入1.4亿元，较去年同期下降23%。公司上半年造纸业务下滑主要是由于持续推进战略转型、继续收缩商务信息用纸业务的规模以及向畅元国讯提供财务资助。

收购畅元国讯发力数字版权业务。畅元国讯是目前中国权威的版权业务全产业链服务商，是全国首家开通线上版权服务的版权综合服务商，提供版权登记认证、版权估值、版权交易、版权内容分发、版税结算等版权业务全产业链综合服务。目前畅元国讯拥有自主研发、设计、建设和上线运营的版权家服务平台、华云音乐版权服务平台、游戏版权服务平台、中广云视频版权服务平台和就爱就玩游戏分发平台，同时，畅元国讯正在构建一个综合型数字内容娱乐电商平台“艺百家”。2016年上半年畅元国讯净利润为3480万元。

增持微梦想，完善互联网业务布局。安妮股份于2015年初收购了微梦想51%股权，并于2016年6月通过股东大会进一步收购微梦想30%的股权。微梦想的主营业务是基于移动互联网社交平台，通过在移动社交平台上运营以生活娱乐信息为主的自媒体账号(以新浪微博与腾讯微信为主)，吸引粉丝关注从而聚拢海量的用户流量后，依托于上述移动互联网社交平台作为营销推广信息发布平台，为客户提供一揽子以原生内容广告形式为主的移动互联网营销推广解决方案。

公司盈利预测及投资评级。公司布局数字版权行业，相关产业链的市场空间巨大，互联网营销业绩稳定增长，商务信息用纸业务继续优化，互联网彩票政策明确后公司有望受益。在公司2016Q4完成对畅元国讯的并表假设下，我们预计公司2016/2017年EPS分别为0.11元/股和0.34元/股，对应PE分别为200x和64x，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	449.62	435.68	462.53	709.91	792.23
增长率(%)	-18.90%	-3.10%	6.16%	53.48%	11.60%
净利润(百万元)	-97.42	21.98	45.90	117.19	149.08
增长率(%)	-1070.96	-122.57	108.79%	155.31%	27.22%
净资产收益率(%)	-26.07%	2.99%	6.64%	19.17%	22.14%
每股收益(元)	-0.47	0.06	0.11	0.34	0.43
PE	45.57	385.48	199.92	63.92	50.46
PB	11.88	11.53	13.27	12.26	11.17

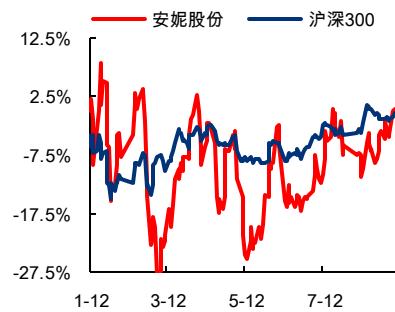
杨若木

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014
孙金琦
010-66554026 sun_jq@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	14.67-23.48
总市值(亿元)	61.89
流通市值(亿元)	48.09
总股本/流通A股(万股)	29250/22554
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.71

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《安妮股份（002235）：战略转型数字版权服务顺利推进》2016-08-18
- 《安妮股份（002235）：业绩有所下滑，战略转型继续推进》2016-04-25
- 《安妮股份（002235）：大股东增持看好公司发展前景》2016-03-18
- 《安妮股份（002235）：打造数字IP大航母》2016-03-17

目 录

1. 转型互联网服务新格局	3
1.1 商务信息用纸业务持续收缩	3
1.2 收购畅元国讯发力数字版权业务	3
1.3 增持微梦想, 完善互联网业务布局	5
1.4 深入发展优质 IP 资源孵化开发	5
2. 盈利预测及估值	6
3. 风险提示	6

插图目录

图 1:公司商务信息用纸业务收入及其增速	3
图 2:畅元国讯业务介绍	3
图 3:版权家业务介绍	4

1. 转型互联网服务新格局

2016 年公司进一步整合传统业务, 收缩商务信息用纸规模, 优化商务信息用纸业务资产结构及财务结构, 向轻资产新业务转型, 组建互联网服务新格局。

1.1 商务信息用纸业务持续收缩

2011 年以来, 传统纸品行业发展较为低迷, 公司商务信息用纸主业持续下滑。2016H1 公司造纸板块业务实现营业收入 1.4 亿元, 较去年同期下降 23%。公司上半年造纸业务下滑主要是由于持续推进战略转型、继续收缩商务信息用纸业务的规模以及向畅元国讯提供财务资助。2016Q2 公司的盈利能力有所提升。公司 2016Q2 销售毛利率、销售净利率分别为 30.3% 和 9.27%, 分别较 1 季度提高 7.9pct 和 8.1pct。

图 1:公司商务信息用纸业务收入及其增速



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.2 收购畅元国讯发力数字版权业务

畅元国讯是目前中国权威的版权业务全产业链服务商, 是全国首家开通线上版权服务的版权综合服务商, 提供版权登记认证、版权估值、版权交易、版权内容分发、版税结算等版权业务全产业链综合服务。

图 2:畅元国讯业务介绍

业务分类	业务简介	盈利模式
版权技术业务	1、为国家数字版权公共服务、监管部门, 出版机构提供版权领域技术开发及咨询服务。	通过上述两项业务, 收取顾问咨询及技术服务费用。
版权保护业务	1、为通信运营商及互联网企业提供版权保护, 审核及 DCI 接口服务。 2、为所有版权人提供基于 DCI 体系的数字版权认证、监测和维权。	通过具备版权保护性质的技术服务收取服务费; 通过版权登记收取代理服务费用。
版权交易业务	1、为版权人和版权使用者提供便捷、高效、公允的版权交易平台。按照交易额收取一定比例的佣金; 2、提供带 DCI 版权保护服务的数字内容分发。	通过为版权人及渠道提供内容集成、排序, 版权保护, 支付结算和渠道管理服务, 参与内容销售后的收益分成。
版权增值业务	1、基于版权大数据为版权人、文化内容企业提供 IP 价值评估、企业版权资产评估, 收取评估费用; 2、通过对大数据的应用收集创意作品, 筛选其中有衍生价值的作品作为“初始版权”或“基础 IP”。	通过“艺百家”平台确权、托管、展示、分发、网络社交传播、衍生, 产生粉丝群落。进一步进行版权衍生品的生产和销售, 通过衍生权利授权和衍生品销售盈利。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前畅元国讯拥有自主研发、设计、建设和上线运营的版权家服务平台、华云音乐版权服务平台、游戏版权服务平台、中广云视频版权服务平台和就爱就玩游戏分发平台，同时，畅元国讯正在构建一个综合型数字内容娱乐电商平台“艺百家”。2016年上半年畅元国讯净利润为3480万元。

版权家

版权家是以国家著作权相关法律法规体系和国家数字版权公共服务技术(DCI, Digital Copyright Identifier, 数字版权唯一标识符)为基础而建立的DCI体系支撑下的版权综合服务平台。为互联网新媒体产业链中的著作权人(法人单位)在线提供具有国家公信力的(数字)作品版权登记、转授权合同备案登记、版权检索、版权交易、版税结算、侵权举报和维权申诉等快捷的一站式版权综合服务。目前，新浪微博、中国移动咪咕游戏都已签约版权家，成为其版权认证平台。

图 3:版权家业务介绍



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

自2005年起，国家版权局联合国家网信办、工信部、公安部连续11年开展打击网络侵权专项行动，并颁布多项版权保护法律法规。2016年7月，“剑网2016”专项行动拉开序幕，将利用5个月的时间，突出整治未经授权非法传播网络文学、新闻、影视等作品的侵权盗版行为，保障有关权利人的合法权益；重点查处通过智能移动终端第三方应用程序(APP)、电子商务平台、网络广告联盟、私人影院等平台进行的侵权盗版行为，维护网络版权正常秩序；进一步规范巩固去年专项行动取得初步成效的网络音乐、网络云存储空间、网络转载作品的版权秩序，营造网络版权良好生态。自2010年以来，这已经是连续第7年打击网络侵权盗版专项治理的“剑网行动”。法律法规逐步完善，剑网行动持续开展，版权监管愈加严厉，推动数字版权良好前景。

表 1：网络侵权专项行动介绍

时间	行动内容
2010-2011年	加强对音频视频和文学网站、网游动漫网站以及网络电子商务平台的监控力度，形成“先授权、后传播”的版权传播秩序。
2012年	主动监管视频网站，规范视频网站经营行为，对网络交易平台进行版权监管
2013年	主动监管音视频网站、移动互联网和网络交易平台
2014年	数字版权和网络转载。
2015年	规范网络音乐版权、网络云存储空间版权、打击智能移动终端第三方应用程序（APP）

侵权盗版、网络广告联盟和网络转载版权秩序，加强数字出版内容版权保护

2016年

加强对文学网站的版权执法监管力度，开展打击APP侵权盗版专项整治行动，加强对网络广告联盟版权工作的规范管理

资料来源：国家版权局，东兴证券研究所

华云音乐

华云音乐于2015年5月上线，2015年12月正式投入运营，是以音乐版权费用结算机制为核心，互联网及手机网络音乐数字版权登记、ISRC编码申领、监测维权、版权销售、权利人报酬收转等一站式专业版权交易服务平台。由畅元国讯持股70%。目前，华云音乐已经与天翼爱音乐、索雅音乐版权代理(北京)有限公司开展了合作，积累了签约可交易版权155首，开展版权保护业务3,070首，其中词作品342首、曲作品42首、音乐作品2,686首。

就爱就玩

“就爱就玩”于2015年4月上线，是畅元国讯旗下集正版内容引入、版权保护、监测维权、内容分发等全方位的一站式企业服务平台，通过对正版游戏内容提供版权认证、监测、维权服务，引入海内外优质游戏内容，通过该平台进行展示、推广，并将优质游戏内容分发到合作的游戏分发渠道、运营平台。就爱就玩平台非游戏直接运营平台，不面向终端用户，而是向企业客户提供服务。

1.3 增持微梦想，完善互联网业务布局

安妮股份于2015年初收购了微梦想51%股权，并于2016年6月通过股东大会进一步收购微梦想30%的股权。微梦想的主营业务是基于移动互联网社交平台，通过在移动社交平台上运营以生活娱乐信息为主的自媒体账号(以新浪微博与腾讯微信为主)，吸引粉丝关注从而聚拢海量的用户流量后，依托于上述移动互联网社交平台作为营销推广信息发布平台，为客户提供一揽子以原生内容广告形式为主的移动互联网营销推广解决方案。

收购微梦想对于公司持续推进互联网业务布局，发挥微梦想在自媒体领域的用户优势，提升公司的互联网营销能力具有推动作用。同时，借助畅元国讯的数字版权服务优势，微梦想可获得更多优质作品，提升所经营的自媒体内容质量，从而提升盈利能力和持续经营能力，畅元国讯聚合的优质小微内容也能够通过微梦想实现了价值变现。

1.4 深入发展优质IP资源孵化开发

5月30日，畅元国讯与新动集团联合开发的手游产品《鬼吹灯3D》发布。《鬼吹灯3D》是由同名小说改编而成的手游产品，由影星姚晨代言。《鬼吹灯》是天下霸唱于2006年3月开始创作的网络小说，首发于天涯，后于起点中文网进行连载，是中国盗墓类小说的开山鼻祖。除原作两部八册外，改编电影《九层妖塔》累计票房6.82亿，《寻龙诀》首日票房就突破1.6亿，在国内具有庞大的粉丝基础和商业潜力。《鬼吹灯3D》游戏全平台上线当天，仅安卓平台就有超过50万的玩家涌入游戏。游戏上

线之后,更是获得次留44.70%、三留32.31%、七留23.12%、付费率7.10%和arpu85.4的成绩。2个月内,游戏注册人数突破300万,流水超过8000万。

8月28日,中国年度游戏盛典ChinaJoy开幕,畅元国讯与新动集团宣布启动亿元IP专项扶持基金,建造两万平米IP孵化园区,同时推出100余个顶级优质IP,打造全方位影游联动生态圈。畅元国讯把自有IP九州系列《九州缥缈录》《九州荒祭》《九州龙族》《九州寻泉》以及《枯叶之城》《念力猎人》等提供给新动集团,共同打造中国顶级IP手机游戏。《九州》系列为知名作家江南、今何在、大角、潘海天、萧如瑟等以特定世界观创作出的多部小说,包括《九州缥缈录》、《九州荒祭》、《九州龙族》、《九州寻泉》等,其中《九州缥缈录》系列作品连载了15年以上,销售累计超过400万册,被认为是中国最有价值的小说IP之一。2016年以来,以九州系列为蓝本的影视作品相继开播,7月20日在腾讯独家上映的《九州天空城》上映以来点击量突破4.9亿。而改编自江南《九州牧云记》的同名电视剧也将在下半年登陆银屏,有望带动相关系列IP的再度火爆。畅元国讯与新动集团未来将以数部九州代表性小说的IP孵化开发方面进行深度资源整合,以《鬼吹灯3D》游戏成功为鉴,利用IP带来的粉丝效应和品牌效应创造更大收益。

2. 盈利预测及估值

公司布局数字版权行业,相关产业链的市场空间巨大,互联网营销业绩稳定增长,商务信息用纸业务继续优化,互联网彩票政策明确后公司有望受益。在公司2016Q4完成对畅元国讯的并表假设下,我们预计公司2016/2017年EPS分别为0.11元/股和0.34元/股,对应PE分别为200x和64x,维持公司“强烈推荐”的投资评级。

3. 风险提示

1. 版权服务平台推广程度存在不确定性;
2. 轻资产公司核心人员存在变动风险。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	285	225	307	428	545	营业收入	450	436	463	710	792
货币资金	88	122	192	303	419	营业成本	402	322	321	437	465
应收账款	75	41	60	79	96	营业税金及附加	3	2	2	4	4
其他应收款	17	6	6	10	11	营业费用	39	31	33	50	56
预付款项	28	4	-10	-36	-60	管理费用	54	47	50	77	86
存货	59	39	43	56	61	财务费用	10	8	1	-2	-4
其他流动资产	10	10	10	10	10	资产减值损失	39.14	-1.37	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	331	422	372	342	312	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	9	9	9	9	投资净收益	2.93	-0.68	1.13	0.23	0.68
固定资产	240.96	213.68	188.30	162.93	137.55	营业利润	-94	26	56	145	185
无形资产	33	43	39	35	30	营业外收入	5.07	2.09	5.70	3.90	4.80
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	7.99	0.48	4.24	2.36	3.30
资产总计	616	647	679	770	857	利润总额	-97	27	57	146	186
流动负债合计	249	255	162	194	206	所得税	1	5	11	29	37
短期借款	75	95	0	0	0	净利润	-97	22	46	117	149
应付账款	67	43	47	61	67	少数股东损益	-5	11	14	19	24
预收款项	10	9	11	12	15	归属母公司净利润	-92	11	31	98	125
一年内到期的非	14	7	7	7	7	EBITDA	-25	96	87	172	211
非流动负债合计	8	1	0	1	2	EPS (元)	-0.47	0.06	0.11	0.34	0.43
长期借款	7	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	257	255	162	196	208	成长能力					
少数股东权益	6	28	43	61	86	营业收入增长	-18.90%	-3.10%	6.16%	53.48%	11.60%
实收资本(或股)	195	195	293	293	293	营业利润增长	-1045.89%	-127.60%	116.20%	159.24%	27.53%
资本公积	170	170	170	170	170	归属于母公司净利润	189.20%	212.76%	189.20%	212.76%	26.68%
未分配利润	-31	-21	-16	-1	18	获利能力					
归属母公司股东	353	364	474	513	563	毛利率 (%)	10.65%	25.99%	30.63%	38.51%	41.26%
负债和所有者权	616	647	679	770	857	净利率 (%)	-21.67%	5.05%	9.92%	16.51%	18.82%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	-14.94%	1.68%	4.64%	12.78%	14.55%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	-26.07%	2.99%	6.64%	19.17%	22.14%
经营活动现金流	46	115	66	166	186	偿债能力					
净利润	-97	22	46	117	149	资产负债率 (%)	42%	39%	24%	25%	
折旧摊销	59.17	62.66	29.71	29.71	29.71	流动比率	1.15	0.88	1.90	2.21	2.64
财务费用	10	8	1	-2	-4	速动比率	0.91	0.73	1.63	1.92	2.35
应收账款减少	0	0	-19	-19	-16	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2	1	3	总资产周转率	0.64	0.69	0.70	0.98	0.97
投资活动现金流	0	-77	23	0	1	应收账款周转率	6	8	9	10	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.77	7.95	10.29	13.15	12.45
长期股权投资减	0	0	22	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	-1	1	0	1	每股收益(最新摊薄)	-0.47	0.06	0.11	0.34	0.43
筹资活动现金流	-71	-2	-19	-55	-71	每股净现金流(最新)	-0.13	0.18	0.24	0.38	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.81	1.87	1.62	1.76	1.93
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	98	0	0	P/E	-45.57	385.48	199.92	63.92	50.46
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.88	11.53	13.27	12.26	11.17
现金净增加额	-25	36	70	111	116	EV/EBITDA	-169.39	43.44	70.13	34.82	27.87

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长,9年证券行业研究经验,擅长从宏观经济背景下,把握化工行业的发展脉络,对周期性行业的业绩波动有比较准确判断,重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名,“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名,金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师,《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙金琦

轻工造纸行业研究员,硕士研究生,2015年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。