

2017 年 4 月 26 日

不断超预期验证行业风口，创新的平台型商业模式打开娱乐生态产业空间 买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 周良玖

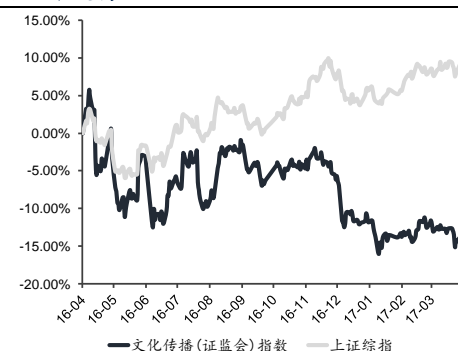
zhoulj@dwzq.com.cn

021-60199792

投资要点

- **公司公布 2016 年年报及 2017 年一季度。**2016 年全年实现收入 4.69 亿元，同比增长 179%；归属净利 4,842.6 万元，同比增长 87.88%。2017 年一季度实现收入 2.08 亿元，同比增长 234%；归属净利 2187.8 万元，同比增长 139%。
- **收入增长强劲，盈利能力提升明显。**在前期年报业绩大幅超出公司业绩指引后，公司 2017 年一季度业绩再度超预期。主要来自：1) 自有平台业务放量增长，2016 年公司移动阅读业务同比实现 198.55% 的增长，且由于 2016 年上半年基数仍较低，Q1 业绩增速维持超高水平。2) 2016 由于公司当前自有平台仍处于抢占市场阶段，故营销推广费用比较高，2016 年全年成本构成中，推广成本占比高达 95%，但是随着平台规模效应的凸显，公司盈利能力处于上升通道，2016Q3-2017Q1 公司毛利率连续提升。
- **两大环境因素支撑公司业绩持续高增长。**1) 数字阅读习惯逐渐培养，市场较快增长，2016 年数字化阅读方式（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad 阅读等）的接触率为 68.2%，较 2015 年的 64.0% 上升了 4.2 个百分点，2016 年行业市场规模达到 120 亿元，同比增长 25%。2) 中国进入付费风口，文学、游戏、视频、音乐、直播、知识分享等数字内容用户付费规模迅速扩大，移动端付费便捷尤其增长迅猛。
- **强运营能力及规模优势已成为公司的核心竞争壁垒。**市场关注到公司此种新商业模式的壁垒问题，我们认为，公司从传统通信运营商的第三方服务拓展至基于微信、微博等渠道的自有阅读平台运营，延续了此前积累的强运营能力及渠道流量资源优势，专业化的运营带来产品上的质量可控及成本上的规模优势。这一点是其他新追随者难以在短期积累的。
- **除了移动阅读崛起及付费的行业逻辑，看好公司创新商业模式。**我们已在前多次强调了行业崛起及付费风口的逻辑，但是我们认为还有更深层次的逻辑在于公司把握了微信天然的流量入口+公众号沉淀粉丝+流量变现的这一全新商业链条。公司在业内率先采用了多团队并行的模式，短期内孵化了近 40 个原创阅读站，同时沉淀了大量的用户，一个数据值得重视：公司旗下已经拥有超过 2000 万的微信粉丝矩阵，加上公司自有的其他平台，公司的平台属性已经逐渐形成。公司未来除强化已有竞争优势，还将新增漫画、听书等版块，上线 H5 游戏分发平台超阅游戏等，不断培养其他消费习惯，平台化的泛娱乐生态前景看好。
- **维持买入评级。**1) 对比同行用户情况，掌阅用户总数累计逾 6 亿，日活逾 2000 万，数字阅读用户基础巨大，我们认为公司主营业务仍有可观增长空间；2) 随着公司规模优势进一步凸显，我们认为公司未来整体净利率仍有提升空间；3) 公司商业模式具有独创性。基于公司盈利能力的超预期表现，我们上调公司 2017/2018 年净利润分别为 1.25/2.10 亿，对应当前市值 PE 分别为 46/34 倍，维持买入评级。
- **风险提示：市场竞争加剧风险，行业增速下滑风险。**

股价走势



市场数据 (2017 年 4 月 25 日)

收盘价 (元)	144.28
市盈率 (2016)	119
市净率 (2016)	23
流通 A 股市值 (百万元)	1443

基础数据 (2016)

每股净资产 (元)	6.26
资产负债率 (%)	27.66
总股本 (百万股)	40
流通 A 股 (百万股)	10

相关研究

- 1、公司深度：自有平台业务超预期，盈利能力有望持续提升 2017 年 3 月 13 日
- 2、一季报预告点评：Q1 净利大幅增长，自有平台威力初显 2017 年 4 月 9 日

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	469	990	1578	2339
营业成本	361	748	1177	1724
毛利	108	242	401	615
%营业收入	23.1%	24.4%	25.4%	26.3%
营业税金及附加	1	3	5	7
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	6	14	22	33
%营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	36	76	121	180
%营业收入	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
财务费用	5	-1	-2	-3
%营业收入	1.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	5	8	12
营业利润	58	155	262	410
%营业收入	12.4%	15.6%	16.6%	17.5%
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	61	158	265	413
%营业收入	13.0%	15.9%	16.8%	17.6%
所得税费用	13	33	55	85
净利润	48	125	210	327
归属于母公司所有者的净利润	48.4	125.2	210.2	327.3
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.21	3.13	4.20	6.55

现金流量表 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流净额	83	73	148	246
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	-50	-80	-100
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-32	-20	-26	-33
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-32	-70	-106	-133
债券融资	0	0	0	0
股权融资	104	0	120	0
银行贷款增加 (减少)	0	-10	0	0
筹资成本	2	-11	-19	-30
其他	-7	0	0	0
筹资活动现金流净额	98	-21	101	-30
现金净流量	149	-18	143	83

资产负债表 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	193	175	318	402
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	99	208	332	492
存货	0	0	0	0
预付账款	17	37	57	84
其他流动资产	0	0	1	1
流动资产合计	309	420	709	980
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	55	143	254
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	0	19	43	73
无形资产	8	8	7	7
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	28	28	28	28
资产总计	346	530	930	1342
短期贷款	10	0	0	0
应付款项	40	84	132	193
预收账款	1	2	3	5
应付职工薪酬	4	8	13	19
应交税费	15	38	64	99
其他流动负债	9	18	29	42
流动负债合计	79	151	241	358
长期借款	8	8	8	8
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	96	167	257	375
归属于母公司所有者权益	250	363	673	967
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	250	363	672	967
负债及股东权益	346	530	930	1342

基本指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS	1.211	3.130	4.204	6.545
BVPS	6.26	9.08	16.82	24.18
PE	119.18	46.09	34.32	22.04
PEG	1.34	0.52	0.39	0.25
PB	23.05	15.90	8.58	5.97
EV/EBITDA	84.83	36.25	20.83	13.10
ROE	19.3%	34.5%	31.3%	33.8%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

