

平治信息 (300571)

公司研究/深度报告

“运营+渠道+内容创新+IP 开发” 发力数字阅读

——平治信息 (300571) 深度报告

深度研究报告/传媒互联网产业

2017 年 06 月 27 日

报告摘要:

● 国内领先的数字阅读内容提供商，有声阅读长期位居市场领先地位

公司是国内最早进行移动有声阅读领域探索的公司之一，在技术研发、内容整合、媒体合作、业务运营等方面有深厚的积累。主营业务为数字阅读平台、咨询类业务和其他增值服务业务。公司聚合优质的文字和有声阅读内容，内容涵盖网络文学、出版书籍、杂志、报纸、电台广播、曲艺杂谈、教育培训讲座等。目前公司是咪咕传媒、中国联通阅读基地、天翼阅读最大的内容提供商之一。公司 2013-2015 年间在有声阅读市场市占率稳定保持在 25% 左右。有声阅读产品“话匣子听书”已覆盖全国 27 个省。

● 数字阅读市场空间广阔，政策频出助力数字阅读行业高速发展

根据《2016 年中国数字阅读白皮书》，2016 年数字阅读市场规模达到 120 亿元，增长率 25%。《文化部“十三五”时期文化发展改革规划》也明确指出：推动优秀文化内容数字化转化和创新，加强数字文化创意内容的创作与供给。《关于推动网络文学健康发展的指导意见》提出多项推动网络文学健康发展的保障措施。包括加大政策扶持，争取各级财政对网络文学发展的扶持，完善相关出版基金和专项资金的支持方式，推动网络文学出版等环节增值税优惠政策的落实。

● 公司借助政策及产业红利，专注开发 IP 衍生品构建泛娱乐新生态

公司借助政策支持及全版权改编热潮等利好因素影响下，公司趁势加大投入增加数字阅读产品市占率，2016 年及 2017 年一季度营收同比增长率屡创新高。2017 年数字阅读市场已进入平稳成长期，一方面公司借助自身海量数字阅读储备，以文学 IP 为核心，深度开发影视、游戏、动漫等衍生品；另一方面，随着移动阅读业务的不断发展壮大，网站影响力和访问量节节攀升，进而为具有相关用户群体的第三方合作方提供平台共享服务也会成为重要的盈利点。

● 投资建议

预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.13 元、2.71 元和 4.22，当前股价对应的 PE 分别为 63X、50X 和 32X。公司具有海量的优质的数字阅读内容和专业化的高效的运营团队，同时还有广泛、精准的分发渠道和强有力的技术支撑，后续发展空间值得期待。给予公司 2018 年 65-70 倍 PE，未来 6 个月合理估值为 138-149 元，继续维持“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

1、宏观经济下行；2、数字阅读业务发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	469.02	804.62	1098.83	1456.27
增长率 (%)	178.84%	71.55%	36.57%	32.53%
归属母公司股东净利润 (百万元)	48.43	85.13	108.41	168.79
增长率 (%)	87.88%	75.80%	27.33%	55.70%
每股收益 (元)	1.21	2.13	2.71	4.22
PE (现价)	111.10	63.19	49.63	31.87
PB	21.50	16.44	12.35	8.90

资料来源：公司公告、民生证券研究院

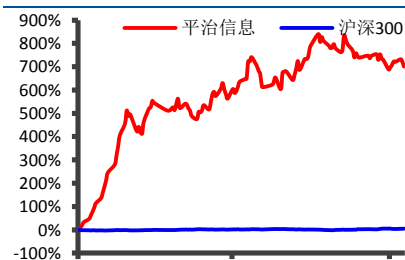
谨慎推荐 维持评级

合理估值：138—149 元

交易数据 2017-6-27

收盘价 (元)	136.60
近 12 个月最高/最低 (元)	14.43/164.71
总股本 (亿股)	0.4
流通股本 (亿股)	0.1
流通股比例 (%)	25
总市值 (亿元)	54.81
流通市值 (亿元)	13.70

该股与沪深 300 走势比较



分析师：胡琛

执业证号：S0100513070016
电话：(8610)85127645
邮箱：huchen_yjs@mszq.com

研究助理：史家欢

执业证号：S0100115100035
电话：(8621)60876719
邮箱：shijiahuan@mszq.com

相关研究

1. 民生传媒行业公司点评报告：平治信息 (300571)：16 年净利增速近 90%，数字阅读布局值得期待.20170426

目录

一、结合政策及行业红利，致力打造国内领先移动阅读平台	3
(一) 外延式并购开拓业务领域，补充主业提升经营能力	3
(二) 移动阅读收入增长较快，研发及推广费用持续增长	6
(三) 公司管理层经验丰富	10
二、数字阅读市场马太效应显著，IP 运作和开发逐步成熟	12
(一) 数字阅读市场空间广阔且竞争激烈	12
(二) 业内巨头布局海外市场，积极挖掘 IP 价值	19
三、移动阅读业务蓬勃发展，综合开发 IP 建立泛娱乐生态圈	23
(一) 移动阅读内容储备丰富，运营及渠道实力雄厚	23
(二) 资讯类业务受移动端阅读 APP 发展冲击较大	28
(三) 其他增值电信业务丰富公司产品结构	30
四、盈利预测与投资建议	32
五、风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

一、结合政策及行业红利，致力打造国内领先移动阅读平台

杭州平治信息技术股份有限公司成立于 2002 年，注册资金 4000 万元，经过多年经营运作在全国设立了六家分公司以及二十五家控股子公司，是国家级高新技术企业。公司的主营业务具体包括移动阅读业务、资讯类业务及其他增值电信业务，其中移动阅读业务为目前着力发展推广的核心业务。

（一）外延式并购开拓业务领域，补充主业提升经营能力

公司前身杭州平治信息技术有限公司是由王海平、张海翔和卜佳俊三名自然人以现金方式共同出资设立的有限责任公司，注册资本为人民币 100 万元。

1、市场与政策红利促进数字出版产业发展，外延式并购加强产业链布局

随着 3G 网络运营牌照的颁发及互联网技术的不断完善，从 2010 年起我国移动互联网进入爆发式增长阶段，智能手机、平板电脑等移动终端设备快速普及，这些条件为移动有声阅读市场的繁荣奠定了基础。

另一方面，2011 年 4 月，国家版权局正式发布了《版权工作“十二五”规划》，该规划提出要建立有效的版权管理工作机制，打击网络数字环境下的侵权盗版行为。2011 年 11 月中国版权保护中心发布了《网络视频音频版权监测及调查取证服务规则》，明确规定了“网络视频音频版权监测及调查取证服务平台”的委托和受理、监测及调查取证、档案管理等方面的具体工作流程。国家逐步完善的版权管理体系保护并促进了版权相关产业及产业链上各方的发展，一定程度遏制了盗版竞争，保障了移动有声阅读行业的产业利益。

表 1：公司各种业务及产品

业务	产品或服务形式	产品用途
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国内领先的正版版权移动阅读平台，通过 PC 门户、WAP 门户、APP 终端、IVR 等多种产品形式，为用户提供高品质的阅读服务。公司还推出了基于移动阅读平台的自有品牌产品“话匣子听书”。公司还利用现有的移动阅读平台开展用户分流业务。	为用户提供小说、评书相声、少儿读物、教育、经济管理等各类内容的收听和下载服务。
资讯类业务	与基础电信运营商的各省分公司合作为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、优惠打折等多方面信息。	满足用户对日常生活服务资讯的需求。
其他增值电信业务	公司推出了“手机游戏”、“祝福点歌”等多种丰富、各具特色的增值服务。	满足各地区用户的多样化增值信息的需求。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 1：公司代表性原创阅读站列表

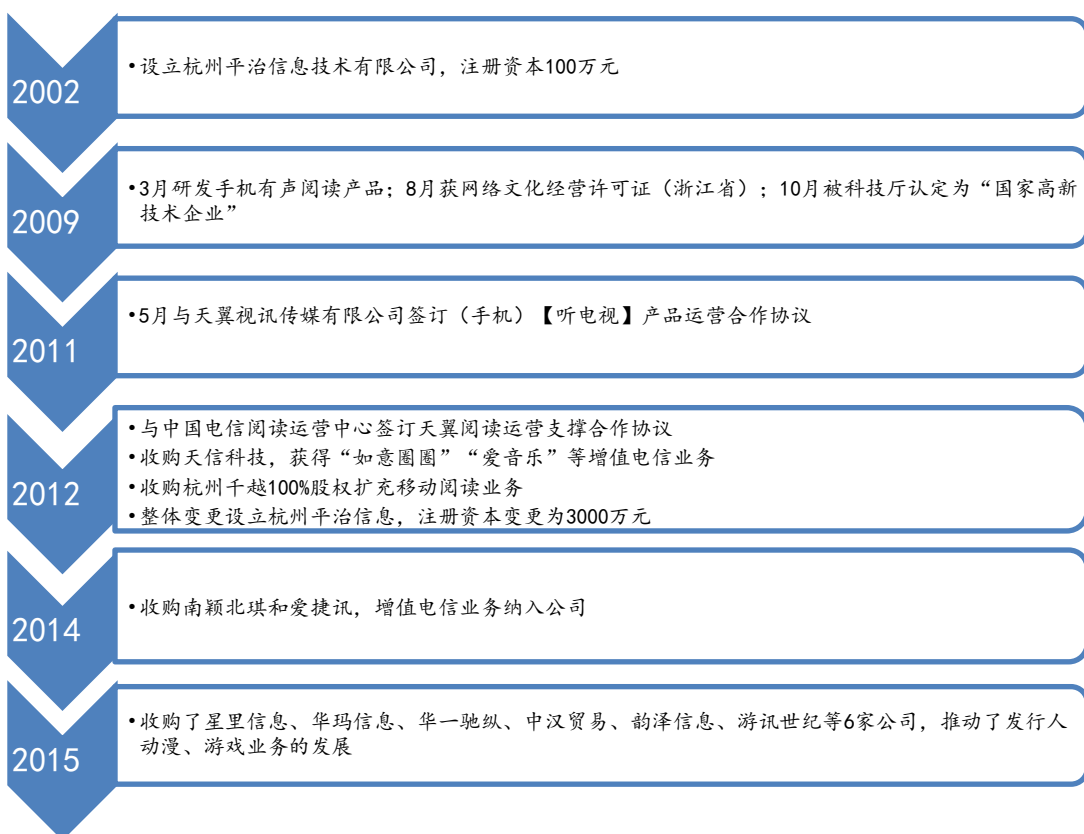


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司是最早介入有声阅读市场的企业，也是国内最早开展移动有声阅读的企业。公司在话匣子听书产品的运营过程中积累了大量的早期用户数据和运营经验，并主动与运营商分享相关运营经验、提供内容和技术支持，积极推动运营商基地开展有声阅读相关业务，先后促成了天翼阅读基地、联通阅读基地、移动阅读基地听书业务的开展。在长期的共同合作中，与运营商各基地均建立了长期的合作伙伴关系，有效保证了运营商基地业务的可持续发展。

为整合业务资源，进一步拓展市场，发行人报告期内先后收购了8家公司、控股子公司的扩大开拓了发行人的业务领域，发行人的主营业务得到了持续、有益的补充。公司全面布局“泛娱乐”战略，覆盖文学、游戏、影视、动漫等业务。通过开发高用户基础、高用户粘度的产品，不断打造精品内容，促进全产业链共赢。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：公司收购资产和公司的经营范围和主营业务

项目	主要经营范围	主营业务
南颖北琪	技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让；会议服务；经济信息咨询；承办展览展示；组织文化艺术交流。	爱游戏业务及移动听书、阅读业务。
爱捷讯	第二类增值电信业务中的信息服务业务（不含固定网电话信息服务和互联网信息服务）（增值电信业务经营许可证有效期至2015年12月31日）；技术开发、转让、咨询、服务、培训；信息咨询（不含中介服务）；网络技术服务。	中国电信股份游戏那公司增值业务运营中心信元业务，中国移动游戏基地游戏业务。
华玛信息	电子、通信与自动控制技术研究、开发；货物进出口（专营专控商品除外）；软件开发；软件服务；广告业；商品信息咨询；技术进出口；商品批发贸易（许可审批类商品除外）。	其他增值电信类手机游戏等业务。
星里信息	软件开发；电子、通信与自动控制技术研究、开发；技术进出口；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；货物进出口（专营专控商品除外）；广告业；软件服务；商品信息咨询。	其他增值电信类手机游戏等业务。
华一驰纵	计算机技术开发、技术服务；商品零售贸易（许可审批类商品除外）；软件开发；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；网络技术的研发、开发；电子、通信与自动控制技术研究、开发；广告业；信息系统集成服务；群众参与的文艺类演出、比赛等公益性文化活动的策划；增值电信业务（业务种类以《增值电信业务经营许可证》载明内容为准）。	电信动漫基地爱动漫业务；中国电信增值业务运营中心信元业务；天翼阅读基地综艺新天地业务。
中汉贸易	商品批发贸易（许可审批类商品除外）；广告业；信息技术咨询服务；软件开发；电子、通信与自动控制技术研究、开发；百货零售（食品零售除外）；场地租赁（不含仓储）；商品信息咨询；增值电信业务（业务种类以《增值电信业务经营许可证》载明内容为准）。	其他增值电信类手机游戏等业务。
韵泽信息	软件开发；游戏软件设计制作；数字动漫制作；数据处理和存储服务；信息技术咨询服务；文艺创作服务；艺（美）术创作服务；音像经纪代理服务；文学、艺（美）术经纪代理服务；影视经纪代理服务；动漫（动画）经纪代理服务。	其他增值电信类手机游戏等业务。
游讯世纪	计算机软件设计与研发；游戏软件研发；文化活动策划（不含经营卡拉 OK 歌舞厅）；展览展示策划；企业形象策划；美术设计；电脑动画设计；动漫设计；音乐软件设计。（法律、行政	其他增值电信类手机游戏等产品。

平治信息

法规、国务院决定规定在登记前须经批准的项目除外)

许可经营项目：服务：增值电信业务（具体详见《中华人民共和国增值电信业务经营许可证》内容，在批准的有效期内方可经营）；互联网出版业务（具体详见《互联网出版许可证》内容，在批准的有效期内方可经营）。一般经营项目：技术开发、技术服务、技术咨询、成果转让、成年人非证书（劳动职业技能）培训、计算机软、硬件开发；批发、零售、计算机软、硬件，其他无需报经审批的一切合法项目（上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目。）

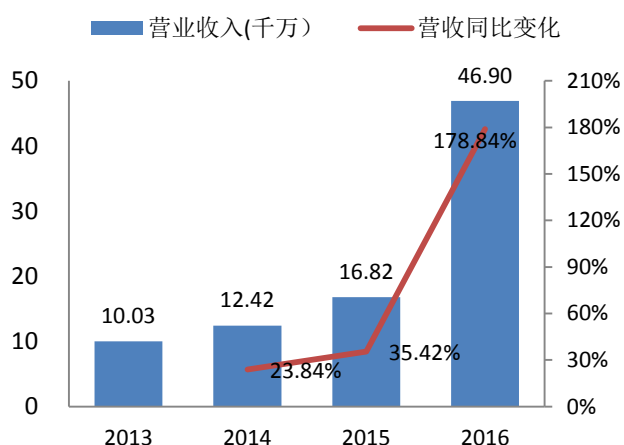
各门户终端移动阅读类阅读平台、资讯类短信彩信增值服务产品、其他增值电信类手机游戏等产品。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

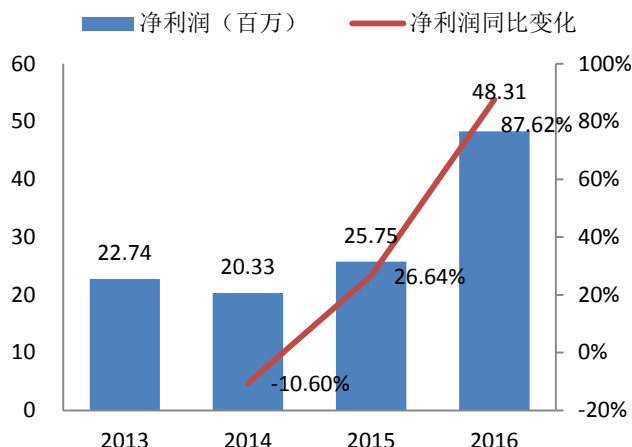
（二）移动阅读收入增长较快，研发及推广费用持续增长

1、移动阅读收入增长较快，营业成本上升较快影响毛利率增长

2016 年度，公司实现营业收入 46,901.77 万元，较去年同期增长 178.84%，继续保持了高速增长。2016 年度公司实现归属于上市公司股东的净利润 4830.96 万元，较去年同期实现增长 87.62%。公司依托内容及营销推广上的优势，持续业务模式创新，不断加大内容版权和研发投入，加快渠道拓展，不断打造价值 IP，构建泛娱乐新生态，推动了公司业务的快速增长。

图 3：2013-2016 年公司营收及同比变化


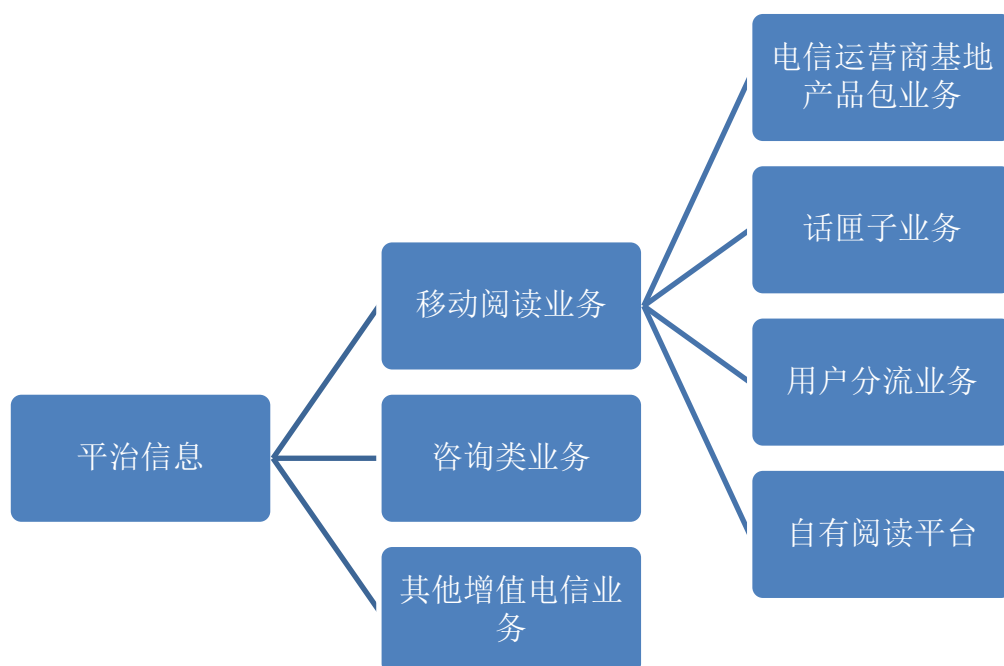
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2013-2016 年净利润及同比变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司业务按产品分为移动阅读业务，资讯类业务和其他增值电信业务。其中，移动阅读业务分为电信运营商基地产品包业务、话匣子业务、用户分流业务和自有阅读平台业务四个子版块。

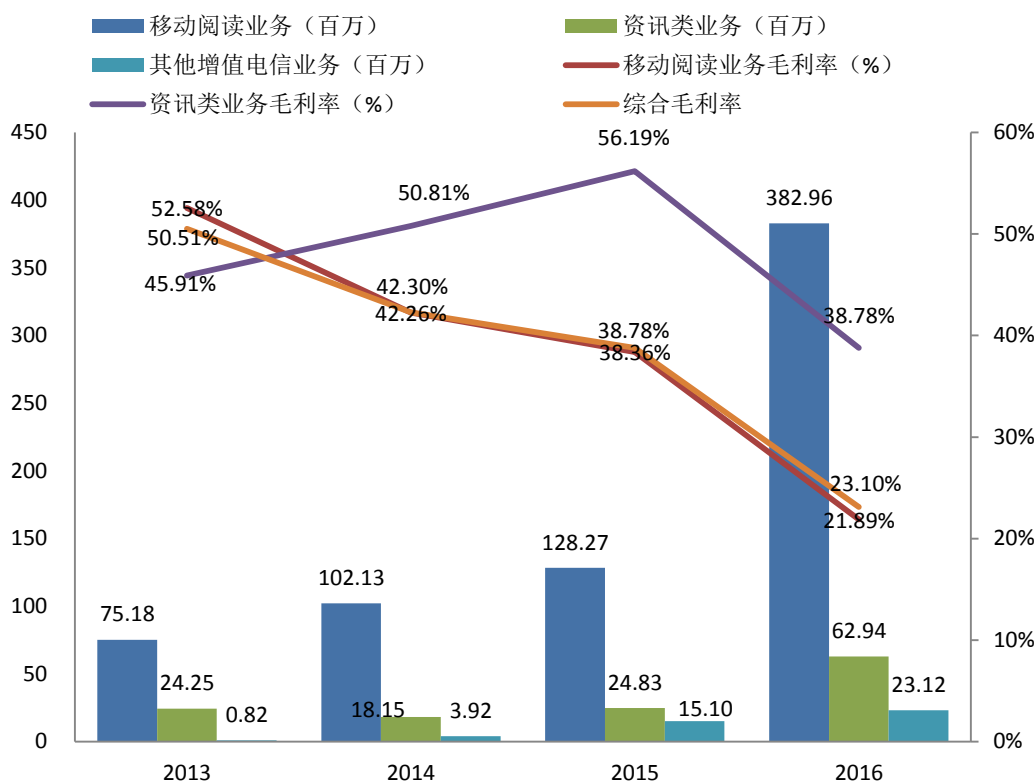
图 5：公司业务按产品分类结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2016 年，公司移动阅读平台收入同比增长 198.55%，收入占比 81.65%，占比较 2015 年提升 5.39 个百分点，该业务毛利率 21.89%，同比下降 16.47%；资讯类产品收入同比增长 153.51%，收入占比 13.42%，占比较 2015 年下降 1.34 个百分点，该业务毛利率 38.78%，同比下降 17.41%；由于推广及购买版权的费用上升导致阅读平台营业成本同比上升 278.46%，资讯类产品营业成本同比上升 254.25%。所以导致咨询类产品毛利率 2016 年同比下降 38.78%。

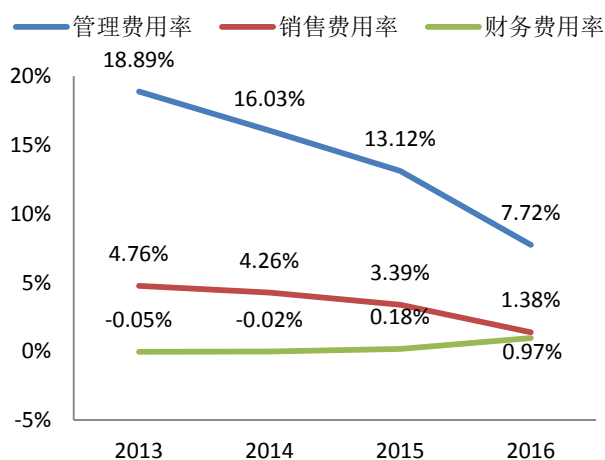
图 6：2013 年-2016 年公司子版块业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

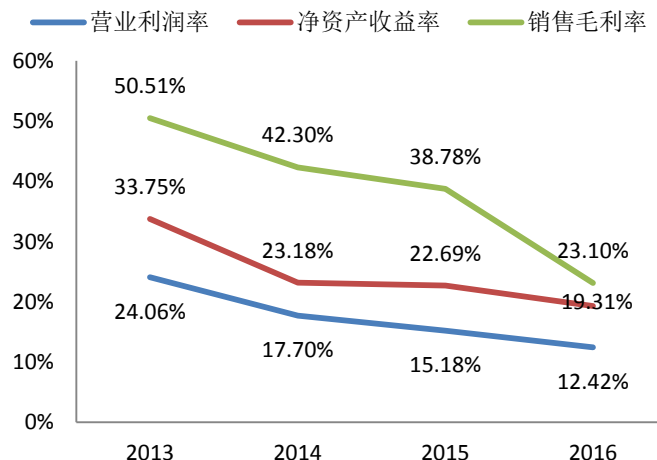
2016 年，公司综合毛利率同比下降 21.89%，主要是由于资讯类业务和其他增值电信业务毛利率大幅下降以及自有阅读平台业务毛利率较低等综合因素所致。公司 2013-2016 年管理费用率、销售费用率以及财务费用率呈现逐年递减的趋势，营业利润率、净资产收益率以及销售毛利率也是逐年下降的，主要因为公司在开拓市场初期，市场推广费用逐年大幅上涨。

图 7: 2013-2016 年费用率变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8: 2013-2016 年营业利润率、净资产收益率和销售毛利率



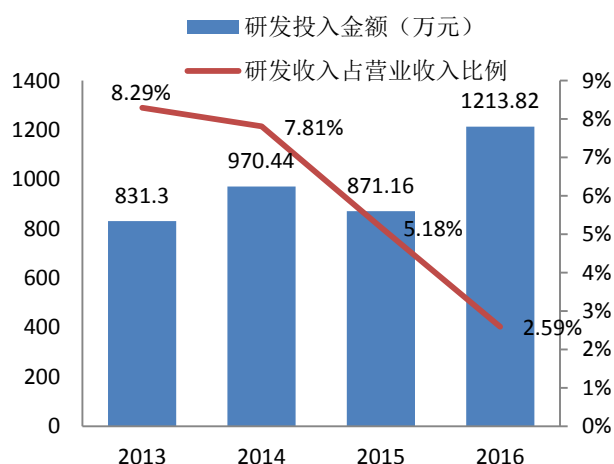
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的营业成本主要是市场推广成本。随着公司业务规模的快速增加，市场推广成本也

会相对增加。未来,随着对移动阅读平台的升级改造以及移动教育和移动游戏项目的实施,公司将在盈利增加的基础上合理调整推广费用的增长情况。

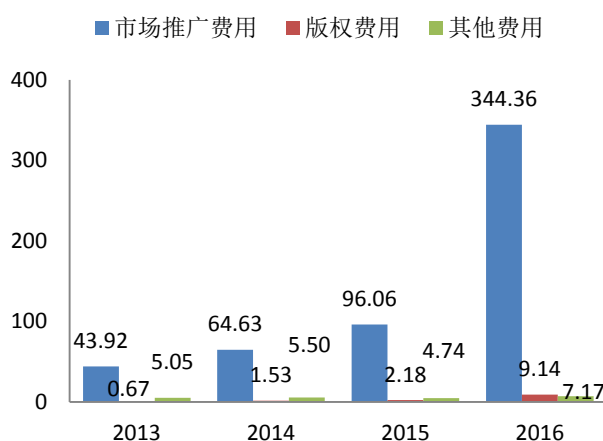
为了巩固公司核心技术产品优势、加快移动阅读市场的布局,公司持续增加了移动阅读平台升级改造、大数据商务智能平台开发及应用等项目的研发投入。2016 年研发支出 1,213.83 万元,同比增加 39.33%。另一方面,研发费用在营收占比也在逐年减少但是营业收入较快增长,也说明公司研发的投入回报率较高,未来内生盈利能力也在逐年增强。

图 9: 2014-2016 年研发费用占营业收入比例变化



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 10: 2013-2016 年营业成本构成及变化情况 (单位: 百万)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

2、被收购企业经营业绩良好, 并购行为未使主营业务发生变更

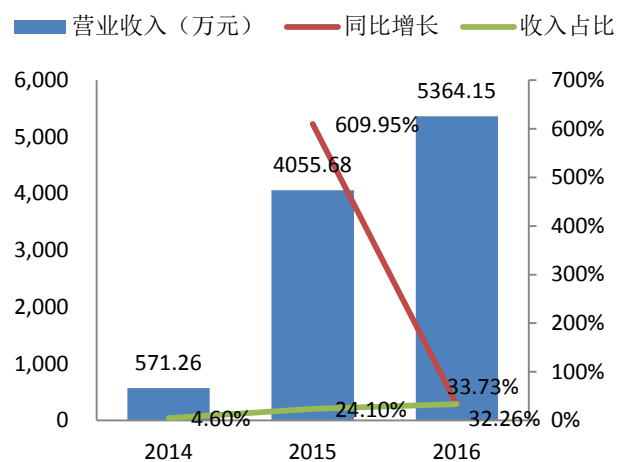
公司 2014 年收购了 2 家子公司, 2 家被收购子公司 2014 年度共实现净利润 73.50 万元, 占发行人合并净利润的 3.61%; 2015 年收购了 6 家子公司 (包括华一驰纵的 2 家全资子公司中汉贸易和韵泽信息), 8 家被收购子公司 2015 年度共实现净利润 304.24 万元, 占发行人合并净利润的 11.81%; 2016 年 1-6 月发行人没有收购子公司, 8 家被收购子公司 2016 年 1-6 月共实现净利润 425.50 万元, 占发行人合并净利润的 17.07%。近三年并购子公司对公司业务贡献逐年增长, 未来将继续发挥协同作用发掘更大的价值。

表 3: 收购子公司经营数据

序号	公司	注册资本	实收资本	收购价格	净利润			
					2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-6 月
1	南颖北琪	50	50	40	-	61.26	62.30	50.44
2	爱捷讯	1,000	1,000	540	-	12.24	192.91	158.54
3	星里信息	100	-	40	-	-	6.63	-1.35
4	华玛信息	100	-	40	-	-	-4.30	-27.32
5	华一驰纵	1,000	1,000	650	-	-	25.62	253.96
6	中汉贸易	100	100	-	-	-	10.13	5.72
7	韵泽信息	50	-	-	-	-	-0.13	-5.04
8	游迅世纪	50	-	30	-	-	11.07	-9.45
合计				1,340	-	73.50	304.24	425.50
发行人合并净利润					2,274.35	2,033.16	2,574.81	2,492.50
报告期内收购公司净利润占比					-	3.61%	11.81%	17.07%

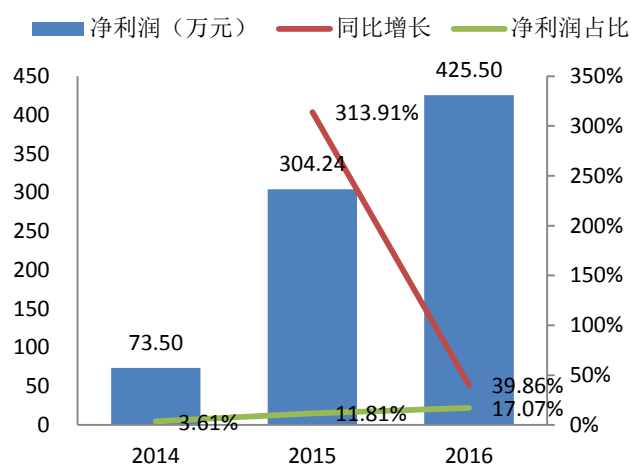
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 11: 2014-2016 年上半年并购资产营收及同比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12: 2014-2016 年上半年并购资产净利润及同比

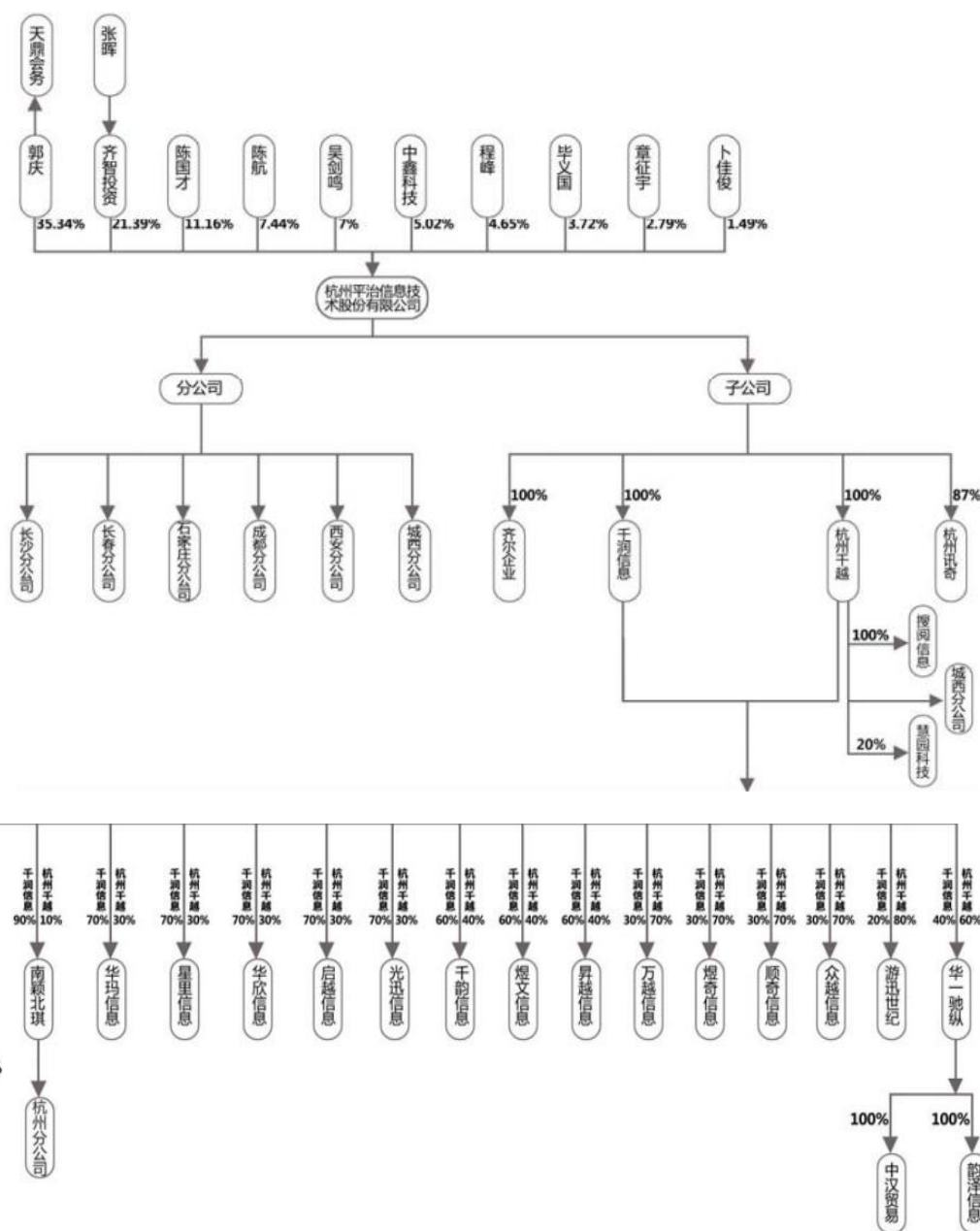


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 公司管理层经验丰富

截至 2017 年一季报, 公司第一大股东为郭庆, 占比为 26.51%。企业的创始人、董事长郭庆博士毕业于浙江大学计算机学院计算机软件专业, 在此期间曾经发表多篇专业论文, 参与了计算机软件研究所的学科建设工作, 并有十余年的计算机软件企业的经营管理经验。

图 13: 公司 IPO 之前的股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、数字阅读市场马太效应显著，IP 运作和开发逐步成熟

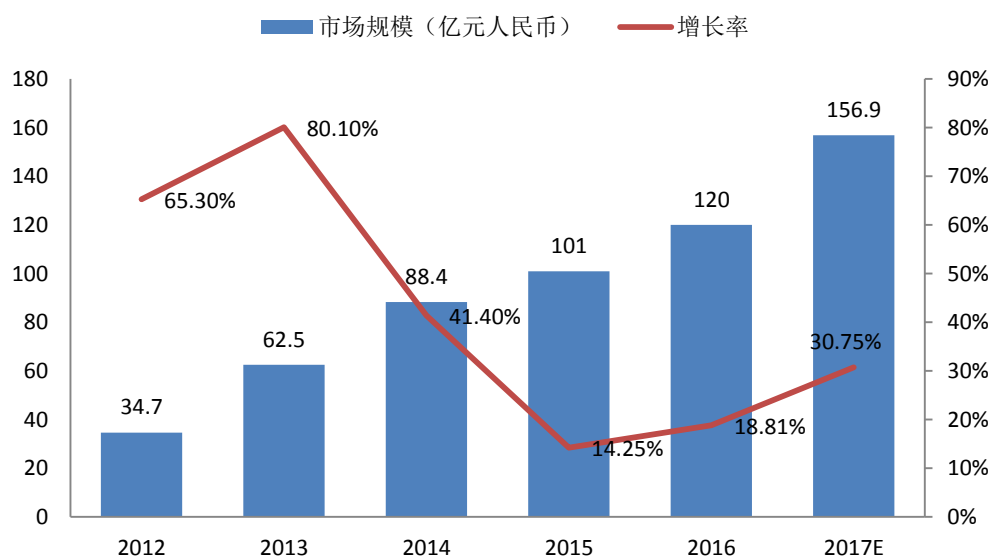
(一) 数字阅读市场空间广阔且竞争激烈

2016 年，中国数字阅读行业 PC 端用户规模约 2.17 亿人，移动端用户规模约 2.65 亿人。根据艾瑞咨询分析：PC 端数字阅读的覆盖人数变化不大，人口红利已用尽，而移动端的用户规模则仍呈增长态势，使用时间上基本以移动端为主。数字阅读用户已经在逐渐向移动端迁移。今年，《微微一笑很倾城》、《盗墓笔记》、《择天记》等网络文学 IP 小说成功影视化、动画化的同时，也为网络文学市场带来更多的读者，进一步提高了用户规模。

1、数字阅读市场规模增长较快，活跃用户增长推动市场发展

根据《2016-2022 年中国移动阅读市场评估及市场发展趋势研究报告》显示，中国移动智能设备越来越普及化，刺激了移动阅读市场的活跃度，2013 年，手机阅读应用的使用率仅次于手机即时通讯、手机搜索、手机音乐。据相关数据统计，2013 年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到 88.4 亿元（不含手机报），增幅达 41.4%。2015 年市场整体收入规模达到 101 亿元。2016 年移动阅读市场收入规模达到 120 亿元左右。2017 年按照 30% 的增速计算达到 156.9 亿元。

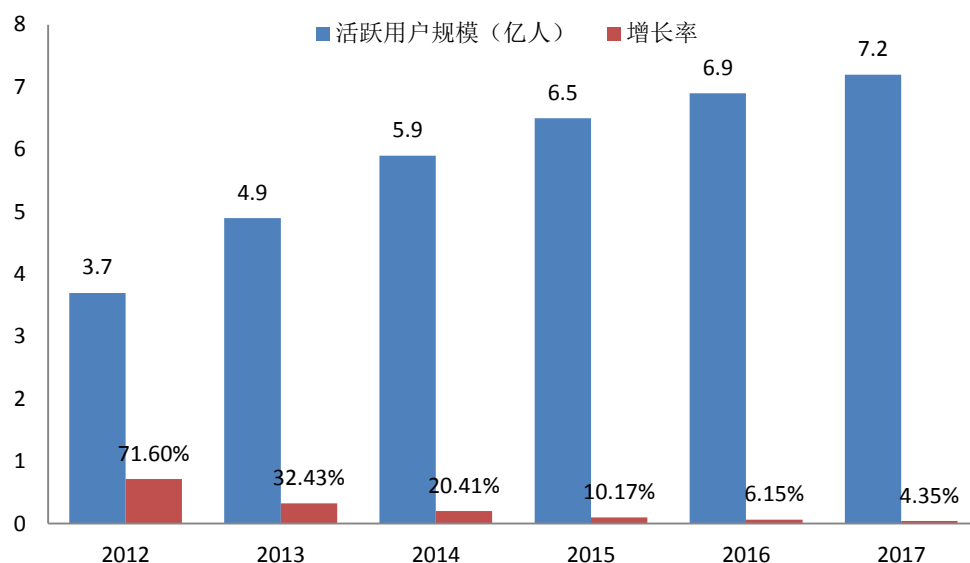
图 14：2012-2017 年中国移动阅读市场规模预测（单位：亿元人民币）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

自 2011 年起，移动阅读市场进入高速发展期。2012 年同比增加了 1.2 亿用户。2013 年，移动阅读活跃用户达到 4.9 亿人，同比增速为 32.9%。2015 年一季度移动阅读付费率为 18%。到 2016 年，移动阅读用户中 60% 以上有过付费经历，但是 50.7% 的用户只是偶尔付费，所以用户付费行为仍需培养。而用户付费原因中，46.7% 的用户因为追书而付费，30.2% 的用户因为不付费看不了，11.5% 的用户因为 VIP 会员充值。预计到 2017 年数字阅读活跃用户数会达到 7.2 亿人，用户规模的增长也会推动整体阅读市场的发展。

图 15: 2012-2017 年中国移动阅读市场活跃用户规模预测

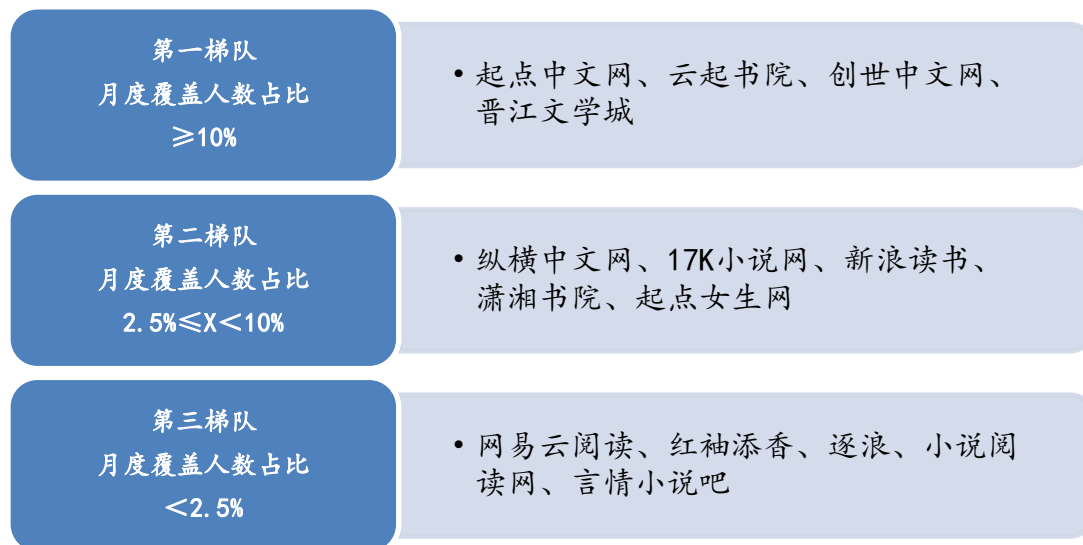


资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

2、阅读网站竞争激烈, PC 端阅文集团具备优势

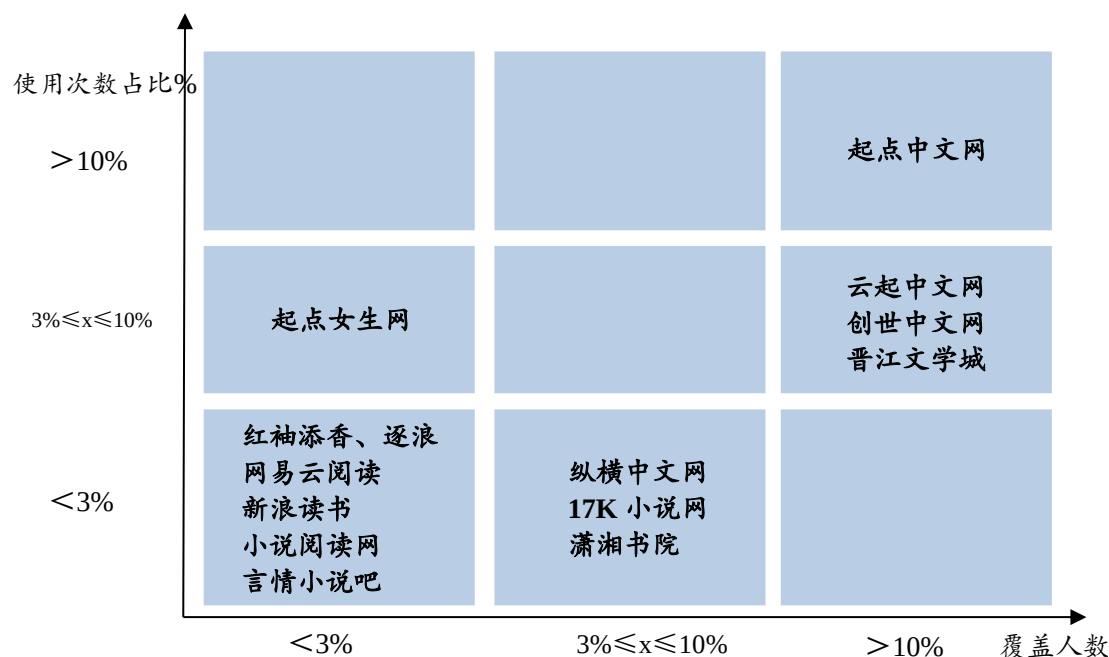
根据艾瑞咨询《2016 年中国数字阅读行业研究报告》: 云起书院、起点中文网和晋江文学城的月度覆盖人数占比均超过 10%, 成为 PC 端数字阅读行业第一梯队。17K 小说网, 纵横中文网与潇湘书院等的月度覆盖人数占比在 2.5%-10%之间, 为第二梯队。网易云阅读、红袖添香、言情小说吧、小说阅读网、逐浪网等成为第三梯队。从整体可以看出, 阅文集团旗下有多家网站上榜, 其在 PC 端数字阅读整体渠道的占有率稳居行业第一, 遥遥领先其他平台。

图 16: 中国数字阅读行业 PC 端月度覆盖人数



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图 17：2016 年中国数字阅读行业 PC 端九宫格划分



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

3、阅读 App 第一梯队用户覆盖占比过半，未来市场分层明显

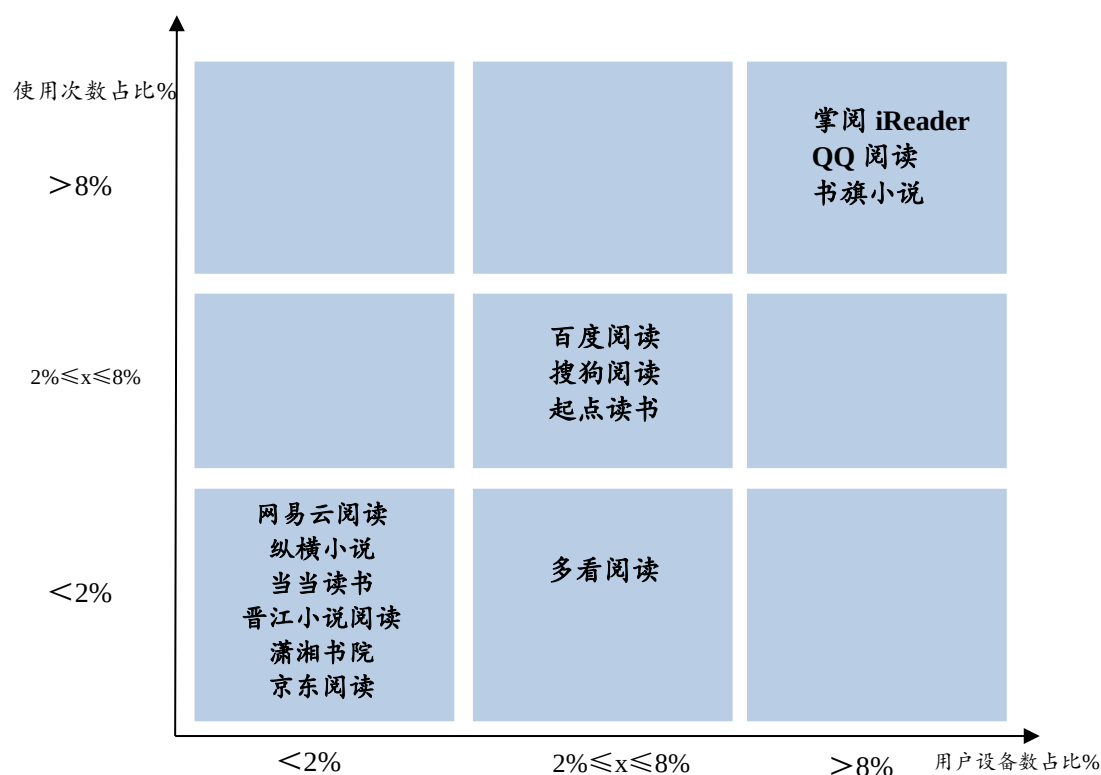
根据艾瑞咨询《2016 年中国数字阅读行业研究报告》，将数字阅读类 App 也划分为三个梯队。其中阅文集团旗下 QQ 阅读、掌阅 iReader 与阿里文学旗下书旗小说以超过 8% 的 App 月度覆盖人数占比稳坐第一梯队。百度阅读、搜狗阅读、多看阅读、起点读书与熊猫看书月度覆盖人数占比在 2%-8% 之间，为第二梯队。网易云阅读、纵横小说、当当读书、晋江小说阅读、潇湘书院、京东阅读则位列第三梯队。随着国家版权局加大对网络侵权盗版行动的打击，阅文集团牵头成立版权联盟，大量盗版侵权内容被迫下线，越来越多的用户开始向拥有版权内容的企业集中，市场出现分层。

图 18：中国数字阅读行业 APP 阅读覆盖人数占比三梯队

第一梯队 月度覆盖人数占比 $\geq 8\%$	•QQ阅读、掌阅iReader、书旗小说
第二梯队 月度覆盖人数占比 $2\% \leq X < 8\%$	•百度阅读、搜狗阅读、多看阅读、起点读书
第三梯队 月度覆盖人数占比 $< 2\%$	•网易云阅读、纵横小说、当当读书、晋江小说阅读、潇湘书院、京东阅读

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 19：2016 年中国数字阅读行业移动端九宫格划分



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

4、网文界新人辈出，订阅销量屡创佳绩

根据艾瑞咨询《2016 年中国数字阅读行业研究报告》，2016 年阅文集团旗下作者与作品成绩屡次创造行业记录，单部作品全网订阅人次过亿的作品超三十部，单本作品日销售记录最高突破 24 万。此外，阅文集团发布了 2016 年风格开创潮流、销量高居榜首的网文小说作

者及其经典作品。这些作者不但作品销售百万订阅人次过亿，且超过半数 90 后新人。

表 4：2016 年网络文学年度榜样

排名	称号	作者	代表小说
1	玄幻销售王	风清扬	《凌天战尊》
2	奇幻人气王	二目	《放开那个女巫》
3	90 后玄幻新人王	飞天鱼	《万古神帝》
4	最强新人	会做饭的猫	《美食供应商》
5	新一代探险掌门人	刘十八	《最后一个摸金校尉》
6	现代修真首座	流水曲觞	《修真狂少在校园》
7	体育新旗帜	过关斩将	《全能运动员》
8	科幻新女王	二十二刀流	《末世大回炉》
9	武侠复兴者	萧舒	《白袍总管》
10	古典中医第一人	美味罗宋汤	《大国医》
11	特种军文新强者	赤色星尘	《最强特种兵之龙刺》
12	95 后二次元新势力	夜南听风	《火影之最强震动》

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 20：网络文学平台日更新作品数量排名



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

5、数字阅读公司积极布局海外市场，运作及开发日趋成熟

1) 企业布局海外，网络文学走出中国

根据《2016 中国网络文学报告》，中国网络文学已经成为助力中国走向世界出版强国的重要力量，而国家倡导的“推动中华文化走出去”更是为中国网文发力全球市场注入了一针强心剂，伴随网文海外翻译热潮，数字阅读核心企业纷纷布局海外市场。2017 年 5 月 15 日，阅文集团旗下起点国际正式上线。作为中国网络文学领先门户起点中文网的海外版，起点国际旨在为海外读者提供最全面内容、最精准翻译、最高效更新及最便捷体验。

阅文集团一直高度关注网络文学的海外传播，将中国网文 IP 开发的精品输送给全球用户，目前在日韩、欧美地区均授权了大量网文作品的数字出版、实体书出版。2015 年以来，阅文集团与韩国的重要电子出版内容商韩国内容社结成了战略合作伙伴，目前在已经上架作品有《吞噬星空》、《无限恐怖》、《他来了，请闭眼》和《冠军教父》等。

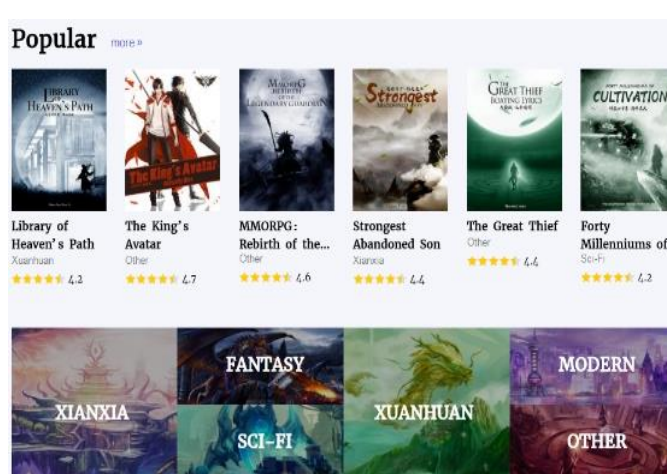
阅文集团与泰国、越南等东南亚地区也有文化输出合作项目。据统计,从2009年到2013年的5年间,越南翻译出版中国图书达到841种,其中翻译自中国网络文学的品种占据73%;泰国方面,阅文集团的《鬼吹灯》系列都实现了泰文的实体出版。此外还拟将欧美网文翻译规范化,推动国外网文的正版化进程。掌阅则依靠在外国增加本地化内容及参加各种国际展览,在服务海外读者的同时进一步扩大中国文化的影响力。

图 21: 起点国际 515 专题页面



资料来源: 新华网, 民生证券研究院

图 22: 起点国际首页热门作品区



资料来源: 新华网, 民生证券研究院

2) 网络文学 IP 的商业运作和开发逐步走向成熟

根据《2016 年数字阅读行业研究报告》,2016 年白热化的网络 IP 之争进入更高速的发展期,伴随《择天记》、《鬼吹灯》等多部热门网络小说被改编为影视、动漫、手游作品,在内容收费的旧模式外,网络文学的 IP 价值被不断挖掘,互联网 IP 全版权运营产业化进程进一步加速。

作为目前 IP 产业最大的内容源头,阅文集团缔造的“IP 共营合伙人”等创新模式已取得了一定成绩并在持续发力。以先驱者《择天记》为例,开创了国产动漫全季付费新纪元,全版权运营方案层层递进,通过前期“具现化”的“二次元”动画呈现,将小说读者与二次元读者串联起来,并通过年轻效应引发更大关注。从而推动后续“三次元”影视剧、舞台剧的启动与联动,最终形成产业链闭环,实现 IP 价值最大化。

图 23: IP 运作开发市场逐渐成熟



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

6、政府支持+正版联盟成立，推动网络文学正版化

2016 年，国家版权局、国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部联合开展为期五个月的“剑网 2016”专项行动。并将网络文学侵权盗版作为本次行动的工作重心，建立健全网络文学版权保护机制。

此外，在 2016 年 9 月 19 日召开的网络文学版权保护研讨会上，由 33 家单位共同发起的中国网络文学版权联盟宣布成立，并发布《自律公约》。33 家联盟成员包括阅文集团、掌阅科技股份有限公司、咪咕数字传媒有限公司、阿里巴巴文学网等。

一方面政府作为打击网络文学侵权盗版行动的重要主体，通过法律、行政等手段，采取了一系列相关措施来惩治网络文学侵权盗版行为，规范行业环境和秩序，成为中国网络文学版权保护和正版化进程中的决定性力量。

另一方面，阅文集团牵头成立的中国网络文学版权联盟，号召行业内企业加强版权保护意识，共同抵制侵权盗版行为，更进一步推动“阅读文化生态圈”的健康有序发展。

表 5：公司所处行业涉及的主要产业政策

颁布部门	政策名称	实施时间
国务院	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	2010 年 5 月 7 日
工信部	《软件和信息技术服务业“十二五”规划》	2012 年 4 月 6 日
工信部	《通信业“十二五”发展规划》	2012 年 5 月 4 日
国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012 年 7 月 9 日
发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	2013 年 2 月 22 日
发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》	2013 年 5 月 1 日
国务院	《“宽带中国”战略及实施方案》	2013 年 8 月 1 日
国务院	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	2013 年 8 月 15 日
工信部	《电信业务分类目录（2015 年版）》	2015 年 12 月 25 日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

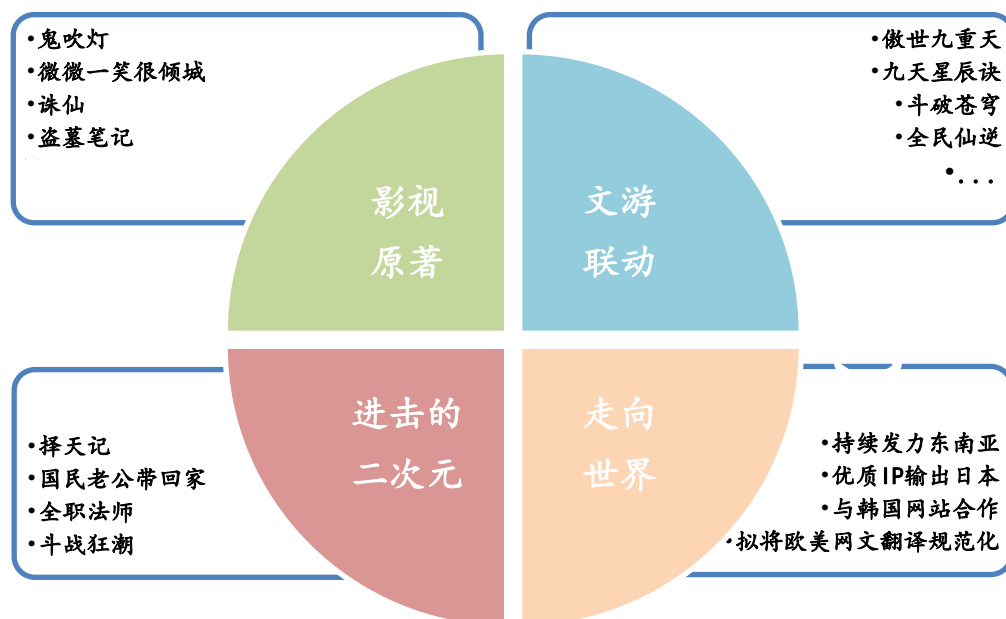
(二) 业内巨头布局海外市场，积极挖掘 IP 价值

1、阅文集团最大 IP 源头，布局泛娱乐产业链及海外市场

2015 年 3 月 16 日，腾讯文学和盛大文学联合成立新公司“阅文集团”，所以原属盛大文学和腾讯文学旗下的起点中文网、创世中文网、小说阅读网、潇湘书院、红袖添香、云起书院、榕树下、QQ 阅读、中智博文、华文天下等网文品牌由阅文集团统一运营管理。2017 年 3 月 22 日腾讯总裁刘炽平确认，阅文集团即将从腾讯内部分拆，拟在香港上市。

阅文集团在其“IP 生态大会”上表示：作为目前 IP 产业最大的内容源头，公司现拥有 400 万创作者，以 1000 万作品吸引了 6 亿用户，同时，更“深度介入”全产业链发展，在整个“泛娱乐”布局中成为打通上下游产业链的平台。在逐渐成熟的泛娱乐文化生态下，阅文集团大批优秀作品的 IP 价值被挖掘，产出《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，引起广泛关注。此外，阅文集团也通过与海外网站合作等方式，致力推动中国网络文学走向海外。

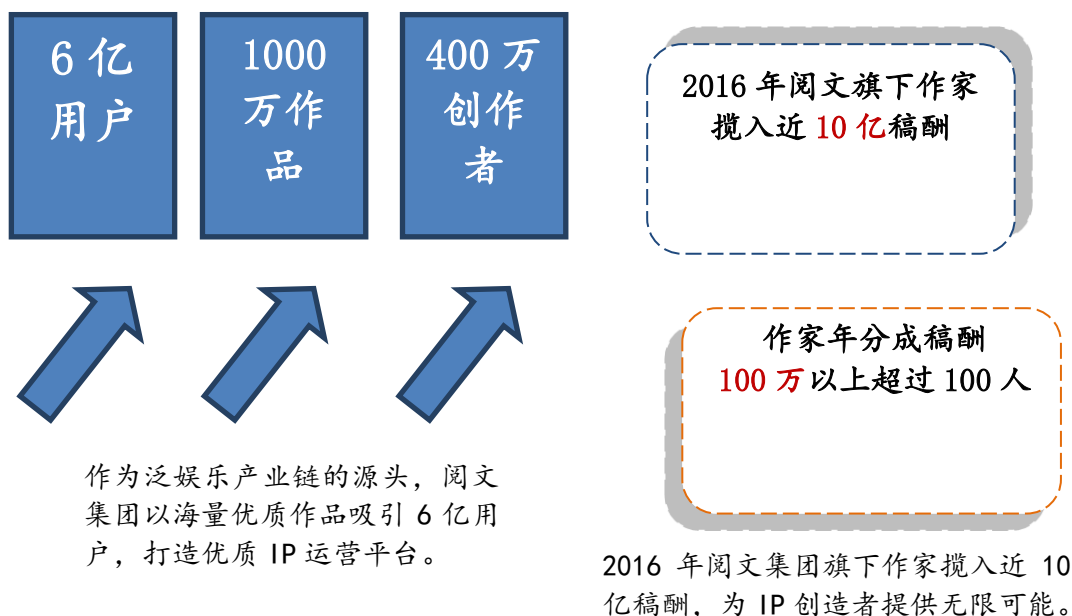
图 24：2016 年阅文集团动态



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

在当代数字阅读市场，作家、作品是产业壮大的重要基础。根据阅文集团发布的《2016 网络文学发展报告》，2016 年阅文集团发放年稿酬近 10 亿元，年分成稿费 100 万以上超过 100 人。在让更多写手享受中国网文发展的红利，吸引新兴人才，为 IP 创造者提供无限可能的同时，也以完善的作家培养体系同步保障优质内容的输出力。

图 25：阅文集团经营情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2、掌阅融资探索 IP 多元化发展，同时积极布局海外市场

2016 年，在资本方面，掌阅科技完成近 1 亿美元首次融资，估值接近 10 亿美元；在内容方面，签约多位知名作者，在培养优质内容的同时，通过发布网文同名手游等一系列方式探索 IP 的多元化发展。

根据《2016 年中国数字阅读行业研究报告》，在跨界方面公司 2016 年与宝岛眼镜合力开创“阅读+护眼”的新模式，携手梦想直播共同打造“直播+大文娱 IP”生态圈，作为移动互联网不同领域，直播与移动阅读一直以来并无交集，此次双方将开深度合作先河，以影视、文娱和大 IP 为依托，共同打造全新商业模式。

此外，掌阅还积极布局海外市场，启动“走出去”战略，参加多个海外展览，将优质华语内容，根据当地用户喜好，翻译成多国语言进行推广，向世界展示中国数字阅读。

图 26：掌阅经营情况

掌阅跨界合作动态



- 牵手梦想直播，全新合作模式催生百亿市场
- 跨界合作宝岛眼镜，开创“阅读+护眼”新模式

掌阅布局海外市场

- 与马来西亚、新加坡等地主流出版社建立合作
- 参加新德里国际图书展
- 参加美国芝加哥国际书展
- 参加首尔国际动漫节
- 参加中国—东盟博览会
- 在法兰克福国际书展开启“千人计划”，让世界爱上中国文化
- 签约韩国英泰获4000多册韩文数字图书版权
- 发布“走出去”战略，30万册中文内容服务海外读者

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、中文在线定增布局文学及教育产业，落实“IP 一体化战略”

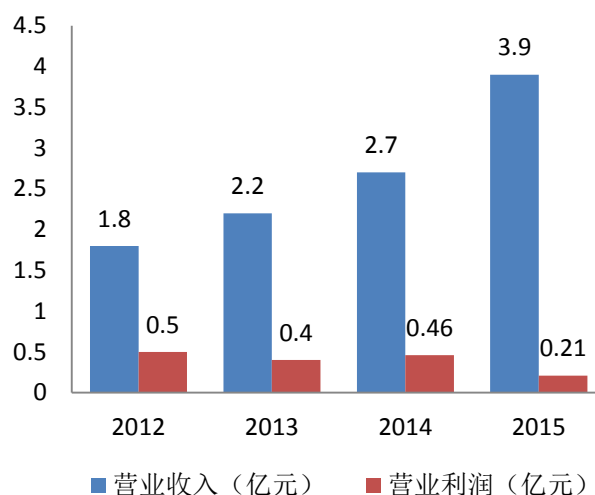
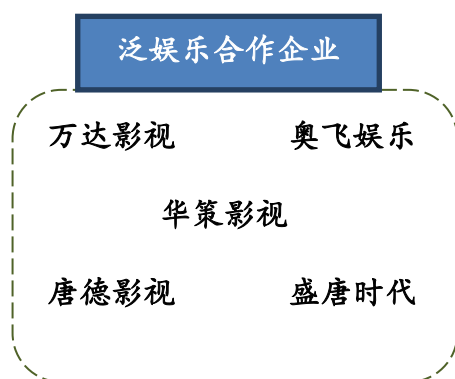
2000 年，中文在线集团于清华大学成立。作为数字出版的领军企业，中文在线以“数字传承文明”为企业使命，开创了包括数字出版的全媒体出版概念，为广大读者提供全新的数字化阅读体验。2015 年 1 月 21 日，中文在线在深交所创业板上市。

根据《2016 年中国数字阅读行业研究报告》，中文在线 2016 年发布“IP 一体化”战略，并与多家出版、影视、游戏、动漫等产业链上下游的企业展开，旨在通过 IP 一体化运营紧紧围绕“文学+”、“教育+”发展战略，推动业务稳定发展，实现基于 IP 的泛娱乐和在线教育产业双翼飞翔。在资本方面，2016 年通过非公开招募完成 20 亿元定增，将募资用于文学与教育两大业务。

根据中文在线 2016 年报，中文在线 2016 年营业收入 6.02 亿元，比上年同期增长 41%-54%；2016 年净利润约在 0.15-0.20 亿元，比去年同期下降 40%-50%。2017 年第一季度实现营收 1.057 亿元，比上年同期增长 45.12%；第一季度净利润-0.087 亿元，比上年同期增长 39.04%。

图 28：中文在线经营情况

中文在线合作动态



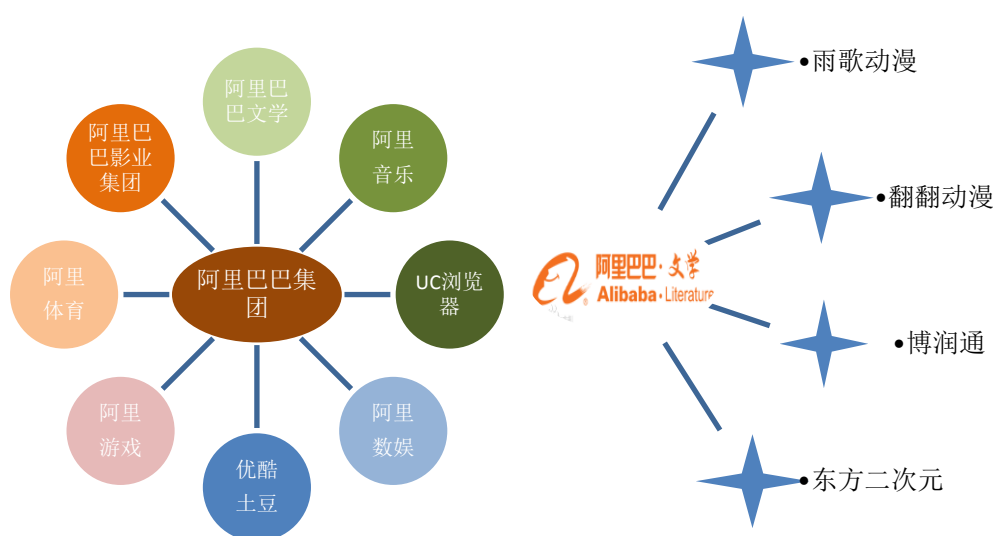
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

4、阿里文学背靠优势电商资源，着手布局二次元产业

2016 年，阿里巴巴集团成立“阿里巴巴大文娱版块”，该版块囊括了阿里巴巴集团旗下的阿里影业、合一集团（优酷土豆）、阿里音乐、阿里体育、UC、阿里游戏、阿里文学、及数字娱乐事业部。

根据《2016 年中国数字阅读行业研究报告》，阿里文学开始着手布局二次元，加强与动漫公司的版权合作。相继与雨歌动漫、东方二次元、古羌动漫、翻翻动漫、武汉博润通等多家动漫公司达成版权合作协议。利用其本身拥有的优势电商资源，帮助发展相关衍生品，最大程度地发挥出 IP 的潜力。

图 29：阿里文学经营情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

三、移动阅读业务蓬勃发展，综合开发 IP 建立泛娱乐生态圈

公司始终坚持“版权合法+用户培养+内容增值+平台增值”为核心的经营模式。经过多年的经营运作，成功打造了一个以提供有声阅读为主，以文字阅读、动漫画、游戏、音乐、教育等其他服务为辅的国内领先的正版版权移动阅读平台，通过 PC 门户、WAP 门户、APP 终端、IVR 等多种产品形式，为用户提供高品质的阅读服务。

借助庞大的用户群和媒体传播效应，技术研发和内容优势，以自有品牌产品“话匣子听书”直接向用户提供阅读服务或者向电信运营商提供技术服务和内容服务。此外，公司还为具有相关用户群体的网站和应用提供用户分流服务，利用拥有的版权资源，为合作方提供数字版权分销服务。

（一）移动阅读内容储备丰富，运营及渠道实力雄厚

1、电信运营商基地产品包业务收入高速增长，能持续为公司贡献丰厚利润

公司依靠丰富、优质的数字版权内容和集技术服务、运营支撑、营销推广等全方位的服务模式，在各大运营商基地都有自己独立的产品包，通过多年积累的内容运营经验和优质的渠道推广资源，实现了快速盈利并保持持续增长。

1) 电信运营商基地产品包业务内容

电信运营商基地产品包业务是指公司与中国移动、中国电信、中国联通等三大运营商合作，通过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，通过推荐位、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、渠道推广手段吸引用户订购，通过单本/集/章点播和包月两种形式向用户收费的业务。

表 6：公司跟三大运营商合作的主要合作的产品

基地合作方	产品名称	产品内容
天翼视讯	听电视	“听电视”计费产品包为天翼视讯与本公司开展的专项产品合作，于 2011 年 9 月在天翼视讯（手机）业务正式上线。本公司负责该产品的整体运营，包括门户建设、日常运营维护、视频内容的整合。“听电视”产品将视频、影像为媒介的精彩节目转录为音频形式供用户使用。该产品包目前以包月形式计费。
咪咕传媒	“相声评书”频道	“相声评书”频道是中国移动阅读基地与平治信息开展的手机听书下的专项频道合作，本公司负责该频道的内容整合及运营支撑。该频道是一个集合中国南北文化特色的综合性曲艺综艺频道，其内容包含相声评书、小品快板、二人转、戏曲曲艺等多种幽默娱乐性内容及众多相声评书名家作品。
天翼动漫	“淘漫”专题包	电信动漫基地“淘漫”专题包是电信动漫基地与本公司开展的动漫收费专区内容合作，本公司负责该专题包的内容提供。该业务内容涵盖以年轻白领和大学生为主要目标群体的潮流动漫、都市休闲幽默动漫以及以家庭教育为目标群体的少儿童话和科幻类内容。
天翼阅读	健康秘笈	天翼阅读-健康秘籍包是电信阅读基地与本公司合作的文字阅读特色收费包月产品。包内资源均由本公司负责提供。该频道为用户提供健康养生相关的文字阅读内容，含美容保养、饮食健康、实用妙方等共计 80 本电子书。每月更新部分内容。
	说学逗唱	天翼阅读-说学逗唱包是电信阅读基地与本公司合作的有声阅读特色收费包月产品。包内资源均由本公司负责提供。该频道为用户提供评书相声、小品快板、二人转等文化特色内容。每月更新部分内容。

赢家大讲堂 天翼阅读-赢家大讲堂包是电信阅读基地与本公司合作的有声阅读特色收费包月产品。包内资源均由本公司负责提供。该频道为用户提供成功人物访谈、大师讲座、经管励志等财富智慧内容。每月更新部分内容。

联通阅读基地 欢乐听书 沃阅读-欢乐听书包是联通阅读基地与本公司合作的有声特色资源包。包内资源均由本公司提供。该频道为用户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。每月更新部分内容。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

电信运营商基地产品包业务主要受三大电信运营商各个基地成立和开展业务的时间、运营商对各基地的支持力度、结算周期等因素的影响。目前公司是咪咕传媒、中国联通阅读基地、天翼阅读最大的内容提供商之一。

发行人主要基地产品包的产品类别包括有声阅读、文字阅读、动漫画等产品，其收入来源主要通过吸引用户订购，并通过单本/集/章点播和包月两种形式向用户收费，公司取得的运营支撑合作收入也计入相关基地产品包业务中。

表 7：三大运营商基地产品包收入情况

基地名称	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
天翼视讯	83.75	291.85	653.62	1,378.77
中国电信动漫运营中心	-	-	241.25	1,036.99
天翼动漫	108.94	221.08	219.02	-
天翼阅读	1,526.16	1,538.96	1,453.77	1,282.24
中国电信应用商店运营中心	-	209.91	636.08	-
天翼空间	736.27	1,326.79	-	-
中国电信增值业务运营中心	218.27	1,127.92	1,957.65	-
信元信息	190.45	-	-	-
翼支付	16.96	140.07	-	-
中国联通阅读基地	284.86	353.26	114.76	2.25
联通时科	-	-7.04	137.90	672.47
联通宽带	803.16	1,900.26	1,185.68	204.53
中国移动动漫基地	1.46	-	13.85	1.25
中国移动阅读基地	-	-	2,046.35	952.65
咪咕传媒	999.66	1,696.68	-	-
联动优势	202.57	480.47	187.18	-
咪咕视讯	-	0.20	-	-
基地产品包业务收入合计	5,172.51	9,280.42	8,847.10	5,531.14

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在数字阅读方面，公司启动“百足模式”孵化多元平台模式通过不断吸收业内精英人才，短期内孵化了一大批原创阅读内容生产平台。截止 2016 年底，公司已先后组建了超阅小说、盒子小说等近 40 个原创阅读站。这些原创内容生产平台，共计拥有注册用户数 2000 万，全平台 2016 年点击量过亿 IP 数十部。

在内容提升方面，公司 2016 年与多家机构建立合作，机构主要有：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，公司力图通过引入优秀的数字阅读内容来增强自身平台孵化和生产内容的能力。2016 年新增原创作品 3000 余部，新增签约作者 2000 余人。

增强营销渠道方面，公司 2016 年进一步加大了与咪咕阅读、天翼阅读、沃阅读等基地平台联合运营的力度，在内容、渠道和营销等方面进行全方位合作，从而共同快速地抢占移动阅读市场。

2) 基地产品包业务运营成本可控，未来具有持续高速发展实力

基地产品包业务的一个比较显著的特点是“一点接入，全国推广”。基地是三大运营商设立的面向全国用户的业务机构。开展基地业务模式后，发行人只要通过与各电信运营商的基地开展合作，即可将业务推向全国的电信用户，运营成本也可以通过上述模式得到控制。所以，版权成本相对较低，结算相对加快。

表 8：公司基地产品包业务数据列表（单位：万元，个）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
包月年末用户数	1,634, 081	1,709, 127	1,839, 122	1,291, 992
月平均用户数	1,615, 379	1,827, 283	1,537, 562	1,128, 423
包月收入	2,553.09	5,153.74	5,541.59	4,570.64
点播订购量	14,589, 893	27,412, 843	24,147, 822	7,652, 376
点播收入	2,619.42	4,126.68	3,305.52	960.51
收入合计	5,172.51	9,280.42	8,847.10	5,531.14
包月推广成本	1,024.49	2,112.71	2,237.97	1,784.77
点播推广成本	2,125.26	3,306.95	2,645.79	558.76
版权费	100	54.27	35.57	29.84
其他成本	102.2	106.46	159.23	92.21
主营业务成本合计	3351.95	5,580.39	5,078.56	2,465.58

资料来源：公司公告，民生证券研究院

对于公司未来此业务的持续发展的实力，可以从三点看出：

第一，基地本身有发展的强烈需求。现在三大运营商都将基地逐渐公司化，其主要目的是灵活体制，增强竞争力，并力求在资本市场上有所发展。所以，基地有极大地压力和动力来发展基地业务。

其次，已经积累的用户群体是发展的根本。发行人通过这几年与基地的合作，有大量的喜欢听书的成熟用户一直在支持发行人的发展。随着时间的推移及有声阅读市场的不断发展，这些用户还会逐渐增加。

然后，发行人不断通过获取新的内容资源、研发新产品、拓展运营推广渠道，紧跟消费者的移动阅读需求，进一步保障业务的持续快速发展。

最后，虽然公司在 APP 市场竞争对手实力雄厚，但是目前 APP 产品整体盈利能力并不高，仍处于高成本的用户培养阶段。公司基地产品包都是专门针对某类目标人群、主打某类特色内容的 APP 产品，与本公司基地产品包类似的 APP 产品，目前都没有形成足够的用户规模。

3) 内容储备丰富，精准渠道及运营团队提升竞争实力

当前公司已拥有各类优质文字阅读产品近 10000 本，签约作者原创作品近 8000 本，引入有声作品近 5000 部，时长 3 万多小时，自制精彩有声内容近 5000 小时。内容涵盖都市争霸、浪漫言情、穿越幻想、灵异悬疑等畅销小说以及评书相声、综艺娱乐、经典曲艺等热门内容。

公司拥有广泛的内容分发渠道及高效的渠道管理系统,包括话匣子、超阅、麦子等 30 多个自有运营平台、微信、微博等自营新媒体账号以及电信运营商阅读平台、终端厂商阅读平台、大门户阅读频道、阅读 APP、阅读 WAP 站等。公司会凭借成熟的商业运营以及对市场需求的敏锐观察力,及时准确地将优质数字阅读内容推送给用户。

2、话匣子业务发展将持续受基地产品包业务高速发展影响

“话匣子听书”是公司为了适应移动有声阅读业务市场的需求,以其移动阅读平台媒体资源库为基础所推出的覆盖多网络通道、多终端形式的公司自有品牌产品,于 2009 年 10 月正式上线运营。“话匣子听书”以固网、移动网和互联网为载体,为广大用户提供包括小说、评书相声、少儿读物、教育经管等各类内容在内的有声阅读服务。

为了方便用户搜索和选择,“话匣子听书”向用户提供分类的内容选择,按作品类型分为热门小说、相声评书、鬼故事、幽默搞笑、综艺娱乐、文史经典、少儿读物、两性情感、教育管理、健康养生几大频道,并提供周排行、月排行、总排行榜单,方便用户了解最新最流行的作品。该业务在流程的设计上以最终用户操作的便捷性和提升用户体验为目的。终端用户可采用多种方式享受服务,面向用户的使用方式主要包括:WAP、互联网、移动 APP、声讯。

表 9: 话匣子业务收入构成 (单位: 万元)

渠道/产品类别	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
WAP(定制版)	18.54	94.03	102.57	79.09
声讯	249.76	487.25	628.81	920.24
移动 APP(定制版)	203.39	315.22	477.41	675.85
合计	471.69	896.50	1,208.79	1,675.18

资料来源:公司公告,民生证券研究院

3、用户分流服务成公司未来重要的盈利点

公司自 2010 年起与先后与中投视讯、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。平台共享服务的收费标准通常视合作对方需推广的产品或服务特性而定。

公司用户分流业务主要是有三种业务模式:

a、把第三方合作伙伴的业务链接投放在话匣子客户端中,话匣子客户端在收听界面上可以通过点击链接访问第三方合作伙伴的业务。

b、把第三方合作伙伴的业务链接投放在 WAP 基础版的页面上。

c、公司在推基地业务产品包时,将第三方合作伙伴的基地业务产品包打包在一起给互联网广告联盟或者专业广告平台去投放。

总之,公司通过多种渠道,利用自身的用户量,通过分享第三方合作伙伴的业务实现用户分流业务收入。

表 10: 用户分流服务的前五大主要销售对象及对应的销售金额和占比 (万元)

序号	客户名称	销售内容	金额	占总销售的比例
2016 年 1-6 月				
1	北京宽客网络技术有限公司	联通音乐-万象听书	240.50	29.03%

2	上海邃源信息技术有限公司	联通音乐-故事宝贝	231.03	27.89%
3	北京在云端科技有限公司	移动视频-华谊视频	61.62	7.44%
4	上海全土豆网络科技有限公司	移动视频-土豆视频	59.28	7.16%
5	浙江翼信科技有限公司	易信-口袋教育	51.00	6.16%
合计			643.43	77.66%
2015 年				
1	上海全土豆网络科技有限公司	移动视频-土豆视频	973.92	41.66%
2	广州盈正信息技术有限公司	移动视频-第一视频	524.80	22.45%
3	上海邃源信息技术有限公司	联通音乐-故事宝贝	220.64	9.44%
4	北京中投视讯文化传媒有限公司	移动视频-视频点播节目	219.68	9.40%
5	上海东方龙新媒体有限公司	电信阅读-文化中国	63.81	2.73%
合计			2,002.85	85.67%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

随着移动阅读业务的不断发展壮大，网站影响力和访问量节节攀升。为具有相关用户群体的第三方合作方提供平台共享服务也成为重要的盈利点。即通过本公司网站共享第三方的内容和应用，使用户通过本公司网站就能直接获取第三方相关服务，既满足了第三方合作伙伴对用户量的需求，也满足了用户对多重网络应用服务的需求。同时，因为内容与资源互补，进一步丰富了移动阅读平台的内容，吸引了更多的用户，提升了平台的知名度。

4、自有阅读平台业务初有成效，内容自生产能力逐步增强

公司 2015 年下半年开始组建运营团队拓展自有阅读平台业务，先后推出了超阅小说、知阅小说、花生阅读、三更小说、灵书阅读等多个自有阅读平台。通过自有阅读平台，挖掘优秀原创作品，实现版权自生产，打造价值 IP，并取得初步成效。

业务模式为公司通过支付一定比例的手续费，与支付服务商合作，为用户提供多样化的支付手段。目前用户可以通过支付宝、微信、银联等第三方充值通道，充值付费工具，阅读付费章节时将从用户平台账户中扣除付费工具。目前按章收费的金额为 0.1-0.2 元不等，按本收费的金额一般在 1-50 元。

表 11：订阅读量、订阅费、发行人获得收入的分成比例和收入金额（万元）

客户	类别	项目	2016 年 1-6 月	2015 年
通过现在（北京）支付股份有限公司结算的客户	点播	收入金额	3,445.82	2.76
		成功订单数	1,755, 906	1,572
		发行人分成比例	95%	95%
通过银联商务有限公司结算的客户	点播	收入金额	-	15.99
		成功订单数	-	10,056
		发行人分成比例	-	99%
通过财付通支付科技有限公司结算的客户	点播	收入金额	1,352.39	0.67
		成功订单数	688,547	384
		发行人分成比例	98%	98%
通过支付宝（中国）网络技术有限公司结算的客户	点播	收入金额	1,017.35	27.5
		成功订单数	479,211	15,991
		发行人分成比例	98.50%	98.50%
通过深圳市快付通金融网络科技有限公司	点播	收入金额	-	0.22
		成功订单数	-	125

结算的客户	发行人分成比例	-	98%
上述收入合计金额	5,815.55	47.15	
占比	99.87%	100%	
其他收入金额	7.85	-	
占比	0.13%	-	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2016 年，公司新增签约机构近百家，合作机构包括：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，引入了一大批优秀的数字阅读内容。同时自有阅读平台的不断孵化裂变，使得公司内容自生产能力得到进一步加强，原创内容的数量和质量较 2015 年均大幅度提高。2016 年新增原创作品 3000 余部，新增签约作者 2000 余人，新增的优秀作品如《阎王妻》、《凤勾情，弃后独步天下》、《闪婚独宠：总裁老公太难缠》、《我曾为你着迷》、《阴缘难续》、《活见鬼》、《你在天堂，我入地狱》等吸引了全网大量用户关注，其中《阎王妻》点击量破 3 亿，百度指数最高达 66631，成为全网最热灵异小说之一。

（二）资讯类业务受移动端阅读 APP 发展冲击较大

公司的资讯类产品是通过发送短信、彩信的形式向用户提供餐饮美食、休闲娱乐、购物指引、旅游住宿、优惠打折等多方面信息，立足于当地的休闲、娱乐、文化与经济，满足用户对日常生活服务类信息资讯的需求。其代表产品有“菠菜家园”、“手机报”、“如意圈圈”、“商情业务”等。

1、咨询类业务内容介绍

该服务立足当地的休闲、娱乐、文化、经济，向用户有针对性的提供生活服务信息。该业务秉承资讯的准确、及时和权威性，通过本公司自身采集的信息和借助第三方专业性合作伙伴的信息库，向用户提供真实使用的信息，以达到吸引用户及稳定用户的目的。

表 12：资讯类产品内容

业务名称	特色业务内容	终端使用模式
菠菜家园	菠菜家园业务是一款提供便民信息的综合资讯类服务，该增值电信服务通过发送短信的形式向各省订购用户提供餐饮美食、休闲娱乐、购物指引、旅游住宿、优惠等多方面信息，立足于当地的休闲、娱乐、文化与经济，满足用户对日常生活服务类信息资讯的需求。	手机短信
手机报	手机报是立足当地城市生活的便民资讯产品，通过手机，为用户提供各类实用、全面的综合性信息服务，地域色彩鲜明，内容涵盖丰富，包括：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，让各个年龄层次的城市居民更为快速高效的获得所需信息。	手机短信
如意圈圈	如意圈圈是一个开放式中小学网络教学平台，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，同时，为用户提供百科知识等各类课外知识，最大限度满足中小学生的学习需求。	手机短信
商情业务	商情业务以专业、高效、便捷、低成本的商业类咨询服务为核心，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，为企业、家庭和个人提供最新最关心的法律资讯，给用户当一个小秘书。	短信，邮件，电话

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司与运营商合作将供餐饮美食、休闲娱乐、购物指引、旅游住宿、优惠打折等多方面信息向用户宣传，用户订购后运营商向用户推送信息，用户每月支付信息费，由运营商和平

治信息进行分成。

表 13：资讯类产品的收入构成、包月收费、用户数量情况

产品名称	运营商	项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
手机报	中国移动	收入金额	2,784.84	1,483.55	239.09	-
		期末用户数	2,442,299	1,721,987	259,882	-
		月均用户数	2,179,722	700,548	126,544	-
		包月费用	5 元/月	5 元/月	5 元/月	-
	中国联通	收入金额	104.63	184.43	190.94	404.86
		期末用户数	40,902	47,829	48,869	79,453
		月均用户数	44,175	41,803	55,379	93,689
		包月费用	10 元/月	10 元/月	10 元/月	10 元/月
	中国电信	收入金额	-1.57	49.32	75.19	158.08
		期末用户数	11,988	15,334	9,914	13,792
		月均用户数	13,489	15,893	18,940	34,204
		包月费用	10 元/月	10 元/月	10 元/月	10 元/月
		小计	2,887.90	1,717.30	505.22	562.94
菠萝家园	中国联通	收入金额	110.55	200.3	309.25	637.51
		期末用户数	33,632	49,169	45,001	94,983
		月均用户数	43,093	43,937	56,696	108,992
		包月费用	10 元/月	10 元/月	10 元/月	10 元/月
	中国电信	收入金额	-17.87	166.91	253.64	200.57
		期末用户数	4, 576	14, 138	66, 905	56, 034
		月均用户数	7, 988	42, 243	45, 707	36, 334
		包月费用	10 元/月	10 元/月	10 元/月	10 元/月
		小计	92.68	367.21	562.89	838.08
如意圈图	中国联通	收入金额	135.66	229.59	307.78	430.74
		期末用户数	76,779	97,898	85,341	131,489
		月均用户数	91,108	77,229	98,034	131,567
		包月费用	6 元/月	6 元/月	6 元/月	6 元/月
	中国电信	收入金额	5.11	11.51	15.32	23.14
		期末用户数	3,043	3,165	4,427	5,695
		月均用户数	2,970	3,349	4,623	6,084
		包月费用	6 元/月	6 元/月	6 元/月	6 元/月
		小计	140.77	241.1	323.1	453.88
商情	中国联通	收入金额	152.02	155.71	74.23	85.63
		期末用户数	23,780	20,220	4,725	6,436
		月均用户数	21,797	12,513	4,655	8,645
		包月费用	20 元/月	20 元/月	20 元/月	20 元/月
	中国电信	收入金额	-	2.71	15.03	52.93
		期末用户数	-	-	859	7,333
		月均用户数	-	796	14,570	23,380
		包月费用	-	20 元/月	20 元/月	20 元/月
		小计	152.02	158.42	89.26	138.56
实惠多	中国联通	收入金额	34.46	74.89	102.31	149.63
		期末用户数	22,825	22,733	33,718	27,121
		月均用户数	21,581	24,367	30,318	29,379
		包月费用	10 元/月	10 元/月	10 元/月	10 元/月
		小计	34.46	74.89	102.31	149.63

魔幻	中国电信	收入金额	11.18	29.44	37	74.97
		期末用户数	3,978	4,494	5,194	7,438
		月均用户数	4,188	4,624	6,053	10,646
		包月费用	10 元/月	10 元/月	10 元/月	10 元/月
	中国联通	收入金额	-16.47	10.48	8.38	21.5
		期末用户数	2,081	2,617	2,085	4,292
		月均用户数	2,340	2,008	2,098	4,379
		包月费用	6 元/月	6 元/月	6 元/月	6 元/月
		小计	-5.29	39.92	45.38	96.47
上述收入合计金额			3,302.54	2,598.85	1,628.16	2,239.56
占比			95.18%	91.63%	91.14%	92.17%
其他收入金额			167.14	237.4	158.32	190.27
占比			4.82%	8.37%	8.86%	7.83%
资讯类业务收入总额			3,469.68	2,836.25	1,786.48	2,429.83

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、相同或相似的移动 APP 对咨询类业务冲击不容忽视

随着智能手机的普及，手机 4G 网络的加速，各种类型的手机 APP 正在影响着我们的生活习惯。人们获取资讯的方式日渐宽广，信息传递的速度越来越快，这些都对传统的 SP 短彩类业务造成冲击，这也是报告期内资讯类产品业务收入持续下降的基本原因。

市场中与资讯类业务相同或相似的 APP 对发行人的资讯类产品业务造成一定程度的影响，公司资讯类产品业务的经营环境并未因此发生重大不利变化。但是，在未来可预见的变化趋势下存在进一步下滑的风险。

（三）其他增值电信业务丰富公司产品结构

公司始终坚持不断创新的理念，以现有移动阅读平台为基础，充分利用自身强大的开发团队，以市场潮流和客户需求为导向，不断进行技术创新和内容创新，扩充包括游戏、教育等在内的新的服务种类，满足用户多元化的需求，推出了“手机游戏”、“祝福点歌”等多种增值电信业务。

表 13：资讯类产品的收入构成、包月收费、用户数量情况

业务名称	特色业务内容	终端使用模式
手机游戏	向用户提供各种各样的单机游戏服务和网络游戏服务。	手机
祝福点歌	祝福点歌是一个音乐点歌平台，为用户提供各类经典歌曲，内蒙古电信手机用户只需拨打声讯电话即可选择自己喜欢的歌曲进行收听。公司定期上传最新的音乐到点歌平台，增强用户对业务的黏性	声讯

资料来源：公司公告，民生证券研究院

其他增值电信业务主要包括游戏业务、祝福点歌等。祝福点歌是一个音乐点歌平台，为用户提供各类经典歌曲。游戏业务是指发行人将自己开发或购买的游戏（包括将公司有版权的著作改编的游戏）放到移动（电信）游戏基地的平台上，用户直接登录使用或者下载使用。计费的方式根据游戏的种类不同有所不同，主要包括购买道具付费，下载付费，激活计费等。用户在付费后，游戏基地将按照合同分成比例支付给平治信息。

2013 年-2015 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%，占主营业务收入比重逐年上升，主要是由于手机游戏业务增长所致。2015 年与咪咕娱乐合作开展了游戏业务，其他增值电信业务实现了快速增长，对丰富公司的产品结构起到了很好的补充作用。2016 年其他增值电信业务收入 23,120,995.35 元，同比增加 53.10%，收入占比下降至 4.93%。2016 年营业成本 22,996,544.07 元，同比增长 76.38%，毛利率为 0.53%，相较 2015 年毛利率 13.67%降幅较大。

四、盈利预测与投资建议

公司业务按产品分类有数字阅读平台、咨询类业务和其它增值电信业务三类，其中数字阅读是公司的主营业务。随着数字阅读的市场规模进一步扩大，数字阅读用户规模不断壮大，阅读内容总量的大爆发，公司与众多国内优秀出版机构、媒体、版权方开展合作，签约众多优质热销书籍和有声读物，原创文学的数量和质量较 2015 年均大幅度提高。

2016 年，公司保持了较高的盈利水平，且主要利润来自于数字阅读平台，2017 年公司将进一步注重内生增长，在数字阅读领域加大投资布局，加强成本费用控制，提高市场占有率和竞争力，提高行业市场份额，预计 2017 年可持续 2016 年数字阅读平台的高速发展态势，并在 2017-2018 年产生较大的业绩影响。

具体业务拆分如下：

表 15：平治信息营业收入拆分预测（单位：百万元）

单位:万元	2016	2017E	2018E	2019E
1、移动阅读业务	38,295.96	70,847.52	99,186.53	133,901.82
增长率	198.5%	85.0%	40.0%	35.0%
成本	29,914.02	56,836.63	79,571.29	103,442.68
增长率	278.36%	90.0%	40.0%	30.0%
毛利率	21.89%	19.78%	19.78%	22.75%
2、资讯类业务	6,293.72	6,608.40	6,938.82	7,216.37
增长率	153.51%	5.0%	5.0%	4.0%
成本	3,853.26	4,045.92	4,248.22	4,418.15
增长率	254.26%	5.0%	5.0%	4.0%
毛利率	38.78%	38.78%	38.78%	38.78%
3、其他增值电信业务	2,312.10	3,005.73	3,757.16	4,508.59
增长率	53.10%	30%	25%	20%
成本	2,299.65	2,989.55	3,736.94	4,484.33
增长率	76.38%	30%	25%	20%
毛利率	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%
收入总和	46,901.77	80,461.65	109,882.51	145,626.78
增长率	178.84%	71.55%	36.57%	32.53%
成本/收入比值	76.90%	79.38%	79.68%	77.15%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们预测公司 17、18、19 年归母净利润分别为 8513 万元、10,841 万元和 16,879 万元，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.13 元、2.71 元和 4.22，当前股价对应的 PE 分别为 63X、50X 和 32X。

公司具有海量的优质的数字阅读内容和专业化的高效的运营团队，同时还有广泛、精准的分发渠道和强有力的技术支撑，后续发展空间值得期待。给予公司 2018 年 65-70 倍 PE，未来 6 个月合理估值为 138-149 元，维持评级给予“谨慎推荐”。

五、风险提示

- 1、宏观经济下行；
- 2、数字阅读业务发展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	469	805	1,099	1,456
营业成本	361	639	876	1,123
营业税金及附加	1	3	4	5
销售费用	6	11	15	20
管理费用	36	95	154	250
EBIT	63	90	120	195
财务费用	5	0	0	(0)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	58	90	120	196
营业外收支	3	5	6	8
利润总额	48	85	108	169
所得税	13	22	28	44
净利润	48	85	108	169
归属于母公司净利润	48	85	108	169
EBITDA	63.06	91.22	120.41	196.24

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	193	197	224	281
应收账款及票据	99	125	213	330
预付款项	17	24	32	43
存货	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	1	1
流动资产合计	309	346	469	654
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	20	26	55	81
无形资产	8	8	7	7
非流动资产合计	37	96	116	135
资产合计	346	443	585	789
短期借款	10	10	9	9
应付账款及票据	40	71	98	126
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	79	99	133	168
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	96	115	149	185
股本	40	40	40	40
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(1)
股东权益合计	250	327	436	604
负债和股东权益合计	346	443	585	789

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	178.84%	71.55%	36.57%	32.53%
EBIT 增长率	143.04%	43.99%	32.31%	63.40%
净利润增长率	87.88%	75.80%	27.33%	55.70%
盈利能力				
毛利率	23.1%	20.6%	20.3%	22.9%
净利润率	10.3%	10.6%	9.9%	11.6%
总资产收益率 ROA	14.0%	19.2%	18.5%	21.4%
净资产收益率 ROE	19.3%	26.0%	24.9%	27.9%
偿债能力				
流动比率	3.90	3.51	3.54	3.89
速动比率	3.90	3.51	3.54	3.89
现金比率	3.90	3.51	3.54	3.89
资产负债率	27.7%	26.1%	25.5%	23.4%
经营效率				
应收账款周转天数	63.39	48.70	53.89	65.62
存货周转天数				
总资产周转率	1.92	2.04	2.14	2.12
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	2.13	2.71	4.22
每股净资产	6.26	8.18	10.89	15.10
每股经营现金流	2.07	2.32	1.17	1.94
每股股利	0	0	0	0
估值分析				
PE	111.10	63.19	49.63	31.87
PB	21.50	16.44	12.35	8.90
EV/EBITDA	82.43	56.92	42.90	26.03
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	48	85	108	169
折旧和摊销	12	1	1	1
营运资金变动	27	7	(62)	(92)
经营活动现金流	82.64	92.68	46.99	77.55
资本开支	14.91	60.10	20.10	20.10
投资	67.73	32.58	26.89	57.45
投资活动现金流	(32.36)	(60.10)	(20.10)	(20.10)
股权募资	(60.10)	(20.10)	(20.10)	(10.10)
债务募资	27.74	(40.00)	0.00	(10.00)
筹资活动现金流	98.36	(0.56)	(0.51)	(0.39)
现金净流量	236.07	124.64	73.44	134.98

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司代表性原创阅读站列表	3
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 2013-2016 年公司营收及同比变化	6
图 4: 2013-2016 年净利润及同比变化	6
图 5: 公司业务按产品分类结构图	6
图 6: 2013 年-2016 年公司子版块业务收入及毛利率	7
图 7: 2013-2016 年费用率变化情况	8
图 8: 2013-2016 年营业利润率、净资产收益率和销售毛利率	8
图 9: 2014-2016 年研发费用占营业收入比例变化	9
图 10: 2013-2016 年营业成本构成及变化情况 (单位: 百万)	9
图 11: 2014-2016 年上半年并购资产营收及同比	10
图 12: 2014-2016 年上半年并购资产净利润及同比	10
图 13: 公司 IPO 之前的股权结构	10
图 14: 2012-2017 年中国移动阅读市场规模预测 (单位: 亿元人民币)	12
图 15: 2012-2017 年中国移动阅读市场活跃用户规模预测	12
图 16: 中国数字阅读行业 PC 端月度覆盖人数	13
图 17: 2016 年中国数字阅读行业 PC 端九宫格划分	13
图 18: 中国数字阅读行业 APP 阅读覆盖人数占比三梯队	14
图 19: 2016 年中国数字阅读行业移动端九宫格划分	15
图 20: 网络文学平台日更新作品数量排名	16
图 21: 起点国际 515 专题页面	16
图 22: 起点国际首页热门作品区	16
图 23: IP 运作开发市场逐渐成熟	17
图 24: 2016 年阅文集团动态	18
图 25: 阅文集团经营情况	19
图 26: 掌阅经营情况	20
图 27: 中文在线经营情况	21
图 28: 阿里文学经营情况	21

表格目录

表 1: 公司各种业务及产品	3
表 2: 公司收购资产和公司的经营范围和主营业务	4
表 3: 收购子公司经营数据	8
表 4: 2016 年网络文学年度榜样	15
表 5: 公司所处行业涉及的主要产业政策	18
表 6: 公司跟三大运营商合作的主要合作的产品	22 错误!未定义书签。
表 7: 主要基地产品包收入	22
表 8: 公司基地产品包业务数据列表 (单位: 万元, 个)	23
表 9: 话匣子业务收入构成	24
表 10: 用户分流服务的前五大主要销售对象及对应的销售金额和占比 (万元)	24
表 11: 订阅量、订阅费、发行人获得收入的分成比例和收入金额 (万元)	25
表 12: 资讯类产品内容	26
表 13: 资讯类产品的收入构成、包月收费、用户数量情况	27
表 14: 资讯类产品的收入构成、包月收费、用户数量情况	28
表 15: 平治信息营业收入拆分预测 (单位: 百万元)	29

分析师与研究助理简介

胡琛，传媒互联网组长，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

史家欢，传媒行业研究助理，金融硕士，专注于影视娱乐传媒，毕业于复旦大学经济学院，2015年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。