

自有阅读平台拉动业绩，高送转提升流动性

投资要点

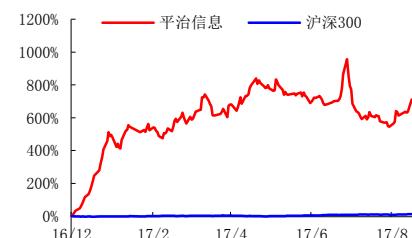
- 事件:**公司发布半年报及利润分配方案:1)上半年实现营收4.2亿元,同比增长163.6%;实现归母净利润5032.5万元,同比增长101.6%。增长的原因主要是移动阅读业务中的自有阅读平台业务与电信运营商基地产品包业务的快速增长。2)公司将以现有总股本4000万股为基数进行资本公积金转增股本,向全体股东每10股转增10股。
- 内生增长带动业绩激增。**1)从营收看,上半年营收增速非常突出,增长的主要原因是移动阅读业务中的自有阅读平台业务与电信运营商基地产品包业务的良好表现:自有阅读平台收入2.5亿元,同比增长324.6%;电信运营商基地产品包业务收入1.0亿元,同比增长97.9%。2)从毛利率看,整体毛利率为23.6%,较去年同期的30.2%下降6.6个百分点,其中自有阅读平台业务的毛利率由去年同期的22.1%下降至16.6%,电信运营商基地产品包业务由去年同期的34.9%下降至30.8%,毛利率下降的主要原因是电子阅读市场竞争加剧,公司推广成本持续上升所致。3)从业绩预告实现情况来看,上半年实际业绩略低于预告下限(预告中归母净利润区间为5100-5800万元,实际5032.5万元),我们认为公司在没有新的大规模外延并购的情况下实现超过100%的业绩增速,显示了公司强劲的内生增长能力。因此,虽然实际业绩略低于预告区间,但并不能否定公司取得的成绩。
- 高送转大幅提升股票流动性。**公司发布利润分配方案,将以现有总股本4000万股为基数进行资本公积金转增股本,向全体股东每10股转增10股。股本扩充大幅提升公司股票流动性,有利于吸引投资者。同时高送转也表明了公司对业绩的持续增长充满信心,公司正处于快速成长期。
- 自有+合作双管齐下,助移动阅读业务迅速增长。**在自有平台方面,公司在业内率先采用多团队并行的“百足模式”,已先后组建近50个原创阅读站,新增原创作品3000余部,新增签约作者2000余人,随着自有阅读平台越发受到公司的重视,其收入占比也在逐年上升,2014/2015/2016H1/2017H1营收占比分别为0.0%/0.3%/36.6%/59.0%。在合作机构方面,上半年新增签约机构近百家,包括:塔读文学、中文在线、晋江文学、掌阅科技、3G书城、掌文科技、天翼阅读等。目前,公司拥有各类优质文字阅读产品15000余本,签约作者原创作品11000余本,有声作品近5500部,时长3万多小时,自制精彩有声内容近5200余小时。共计拥有注册用户数约3500万,全平台累计点击过亿IP数十部。

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.40
流通A股(亿股)	0.10
52周内股价区间(元)	17.34-183.0
总市值(亿元)	56.12
总资产(亿元)	3.57
每股净资产(元)	6.81

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	469.02	1035.71	1848.79	2482.43
增长率	178.84%	120.83%	78.50%	34.27%
归属母公司净利润(百万元)	48.43	103.95	174.89	223.64
增长率	87.88%	114.67%	68.24%	27.87%
每股收益EPS(元)	1.21	2.60	4.37	5.59
净资产收益率ROE	19.31%	29.30%	33.02%	29.69%
PE	116	54	32	25
PB	22.42	15.84	10.61	7.45

数据来源: Wind, 西南证券

- **借力新媒体，实现精准营销。**公司加速新媒体领域的布局，通过多个新媒体平台向用户精准推送小说内容，实现精准化引流。同时，公司在微信、新浪微博、今日头条等多个平台自营新媒体账号，给用户提供价值内容，提升用户使用粘性，目前公司旗下已经拥有超过3000万的微信粉丝矩阵。
- **强化电信运营商合作，快速抢占市场。**中国移动、中国联通、中国电信三大运营商拥有庞大的用户基数，通过三大运营商阅读平台可形成产品的快速分发。本报告期内公司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，持续为用户提供更加专业、优质、便捷的数字阅读服务及增值服务。
- **IP衍生品开发，构建泛娱乐新生态。**公司不断探索以IP为核心的网络文学立体化产业发展新路径，加快作品IP全版权运作。如《阎王妻》、《棺人不可以》等已经有声改编完成，《我曾为你着迷》真人漫画已经上线，《妖孽总裁要上天》、《千万买主：霸宠小妻九十天》、《愿我如星君如月》等正在漫画改编创作中，此外网络影视剧IP打造也在筹划中。同时除原有的文字阅读内容外，新增漫画、听书等板块，并上线H5游戏分发平台超阅游戏，不断培养小说阅读用户的其他消费习惯。
- **盈利预测与投资建议：**预计2017-2019年EPS分别为2.60元、4.37元、5.59元，归母净利润1.0亿元、1.7亿元、2.2亿元。选取与公司主营的移动阅读业务相近的中文在线、思美传媒作为可比标的，2017年PE均值为58.16倍，但鉴于公司强大的内生增长能力，以及行业领先的多团队并行发展模式，给予公司60倍估值，目标价155.9元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策对自媒体及网文内容监管审查或加严、移动阅读市场竞争或加剧。

关键假设：

假设 1：公司对精准推广的应用使移动阅读业务的毛利率下降速度大幅减缓；

假设 2：公司上半年营业总收入较去年同期增长 163.6%，较去年下半年环比增长 35.2%，其中移动阅读业务中的自有阅读平台业务同比增长 324.6%，占营业总收入 59%。因此假设下半年公司各项业务能在保持现有优势的基础上，继续稳定增长；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
移动阅读业务	收入	383.0	880.8	1585.5	2061.1
	增速	198.5%	130%	80%	30%
	毛利率	21.9%	22.0%	21.0%	20.0%
其他业务	收入	86.1	154.9	263.3	421.3
	增速	115.5%	80%	70%	60%
	毛利率	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
合计	收入	469.0	1035.7	1848.8	2482.4
	增速	72.7%	121%	79%	34%
	毛利率	23.1%	23.0%	22.1%	21.4%

数据来源：公司公告，西南证券

公司估值：

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.60 元、4.37 元、5.59 元，归母净利润 1.0 亿元、1.7 亿元、2.2 亿元。选取与公司主营的移动阅读业务相近的中文在线、思美传媒作为可比标的，2017 年 PE 均值为 58.16 倍，但鉴于公司强大的内生增长能力，以及行业领先的多团队并行发展模式，给予公司 60 倍估值，目标价 155.9 元，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002712.SZ	思美传媒	21.61	0.99	1.30	1.53	21.90	16.60	14.16
300364.SZ	中文在线	14.89	0.16	0.26	0.20	94.42	57.65	75.16
均值						58.16	37.13	44.66

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	469.02	1035.71	1848.79	2482.43	净利润	48.31	103.70	174.47	223.10
营业成本	360.67	797.79	1440.79	1950.13	折旧与摊销	11.90	4.67	4.67	4.67
营业税金及附加	1.50	3.47	6.10	8.24	财务费用	4.54	0.00	2.80	2.44
销售费用	6.46	21.22	33.74	47.15	资产减值损失	1.37	8.00	8.00	8.00
管理费用	36.22	79.99	142.78	191.72	经营营运资本变动	18.08	-36.23	-72.36	-47.74
财务费用	4.54	0.00	2.80	2.44	其他	-1.55	-8.00	-8.00	-8.00
资产减值损失	1.37	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流量净额	82.64	72.14	109.57	182.48
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-40.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-32.36	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.26	125.25	214.58	274.74	短期借款	0.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.67	3.63	3.31	3.42	长期借款	8.45	-1.00	-1.00	-1.00
利润总额	60.93	128.88	217.89	278.16	股权融资	88.45	0.00	0.00	0.00
所得税	12.62	25.17	43.42	55.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	48.31	103.70	174.47	223.10	其他	1.46	0.00	-2.80	-2.44
少数股东损益	-0.12	-0.25	-0.42	-0.54	筹资活动现金流量净额	98.36	-11.00	-3.80	-3.44
归属母公司股东净利润	48.43	103.95	174.89	223.64	现金流量净额	148.64	61.14	105.78	179.03
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	192.68	253.82	359.60	538.63	成长能力				
应收和预付款项	116.05	250.46	447.89	602.14	销售收入增长率	178.84%	120.83%	78.50%	34.27%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	128.14%	114.97%	71.32%	28.04%
其他流动资产	0.19	0.33	0.63	0.83	净利润增长率	87.62%	114.67%	68.24%	27.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	147.59%	73.92%	70.91%	26.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	20.21	18.30	16.39	14.48	毛利率	23.10%	22.97%	22.07%	21.44%
无形资产和开发支出	8.01	6.01	4.02	2.02	三费率	10.07%	9.77%	9.70%	9.72%
其他非流动资产	8.76	7.99	7.23	6.46	净利率	10.30%	10.01%	9.44%	8.99%
资产总计	345.88	536.91	835.75	1164.56	ROE	19.31%	29.30%	33.02%	29.69%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.97%	19.32%	20.88%	19.16%
应付和预收款项	60.40	141.62	250.10	339.93	ROIC	46.30%	60.61%	60.93%	53.68%
长期借款	8.45	7.45	6.45	5.45	EBITDA/销售收入	15.93%	12.54%	12.01%	11.35%
其他负债	16.80	33.91	50.81	67.69	营运能力				
负债合计	95.66	182.98	307.35	413.07	总资产周转率	1.92	2.35	2.69	2.48
股本	40.00	40.00	40.00	40.00	固定资产周转率	45.23	53.79	106.59	160.83
资本公积	90.35	90.35	90.35	90.35	应收账款周转率	5.68	6.82	6.41	5.73
留存收益	120.02	223.98	398.86	622.50	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	250.37	354.32	529.21	752.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.15%	—	—	—
少数股东权益	-0.14	-0.39	-0.81	-1.35	资本结构				
股东权益合计	250.22	353.93	528.40	751.49	资产负债率	27.66%	34.08%	36.78%	35.47%
负债和股东权益合计	345.88	536.91	835.75	1164.56	带息债务/总负债	19.29%	4.07%	2.10%	1.32%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	3.90	3.01	2.76	2.86
EBITDA	74.70	129.91	222.04	281.86	速动比率	3.90	3.01	2.76	2.86
PE	115.90	53.99	32.09	25.10	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	22.42	15.84	10.61	7.45	每股指标				
PS	11.97	5.42	3.04	2.26	每股收益	1.21	2.60	4.37	5.59
EV/EBITDA	72.79	41.30	23.68	18.02	每股净资产	6.26	8.86	13.23	18.82
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	2.07	1.80	2.74	4.56
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn