



300571.SZ

买入

原评级：买入

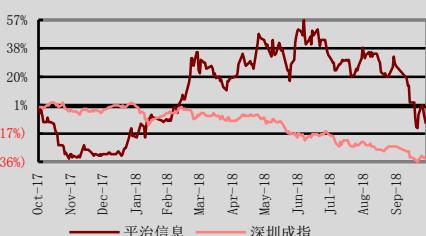
市场价格：人民币 39.94

板块评级：中性

本报告要点

- CPS 模式带来毛利率大幅提升。

股价表现



(% /)	绝对	今年至今			12 个月
		1 个月	3 个月	12 个月	
相对深证成指		28.1	(33.3)	(34.8)	(12.9)
发行股数(百万)		61.0	(22.5)	(15.1)	21.6
流通股(%)		120	57		
流通市值(人民币 百万)		2,754			
3 个月日均交易额(人民币 百万)		99			
净负债比率%(2018E)				净现金	
主要股东(%)	郭庆	26			

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 10 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《平治信息》20180901

《平治信息》20180506

《平治信息》20180506

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

通信：通信运营

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

平治信息

CPS 模式带动毛利率提升，未来关注内容资源扩张

公司 2018 年前三季度实现营业收入 7 亿元，同比增长 6.71%；归属于母公司股东净利润 1.78 亿元，同比增长 190.36%；扣非后归属于母公司股东净利润 1.76 亿元，同比增长 214.09%；基本每股收益 1.48 亿元，同比增长 92.21%。第三季度实现营业收入 2.34 亿元，同比减少 1.25%，环比增长 0.86%；归属于母公司股东净利润 0.68 亿元，同比增长 516.28%，环比增长 9.68%；扣非后归属于母公司股东净利润 0.68 亿元，同比增长 621.95%，环比增长 13.33%。

支撑评级的要点

- 引入 CPS 商业模式，毛利率大幅提升。**公司通过收购“郑州麦睿登”和“杭州有书”，将原有买量营销的业务推广模式转变为 CPS 模式。前三季度整体毛利率达到 48.32%，较 2017 年增长 23.53 个百分点，经营效率已经得到明显提升且持续改善中。
- 资源规模持续扩张，影视衍生不断加大。**产品规模方面，最新数据显示，公司已拥有各类优质文字阅读产品 30,000 余本，签约作者原创作品 21,000 余本，引入有声作品近 6,300 部，时长近 4 万小时，自制精彩有声内容近 6,500 余小时。
- 期间费用明显提升，资产结构大幅改善。**报告期内，由于员工人数和薪酬增长，公司销售费用和管理费用分别增长 50.24% 和 61.14%；所得税费用发生额为 0.38 亿元，主要由于公司经营利润大幅提升。

评级面临的主要风险

- 公司未来营收增长乏力，内容产业政策收紧。

估值

- 预计公司 2018-2020 年实现净利润 2.84、3.37 和 4 亿元，维持公司买入评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	469	910	951	1,123	1,329
变动(%)	179	94	5	18	18
净利润(人民币 百万)	48	97	284	337	402
全面摊薄每股收益(人民币)	0.404	0.809	2.366	2.809	3.351
变动(%)	87.9	100.4	192.7	18.7	19.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.045	2.690	3.381
调整幅度(%)			15.7	4.42	0.89
全面摊薄市盈率(倍)	99.0	49.4	16.9	14.2	11.9
价格/每股现金流量(倍)	58.0	25.6	17.3	14.3	10.6
每股现金流量(人民币)	0.69	1.56	2.31	2.79	3.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.2	28.7	12.5	10.0	7.7
每股股息(人民币)	0.083	0.167	0.473	0.562	0.670
股息率(%)	0.2	0.4	1.2	1.4	1.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

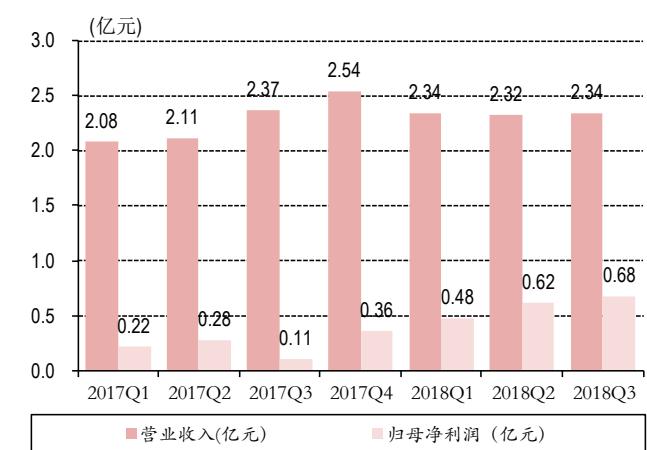


点评：

1. 引入 CPS 商业模式，毛利率大幅提升

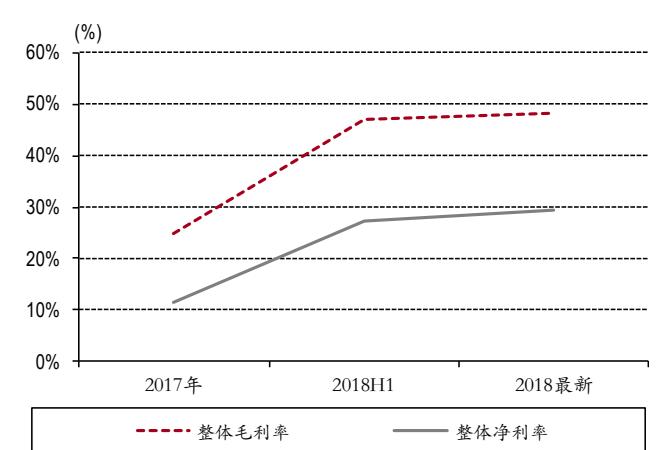
报告期内，通过收购“郑州麦睿登”和“杭州有书”各 51%的股权，将原有买量营销的业务推广模式转变为 CPS 模式，即建立开发的内容云平台，吸引大量的自媒体和内容供应方入驻，实现内容渠道资源互换共享。该模式使得公司毛利率大幅提升，报告期内公司营收同比增长 6.71%，扣非后归母净利润同比增长 214.09%；前三季度整体毛利率达到 48.32%，较 2017 年增长 23.53 个百分点，较 2018 年上半年增长 1.43 个百分点，说明公司经营效率已经得到明显提升且持续改善中。

图表 1. 2017Q1-2018Q3 单季度营收及净利润变化



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 公司 2017 年底以来毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银证券

2. 资源规模持续扩张，影视衍生不断加大

产品规模方面，最新数据显示，公司已拥有各类优质文字阅读产品 30,000 余本，签约作者原创作品 21,000 余本，引入有声作品近 6,300 部，时长近 4 万小时，自制精彩有声内容近 6,500 余小时。2018 年上半年，公司新增签约机构近五十家，新增原创作品近 4,000 部，新增签约作者 3,000 余人，原创内容的数量和质量较上年同期均大幅提高。

同时，公司在 2018 年依靠自身原创作品孵化改编了多部有声读物、影视网剧。其中，有声改编作品包括《阎王妻》、《我若离去，后会无期》、《再见依然爱你》等；网络电影包括《镇魔司：四象伏魔》、《时间遗墓 1：九龙解棺》、《巅峰营救》等。

3. 期间费用明显提升，资产结构大幅改善

期间费用方面，报告期内，由于员工人数和薪酬增长，公司销售费用和管理费用分别增长 50.24% 和 61.14%；所得税费用发生额为 0.38 亿元，主要由于公司经营利润大幅提升。公司最新资产负债率为 33.2%，较 2017 年底 50.06% 减少 16.9 个百分点，主要由于报告期内公司偿还了部分短期借款；此外由于公司毛利率的提升，流动比率和速动比率较 2017 年初均大幅提升。

投资建议：

公司 2018 年盈利水平的增长主要由于公司商业模式的改良带来了毛利率的大幅提升。微信生态中的内容共享为阅读平台企业带来了相适应且丰富的流量资源，使得内容分发企业获得迅速成长。公司未来的成长增速将来自于平台规模的扩张和资源量的持续积累。

盈利预测：

我们预计公司明后年将回到提升营收增速的策略上，营收增速将有所回升，毛利率会相对有所减少，对公司盈利模型做如下调整：1) 下调公司 2018 年营收增速至 5%；2) 上调公司 2018 年整体毛利率至 48%；3) 调整公司 2019-2020 年营收增长率至 20%。预计公司 2018-2020 年实现净利润 2.84、3.37 和 4 亿元，维持公司买入评级。

风险提示：

公司未来营收增长乏力，内容产业政策收紧。



图表 3. 公司三季报财务摘要

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	17 年前三季度	18 年前三季度
一、 营业总收入	233.84	232.38	234.10	656.27	700.32
二、 营业总成本	160.47	147.23	152.08	579.34	459.78
其中： 营业成本	131.86	115.76	114.34	517.04	361.96
营业税金及附加	1.09	0.44	1.20	1.75	2.73
销售费用	2.52	3.11	3.39	6.00	9.02
管理费用	21.35	23.93	20.16	47.97	51.43
财务费用	2.74	4.38	1.57	3.85	8.68
资产减值损失	0.92	(0.39)	2.28	2.72	2.81
三、 其他经营收益	0.39	0.40	(0.40)	0.36	0.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.39	0.40	(0.40)	0.36	0.39
四、 营业利润	73.75	85.51	81.62	77.29	240.89
加： 营业外收入	0.00	2.17	0.13	6.16	2.30
减： 营业外支出	0.20	0.01	0.06	0.11	0.27
五、 利润总额	73.56	87.68	81.68	83.34	242.92
减： 所得税	18.22	15.58	3.80	20.24	37.59
六、 净利润	55.34	72.10	77.89	63.10	205.33
减： 少数股东损益	7.62	9.76	9.70	1.71	27.08
七、 归属母公司净利润	47.72	62.34	68.18	61.39	178.25
EPS(元)	0.60	0.52	0.57	0.77	1.48
主要比率(%)					
毛利率	43.6	50.2	51.2	21.2	48.3
主营税金率	0.5	0.2	0.5	0.3	0.4
销售费率	1.1	1.3	1.5	0.9	1.3
管理费率	9.1	10.3	8.6	7.3	7.3
营业利润率	31.5	36.8	34.9	11.8	34.4
实际税率	24.8	17.8	4.6	24.3	15.5
净利率	23.7	31.0	33.3	9.6	29.3
YoY(%)					
收入增长率	12.4	10.1	(1.2)	122.3	6.7
营业利润增长率	165.3	149.7	435.4	79.9	211.7
净利润增长率	153.6	152.7	511.0	77.8	225.4

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	469	910	951	1,123	1,329
销售成本	(362)	(687)	(503)	(593)	(701)
经营费用	(41)	(60)	(92)	(108)	(128)
息税折旧前利润	66	162	356	422	500
折旧及摊销	(3)	(23)	(18)	(22)	(26)
经营利润(息税前利润)	63	139	337	400	475
净利润收入/(费用)	(5)	(8)	(11)	(11)	(9)
其他收益/(损失)	3	8	8	8	8
税前利润	61	139	334	397	474
所得税	(13)	(33)	(50)	(60)	(71)
少数股东权益	0	(9)	(0)	(0)	(0)
净利润	48	97	284	337	402
核心净利润	49	99	285	338	403
每股收益(人民币)	0.404	0.809	2.366	2.809	3.351
核心每股收益(人民币)	0.408	0.822	2.375	2.817	3.359
每股股息(人民币)	0.083	0.167	0.473	0.562	0.670
收入增长(%)	179	94	5	18	18
息税前利润增长(%)	144	121	143	19	19
息税折旧前利润增长(%)	137	146	119	19	19
每股收益增长(%)	88	100	193	19	19
核心每股收益增长(%)	83	101	189	19	19

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	61	139	334	397	474
折旧与摊销	3	23	18	22	26
净利息费用	5	8	11	11	9
运营资本变动	17	46	13	(40)	11
税金	(13)	(24)	(50)	(60)	(71)
其他经营现金流	9	(6)	(50)	4	3
经营活动产生的现金流	83	187	277	335	452
购买固定资产净值	5	59	20	20	20
投资减少/增加	0	(58)	1	2	2
其他投资现金流	(37)	(206)	(34)	(45)	(45)
投资活动产生的现金流	(32)	(204)	(13)	(24)	(24)
净增权益	(10)	(20)	(57)	(67)	(80)
净增债务	8	136	(95)	0	0
支付股息	10	20	57	67	80
其他融资现金流	90	(19)	(31)	(73)	(85)
融资活动产生的现金流	98	117	(126)	(73)	(85)
现金变动	149	100	138	238	343
期初现金	44	193	292	430	669
公司自由现金流	50	(17)	264	311	428
权益自由现金流	63	128	180	322	438

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	193	343	500	739	1,082
应收帐款	99	121	91	159	137
库存	0	3	0	0	0
其他流动资产	17	23	14	29	18
流动资产总计	309	489	605	926	1,237
固定资产	20	49	52	55	56
无形资产	8	67	66	61	54
其他长期资产	1	20	20	20	20
长期资产总计	29	137	138	136	130
总资产	346	700	809	1,132	1,441
应付帐款	40	46	38	61	56
短期债务	10	140	60	60	60
其他流动负债	29	122	93	119	106
流动负债总计	79	307	191	239	222
长期借款	8	15	0	0	0
其他长期负债	8	28	8	7	7
股本	40	80	120	120	120
储备	210	257	478	753	1,079
股东权益	250	337	598	873	1,199
少数股东权益	(0)	12	12	13	13
总负债及权益	346	700	809	1,132	1,441
每股帐面价值(人民币)	2.09	2.81	4.98	7.27	10.00
每股有形资产(人民币)	6.06	3.38	4.44	6.76	9.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.36)	(1.72)	(3.09)	(5.07)	(7.93)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.1	17.9	37.4	37.6	37.6
息税前利润率(%)	13.4	15.3	35.5	35.6	35.7
税前利润率(%)	13.0	15.3	35.2	35.4	35.6
净利率(%)	10.3	10.7	29.9	30.0	30.2
流动性					
流动比率(倍)	3.9	1.6	3.2	3.9	5.6
利息覆盖率(倍)	13.8	16.5	30.9	37.1	52.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.9	1.6	3.2	3.9	5.6
估值					
市盈率(倍)	99.0	49.4	16.9	14.2	11.9
核心业务市盈率(倍)	97.9	48.6	16.8	14.2	11.9
市净率(倍)	19.1	14.2	8.0	5.5	4.0
价格/现金流(倍)	58.0	25.6	17.3	14.3	10.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.2	28.7	12.5	10.0	7.7
周转率					
存货周转天数	0.0	0.7	1.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	67.4	44.0	40.6	40.6	40.6
应付帐款周转天数	17.1	17.3	16.0	16.0	16.0
回报率					
股息支付率(%)	20.7	20.6	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	26.6	33.0	60.7	45.8	38.8
资产收益率(%)	20.4	20.2	38.0	35.0	31.4
已运用资本收益率(%)	6.2	6.3	12.1	10.4	9.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20 以上；
- 增 持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10-20；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10-10 之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371