



Research and
Development Center

阅读与兆能双轮驱动业绩增长，5G 建设提升硬件业务空间

—— 平治信息（300571.SZ）深度报告

2020 年 2 月 24 日

王建会 传媒行业分析师

阅读与兆能双轮驱动业绩增长, 5G 建设提升硬件业务空间

2020 年 2 月 24 日

本期内容提要:

- ◆ **公司盈利水平和盈利质量持续提升, 收购深圳兆能有望受益 5G 硬件替代带来的收入空间。** 2019Q3 公司实现营收 13.83 亿元, 同比增长 49.5%, 实现归母净利润 2.31 亿元, 同比增长 29.5%。由于移动阅读升级改造效果显著叠加运营管理效率提升, 公司移动阅读毛利率大幅提升的同时期间费用率大幅下降, 盈利质量持续提升。收购深圳兆能后应收账款增加, 但长期来看我们认为影响不大: 一方面深圳兆能作为国企企业, 虽有应收账款账期, 但坏账水平较低; 另一方面平治信息自身资金状况一直良好, 作为上市公司能够帮助子公司深圳兆能提升融资能力; 此外, 深圳兆能充分发挥母公司原有数字阅读业务与运营商建立起来的长期稳定的合作关系, 积极开发 WIFI6 路由器等 5G 时期硬件产品, 看好其良好的经营情况和盈利能力。
- ◆ **CPS 模式稳健发展叠加外延并购驱动, 阅读业务有望稳步增长。** 公司通过与多家机构和独立作者签约构建完善内容体系, 在渠道方面, 公司收购麦睿登和杭州有书发力 CPS 模式, 通过发展平台自媒体增加内容分发渠道, 提高公司收入, 另外公司在 2020 年 1 月公布并购杭州悠书和杭州云阅读预案, 杭州悠书从事微信平台上阅读内容分发业务, 增加公司渠道力, 杭州云阅读(网易云阅读)与公司业务内容相似, 同时阅读内容更偏向男频, 可对公司内容库与分发渠道形成有益补充。
- ◆ **收购深圳兆能, 智慧家庭业务和 5G 衍生品有望贡献增量业绩。** 公司 2019 年上半年收购硬件制造厂商深圳兆能, 兆能经营能力优秀, 盈利能力较强, 有助公司积极开拓和深耕智慧家庭和 5G 衍生品市场。2019 年上半年公司智慧家庭业务实现营业收入 6.92 亿元, 占总营收 68.09%。智慧家庭业务作为公司新的利润增长点, 有望为公司带来长期收益。我国运营商贯穿了 5G 和 Wi-Fi 规划-建设-应用的全周期, 未来 5G 建设中, 运营商对硬件推动作用较大。公司主要渠道系三大运营商, 多年来已与运营商建立了深入的互惠互利合作模式。新业务智慧家庭业务和 5G 设备制造业务有望受益于与运营商建立起来的稳定良好的合作关系和营销服务体系, 享受更多订单承接资源。看好硬件业务为公司带来持续性业绩增长。

盈利预测与投资评级: 不考虑新的融资发行影响, 我们预计公司在 2019-2021 年营业收入为 17.06、21.30、24.77 亿元, 同比增加 97.94%、24.87%、16.28%, 归母净利润分别为 2.82、3.23、3.71 亿元, 同比增加 42.79%、14.66%、14.92%, 摊薄 EPS 分别为每股 2.26、2.59、2.98 元, 对应 2020 年 2 月 24 日收盘价(每股 65.80 元)动态 PE 分别为 29 倍、25 倍、22 倍。公司阅读业务有望稳定提高, 5G 基础设施建设持续推进, 运营商终端硬件需求有望持续增长, 拉动公司业绩, 参照可比公司平均估值水平, 给予公司 2020 年 30 倍 PE 的估值, 在不考虑增发购买资产的情况下, 按照 2020 年预计利润 3.23 亿元, 给予公司 96.9 亿目标市值, 对应每股 77.77 元, 给予

证券研究报告

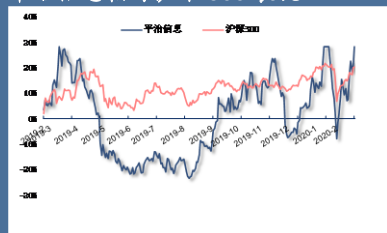
公司研究——深度研究

平治信息 (300571.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

平治信息相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.2.24)

收盘价(元)	65.80
52 周内股价波动区间(元)	69.10/37.68
最近一月涨跌幅(%)	9.26
总股本(亿股)	1.25
流通 A 股比例(%)	41.49
总市值(亿元)	79.37

资料来源: 信达证券研发中心

王健会 传媒行业分析师
执业编号: S1500519120001
联系电话: (010) 83326755
邮箱: wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《阅文集团 (00772) 深度报告:《庆余年》, 只是开始》2020.2

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

“增持”评级。

◆**股价催化剂：**阅读业务稳健发展，围绕运营商提供 5G 相关终端设备贡献增量业绩。

◆**风险因素：**移动阅读业务自有平台收入持续下滑风险、平台内容审查风险、微信等其他渠道自媒体用户下降风险、硬件业务中标数量不及预期风险、5G 基础设施推广进度不及预期风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	909.95	861.95	1,706.14	2,130.50	2,477.26
增长率 YoY %	94.01%	-5.28%	97.94%	24.87%	16.28%
归属母公司净利润(百万元)	97.91	197.14	281.50	322.77	370.91
增长率 YoY%	102.19%	101.35%	42.79%	14.66%	14.92%
毛利率%	24.79%	46.43%	34.87%	33.10%	32.80%
净资产收益率 ROE%	33.27%	45.80%	41.84%	33.21%	28.67%
EPS(摊薄)(元)	0.79	1.58	2.26	2.59	2.98
市盈率 P/E(倍)	84	42	29	25	22
市净率 P/B(倍)	24.24	15.69	9.96	7.31	5.59

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 2 月 24 日收盘价

目 录

财务分析：费用率显著降低，盈利水平和质量持续提升	1
“百足模式”+“CPS 模式”推动在线阅读渠道和内容双拓展	5
（一）在线阅读行业：支付习惯养成下，阅读行业市场增长空间较大	5
（二）打造自媒体内容平台，CPS 模式贡献高毛利收入增量	7
收购深圳兆能，智慧家庭业务和 5G 衍生品有望贡献增量业绩	13
（一）入局智慧家庭业务，打开新市场空间	13
（二）受益于 5G 和 WIFI6 推进，硬件设备业务的增长将贡献可观增量业绩	19
盈利预测、估值与投资评级	29
（一）假设条件	29
（二）估值与投资评级	31
风险因素	31

表 目 录

表 1：主要内容分发渠道	7
表 2：平治信息部分自有平台基本情况	8
表 3：CPS 主要推广方式及渠道	10
表 4：三大运营商合作情况	11
表 5：话匣子听书接入渠道及业务模式	11
表 6：公司主要 IP 改编电影作品	12
表 7：公司主要漫画和有声改编作品	12
表 8：深圳兆能产品介绍	17
表 9：2019 年下半年与中国电信订单梳理	18
表 10：世炬网络产品介绍	19
表 11：Wi-Fi 标准发展历程	22
表 12：支持 Wi-Fi 6 的手机终端产品	26
表 13：Wi-Fi 6 的主要应用场景及对带宽和时延的要求	27
表 14：情景 1 公司 2019-2021 年收入情况预测	29
表 15：情景 2 公司 2019-2021 年收入情况预测	29
表 15：公司各业务 2019-2012 年毛利率假设	30
表 16：可比公司估值表（截至 2020.2.24）	31

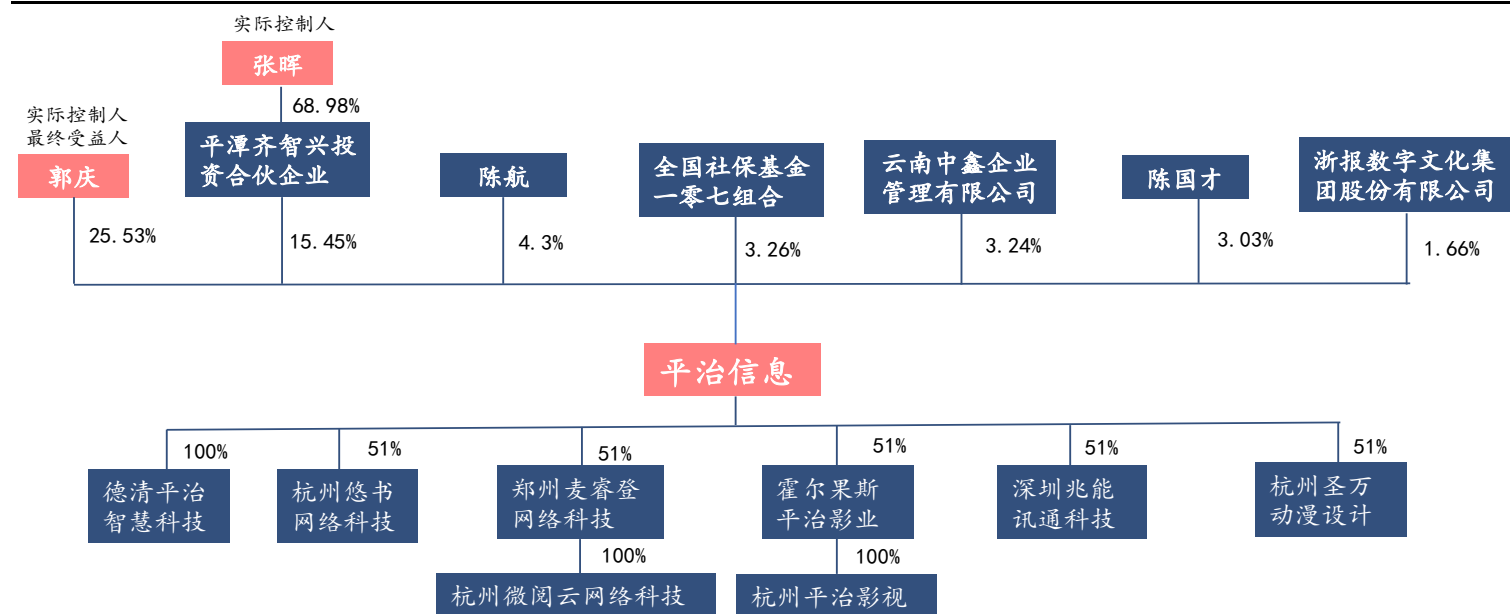
图 目 录

图 1：公司股权结构及组织情况（截至 2020 年 1 月 10 日）	1
图 2：平治信息 2015-2019Q3 营收和归母净利润	2
图 3：平治信息 2015-2019H1 收入构成	2
图 4：平治信息 2015-2019H1 毛利率	2
图 5：平治信息 2015-2019H1 期间费用率	2
图 6：平治信息 2015-2019Q3 收现比与付现比	3
图 7：平治信息 2015-2019Q3 净利润和经营性现金流净额对比	3
图 8：平治信息 2015-2019Q3 应收账款与预付账款	4
图 9：平治信息 2015-2019Q3 货币资金	4
图 10：在线阅读行业发展历程	5
图 11：在线阅读市场仍保持 20.3% 的行业增长率	6
图 12：在线阅读行业作者数量 2018 年增长率达 11.6%	6
图 13：2018 年国内在线阅读用户规模已达到 4.3 亿人	6
图 14：30 岁以下的青年人仍是在线阅读的主力军	6
图 15：盒子小说各渠道	9
图 16：悠书阁平台分销商	10
图 17：分销模式	11
图 18：智慧家庭产业链	13
图 19：智能家居产业发展历程	14
图 20：智能家居市场规模（亿元）	14
图 21：智能锁需求、供给情况（万件）	16
图 22：智能家庭互联平台接入率	16
图 23：智能家电主要目标客户年龄分布	16
图 24：5G 建设三阶段	19
图 25：2020 年后 5G 建设中小站需求量将快速崛起（单位：万）	21
图 26：不同 Wi-Fi 代名称的含义	22
图 27：Wi-Fi 6 核心新特性的主要作用一览	22
图 28：2018-2023 年不同 Wi-Fi 标准设备出货量（百万台）	23
图 29：Wi-Fi 的经济价值	23
图 30：全球 Wi-Fi 芯片市场规模及预测	24
图 31：2015H1-2019H1 中国网络市场规模	25
图 32：中国移动总部家庭智慧网关产品招标汇总	25
图 33：Wi-Fi6 的主要适用场景	27
图 34：对比 Wi-Fi6 与 5G 部署场景的不同	27

财务分析：费用率显著降低，盈利水平和质量持续提升

平治信息成立于 2002 年，2012 年在原杭州平治信息技术有限公司的基础上整体变更设立为股份有限公司，并于 2016 年 12 月 13 日在深圳证券交易所上市，目前主要从事智慧家庭、移动阅读、资讯类等业务。公司实际控制人为郭庆和张晖，其中郭庆拥有公司 25.53% 的股份，张晖通过持有平潭齐智兴投资合伙企业间接持有公司 10.66% 的股份。2017 年下半年，公司收购“郑州麦睿登”和“杭州悠书”各 51% 的股权，逐步开展数字阅读业务的 CPS 模式。郑州麦睿登定位为一个开放的云平台，以开放的系统、便捷的接入方式以及海量的优质版权为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。2019 年 4 月，公司收购深圳兆能讯通 51% 股权，深圳兆能专业从事宽带网络终端设备，通信网络设备、移动通信网络优化设备等的研发、生产、销售和服务，主营智慧家庭网关（GPON）、IPTV/OTT 终端等网络智能终端设备。

图 1：公司股权结构及组织情况（截至 2020 年 1 月 10 日）

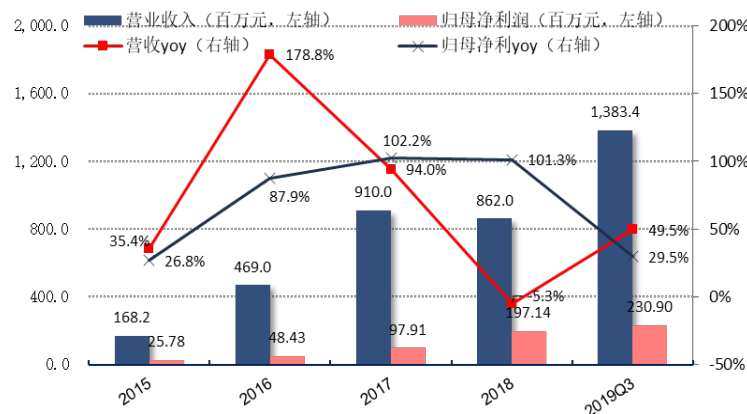


资料来源：Wind，信达证券研发中心

上市以来收入和利润快速增长，智慧家庭硬件业务贡献增量利润，公司盈利有望持续提升。公司上市以来营业收入和归母净利润快速增长，2018 年公司实现营业收入 8.62 亿元，同比小幅下降 5.3%，主要因为公司 CPS 推广模式的收入提高，而 CPS 推广模式下公司按照分成后净额确认收入，造成营业收入同比略有下降。2018 年公司实现归母净利润 1.97 亿元，同比大幅提

高 101.3%，主要因为移动阅读升级改造下，CPS 推广模式毛利率较高，在收入相对稳定的同时利润有所提升。2019 年 4 月平治信息收购深圳市兆能讯通科技有限公司 51% 股权，积极布局智慧家庭产品，深圳兆能经营情况良好，盈利能力较强。2019 年上半年智慧家庭业务收入占公司总营收 68.1%，与此同时移动阅读收入占比由 2018 年的 88.5% 下降到 2019 年上半年的 28.3%。2019Q3 公司实现营业收入 13.83 亿元，同比增长 49.5%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 29.5%。2019 年下半年深圳兆能积极开发新产品，充分发挥母公司原有数字阅读业务与运营商建立起来的长期稳定的合作关系，开发布局 Wi-Fi6 和 5G 衍生硬件产品，有望持续增厚公司业绩。

图 2：平治信息 2015-2019Q3 营收和归母净利润

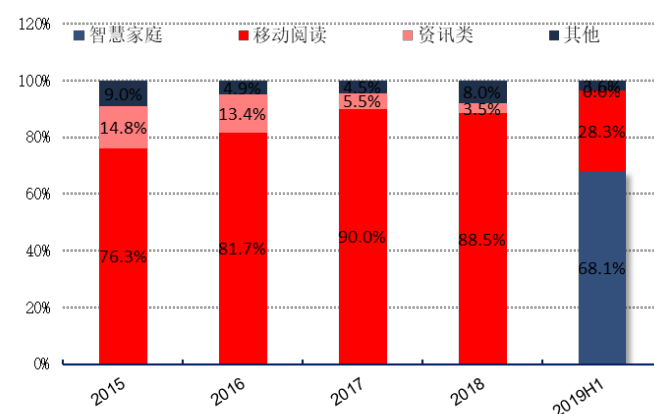


资料来源：Wind，信达证券研发中心

移动阅读升级改造效果显著，叠加运营管理效率有效提升，公司移动阅读毛利率大幅提升的同时期间费用率大幅下降，盈利质量持续提升。由于移动阅读平台持续升级改造，且 CPS 模式下毛利率水平较高，公司 2016-2018 年毛利率大幅提升 23.3pct 至 46.4%，其中移动阅读业务毛利率提升 25.6pct 至 47.5%。2019 年上半年，移动阅读业务毛利率继续大幅提高 21.6pct 至 69.1%。由于新增智慧家庭业务毛利率与移动阅读毛利率水平相比较低（2019 年上半年毛利率为 14.9%），故 2019 年上半年公司总毛利率下降至 30.9%。从盈利质量来看，由于公司不断强化经营管理和安全生产，运营管理水平有效提升，2019Q3 公司管理费用率与 2018 年相比大幅下降 4.5pct 至 4.2%，带动公司整体费用率水平大幅下降，公司盈利质量大幅提升。

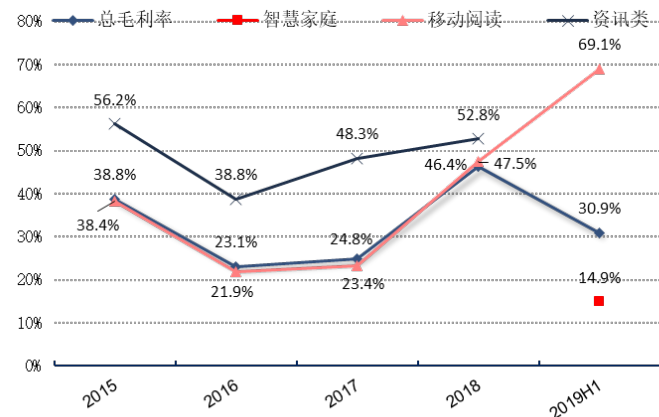
图 4：平治信息 2015-2019H1 毛利率

图 3：平治信息 2015-2019H1 收入构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

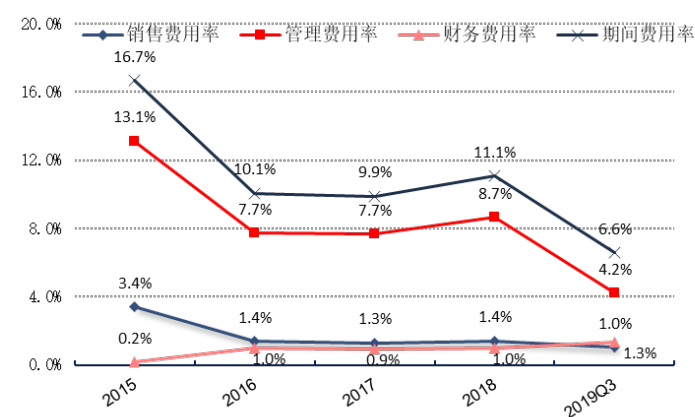
图 5：平治信息 2015-2019H1 期间费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

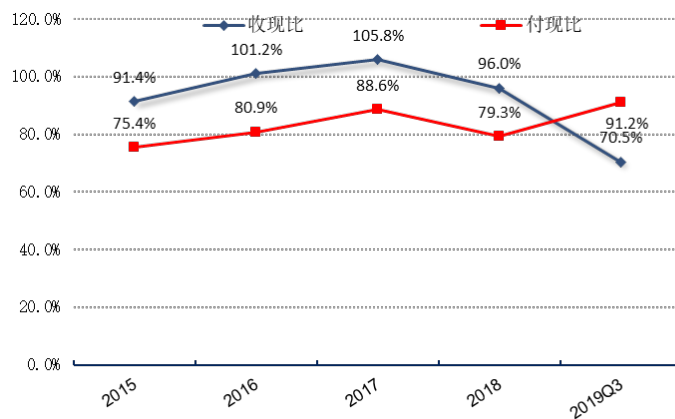
公司议价能力和现金流状况一直处于较好水平，收购深圳兆能后应收账款增加，现金流状况下降，但长期来看，我们认为影响不大。从收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）和付现比（购买商品、接受劳务支付的现金/营业成本）情况来看，公司 2015-2018 年收现比持续稳定在 90%-110% 的较高水平，高于付现比 70%-90% 的水平，说明公司在产业中的议价能力较高。反映到现金流上，从净利润与经营性现金流净额（CFO）匹配度来看，公司 2015-2018 年归母净利润与 CFO 基本一致，2018 年实现归母净利润 1.97 亿元，CFO 1.83 亿元，说明公司现金流状况良好。但 2019Q3 公司现金流出现恶化，付现比首次超过收现比，高达 91.2%，收现比下降至 70.5%，同时归母净利润与 CFO 出现严重不匹配，归母净利润 2.3 亿元的同时，经营性现金流净额由正转负至 -7230 万元。主要原因是公司 2019 年 4 月收购深圳兆能 51% 股权，深圳兆能是实体企业，供货资金有周期，因此大大增加了公司的应收账款项目。但我们认为此影响不大，一方面深圳兆能作为国企企业，虽有应收账款账期，但坏账水平较低；另一方面平治信息自身资金状况一直良好，作为上市公司能够帮助子公司深圳兆能提升融资能力；此外，深圳兆能充分发挥母公司原有数字阅读业务与运营商建立起来的长期稳定的合作关系，积极开发 WIFI6 和 5G 衍生硬件产品，看好其良好的经营情况和盈利能力。

图 6: 平治信息 2015-2019Q3 收现比与付现比



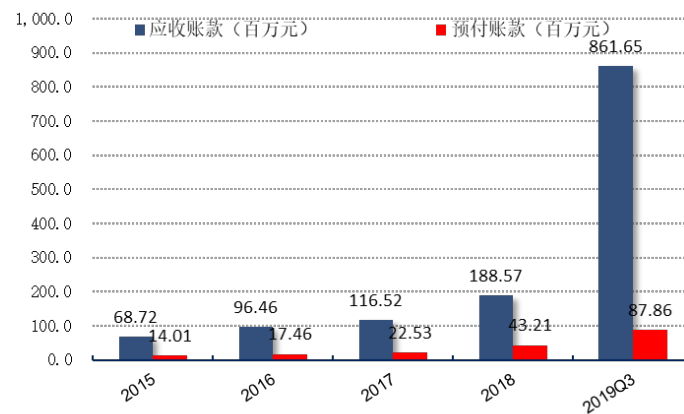
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 平治信息 2015-2019Q3 净利润和经营性现金流净额对比

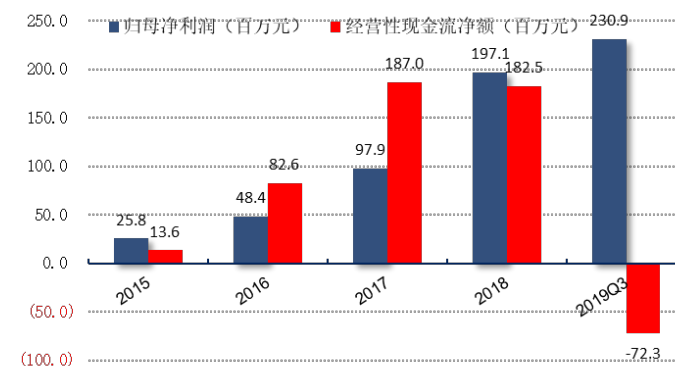


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 平治信息 2015-2019Q3 应收账款与预付账款

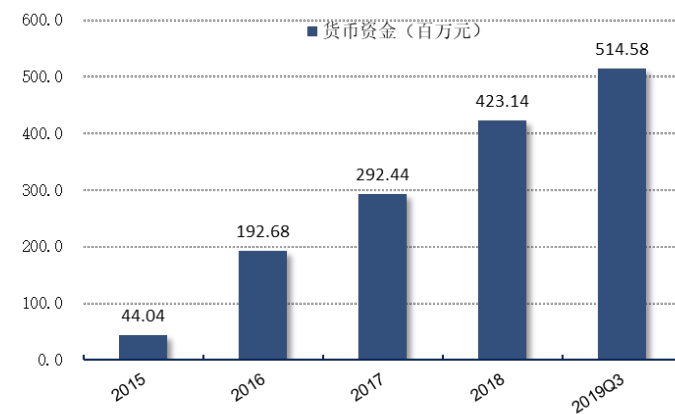


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 平治信息 2015-2019Q3 货币资金



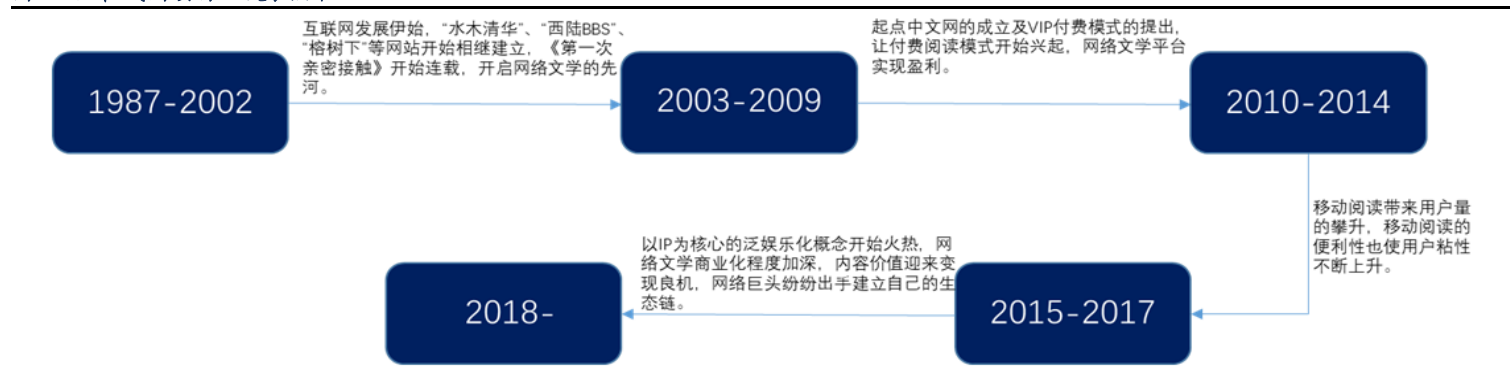
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

“百足模式” + “CPS 模式” 推动在线阅读渠道和内容双拓展

（一）在线阅读行业：支付习惯养成下，阅读行业市场增长空间较大

从 1987 年-2002 年，也即互联网发展伊始，“水木清华”、“西陆 BBS”、“榕树下”等网站先后建立，《第一次亲密接触》开始连载，开启网络文学的先河。此时的网络文学并没有清晰的商业模式，大多免费发表于网络，通过获得轰动效应，谋求出版以获利。类型比较单一，幻想类较少。而 2003-2009 年的探索期，互联网开始普及，网络小说平台迎来快速发展期。起点中文网的成立以及 VIP 付费模式的提出，让付费阅读模式开始兴起，网络文学平台开始盈利。2010-2014 是互联网在线阅读的成熟期，智能手机普及与移动互联网出现，网络小说运营平台从 PC 端延伸至移动互联网端，移动阅读的便利性不断提升着用户粘性。2015-2017 年属于互联网在线阅读的发展期，以 IP 为核心的泛娱乐概念开始火热，网络文学商业化程度加深内容价值迎来变现良机。而从 2018 年至今，在线阅读迈入融合期。网络文学与传统文学融合的趋势开始显现，在政策引导下，各网站开始重视现实内容的创作。

图 10：在线阅读行业发展历程



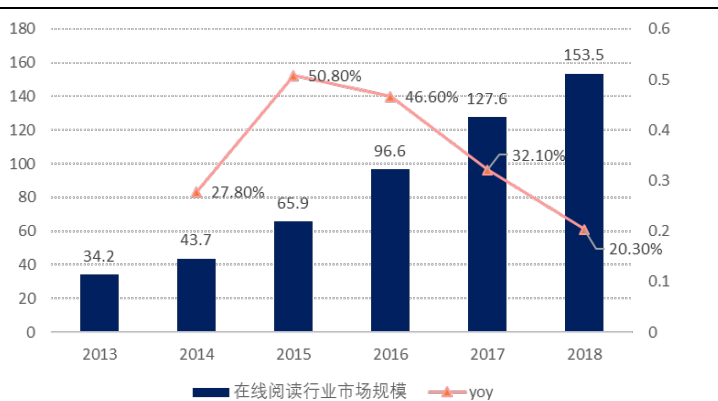
资料来源：信达证券研发中心

居民文化娱乐消费的持续升级以及技术进步都推动着阅读形式的升级。2018 年全年居民消费价格比上年上涨 2.1%，其中教育娱乐文化娱乐方面增幅为 2.2%。此外，全国居民人均在教育文化娱乐方面消费支出为 2226 元，较 2017 年的 2086 元增长 6.7%。国家信息化建设脚步加快，随着 5G、人工智能（AI）、增强现实（AR）、虚拟现实（VR）、云计算、区块链等新技术商业进程的加快，也将进一步满足用户需求，提升用户体验。

在线阅读市场规模增长放缓，但仍保持不错的增长率，作者数量高速增长，源头保障内容供给。2018 年中国在线阅读市场规模约为 153.5 亿元，同比增长 20.3%，保持稳步增长状态。原因可能是 2015 年作为 IP 元年，数字阅读衍生市场爆发出强大

的实力，优质的 IP 提高了用户的付费意愿；而国家出台了一系列打击网络盗版侵权的政策，数字阅读版权得到极大的保护，更进一步促进了数字阅读市场规模的快速增长；从 2018 年往后开始几年，优质内容又处于一个新的积累时期，市场增长量也开始逐渐放缓。而从中国网络文学作者规模上来看，作者数量一直保持高速增长，源头保障内容供给。2018 年，作者数量达到 875 万，较 2017 年增加 91 万，增长率为 11.6%。作者数量的不断增长为网络文学内容行业内容供给奠定了良好的基础。

图 11：在线阅读市场仍保持 20.3% 的行业增长率

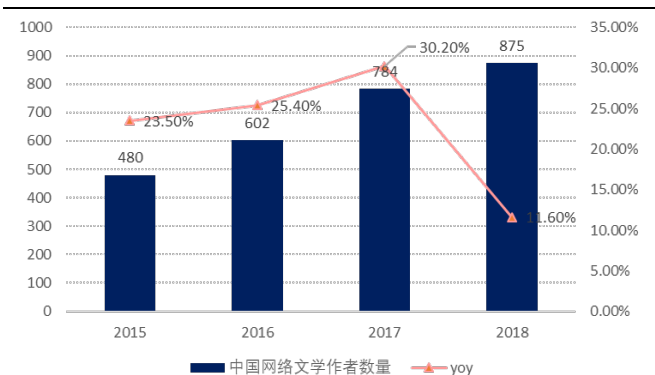


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

近年来，我国在线阅读用户规模呈逐年增长的态势，用户年龄也趋于年轻化。2013-2018 年中国在线阅读用户规模同样呈现逐年增长态势。2018 年，中国在线阅读用户规模达到 4.3 亿人，同比增长 13.2%，增速趋缓。前瞻结合行业的市场规模和用户规模的增速来看，可以预见中国在线阅读行业已进入一轮优质内容的积累期，行业呈现稳定增长局势。从在线阅读的用户年龄分布来看，2018 年中国在线阅读用户年龄集中于 35 岁以下，其用户规模超过八成。其中年龄在 24 岁以下的用户居于第一，占比高达 31.4%；其次是 25-30 岁和 31-35 岁的用户，占比分别为 27.7% 和 26.7%。主要是由于目前在线阅读的便捷性以及内容的优质丰富性对于年轻用户的吸引力加大，用户开始趋向年轻化。

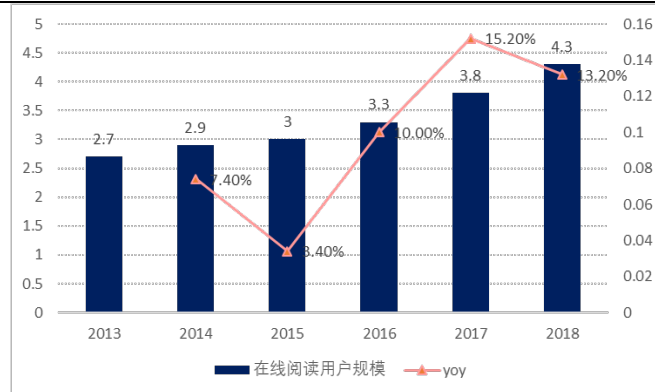
图 13：2018 年国内在线阅读用户规模已达到 4.3 亿人

图 12：在线阅读行业作者数量 2018 年增长率达 11.6%

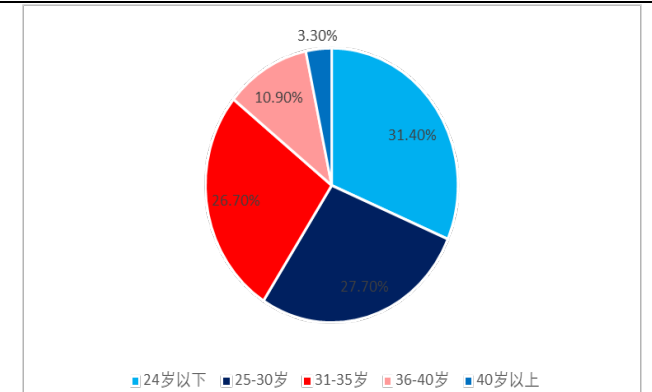


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 14：30 岁以下的青年人仍是在线阅读的主力军



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

支付习惯的养成和支付的便利性。随着智能手机及移动互联网的普及，移动支付的便捷性加强，市场教育程度显著提高，用户逐步养成为优质互联网内容付费的习惯。《2018 年度中国数字阅读白皮书》显示，数字阅读用户的版权意识基本建立，用户付费意愿连年提升，2018 年达到 66.4%，较 2017 年上升 2.6 个百分点。其中 68.7% 的数字阅读用户意愿付费区间在 20 元以上，而数据统计结果显示各年龄段用户的实际付费金额均高于其意愿金额。

（二）打造自媒体内容平台，CPS 模式贡献高毛利收入增量

公司主要业务模式为建立丰富的资源库，通过不同渠道将资源库分发出去，赚取内容收入。公司内容库包括数字阅读、有声资源、新闻资讯等，公司数字阅读内容的获取主要来源为签约独立作者以及在其他平台采购非独家版权两大途径，2019 年上半年新增签约机构近 30 家，新增原创作品近 3000 部，新增签约作者 2000 余人。截至 2019H1 公司拥有文字阅读产品 45,000 余本，签约作者原创作品 31,000 余本，全平台累计点击量过亿 IP 近五十部，和塔读文学、中文在线、掌阅科技、3G 书城、天翼阅读、咪咕阅读、落尘文学、新浪阅读、杭州趣阅、上海七猫等国内知名内容制作方签订了长期合作协议。

公司移动阅读业务为渠道流量驱动模式，按分发渠道划分主要包括三部分，自有阅读平台业务、自媒体平台 CPS 模式、运营商渠道业务。2015 年上半年之前公司的移动阅读业务以电信运营商基地产品包业务为主，提供阅读包、资讯包、有声小说、动漫包等内容，2015 年下半年公司开始建立自有平台业务，2017 年下半年公司收购郑州麦睿登和杭州悠书各 51% 股权，建立 CPS 模式的小说分销平台，同年 6 月成立子公司平治影业，开展 IP 影视化改编，2020 年公司拟收购从事在微信平台向自媒体提供自建站服务的杭州悠书和杭州云阅读（网易云阅读），可在渠道、内容、品牌三个方面对公司业务实现补充。

表 1：主要内容分发渠道

渠道	相关业务	提供内容
----	------	------

移动 app	话匣子听书	有声阅读
	网易云阅读	数字阅读
	自有阅读平台	数字阅读
PC 网站	话匣子听书	有声阅读
	自有阅读平台	数字阅读
	用户分流	合作方推广链接
	增值类业务	在腾讯等网站放置游戏
WAP 站	话匣子听书	有声阅读
	自有阅读平台	数字阅读
运营商	话匣子听书	包月有声阅读
	基地产品包	包月阅读产品
	增值类业务	电话点歌、游戏
自媒体	自有阅读平台	数字阅读内容
	CPS 小说分销平台	数字阅读内容

资料来源：平治信息公告，信达证券研发中心

自有平台渠道方面，公司在业内首开“百足模式”，多团队并行搭建多个原创平台，扩充自有渠道的内容分发。公司从 2015 年下半年开始组建团队拓展自有阅读平台业务，2016 年采用多团队并行的“百足模式”开展自有阅读站的运营。2015-2018 年自有阅读站的数量分别为 40/70/100 个，2019 上半年公司对下属渠道进行整合，整合后网站主要有平治文学、超阅小说、掌读小说、麦子阅读等 30 余个原创阅读站，形式覆盖 PC 网站、移动 WAP 站、微信公众号、微信小程序等渠道，从内容上看，各网站小说以女频为主，类型多为言情、穿越、奇幻等类型的女频小说，形成竞争关系，网站主页都会有公司其他平台的链接，互相推广，以此实现内容和渠道的拓展。收入模式一般为 VIP 章节付费模式，引导用户进行充值，充值渠道为支付宝、微信、银联等第三方渠道，

表 2：平治信息部分自有平台基本情况

平台名称	成立时间	隶属公司	平台定位	代表作品
平治文学	2018.6	杭州平治信息技术股份有限公司	悬疑、玄幻、仙侠、言情、历史 军事、游戏	《恋上你的倾城时光》 《我寄相思雪满头》
超阅小说	2015.11	北京爱捷讯科技有限公司	悬疑、玄幻、仙侠、历史军事、 言情	《爱我请放手》《国色天香》《蜜汁萌妻》
盒子小说	2015.12	杭州千越信息技术有限公司	悬疑、玄幻、仙侠、历史军事、 言情	《冷情替爱》《我的少女时代》《闪婚独宠》

掌读小说	2016.3	徐州众越信息技术有限公司	游戏竞技、悬疑、言情、穿越、《缠绵入骨》《婚不胜防》《听说爱情回来过》 科幻、玄幻
麦子阅读	2015.6	徐州顺奇信息技术有限公司	言情、灵异、穿越、科幻、悬疑《豪门婚约》《我曾为你着迷》
花生阅读	2015.11	杭州千润信息技术有限公司	言情、同人、奇幻、悬疑、历史《很纯很暧昧》《我的前半生》

资料来源：各平台官网，信达证券研发中心

图 15：盒子小说各渠道



资料来源：盒子小说官网，信达证券研发中心

收购麦睿登和悠书之后，公司开始发力 **CPS 模式**。2017 年下半年公司收购“郑州麦睿登”和“杭州悠书”各 51% 的股权，逐步开展 CPS 版权分销业务，CPS 模式为公司提供统一的接入平台，向接入其中的自媒体账户或平台提供建站必需的内容，比如小说、资讯类内容，终端用户充值后公司平台与站点运营者进行分成，获取收入。根据百家号“互联网创新思维”上的描述，CPS 分销平台主要有分销模式、派单模式和代理模式三种变现模式。

- ✓ 分销模式：公众号运营者将自己服务号接入平台，获得平台免费搭建的阅读站以及网站后台。运营者相当于平台下的一级分销商，通过往公众号中投放热门小说热门章节配上封面图及题目等内容，并在最高潮处进行分割，吸引用户点击看完免费内容之后充值阅读付费内容，也可以对外开放派单模式和分销模式。
- ✓ 派单模式：这种模式类似现实生活中的发传单，派单者只要将小说链接转发到朋友圈、微信群等社交渠道即可。如果读者通过这些链接付费，派单者可获得一定比例的分成。
- ✓ 代理模式：往往建立在派单模式的基础之上，代理商往往是平台下的二级分销、三级分销等。通过成为上级分销商的代

理，以派单的形式进行小说的推广，并通过裂变的模式不断扩大。次级分销商（代理商）在完成小说代理分销之后只能获取比例更低的分成，用户充值的金额，要在平台、分销商以及代理商之间进行分成。

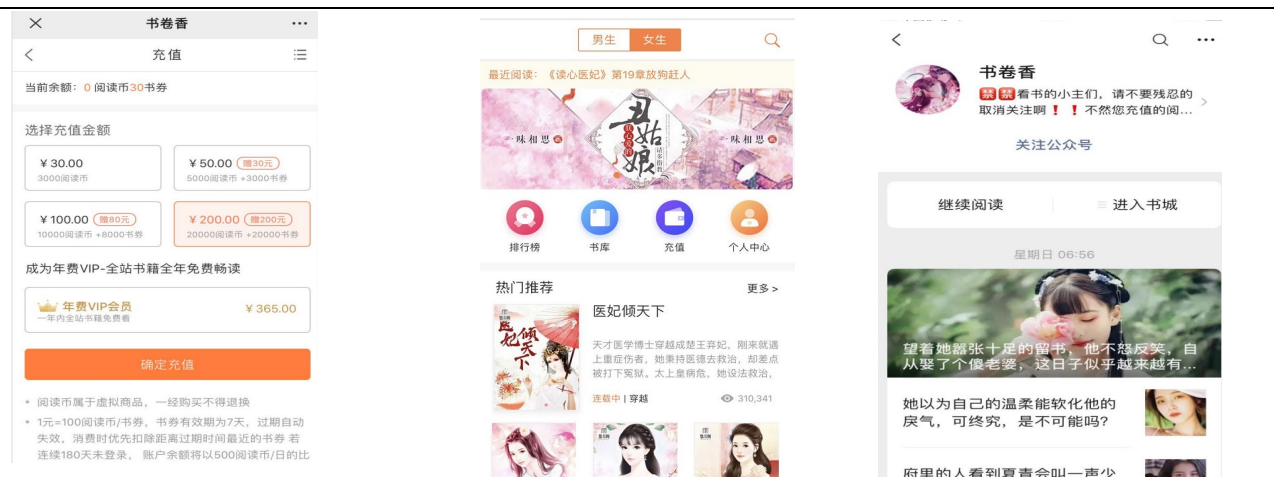
表 3: CPS 主要推广方式及渠道

推广渠道	推广方式
微信公众号	定期推送热门文章部分免费章节
微信群	1、将小说平台链接发布在公众号中 2、将公众号的文章转发至微信群中
第三方网站	1、把小说后台生成的文案直接复制到第三方网站（微博、贴吧、抖音等） 2、留言提示“搜索 XX 公众号”，将读者引流至微信公众号平台进行阅读。

资料来源：百家号“互联网创新思维”，信达证券研发中心

公司通过收购分销平台有望进一步扩大分销规模。移动阅读行业规模快速提高，长尾需求空间巨大，悠书阁主要从事微信上的 CPS 内容分发业务，业务模式为向接入该平台的微信公众号免费建立阅读站，并提供技术服务及内容支持，将公司的文学作品通过自媒体渠道传递给用户，同时监测小说点击量、阅读量、注册会员数量等数据，读者可在公众号内通过微信支付购买阅读币或书券，充值的金额在一般悠书阁和公众号运营者之间以 1:9 的比例分成，公司收取技术服务费和资源支持费，承担版权成本，而公众号运营者承担业务推广成本。2020 年 1 月发布收购杭州云阅读的预案，杭州云阅读的经营主体为网易云阅读，收购之后公司分销渠道和内容库有望得到补充。

图 16: 悠书阁平台分销商



资料来源：书卷香公众号，信达证券研发中心

图 17: 分销模式



资料来源：书卷香公众号，信达证券研发中心

运营业务方面，公司与移动、联通、电信三大运营商有多年合作经验，业务内容为向其提供数字版权内容及运营支撑服务。公司向运营商基地提供有声小说、数字阅读、动漫、资讯等多品类内容，运营商通过用户订购包月形式进行收费，同时公司还提供运营支撑服务，比如向运营商阅读基地提供终端 APP 开发、技术维护及升级、日常运营、数据支撑等服务。

表 4: 三大运营商合作情况

合作方式	基本内容	分成方式
内容合作	按照基地的格式及应用要求提供数字平治信息的收入=基地收到的信息费*发行人分成文化产品内容	比例*(1-运营商预计坏账率)
运营支撑	负责运营商阅读平台的前端产品和后端凭条的设计、开发及维护	自 2014 年 1 月 1 日起，基地根据开发人员数量和杭州本地的人员工资水平支付报酬给发行人
运营支撑服务	内容引入、版权审核和运营	基地根据发行人所承担的工作量按规定的结算规则支付给发行人报酬

资料来源：平治信息招股说明书，信达证券研发中心

话匣子听书是公司 2009 年 10 月上线的有声阅读平台，APP 中集成了众多 CP 方的版权内容，用户点击可直接跳转收听，公司通过 WAP、互联网、移动 APP、声讯四种方式为用户提供小说、评书相声、少儿读物、教育经管等各类形式在内的有声阅读服务。公司主要通过 WAP 定制版、移动 APP 定制版以及声讯产品收费模式盈利，其他产品以免费模式为主。

表 5: 话匣子听书接入渠道及业务模式

渠道	盈利模式	收费方式
WAP 方式	基本版	免费为主
	定制版	与各地运营商合作推出地方定制版，包月收费。包月用户可登陆收听内容。
互联网方式	-	免费为主，用户在网站直接收听和下载。

移动 APP	基础班	免费为主，对极少精品内容收费。
	定制版	包月收入通过与运营商信息费分成的形式定期结算。
声讯	-	跟各运营商省分公司合作，订阅的信息费服务费合作分成。

资料来源：平治信息招股说明书，信达证券研发中心

公司近年来还在探索 IP 的泛娱乐改编，改编方向涉及影视，漫画，有声等板块。IP 影视改编业务由 2017 年 6 月成立的控股子公司平治影业运营，18、19 年出品的网络大电影有《镇魔司：四象伏魔》、《镇魔司：苍龙觉醒》、《巅峰营救》、《战境：火线突围》、《时间遗墓 1：九龙解棺》等，镇魂司系列取得良好的市场反馈，联合出品网剧《时光教会我爱你》于 2018 年 12 月在爱奇艺平台上线；漫画业务方面，截至 2019 H1 公司原创与小说改编漫画作品共 40 余部，作品在腾讯动漫等漫画平台上线。改编作品包括《我曾为你着迷》、《我愿如星群如月》《如意佳妻》等，其中《如意佳妻》版权输出至韩国东南亚等地；有声业务方面，截至 2019 H1 公司引入有声作品近 7,500 余部，时长四万八千小时，自制有声内容一万多小时，改编作品包括《我若离去，后会无期》、《最后一个捞尸人》、《二皮匠》、《万古镇魔》等。

表 6：公司主要 IP 改编电影作品

类型	上映/上线时间	名称	播放渠道	投资方式
电影	2019/6/16	镇魔司：苍龙觉醒	腾讯视频	出品
	2019/6/15	巅峰营救	爱奇艺	出品
	2018/8/25	时间遗墓 1：九龙解棺	爱奇艺	出品
	2018/6/22	镇魔司：四象伏魔	腾讯视频	出品
	2018/5/4	战境：火线突围	优酷	出品
网剧	2018/12/10	时光教会我爱你	爱奇艺	联合出品

资料来源：平治信息公告，信达证券研发中心

表 7：公司主要漫画和有声改编作品

类型	名称	类型	名称
有声	阎王妻	漫画	我曾为你着迷
	我若离去，后会无期		愿我如星君如月
	再见依然爱你		凤勾情，弃后独步天下
	最后一个捞尸人		千秋我为凰
	二皮匠		我想和你到白头
	万古镇魔		时光不负情深

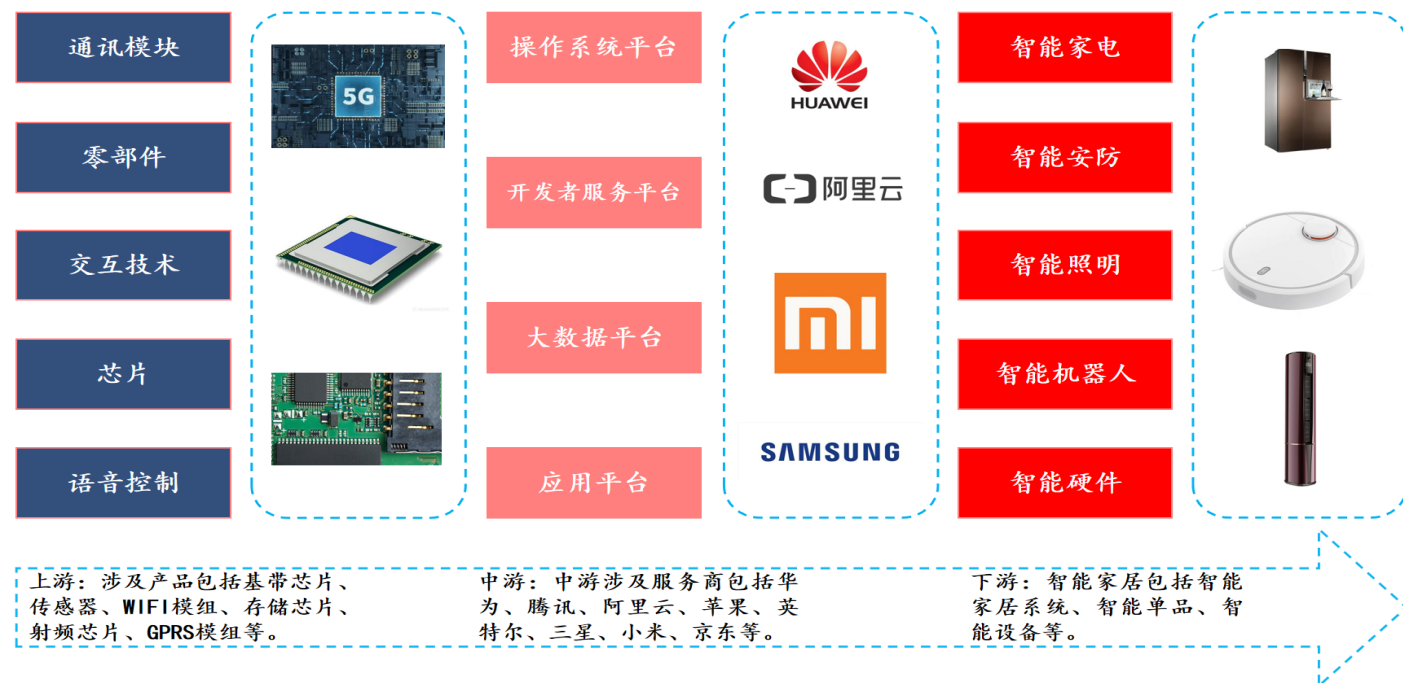
资料来源：平治信息公告，信达证券研发中心

收购深圳兆能，智慧家庭业务和 5G 衍生品有望贡献增量业绩

（一）入局智慧家庭业务，打开新市场空间

智慧家庭是指以住宅为平台，基于物联网、人工智能、大数据、云计算等技术构建的为用户提供个性化服务的家庭生态圈。智慧家庭行业上游涉及各类芯片、传感器、交互技术、通讯模组等元器件和技术；中游包括以阿里云、华为等为代表的操作系统、开发者服务、大数据、应用等各类平台；下游包括智慧家庭系统、智能单品、智能设备。

图 18：智慧家庭产业链

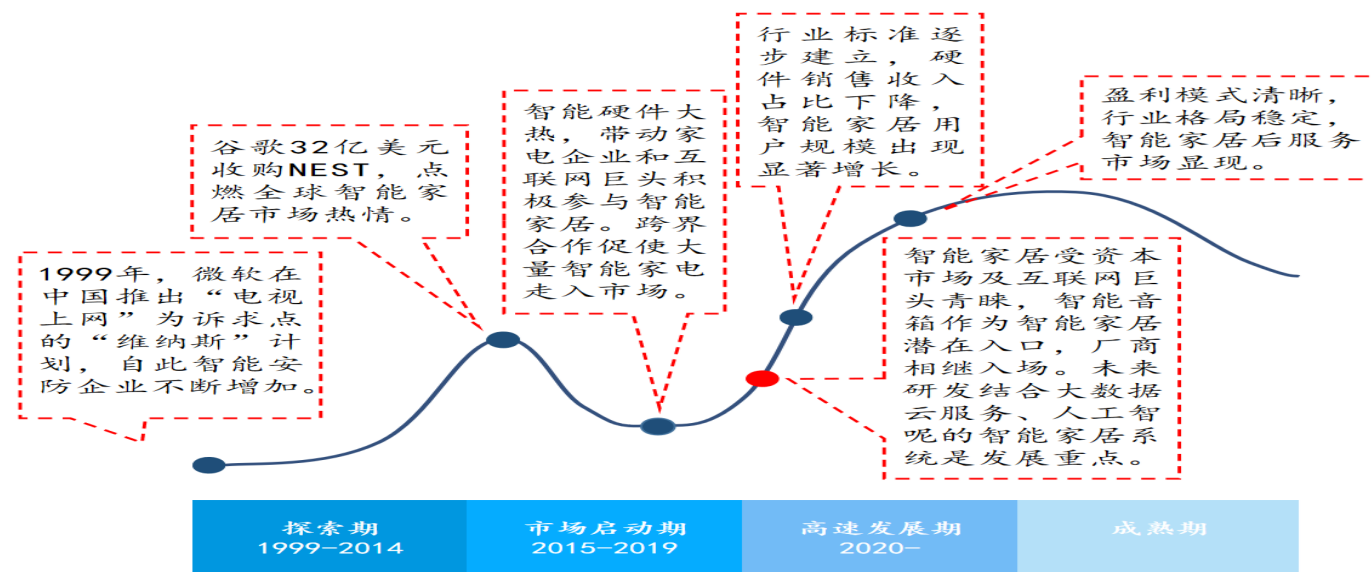


资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

行业驶入高速增长赛道：1999 至 2014 年行业处于探索阶段，技术尚不成熟、成本居高不下，行业规则没有确立，消费者接受程度较低，大量智能家电企业入场产生激烈的市场竞争；随着大数据、人工智能、云技术、通讯技术的逐渐成熟，2015 行业进入市场启动期，以智能音箱、智能手机作为智慧家庭的接入口，基本实现全民普及。市场上主要以智能单品为主，仍存

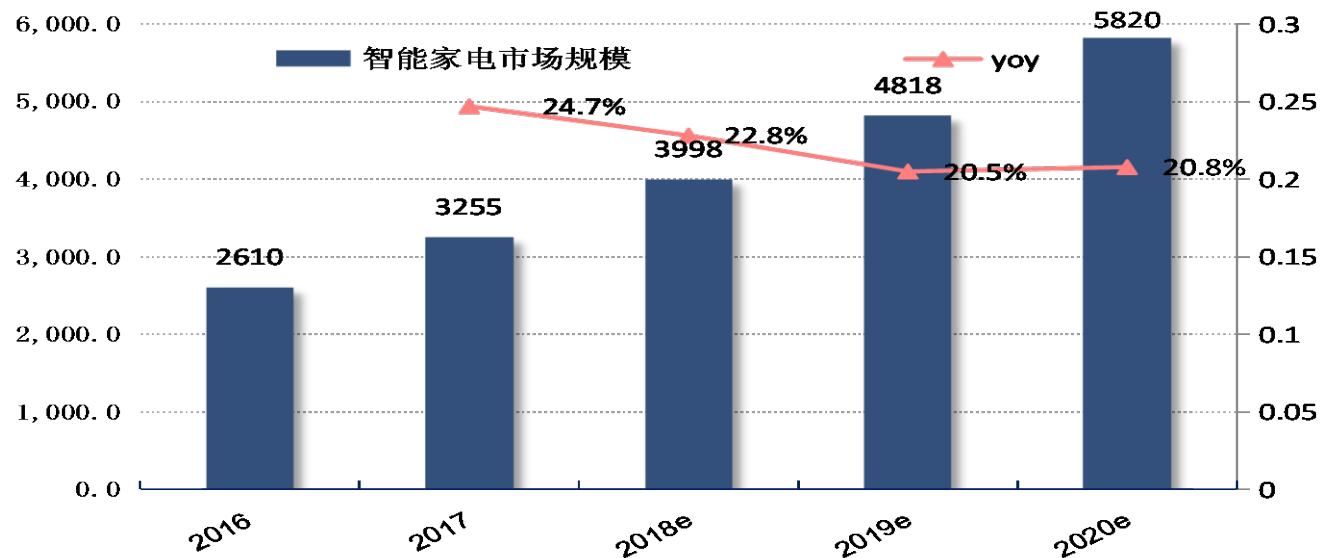
在用户体验不佳、产品之间缺乏统一标准等问题。目前，市场逐步过渡至高速增长期，根据中商产业研究院预计，2020 年行业规模将实现 5820 亿元，4 年行业复合增长率达到 22.2%。

图 19：智能家居产业发展历程



资料来源：易观网，信达证券研发中心

图 20：智能家电市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

多重因素利好，智能家居行业未来可期：

1、政策端

近年来政府相关部门频发产业扶持政策。2017 年工信部在《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划》里明确指出重点发展智慧家庭产品；2018 年国务院的《意见》采取支持物联网、机器学习等技术在智慧家庭产品中的应用，并建设一批智慧家庭示范应用项目推广。整体上主要包括两个维度：一方面大力支持物联网等智慧家庭核心技术的发展，另一方面鼓励居民由普通家电向智能家电消费转型。

2、技术端

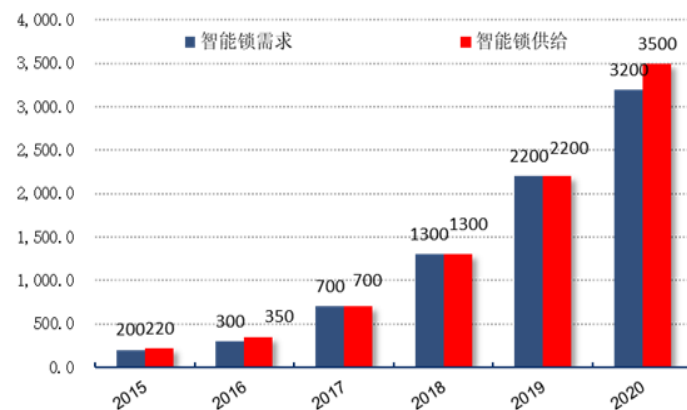
多项技术相继成熟催化智慧家庭落地。人工智能技术是智慧家庭发展的前提，尤其是高效的生物识别技术，如智能摄像头、智能门锁等成为人机交互的入口，已有多家厂商将 AI 技术应用于智慧家庭，比如百度通过语音识别等率先为智慧家庭赋能；物联网技术在智慧家庭中处于核心地位，将所有智能设备与用户组件成一张互相连通的网，有利于基于智慧家庭整体信息的交互、传输，随着消费者认可度的接受程度大幅提升、人机交互体验升级，2020 年有望进入物联网行业爆发期；5G 的发展从根本上解决了智慧家庭部件之间的信息传输问题，在传输效率和安全性上带来质的变化；云计算分布在大量分布式计算机

上而非本地设备中有利于智能设备降低成本以及保证了数据的安全性。

3、需求端

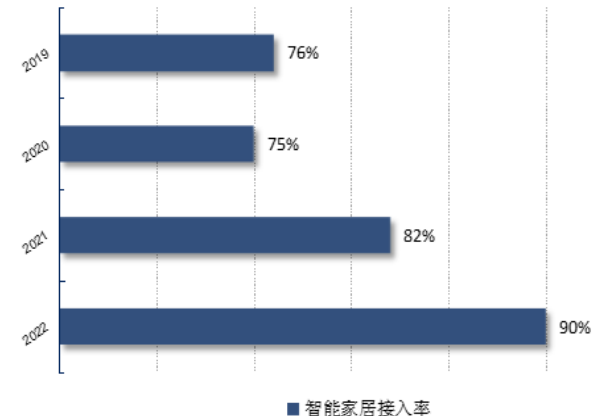
消费者加深对行业认可度，消费意愿、规模齐升。1.消费者对于智能设备的需求进一步提升，以智能锁为例：近年来市场需求量快速提升，2020 年预计国内市场需求总量将达到 3200 万套，5 年复合增长率达 74.1%。2.从用户需求群体分布来看，80 后占总用户群过半数成市场主要目标客户，该年龄段消费者是购房市场的主力军，其消费能力和消费意愿较强，对于智慧家庭的认可度普遍高于其他年龄层。3.随着智慧家庭品类逐渐丰富，逐步由智能单品向场景智能升级，其优质的体验和价格优势不断增强消费者对行业的认可度，未来三年智慧家庭互联平台接入率有望突破 90%。

图 21：智能锁需求、供给情况（万件）



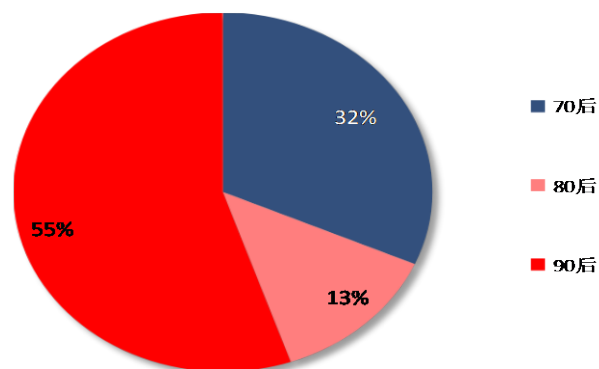
资料来源：阿里云，信达证券研发中心

图 22：智能家庭互联平台接入率



资料来源：IDC，信达证券研发中心

图 23：智能家电主要目标客户年龄分布



资料来源：新浪家居，信达证券研发中心

公司收购深圳兆能，入局智慧家庭硬件设备新业务，打开业务增长新空间。2019年3月平治信息以现金支付的方式支付1.1亿元收购深圳市兆能通讯科技有限公司51%的股权，其中向共青城投资支付对价款1.06亿元，向张晖支付对价款499.20万元。深圳兆能从事宽带网络终端、通信网络、移动通信网络优化设备等，产品包括智能网关、IPTV终端、路由器、智能监控设备等智慧家庭设备。

深圳兆能经营能力较强，且2019年下半年开始不断开发布局新产品，有望给公司带来可观收入和利润。平治信息收购深圳兆能的预案中，被收购方深圳兆能承诺2019/2020/2021年归母净利润分别不低于2850万元、3750万元、4320万元。2019年兆能实现收入10.44亿元，同比增长218.4%，实现归母净利润达7290万元，按照平治信息拥有51%的股权计算归母净利润达3718万元，高于承诺的2850万元。2019年上半年平治信息的智慧家庭收入达到6.92亿元，占公司总营收68.1%。

表 8：深圳兆能产品介绍

类型	产品名称	产品介绍及特点
网络门铃	S93	3百万分辨率 360度全景鱼镜头，视频存储于云服务器/TF卡，采用 Smart H264 编码技术，完美实现低码率高画质，移动侦测报警和即时拍照传至手机，内嵌麦克风和喇叭进行双向语音通话。
	S82	全高清 1080P 分辨率，遥控 355° 水平旋转和 60° 上下旋转,360° 全方位监控，夜视最大距离 8m（10 颗红外 LEDs），双向语音传输，支持 TF 卡存储和云存储，支持 PIR 移动侦测/声音报警立即推送/报警。
	S61/S62	120 度广角和最大 8m 夜视距离（12 颗红外 LEDs），内嵌麦克风和喇叭进行双向语音通话，移动侦测/音频侦测报警和实时推送，视频双存储方式（TF 卡和云存储），智能连接快速安装使用。
USB 摄	U01/U02	USB 摄像机是采用 USB 接口的安防摄像机，即插即用，傻瓜式操作，无需采集卡，无需电源，免拆机箱、支持笔记本电脑、智能

像头 机顶盒，智能电视等。与传统的监控摄像机相比成本更低，而且可以远程网络观看。方便实用，操作简单。

家庭终端	Z82 OTT 智能高清机顶盒	基于 Android 4.4 支持 H.265 高清解码的智能型 OTT TV 网络机顶盒
	Z32 智能4K OTT 融合网关	基于 Android4.4 支持 H.265 4K 2K 高清解码的智能型 OTT 融合网关
	Z31 智能4K 高清机顶盒	基于 Android 4.4 支持 4K 2K H.265 高清解码的智能型 IPTV/OTT TV 网络机顶盒
平台解决方案	OTT 端到端系统解决方案	MOP (Media Operating Platform) 媒体运营平台是深圳市兆能讯通科技有限公司(SuperElectron)为满足网络视频运营需要而开发的 OTT 端到端解决方案，适用于网络电视台、视频网站、有线网络运营商、电信运营商等
解决方案	云安防系统解决方案	无线 Wifi 连接，摄像头设备具备无线连接，方便家庭安装部署，普及型的家庭安防类个人应用

资料来源：深圳兆能官网，信达证券研发中心

深圳兆能站上智慧家庭风口，年内营收或迎来爆发。2018-2019 年上半年业务主要分布于传统的智慧家庭设备，旗下产品涵盖智能门铃、摄像头、智能网关、路由器以及 OTT 端到端及云安防系统解决方案。下半年拓宽产品线，随着运营商聚焦 ICT 设备，迅速跟进相关业务：与头部公司海康、大华共同中标中国电信的高清摄像头订单，合计金额达 4219 万元；拿下云设备相关 2000 万元订单，展现了公司强大的市场竞争力。

表 9：2019 年下半年与中国电信订单梳理

标包名称	中标金额（万元）	中标份额（%）
标包 1: 200 万高清网络摄像机	1616.7	21.1
标包 2: 400 万高清网络摄像机	1272.4	20.6
标包 4: 超低照度全彩摄像机	586.85	20.2
标包 5: 人脸抓拍摄像机	803.2	35.5
合计	4279.15	-

资料来源：平治信息公告，信达证券研发中心

疫情期间根据下游主要客户三大电信运营商的需求，积极调整业务范围满足动态的市场需求。针对 2020 年的疫情，深圳兆能紧急推出相应产品，一方面生产用于防疫的摄像头、测体温设备、消毒机器人等，另一方面根据远程办公的市场需求，拓展了电话会议集成系统业务，对接中国移动数十亿规模的采购项目。针对疫情中带宽不够等技术性问题，4K 屏、线上教育、VR/AR 的推广对无线网络提出了更高的要求，公司多年持续投入，外购芯片并进行二次研发，深耕 WIFI5、WIFI6 领域。WiFi6 最大的特点是高带宽、低时延、多用户，刚好满足运营商的建设需求，我们预计下半年将迎来运营商千万台级别的大规模采购，带动公司营收增长。

（二）受益于 5G 和 WIFI6 推进，硬件设备业务的增长将贡献可观增量业绩

1、围绕 5G 商用化推进的不同阶段，公司主要为运营商提供相应终端硬件设备

5G 的建设过程包含三个阶段：规划阶段、建设阶段和应用阶段。其中建设阶段对于硬件设备的需求量最大，具体可细分为三个硬件板块：1）天线设备，具体包含基站天线、基站射频、基站光模块、小微基站和核心网；2）传输设备，包括输主设备、光纤光缆、光模块和 SDN/NFV 解决方案；3）终端，包括基带芯片，终端射频器件，LCD 模组以及通讯模块。目前来看，我国的 5G 建设正处于大规模搭建基站阶段。

图 24：5G 建设三阶段

规划期	建设期			应用期
网络规划设计	无线设备	传输设备	终端	超高清视频
	基站天线	输主设备	基带芯片	自动驾驶
	基站射频	光纤光缆	终端射频器件	智慧城市
	基站光模块	光模块	LCD 模组
	小微基站	SDN/NFV 解决方案	通讯模块	
	核心网			

资料来源：信达证券研发中心

2019 年下半年平治信息战略投资世炬网络，后者是国内领先的全制式开放架构 5G 基站技术方案的专业研发者和第三方提供商，为基站生产厂商及系统集成商提供 5G 基站标准化通信协议栈软件（5G-NSA 和 5G-SA）、定制化通信协议栈软件、5G 基站软件一体化解决方案及软硬件一体化解决方案。客户面向中国电科集团、海格通信、中国移动等大型企业，公司凭借 5G 基站通信协议栈软件，逐步升级商业模式成为软硬一体化解决方案提供商。

表 10：世炬网络产品介绍

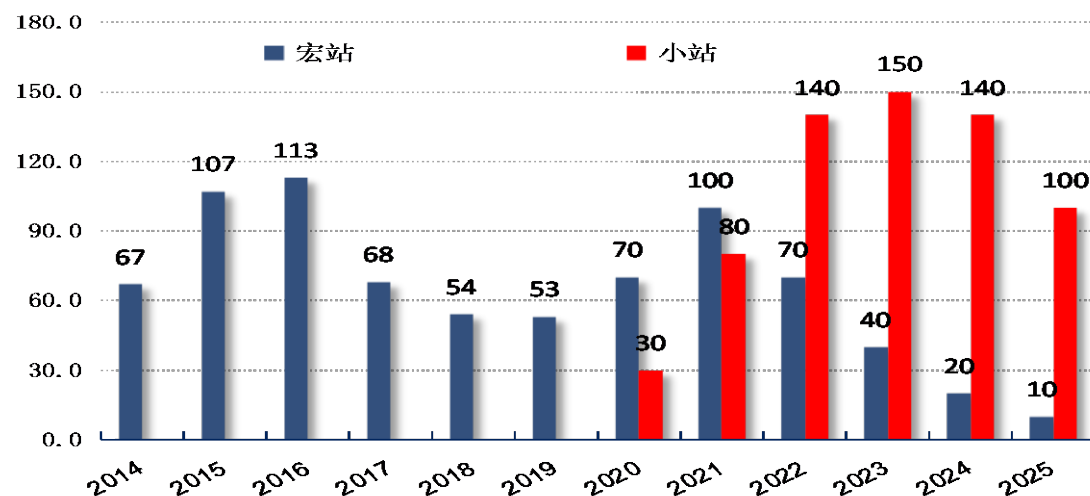
类型	产品名称	产品特点
----	------	------

5G	5G NR 基站及协议栈产品	采用分布式数字化室分解决方案，满足室内覆盖需求
	5G 核心网	基于扩展型皮基站架构演进，提供 5G 新型数字化室分解决方案
	STBC LTE 小基站单板	单板实现 LTE 小基站功能，支持一个 LTE 载波；载波可以独立配置为 FDD 或者 TDD 工作模式；通过连接器 J1 实现对外百兆以太网通信。 单板支持侦听功能，支持 1pps 秒脉冲输入和 GPS TOD（通过串口）输入。
	LPBC LTE 小基站单板	本单板采用多核处理器和多片射频收发器，实现 3 个 LTE 载波的信号接收和信号处理功能。每个载波可独立配置为 fdd 或者 tdd 工作模式，每路都支持扫频功能；支持同时与 3 个 Lte 小区同步，实时解调小区下行信号。单板具备千兆网口、RS232 串口等多种通信接口，还具备板载 WIFI 模块，可以实现和外部控制终端的有线和无线数据传输和监控功能。
4G	DTCC LTE 小基站单板	单板采用两个独立工作的 soc 实现 LTE 小基站功能，每个 soc 支持一个 LTE 载波；每个载波可以独立配置为 FDD 或者 TDD 工作模式；两个 soc 通过板上的交换机实现以太网端口汇聚，通过连接器 J3 实现对外百兆以太网通信。
	DBTC LTE 小基站单板	单板采用两个独立工作的 soc 实现 LTE 小基站功能，每个 soc 支持一个 LTE 载波；每个载波可以独立配置为 FDD 或者 TDD 工作模式；两个 soc 通过板上的交换机实现以太网端口汇聚，通过连接器 J3 实现对外百兆以太网通信。
	LMBC LTE 宏基站单板	支持 PowerPC/MIPS 架构（如 NXP/Freescale B4860/B4420 等）
物联网	4G 核心网	
	物联网测试终端	支持 NB-IoT&MTC 网络，800-2100MHz 宽频段 全网通支持联通、电信、移动等多营商网络，并提供信号的横向对比
	5G NR 小基站解决方案	为高效扩展 5G 新空口（5G NR）网络，整个行业将越来越依赖于小型基站并将其作为基石。5G 新空口网络将使用 6GHz 以下和毫米波的高频频段。鉴于上述频段的传播特性，小型基站解决方案将支持打造一致的 5G 体验，尤其是在产生大部分数据消费的室内环境。为应对各种 5G 新空口部署场景对成本和产品外形尺寸的要求，服务提供商、企业、工厂和其他参与方将越来越依赖于 5G 新空口小型基站解决方案及能够提供此类解决方案的供应商。
解决方案		根据科技强警的发展战略，“重点人管控平台”利用视联网、大数据分析、视频结构化、人脸识别等前沿技术，通过广泛的数据采集，时刻对重点人相关信息分析，并根据预设触发的条件进行告警通知。以此构建出智慧、高效、人性化的重点人管控信息化应用体系，实现公安警务工作现代化、智能化、流程化、可视化
	公共安全&安防行业综合解决方案	

资料来源：世炬网络官网，信达证券研发中心

5G 基站将会以“宏站+小站”的方式布局，小站地位得到加强，世炬网络作为小站的协议栈提供者将充分吸收行业红利。5G 信号网络频率相较 4G 更高，基站覆盖范围更小，因此需要建设更多的基站，投入成本随之提升，尤其是在 5G 发展初期建设大量宏基站并不现实，故在高价值地区重点布局宏基站、偏远地区小站跟进补充，兼顾经济和效率，成为更为明智的选择。**室内小站重要性上升**，未来随着 4K、云办公、VR/AR 等兴起，运营商认为 70% 的 5G 应用场景发生于室内。但 5G 信号存在穿透性差、损耗大的特点，室内的覆盖成又一难题，原有的 4G 室内无源分布式器件无法适用 5G 频段、更换成本高，因此 5G 小站成为新的高性价比替代方案。2020 年中国进入基站集中建设潮，根据通信产业网预计，2020-2025 年全国宏站+小站共计将达到 950 万规模，其中宏站 310 万，小站 640 万，小站数量是宏站两倍以上，投资规模将达千亿到数千亿级别。

图 25：2020 年后 5G 建设中小站需求量将快速崛起（单位：万）



资料来源：通信产业网，信达证券研发中心

外部环境倒逼技术升级，世炬在技术国产化进程中发挥重要作用。美国颁布法令限制中兴、华为等中国科技企业发展，使中国各行业的核心软硬件国产化替代进程加速。4G 时代，国内 4G 基站通信协议栈，主要由美国企业 Radisys 和 Aricent 提供，而世炬网络仅占小部分市场份额。5G 时代，世炬网络已率先开发出基站通信协议栈软件（包括 5G-NSA 版和 5G-SA 版），研发进度和落地能力大大超过美国企业 Radisys 和 Aricent。世炬网络完全有机会在 5G 时代实现弯道超车，抢占中国基站通信协议栈软件第三方解决方案商的主要市场份额，并成为中国该领域的领导者。

2、5G 带动 Wi-Fi 6 升级需求，公司布局 Wi-Fi6 产业有望享受行业红利

发展 20 余年，且不断创新改进，Wi-Fi 深刻影响着世界的运作和交流方式。Wi-Fi 是基于 IEEE（美国电气和电子工程师协会）

无线通信标准 802.11 的一种无线局域网（WLAN）接入技术，可以将个人电脑、手持设备等终端以无线方式互相连接。随着科技的快速发展与人类需求的增长，802.11 标准经历了多代变化，包括 802.11a、802.11b、802.11g、802.11ax 等，每一代都在大幅度地提升速率，创造更好的用户体验。

表 11: Wi-Fi 标准发展历程



时间	Wi-Fi 代称	对应标准	最大物理层速率	频段	关键技术
1997	Wi-Fi 1	802.11	2Mbps	2.4GHz	
1999	Wi-Fi 2	802.11b	11 Mbps	5GHz	DSSS
		802.11a	54 Mbps	2.4GHz	DSSS、OFDM
2003	Wi-Fi 3	802.11g	54Mbps	2.4GHz	DSSS、OFDM
2009	Wi-Fi 4	802.11n	600 Mbps	2.4/5GHz	OFDM、64QAM、4*4MIMO
2013	Wi-Fi 5	802.11ac wave 1	3.4Gbps	5GHz	OFDM、256QAM、DL MU-MIMO、Beamforming
2015		802.11ac wave 2	6.9Gbps	5GHz	
2019	Wi-Fi 6	802.11ax	9.6Gbps	2.4/5GHz	UL/DL OFDMA、UL/DL 8*8 MUMIMO、1024QAM、空间复用、Bss-Color、TWT 节能

资料来源：《华为 Wi-Fi6 技术白皮书》，信达证券研发中心

新一代 Wi-Fi6 技术集高速、高性能、大容量、低时延、精细化流量管理等特点于一身，将成为未来 Wi-Fi 市场的主力技术。 Wi-Fi 6 是 Wi-Fi 联盟引入的用于设备名称和产品描述中的简化代名词，可理解为 802.11 标准的简称，基于 802.11ax 标准的最先进技术和最新一代 Wi-Fi 设备分别被称为 Wi-Fi 6 技术和 Wi-Fi 6 设备，以便于消费者轻松识别。相比之下，Wi-Fi 6 继承了 Wi-Fi5 所有先进 MIMO 特性，其突出的核心新特性在于 DL/UL MU-MIMO、OFDMA 频分复用、1024-QAM 高阶编码、BSS Color 着色机制等技术，将从多用户接入、频谱资源利用等多方面解决网络容量和传输效率问题。Wi-Fi6 具有理论带宽 9.6Gbps 的超高带宽，AP 接入容量是 Wi-Fi5 的 4 倍，且终端功耗节约 30%以上。

图 26: 不同 Wi-Fi 代名称的含义

图 27: Wi-Fi 6 核心新特性的主要作用一览

如果设备支持的最先进技术是	该设备将被识别为	用户界面视觉效果
802.11n标准	Wi-Fi 4	
802.11ac标准	Wi-Fi 5	
802.11ax标准	Wi-Fi 6	

资料来源：Wi-Fi 联盟，信达证券研发中心

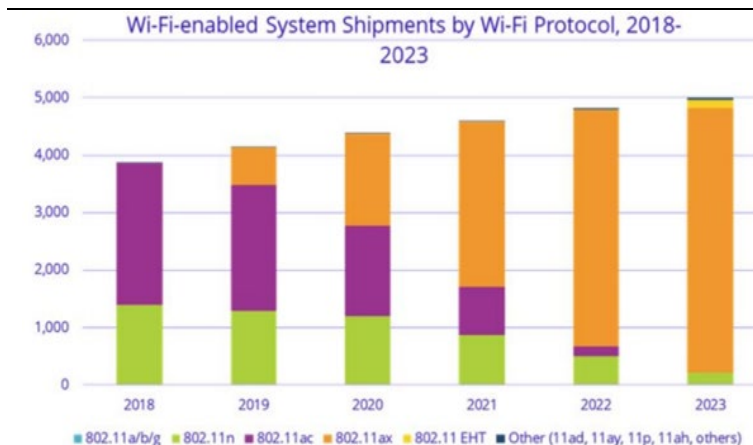
技术名称	主要作用
OFDMA频分复用技术	可多用户复用信道资源，增加用户并发，提高用户带宽，减少时延
DL/UL MU-MIMO 技术	提升吞吐量，增加系统并发接入量，降低应用时延
高阶调制技术(1024-QAM)	每个符号位传输 10bit 数据，单条空间流数据吞吐量提高 25%
BSS Coloring 着色机制	减少信号干扰，增强信号效率，减少网络拥堵
目标唤醒时间 (TWT)	通过有序的时间调度，提升设备续航时间，延长使用寿命

资料来源：《华为 Wi-Fi6 技术白皮书》，信达证券研发中心

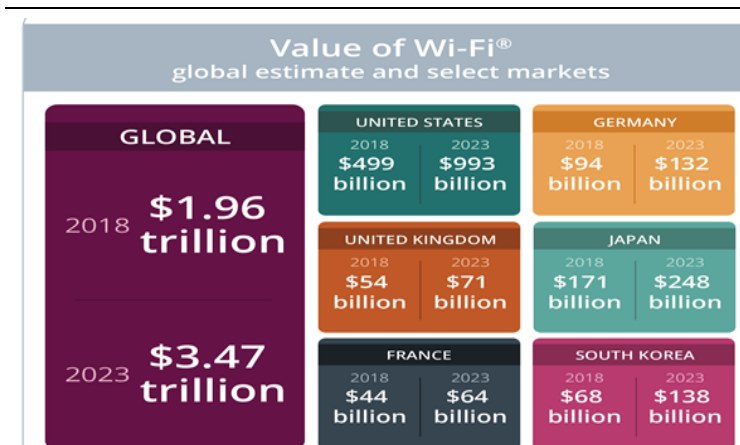
Wi-Fi6 设备将逐步替代现有产品，Wi-Fi 市场空间仍存。据统计，目前有超过 100 亿台 Wi-Fi 设备在使用中，Wi-Fi 承载了全球范围内超过一半的数据流量。IDC 数据显示，从 Wi-Fi6 元年——2019 年开始，基于 802.11ax 的 Wi-Fi6 设备的出货量将逐年上升，逐步取代前代标准设备，成为 Wi-Fi 市场的主力军。而 Wi-Fi 联盟研究显示，2018 年，Wi-Fi 在全球提供了 1.96 万亿美元的经济价值，与苹果公司和亚马逊的市值不相上下，根据 Wi-Fi 联盟预计，到 2023 年，随着每个市场的迅速扩张将增长至 3.47 万亿美元，Wi-Fi 市场仍然存在很大的发展空间。

图 28：2018-2023 年不同 Wi-Fi 标准设备出货量（百万台）

图 29：Wi-Fi 的经济价值



资料来源: IDC, 信达证券研发中心



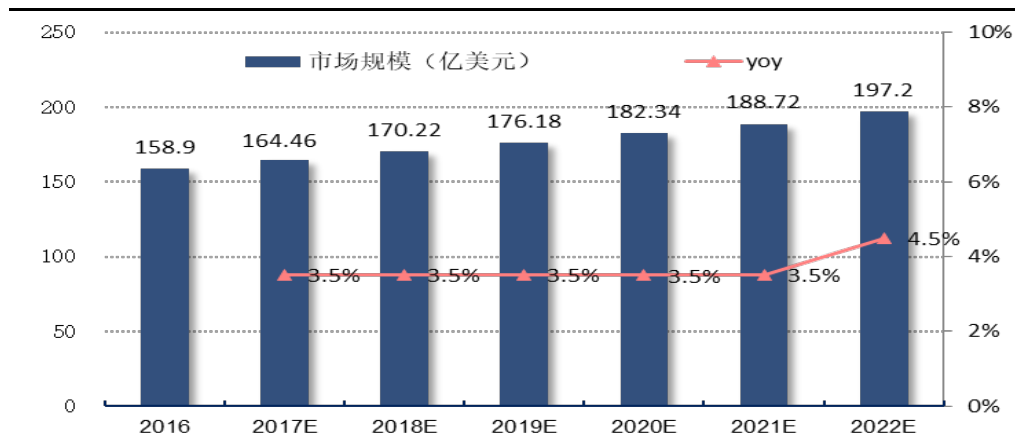
资料来源: Wi-Fi 联盟, 信达证券研发中心

Wi-Fi6 技术的出现将推动产业链的全面革新。Wi-Fi6 产业链主要为 WiFi 芯片—模组—相关网络设备—终端设备，具体如下：

1) 上游: Wi-Fi 芯片和模组

- ① **Wi-Fi 芯片：**市场竞争充分，各大产商纷纷推出产品，Wi-Fi6 芯片产品研发基本成熟。高通、博通等芯片产商巨头从 2018 年下开始，便开始为 Wi-Fi6 的芯片做准备，现相关芯片已陆续面世。目前，国内的乐鑫、台湾 MTK 等也在加紧研发步伐。在产业链中，芯片占单机成本的 40%，此次向 Wi-Fi6 标准的迁移给芯片产商带来了创新的机会，将推动其收入 and 市场份额的增长，预计至 2022 年，全球 Wi-Fi 芯片市场规模将达到 197.2 亿美元。
- ② **Wi-Fi 模组：**此环节产商在采购 Wi-Fi 芯片之后，与数字处理芯片、内存等组合，经历多道工序，集成为 Wi-Fi 模组。这一环节进入门槛不高，通过贴牌代工、自主品牌等方式生产的相关企业众多，产业链较为成熟。

图 30: 全球 Wi-Fi 芯片市场规模及预测



资料来源: Markets and Markets, 信达证券研发中心

2) 中游: Wi-Fi6 网络设备

在网络设备市场中,运营商角色突显,存量市场出现替换空间。Wi-Fi6 相关网络设备包括家庭用无线路由器、家庭网关、企业接入 AP、运营商级 AP 热点等。IDC 数据显示,2018 年路由器市场同比增长 15.7%,主要增长在于运营商方面。目前,三大运营商每年持续招标、采购大量具有 Wi-Fi 功能的网络设备产品,以中国移动为例,2017-2019 三年分别集采智能家庭网关设备 1700 万台、2700 万台和 2300 万台。随着 Wi-Fi6 技术的发展,运营商在用户和流量的驱使下将在网络覆盖和优化方面继续规模扩张和差异化转型,Wi-Fi6 相关网络设备的需求量将继续增加。

图 31: 2015H1-2019H1 中国网络市场规模

图 32: 中国移动总部家庭智慧网关产品招标汇总



资料来源: IDC 中国, 信达证券研发中心

3) 下游: 智能家居、消费电子等终端

支持 Wi-Fi6 标准的终端设备数量将持续大量增长。目前 Wi-Fi 几乎是所有电子设备的标准配置, 其在智能手机和笔记本电脑中的配售率接近 100%。一方面, Wi-Fi6 的技术支持将催生新兴移动智能终端, 新产品带来新需求, 同时技术升级将加快已有的终端产品迭代速度, 缩短更新换代周期, 创造产品更新需求。目前, 小米 10、iPhone 11 系列、三星 Galaxy S10 系列等手机终端均支持 Wi-Fi6 技术, 不久将向物联网、车辆、智能家居等新兴终端扩散。

表 12: 支持 Wi-Fi 6 的手机终端产品

	发布时间	售价
iPhone 11 系列	2019 年	5499 元起
三星 Galaxy Note 10	2019 年	6599 元起
三星 Galaxy S10e	2019 年	约 4831-5435 元
三星 Galaxy S10	2019 年	4999 元起
三星 Galaxy S10+	2019 年	约 8456-9663 元
小米 10	2020 年	3999 元起
小米 10 pro	2020 年	4999 元起
vivo iQOO3	2020 年	尚未公布

资料来源: 各公司官网, 信达证券研发中心

特性对应需求, Wi-Fi6 能够提供高数据速率、大网络容量, 解决高密场景的干扰问题, 将用于高密高带宽应用场景, 与 5G 优势互补。Wi-Fi6 通过其核心新技术实现了更可靠, 支持接入更多的客户端, 且均衡每用户带宽, 将解决 Wi-Fi5 在终端密集

时网络拥堵、网络效率下降的痛点，轻松应对火车站、演唱会、密集办公区域等高密高带宽场所。未来 Wi-Fi6 的应用场景将包括 VR/AR、视频会议、4K 视频、云游戏、智能家居、物联网等多个方面，涉及办公、教育、医疗、游戏、工业生产等多个领域。

表 13: Wi-Fi 6 的主要应用场景及对带宽和时延的要求

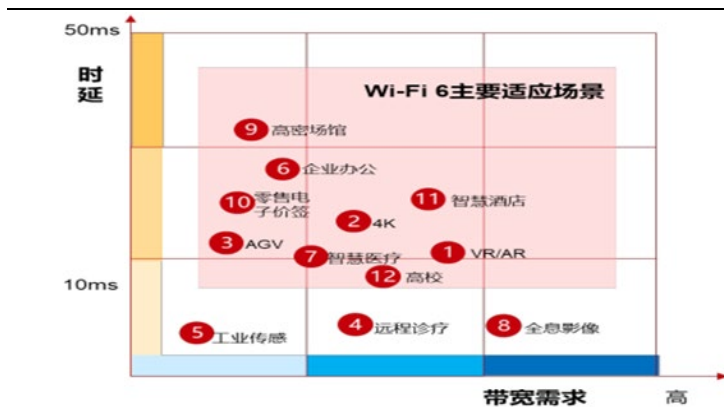
类别	编号	场景	带宽要求	E2E 时延要求
VR/AR	1	本地 VR/AR-操作模拟/可视化营销/弱交互游戏	> 20Mbps	< 50ms
	2	云辅助 VR/AR-互动操作模拟/全景直播/虚拟展会/互动式游戏	> 100Mbps	< 15ms
	3	云 VR/AR-强交互超高清游戏	> 400Mbps	< 10ms
园区办公	4	普通办公-全无线办公/网络访问、政府与金融（安全 WPA3）	> 30Mbps	< 30ms
	5	智慧办公-4k 云桌面/沉浸式会议/高清无线投屏	> 50Mbps	< 10ms
	6	未来办公-远程办公协作/全息办公	> 400Mbps	< 50ms
智能制造	7	制造、仓储物流-AGV	> 512Kbps	< 10ms
	8	智能制造-资产管理/库存监控（高密）	连接数 > 5000	
城市热点	9	城市热点-机场、体育场、咖啡厅等公众高密度场所	> 15Mbps	< 20ms
智慧教育	10	智慧教育-电子书包	> 10Mbps	< 50ms
	11	智慧教育-全景电子课堂	> 50Mbps	< 10ms
智能家居	12	智能酒店、公寓、家庭（8k 电视、云游戏及 IoT）	> 100Mbps	< 10ms

资料来源：《Wi-Fi 6 与 5G 技术及应用场景白皮书》，信达证券研发中心

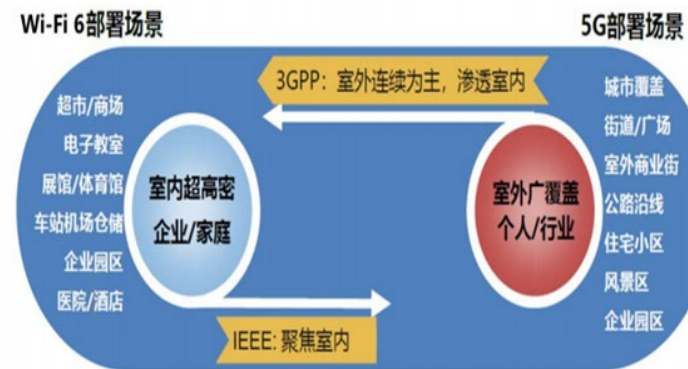
Wi-Fi6 与 5G 优势互补，适合不同场景，Wi-Fi6 主内，5G 主外。一方面，Wi-Fi 与 5G 速度峰值接近，Wi-Fi6 最大物理层速率可达约 10Gbps，5G 的理论最高共享速度为 10-20Gb/s，两者将相辅相成，在不同场景下塑造用户习惯，影响用户体验。另一方面，两者在适用场景上优势互补。Wi-Fi6 是主流的企业无线方案，在频谱、终端生态、网络成本、部署简单灵活性上更胜一筹，但劣势在于大规模室外覆盖能力弱，无法满足超低时延（< 10ms）的要求。而 5G 作为领先无线技术的代表，在 MIMO、业务延时、移动漫游、室外覆盖等方面优势明显，正好能弥补 Wi-Fi6 的不足。与此同时，5G 室内覆盖成本高、终端兼容性弱、必须有运营商参与等缺点也正好能被 Wi-Fi6 所弥补。因此，Wi-Fi6 部署场景适用于室内超高密度企业或家庭，5G 适用于室外广覆盖个人或行业，优势互补，两者无法互相取代，应在特定场景选用合适的技术。

图 33: Wi-Fi6 的主要适用场景

图 34: 对比 Wi-Fi6 与 5G 部署场景的不同



资料来源：《Wi-Fi6 与 5G 技术及应用场景白皮书》，信达证券研发中心



资料来源：《Wi-Fi6 与 5G 技术及应用场景白皮书》，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

（一）假设条件

收入假设：

智慧家庭业务：2019 年深圳兆能并表，根据公告深圳兆能实现收入 10.44 亿元，假设 2020-2021 年运营商 5G 建设持续推进，终端各种硬件设备需求增加，公司中标情况良好，收入有望持续提高，我们假设智慧家庭业务在 2020-2021 年增速分别为 35%、20%。

移动阅读业务：受公司自有阅读平台战略整合所致，CPS 收入占比增加，该方式收入确认以净额进行，毛利率较高，导致 2019 年收入总规模有所下滑，按 2019H1 阅读业务收入推断全年阅读业务为 5.9 亿元。

按公司 2020 年增发购买资产与否做以下情景假设：

情景 1：若公司 2020 年并购杭州悠书和杭州云阅读（网易云阅读）两家公司，按照两公司 2019 年净利润和收入及利润率，反推出 2020 年预计为公司增加 3-4 亿收入，我们预计 2020-2021 年收入增速分别为 65%、10%。

情景 2：若不考虑并购影响，我们假设公司原有阅读业务 2020-2021 年增速为 10%、10%。

其他业务：按 2019H1 其他业务收入预测 2019 全年其他业务收入为 7200 万元，后两年收入增速为 0%。

根据以上假设，我们认为并购发生情况下 2019-2021 年预计总收入在 17.06、24.55、28.34 亿元，增速为 97.9%、43.9%、15.4%，不考虑并购影响情况下 2019-2021 年预计总收入在 17.06、21.30、24.77 亿元，增速为 97.94%、24.87%、16.28%。

表 14：情景 1 公司 2019-2021 年收入情况预测

	2018	2019 年	2020 年	2021 年
收入	8.62	17.06	24.55	28.34
yoy		97.9%	43.9%	15.4%
智慧家庭业务		10.44	14.09	16.91
yoy			35.0%	20.0%
移动阅读业务	7.63	5.90	9.74	10.72
yoy		-22.6%	65.0%	10.0%
其他业务		0.72	0.72	0.72

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 15：情景 2 公司 2019-2021 年收入情况预测

	2018	2019 年	2020 年	2021 年
收入	8.62	17.06	21.31	24.77
yoy		97.9%	24.9%	16.3%
智慧家庭业务		10.44	14.09	16.91
yoy			35.0%	20.0%
移动阅读业务	7.63	5.90	6.49	7.14
yoy		-22.6%	10.0%	10.0%
其他业务		0.72	0.72	0.72

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率假设：

移动业务业务：CPS 模式的毛利率高于自有平台毛利率，因此在 2019H1 公司毛利率提高到 69%，我们假设 2019 年全年毛利率为 70%，对于 2020-2021 年毛利率同样假设两种情景，在考虑并购情境下，我们假设业务整合下毛利率有所下降，不考虑并购情境下，假设毛利率维持不变。

智慧家庭业务：2019 年上半年该业务毛利率为 14.9%，我们假设 2019 年全年毛利率为 15%，并在以后年度通过改良产品种类及附加价值毛利率能实现逐年上升。

表 16：公司各业务 2019-2021 年毛利率假设

	2018	2019 年	2020 年	2021 年
产品	46.4%	34.9%	31.6%	31.4%
智慧家庭业务		15.0%	16.0%	17.0%
移动阅读业务（并购成功）	47.5%	70.0%	54.0%	54.0%
移动阅读业务（并购未成功）	47.5%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

其他假设：

假设管理费用率和财务费用率维持 2019 年前三季度水平，营业外收入和营业外支出取前三年平均水平，少数股东权益在 2019 年因并购深圳兆能 51% 股权占比增加，若 2020 年并购发生，深圳兆能剩余 49% 股份将并入公司，少数股东权益占比下降，若不考虑并购影响，维持 2019 年比例。

综上所述，根据我们的预测：

情景 1: 若 2020 年深圳兆能剩余 49%股权、杭州悠书 49%股权、杭州云阅读 100%股权并入上市公司, 公司在 2019-2021 年营业收入为 17.06、24.55、28.34 亿元, 同比增加 97.94%、43.90%、15.45%, 归母净利润分别为 2.82、3.86、4.46 亿元, 同比增加 42.79%、37.22%、15.46%。

情景 2: 若不考虑并购影响, 公司在 2019-2021 年营业收入为 17.06、21.30、24.77 亿元, 同比增加 97.94%、24.87%、16.28%, 归母净利润分别为 2.82、3.23、3.71 亿元, 同比增加 42.79%、14.66%、14.92%, 摊薄 EPS 分别为每股 2.26、2.59、2.98 元, 对应 2020 年 2 月 24 日收盘价 (每股 65.80 元) 动态 PE 分别为 29 倍、25 倍、22 倍。

(二) 估值与投资评级

采用相对估值法对公司进行估值, 公司阅读业务有望稳定提高, 5G 基础设施建设持续推进, 运营商终端硬件需求有望持续增长, 拉动公司业绩, 参照可比公司平均估值水平, 给予公司 2020 年 30 倍 PE 的估值, 在不考虑增发购买资产的情况下, 按照 2020 年预计利润 3.23 亿元, 给予公司 96.9 亿目标市值, 对应每股 77.77 元, 给予“增持”评级。

表 17: 可比公司估值表 (截至 2020.2.24)

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
		TTM	FY1	FY2	TTM	FY1	FY2	TTM	FY1	FY2
0772.HK	阅文集团	57.26	68.96	82.69	7.98	9.84	12.44	42.26	35.13	27.79
600498.SH	烽火通信	246.39	268.03	315.05	8.32	9.55	11.79	37.02	32.27	26.12
000063.SZ	中兴通讯	909.88	979.27	1174.66	44.04	50.02	63.78	47.67	41.97	32.92
603533.SH	掌阅科技	18.71	19.81	21.08	1.33	1.32	1.41	60.86	61.29	57.36
300571.SZ	平治信息	15.45	17.06	21.31	2.48	2.81	3.23	32.00	29.12	25.00

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: TTM 为最近 12 个月数据, 可比公司预测数据来源于 Wind 一致预测, 平治信息营业收入、归母净利润和 PE 数据为本文预测, PE 采用 2020 年 2 月 24 日收盘价

风险因素

- 1、移动阅读业务自有平台收入持续下滑风险;
- 2、平台内容审查风险;
- 3、微信等其他渠道自媒体用户下降风险;

- 4、硬件业务中标数量不及预期风险；
- 5、5G 基础设施推广进度不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	489.27	672.87	1,930.87	2,379.83	2,878.52
货币资金	292.44	423.14	698.54	834.44	1,081.73
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	116.52	188.57	938.38	1,171.77	1,362.49
预付账款	22.53	43.21	104.00	133.40	155.79
存货	2.73	5.79	177.80	228.06	266.35
其他	55.06	12.16	12.16	12.16	12.16
非流动资产	226.33	236.72	366.28	392.50	408.03
长期股权投资	0.00	5.27	85.27	85.27	85.27
固定资产(合计)	49.50	48.98	49.58	51.51	53.65
无形资产	66.96	69.82	97.48	117.60	126.02
其他	109.87	112.66	133.96	138.13	143.09
资产总计	715.60	909.59	2,297.15	2,772.34	3,286.55
流动负债	307.36	249.83	1,216.51	1,313.16	1,388.66
短期借款	140.00	80.00	580.00	580.00	580.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	45.71	21.12	222.25	285.08	332.94
其他	121.65	148.70	414.26	448.09	475.72
非流动负债	47.57	91.53	141.53	141.53	141.53
长期借款	14.78	11.47	11.47	11.47	11.47
其他	32.79	80.06	130.06	130.06	130.06
负债合计	354.93	341.36	1,358.04	1,454.69	1,530.19
少数股东权益	22.39	45.69	116.06	196.76	289.48
归属母公司股东权益	338.28	522.54	823.05	1,120.89	1,466.88
负债和股东权益	715.60	909.59	2,297.15	2,772.34	3,286.55

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	909.95	861.95	1,706.14	2,130.50	2,477.26
同比(%)	94.01%	-5.28%	97.94%	24.87%	16.28%
归属母公司净利润	97.91	197.14	281.50	322.77	370.91
同比(%)	102.19%	101.35%	42.79%	14.66%	14.92%
毛利率(%)	24.79%	46.43%	34.87%	33.10%	32.80%
ROE%	33.27%	45.80%	41.84%	33.21%	28.67%
EPS(摊薄)(元)	0.79	1.58	2.26	2.59	2.98
P/E	84	42	29	25	22
P/B	24.24	15.69	9.96	7.31	5.59
EV/EBITDA	30.72	24.26	18.64	15.90	13.72

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	909.95	861.95	1,706.14	2,130.50	2,477.26
营业成本	684.34	461.72	1,111.24	1,425.38	1,664.69
营业税金及附加	2.67	3.47	6.87	8.58	9.98
销售费用	11.81	12.25	18.77	23.44	27.25
管理费用	69.74	74.56	71.66	89.48	104.04
研发费用	0.00	34.96	44.36	55.39	64.41
财务费用	8.44	8.69	20.62	27.77	29.75
减值损失合计	2.37	4.65	18.50	25.27	29.95
投资净收益	1.72	-0.39	0.84	1.12	0.92
其他	-0.03	0.51	0.27	0.40	0.33
营业利润	132.27	261.76	415.22	476.71	548.44
营业外收支	6.69	1.65	3.67	3.60	3.51
利润总额	138.97	263.41	418.89	480.31	551.95
所得税	32.94	41.73	67.02	76.85	88.31
净利润	106.03	221.68	351.87	403.46	463.64
少数股东损益	8.11	24.54	70.37	80.69	92.73
归属母公司净利润	97.91	197.14	281.50	322.77	370.91
EBITDA	176.39	330.33	471.57	552.88	640.73
EPS(当年)(元)	1.22	1.64	2.26	2.59	2.98

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	187.00	182.50	-315.15	254.49	370.83
净利润	106.03	221.68	351.87	403.46	463.64
折旧摊销	34.99	63.51	45.40	60.28	76.33
财务费用	2.43	3.41	7.28	12.29	12.45
投资损失	-1.72	0.39	-0.84	-1.12	-0.92
营运资金变动	43.41	-117.24	-734.42	-241.68	-205.86
其它	1.86	10.76	15.56	21.25	25.19
投资活动现金流	-204.25	-25.42	-76.18	-81.37	-86.17
资本支出	-107.11	-64.11	-77.02	-82.49	-87.09
长期投资	-5.64	262.24	0.84	1.12	0.92
其他	-91.50	-223.55	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	117.01	-26.39	666.73	-37.21	-37.37
吸收投资	0.50	10.50	198.08	0.00	0.00
借款	136.33	-61.66	500.00	0.00	0.00
支付利息或股息	12.20	25.24	31.35	37.21	37.37
现金流净增加额	99.76	130.70	275.40	135.90	247.29

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。