

“阅读+通信”齐发力，受益5G产业爆发

投资要点

- **公司是国内领先的数字内容、智能终端供应商。**公司主营数字阅读、通信网络设备、智慧家庭设备生产销售业务，近年保持迅猛的发展态势。2015-2018年营收、归母净利润复合增速分别高达63%和84%。随5G、智慧家庭产业周期来临，公司业绩有望步入快车道。
- **“内容+渠道”双轮驱动，移动阅读业务有望持续高增。**受益互联网技术革新，数字阅读快速发展逐步成为主要阅读娱乐手段，行业整体规模近5年(2013-2018年)以35%的复合增速快速增长。目前，在线阅读行业竞争格局较为分明，巨头竞争优势显著，期待5G新技术催化下的行业变革。**公司是在在线阅读市场重要参与主体，在“内容”、“渠道”均有特色布局。**
 - 1) 内容端：**公司与上游内容方保持良好合作，持续丰厚内容储备，截至2018年底，已拥有文字阅读产品4万余本、签约作者原创作品2.8万余本，引入有声作品近7000部，内容市场达1万小时。
 - 2) 渠道端：**在夯实运营商渠道优势的同时，公司加大自有渠道(百足模式)、自媒体渠道(CPS模式)开拓。**自有渠道方面，**公司拥有平治文学等30余(整合后)原创阅读站，覆盖PC端、手机端、微信公众号、微信小程序等不同渠道，作品题材涉及广泛；**自媒体渠道方面，**通过子公司郑州麦睿登、杭州悠书对接超过30万个自媒体，成为公司利润快速增长的主力军。

此外，公司计划收购杭州云阅读(网易云阅读)，有望在渠道、内容、品牌等方面对公司业务进行重要补充。
- **并购兆能科技，强势布局智慧家庭。**2019年4月，公司收购兆能科技涉足智能终端领域。标的公司与运营商保持密切合作关系，并依靠自身出色科研能力，逐步加大对5G、智慧家庭领域的探索，目前已有相关订单落地，有望充分受益产业发展红利。兆能科技2019年实现营收10.4亿元(YOY+218%)，净利润7290万元，增长远超市场预期。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑并购影响，预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.8亿元、3.3亿元和3.8亿元，对应EPS分别为2.22元、2.68元和3.06元，给予公司2020年28倍估值，对应股价为75.04元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，内容产业政策风险，5G推广不及预期的风险，智慧家庭业务订单落地不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	861.95	1754.96	2247.10	2699.48
增长率	-5.28%	103.60%	28.04%	20.13%
归属母公司净利润(百万元)	197.14	276.95	333.41	381.34
增长率	101.35%	40.48%	20.39%	14.37%
每股收益EPS(元)	1.58	2.22	2.68	3.06
净资产收益率ROE	39.01%	39.27%	33.37%	28.94%
PE	35	25	21	18
PB	13.29	9.14	6.69	5.13

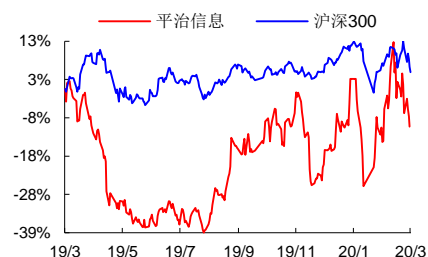
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 杭爱
 执业证号: S1250519080006
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@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)	1.25
流通A股(亿股)	0.96
52周内股价区间(元)	37.97-69.9
总市值(亿元)	69.45
总资产(亿元)	20.88
每股净资产(元)	5.29

相关研究

目 录

1 公司概况：国内领先的数字内容、智能终端供应商	1
2 阅读业务持续创新，“内容+渠道”双轮驱动	3
2.1 行业进入成熟期，或遇新发展机会	3
2.2 竞争格局：行业集中度提升，腾讯系、阿里系、掌阅优势明显	5
2.3 移动阅读业务：“内容+渠道”双轮驱动	7
3 并购兆能科技，强势切入智慧家庭	11
3.1 “政策+技术”催化 5G 智慧家庭产业快速发展	11
3.2 兆能科技：“技术+资源”禀赋深厚，增厚公司利润	13
4 盈利预测与估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司股权结构及组织情况	1
图 2: 公司营收及增速情况	2
图 3: 公司归母净利润及增速情况	2
图 4: 公司营收占比情况	2
图 5: 2019 年半年报公司毛利占比情况	2
图 6: 全国居民教育文化娱乐人均消费支出	4
图 7: 成年国民数字阅读接触率	4
图 8: 在线阅读行业市场规模	5
图 9: 在线阅读行业用户规模	5
图 10: 2019 年中国数字阅读生态流量市场份额分布	6
图 11: 阅读类 APP 2019 年 6 月月活数	6
图 12: 话匣子听说官方网站一览	9
图 13: 《镇魔司: 四象伏魔》海报	11
图 14: 2019 年 12 月用户最期待的 5G 应用场景	12
图 15: 2019 年 12 月用户对 5G 应用场景的认知度	12
图 16: 2014-2023 年全球智能家居相关硬件、服务和安装费用支出规模统计情况及预测	13
图 17: 兆能科技产品体系一览	14
图 18: 兆能科技 2019 年营业收入和归母公司净利润	14
图 19: 公司中标中国电信订单	15
图 20: 公司中标中国移动订单	15
图 21: 公司中标中国移动 WIFI6 订单	15

表 目 录

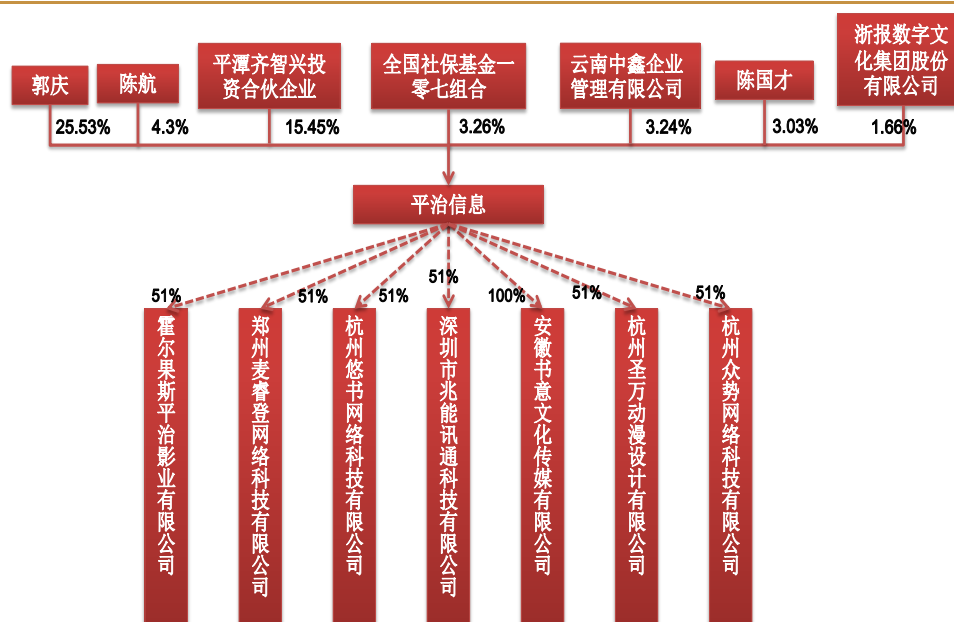
表 1: 近年我国产业相关政策法规	3
表 2: 2019 年阅读类 APP 排名	6
表 3: 公司移动阅读内容数据	7
表 4: 与三大运营商合作分成方式	8
表 5: 目前公司主要原创阅读站信息	9
表 6: 近年 5G 政策一览	11
表 7: 分业务收入及毛利率	16
表 8: 可比公司相对估值	16
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：国内领先的数字内容、智能终端供应商

平治信息成立于 2002 年 11 月，其前身为杭州平治信息技术有限公司。公司于 2012 年 8 月 31 日整体变更为平治信息技术股份有限公司，并于 2016 年 12 月 13 日在深圳证券交易所上市。公司的主营业务为移动阅读、智慧家庭和资讯类业务，是国内领先的数字内容与智能终端设备提供商。在移动阅读方面，公司拥有海量资源，与三大运营商达成深度合作并通过 CPS 模式实现“内容+渠道”双轮驱动。同时，公司凭借其对通信行业发展趋势的准确判断，通过收购兆能科技开拓通信网络硬件设备的研发、生产等业务，前瞻布局智慧家庭、5G 通信衍生产品，不断创造新的利润增长点。

公司股权结构：公司实际控制人为郭庆、张晖夫妇，其中郭庆拥有 25.5% 的股权，张晖通过平潭齐智兴投资合伙企业间接持有公司 10.7% 的股份。2017 年下半年，公司收购“杭州悠书”和“郑州麦睿登”各 51% 的股权，发力阅读业务 CPS 模式。杭州悠书从事微信平台阅读内容分发业务，麦睿登以开放云平台的形式吸引自媒体和内容供应方入驻。2020 年 1 月，公司宣布收购杭州悠书、杭州云悦读的预案，不仅对现有女频内容进行了补充，也完善了阅读业务的分发渠道。另外，公司于 2019 年 4 月收购了兆能科技 51% 的股权，利用其资源与研发优势，深耕智慧家庭和 5G 通信衍生市场。目前，平治信息旗下共有参控股子公司 70 余家，经营范围包括数字阅读、互联网文化服务、互联网出版业务、电信增值业务、宽带网络终端、通信网络硬件设备、智能家庭设备的研发销售，是一家股权结构稳健、业务协同效应明显的公司。

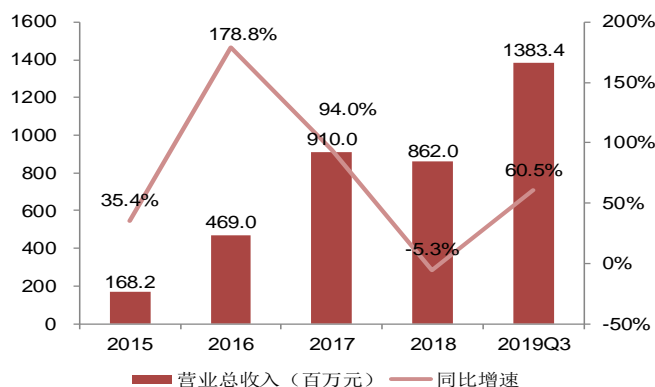
图 1：公司股权结构及组织情况



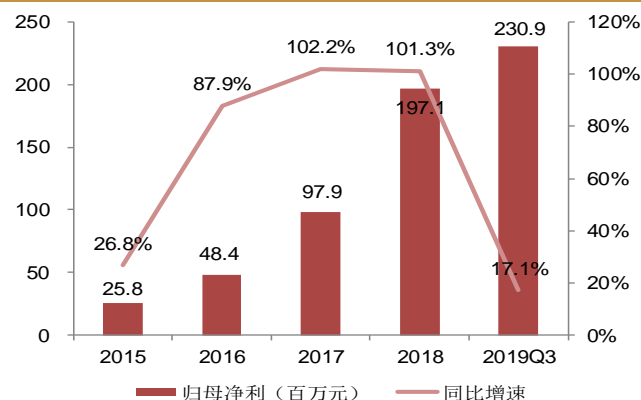
数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：自上市以来，公司的营业收入整体来看增长显著，2015-2018 年复合增速达 63%。其中，公司在 2018 年实现营业收入 8.6 亿元，较 2017 年相比小幅下降 5.3%，主要由于收入确认方式调整为净额收入确认法所致。2019 年前三季度，公司实现营业收入 13.8 亿元，同比增长 49.5%。

从利润端看,公司归母净利润亦呈现快速增长态势,2015-2018 年复合增速高达 84%。其中,2017 年、2018 年的归母净利润分别为 0.98 亿元和 1.97 亿元,同比增速分别为 102.2% 和 101.4%。这两年归母净利润保持高增速的主要原因是 1) 2017 年以前公司的归母净利润基数小,且 2016 年至 2017 年在线阅读行业的市场规模显著增加,数字阅读用户的付费意愿不断提高,在此阶段公司凭借其前瞻性的布局获得了高额利润;2) 2018 年数字阅读市场规模增速放缓,行业进入积累期,公司又通过发展高毛利的 CPS 推广模式,延续了归母净利润的高速增长趋势。

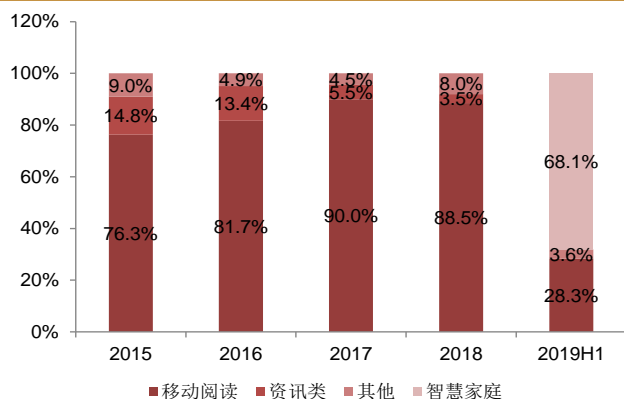
图 2: 公司营收及增速情况


数据来源: iFinD, 西南证券整理

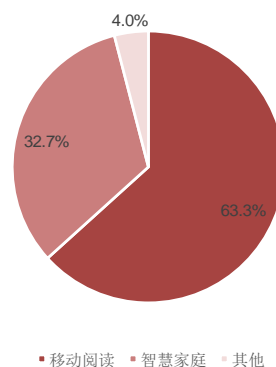
图 3: 公司归母净利润及增速情况


数据来源: iFinD, 西南证券整理

公司主营业务结构: 公司的主营业务包括移动阅读、智慧家庭和资讯类业务。2019 年以前,公司的营业收入主要来自移动阅读业务,该业务 2015-2018 年营收贡献分别为 76.3%、81.7%、90%、88.5%。2019 年上半年,移动阅读业务收入占比降至 28.3%,智慧家庭业务收入占比上升到 68.1%,后者逐步成为公司业绩主力。毛利占比来看,移动阅读业务毛利占比为 63.3%,智慧家庭业务的毛利占比为 32.7%。

图 4: 公司营收占比情况


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 5: 2019 年半年报公司毛利占比情况


数据来源: iFinD, 西南证券整理

2 阅读业务持续创新,“内容+渠道”双轮驱动

2.1 行业进入成熟期,或遇新发展机会

- 政策面：政策持续出台，推动行业发展。**自 2014 年“全民阅读”上升至国家级规划以来,“倡导全民阅读”连续多次被写入政府报告中,政府对在线阅读行业的关注与支持大大增加,陆续出台一系列政策从内容、版权、传播、产业等大方向上对在线阅读行业进行引导,强化内容精品意识,加强版权保护,加大内容、渠道监管力度,促进全生态链构建,通过持续完善在线阅读行业政策为该行业的健康良性发展提供有力支撑。

表 1：近年我国产业相关政策法规

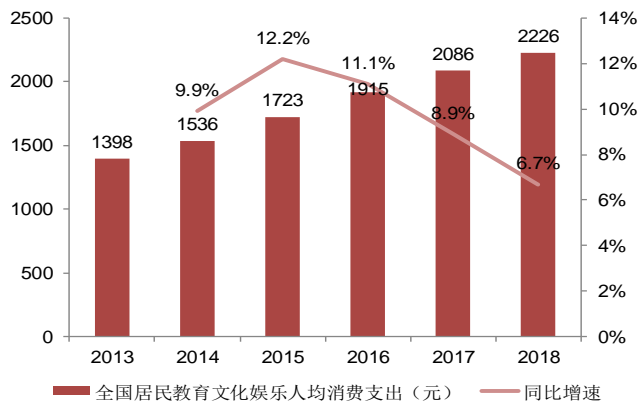
时间	颁布机构	具体政策	相关内容
2014 年 12 月	国家新闻出版广电总局	《关于推动网络文学健康发展的指导意见》	培育网络文学行业骨干企业,打造旗舰品牌
2015 年 4 月	国家版权局	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	鼓励传统媒体和互联网媒体积极开展版权合作,要求各级版权行政管理部门加大版权监管力度
2015 年 10 月	中共中央	《中共中央关于繁荣发展社会主义文艺的意见》	鼓励推出优秀网络原创作品,加大对重点网络文学网站的扶持
2016 年 11 月	国家版权局	《关于加强网络文学作品版权管理的通知》	明确包括文学网站在内的网络服务商责任和义务,进一步强化网络文学版权秩序
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	要逐步完善数字版权公共服务体系,促进数字内容产业健康发展
2016 年 12 月	国家新闻出版广电总局	《全民阅读“十三五”时期发展规划》	开展“书香中国”、主题读书等全民阅读品牌系列活动、制订《全民阅读促进条例》等
2017 年 1 月	国家版权局	《版权工作“十三五”规划》	持续开展“剑网行动”,加强对网络文学等重点领域的监测监管
2017 年 5 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	强调优化出版资源和要素,推动传统和新兴出版在内容、技术应用、平台终端等方面共享融通
2017 年 6 月	国家新闻出版广电总局	《网络文学出版服务单位社会效益评估试行办法》	引导网络文学出版服务单位把培育出版优秀作品作为中心环节
2018 年 1 月	原国家新闻出版广电总局	《关于开展 2018 年全民阅读工作的通知》	开展“书香中国”系列活动、全民阅读“七进”活动、主题阅读活动,加大优质内容推介力度
2018 年 1 月	中宣部办公厅、原国家新闻出版广电总局办公厅	《关于做好 2018 年主题出版工作的通知》	突出原创出版,提高出版质量、扩大吸引力影响力,严格出版程序
2018 年 11 月	国家知识产权局	《2018 年深入实施国家知识产权战略 加快建设知识产权强国推进计划》	推进知识产权管理体制机制改革,改革完善知识产权重大政策,深化知识产权“放管服”改革

数据来源：官方网站，西南证券整理

- 经济面：居民文娱消费水平提升，促进行业稳步发展。**2019 年全年居民消费价格较 2018 年上涨 2.9%，其中 12 月份居民教育文化和娱乐消费价格同比增长 1.8%。从 2013 年至 2018 年,全国居民在教育文化娱乐方面的人均消费支出稳步增长,虽然增速自 2016 年开始有所下降,但仍保持在 5%以上。2018 年,居民在教育文

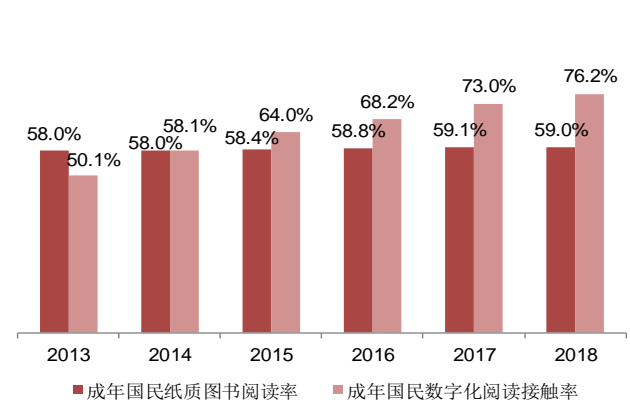
娱方面的人均消费支出已经达到 2226 元，较 2017 年的 2086 元增长 6.7%。随居民精神需求、消费水平持续提升，在线阅读作为重要教育文娱方式，有望呈现稳定良好发展趋势。

图 6：全国居民教育文化娱乐人均消费支出



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 7：成年国民数字阅读接触率

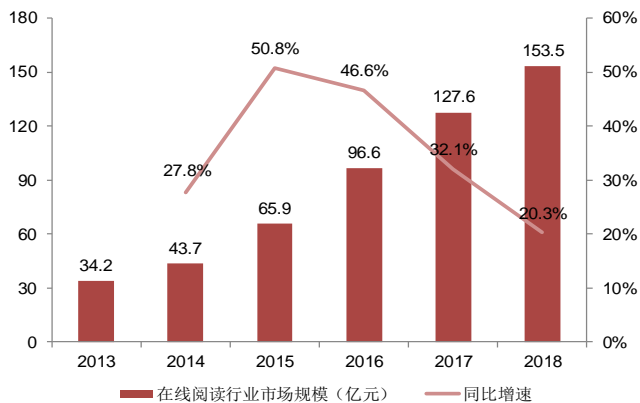


数据来源：智研咨询，西南证券整理

- 社会面：网络普及带来契机，数字阅读成为主流。**截至 2018 年末，我国网民规模达 8.3 亿，同比增长 7.3%；互联网普及率达 59.6%，较 2017 年末增加 3.8 个百分点；我国手机网民规模达 8.2 亿，网民通过手机接入互联网的比例达 98.6%。自 21 世纪初互联网产业兴起后，数字化阅读这种新兴阅读方式逐步发展，并自 2011 年迈入高速发展期，国民数字化阅读接触率逐年显著提升。在 2014 年，国民数字化阅读接触率首次超过国民纸质图书阅读率，达到 58.1%；来到 2018 年末，国民纸质图书阅读率已与数字阅读接触率呈现较大差距。随着互联网的发展、居民生活观念的提升，数字阅读逐渐成为最受国民欢迎的阅读形式。
- 技术面：信息技术不断更新，促进在线阅读产业升级。**在即将到来的 5G 时代，信息技术的发展进程不断加速，AR/VR、大数据、AI、区块链等新技术应用层出不穷，依托互联网技术的在线阅读行业很可能迎来新的发展契机，阅读形式、内容生产以及交互方式有望发生改变。

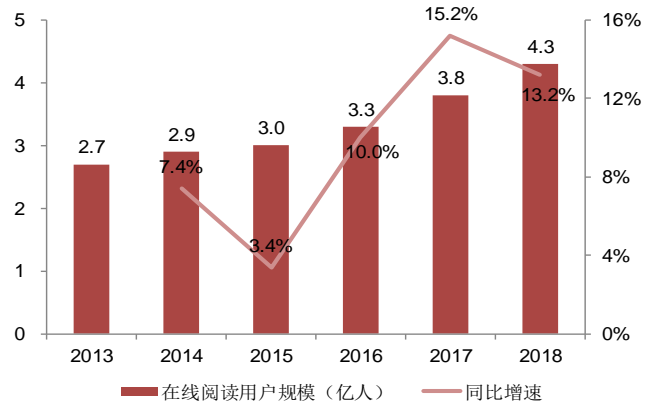
行业规模稳步增长，用户规模增长回归双位数。我国在线阅读行业近年迅速发展，市场规模由 2013 年的 34.2 亿元增长至 2018 年的 153.5 亿元，复合增速达 35%。其中，2017-2018 年的规模增速明显放缓，主要由于互联网人口红利减退、商业模式逐渐成熟，行业进入成熟期。在用户规模方面，在线阅读行业用户数增速在经历 2015 年短暂放缓后，2016 年至 2018 年连续三年增速回升至 10% 以上。

图 8：在线阅读行业市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 9：在线阅读行业用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.2 竞争格局：行业集中度提升，腾讯系、阿里系、掌阅优势明显

市场参与者不断增加，我方唱罢你登场。在线阅读产业链包括由网文作者和网文工作室组成的内容创作方、由网文内容平台、电子书阅读 APP、运营商阅读基地以及其他阅读入口组成的分发渠道、通过付费或免费方式进行阅读的个人用户读者和团体用户读者、将阅读内容里的优质 IP 改编成其他形式衍生产品的 IP 衍生合作伙伴，以及包括版权管理组织、提供支付渠道的平台、手机厂商等在内的为在线阅读行业整体运行提供支撑的服务支撑体系。近年来，随着互联网普及率的增加和在线阅读形式的兴起，在线阅读行业的市场参与者不断增加，腾讯、百度、阿里等互联网巨头、三大运营商以及部分手机厂商纷纷进入市场，根据各自的优势研发阅读类 APP 产品或开拓其他争夺流量的渠道入口，以期获得在线阅读行业的发展红利。

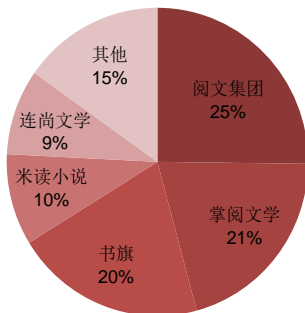
在线阅读行业的市场参与者基本可分成四类：

- 1) 开展在线阅读业务的企业，通过搭建自有阅读平台、整合内容资源、获取用户流量，开展阅读业务，典型代表为掌阅科技（掌阅文学）；
- 2) 互联网巨头，通过自研或收购互联网文学网站、阅读类 APP 产品，获取内容和分发平台，并利用自身的大流量特点带动阅读业务发展，典型产品为腾讯公司旗下阅文集团的 QQ 阅读 APP、起点读书 APP 和微信读书 APP、阿里旗下的书旗小说 APP 等；
- 3) 电信运营商，代表为中国移动的咪咕阅读、中国联通的沃阅读和中国电信的天翼阅读；
- 4) 其他参与者，包括从硬件切入的，如小米的多看阅读、上海元聚网络的追书神器；从电商平台切入的，如京东阅读。

竞争格局分明，巨头优势显著。在 PC 平台端，腾讯系阅文集团经营的起点中文网、红袖添香、潇湘书院、小说阅读网，阿里文学旗下的书旗小说网以及掌阅文学旗下的掌阅小说网、趣阅小说网在众多 PC 端阅读平台中优势较大；在手机产品端，根据《互联网周刊》发布的 2019 年阅读类 APP 排名和各 APP 在 2019 年 6 月的月活数可以看出，阿里系的书旗小说、腾讯系的 QQ 阅读、上海元聚的追书神器以及掌阅文学的掌阅 APP 表现最好，均进

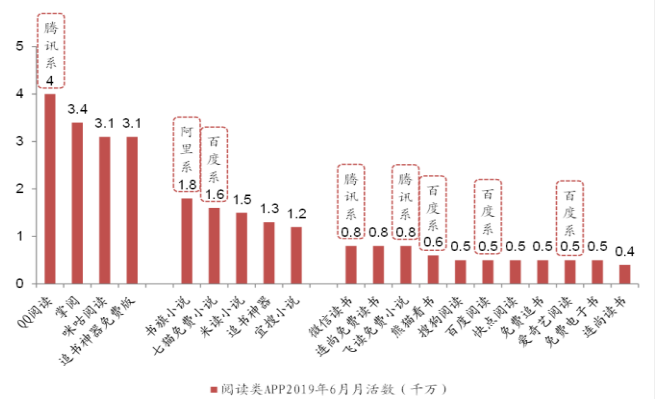
入 2019 年阅读类 APP 排行榜和 6 月月活数排名的 Top5。除了腾讯系、阿里系和阅文的几款产品外，中国移动的咪咕阅读和百度系的七猫免费小说两款 APP 的数据也表现良好，分别处于月活数排行的第一梯队和第二梯队。

图 10：2019 年中国数字阅读生态流量市场份额分布



数据来源：比达数据中心，西南证券整理

图 11：阅读类 APP 2019 年 6 月月活数



数据来源：MobTech，西南证券整理

从 PC 端和手机端的多种产品数据上看，腾讯的阅文集团、掌阅文学以及阿里的书旗三家处于行业领先地位，且分别在 2019 年我国数字阅读生态流量市场占比 25%、21%和 20%。其中，掌阅文学自 2015 年成立以来，凭借海量内容资源以及掌阅科技的技术优势，始终保持其行业龙头地位。腾讯系和阿里系的众多阅读类产品依托整个集团在流量和生态链方面的优势，自发布以来就一直表现良好，发展较快。

表 2：2019 年阅读类 APP 排名

2019 年阅读类 APP 排名		2019 年主要阅读 APP 的用户满意度排名	
名称	排名	名称	排名
书旗小说 (阿里系)	1	书旗小说 (阿里系)	1
QQ 阅读 (腾讯系)	2	连尚免费读书	2
追书神器	3	追书神器	3
掌阅	4	掌阅 iReader	4
多看阅读	5	米读小说	5
搜狗阅读	6	七猫免费小说 (百度系)	6
爱奇艺阅读 (百度系)	7	QQ 阅读 (腾讯系)	7
咪咕阅读	8	网易云阅读	8
宜搜小说	9	起点读书 (腾讯系)	9
微信读书 (腾讯系)	10		

数据来源：《互联网周刊》，比达数据中心，西南证券整理

2.3 移动阅读业务：“内容+渠道”双轮驱动

2015 年以前，公司移动阅读模块主要由两大业务构成：以有声阅读为主的“话匣子听书”品牌、与三大运营商合作的电信运营商基地产品包业务，前者在内容积累和渠道分发两方面同时发力，后者主要偏向渠道扩展。

- **“话匣子听书”品牌：**公司一直坚持“版权合法+用户培养+内容增值+平台增值”为核心的经营模式，通过直接购买、原创、购买版权后加工、专业订制等方式积累了海量有声阅读内容，并创立自有品牌产品“话匣子听书”，覆盖移动阅读平台为主的多终端渠道，为读者提供阅读服务，并赚取内容费用。
- **电信运营商基地产品包业务：**公司通过提供有声小说、阅读包、咨询包、动漫包等数字版权内容与三大运营商共同开展电信运营商基地产品包业务，并为多个运营商阅读基地提供运营支持服务。

2015 年下半年，公司开始扩展自有阅读平台业务，加大内容资源获取力度，整合旗下网站，丰富移动文字阅读的内容和渠道。2017 年下半年，公司通过收购郑州麦睿登和杭州悠书各 51% 股权发力 CPS 分销模式，进一步拓宽移动阅读业务渠道。同时，公司一直保持与三大运营商的良好合作关系，不断加大与运营商的合作力度。2017 年 6 月，平治信息成立子公司平治影业，着手 IP 影视化改编业务，探索移动阅读的立体化发展路径。

2.3.1 内容端：整合多渠道内容资源，积累庞大阅读内容储备

公司通过与中央媒体、地方媒体、出版社、新媒体、国内知名阅读内容制作方、原创文学作者等多方达成合作，获取海量移动阅读内容。截至目前，公司的内容和版权资源涵盖小说、评书相声、综艺娱乐、教育文学、原创、经济管理、文史、少儿读物等多个类别。

- 在移动有声阅读内容方面，公司通过直接购买版权、购买制作权后加工、原创、专业订制等多种方式与多家优质有声内容制作方达成合作，整合正规版权内容资源，积累了庞大的有声阅读内容储备。公司通过直接购买的方式与北京丛林天润影视文化发展有限公司、北京朝花夕拾文化发展有限公司等内容制作方达成战略合作，得到大量有声阅读产品的授权。此外，公司也从部分出版社、图书公司、个人作者处购买音频制作权，并聘请专业人员对音频进行配音、剪辑等加工，将其制成有声阅读作品。另外，公司还有部分有声阅读产品是由公司在职编辑和播音人员原创的。

表 3：公司移动阅读内容数据

时间	文字阅读产品数	签约作者原创作品数	引入有声作品数	自制有声内容时长
2017 年末	21000 余本	17000 余本	近 6000 部	近 6000 小时
2018 年末	40000 余本	28000 余本	近 7000 部	近 10000 小时

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 在移动文字阅读内容方面，公司通过与国内知名内容制作方和原创文学作者进行签约合作，获取高质量的内容和版权资源。目前公司的长期内容合作方包括塔读文学、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。2019 年上半年公司新增签约作者超过 2000 人，新增原创作品近 3000 部，竞争壁垒进一步加深。

2.3.2 渠道经营有方，“运营商+自有平台+自媒体”多方布局

1) 运营商渠道端：与三大运营商建立互惠互利合作模式，扩大营销市场

公司通过电信运营商基地产品包业务与三大运营商开展深度合作。具体来说，公司向三大电信运营商提供适合在手机上阅读或使用的数字版权内容，后者提供积分奖励、互动体系、打折促销等个体推广或联盟推广的营销方案和渠道，通过海量内容和多渠道推广获取用户，再以单本/集/章点播和包月两种形式从用户处收费。

公司在电信运营商基地产品包业务开展过程中，担任两种不同的角色：为运营商的产品包提供数字版权资源的内容提供方和为运营商的阅读基地提供技术支持的运营支撑合作方。

- 在内容合作方面，公司向运营商基地提供有声小说、数字阅读、动漫、资讯等多个类别的内容，目前公司在各大运营商基地都有自己独立的产品包。
- 在运营支撑合作方面，公司与运营商的合作内容分为两大类。一类是为其提供技术服务，协助运营商开展基地相关项目运作，包括平台、APP 终端开发、技术维护与日常运营等。比如，平治有限于 2010 年与电信天翼阅读基地签订合作协议，负责天翼阅读有声版的前端产品和后端平台的设计、开发、维护工作，为天翼有声阅读基地开发了具备内容上传、数据查询等功能的运营平台。另一类合作内容为向运营商提供运营支撑服务，将公司的运营人员派驻至运营商基地，使其服从基地给予的业务安排。比如，2011 年，平治有限成为移动阅读基地首批引入的五个运营方之一，向基地派驻工作人员，负责相声评书频道的平台建设及运营工作。

表 4：与三大运营商合作分成方式

合作方式	合作内容	分成方式
内容合作	按照基地的格式及应用要求提供数字文化产品内容	平治信息的收入=基地收到的信息费*发行人分成比例*(1-运营商预计坏账率)
运营支撑合作	技术服务： 以中标的形式负责基地开发计划中的一部分技术工作	自 2014 年 1 月 1 日起，天翼阅读基地根据开发人员的数量和杭州本地的人员工资水平支付报酬给公司
	运营支撑服务： 向基地派驻运营人员，业务上接受基地的安排	基地根据公司所承担的工作量按规定的结算规则支付给公司报酬

数据来源：招股说明书，西南证券整理

截至 2019 年 6 月末，公司加大与咪咕阅读、天翼阅读、沃阅读等阅读基地的合作力度，为其提供海量优质的内容版权资源和技术运营服务，并借助三大运营商庞大的用户基数和强大的营销推广能力，快速抢占移动阅读市场，与三大运营商实现移动阅读方面的合作共赢。公司通过深化与三大运营商在移动阅读业务和增值电信业务业务上的合作，逐步成为其可靠的长期战略合作伙伴，为后续智慧家庭和 5G 衍生产品的销售打下基础。

2) 自有平台渠道端：扩充分发渠道，搭建原创平台，建立“百足模式”

为适应移动有声阅读业务市场的需求，公司于 2009 年 10 月正式上线运营“话匣子听书”，用户可通过 WAP、互联网、移动 APP 和声讯四种方式接入话匣子听书。从内容上看，话匣子听书为用户提供热门小说、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、健康养生等多个类型的频道。从收入模式上看，与各地运营商合作推出的 WAP 地方定制版以包月的形式收费；与联通阅读基地和各地运营商推出的移动

APP 定制版也以包月的形式收费，包月收入通过跟运营商信息费分成的形式定期结算；跟各运营商省分公司合作的声讯服务对于包月用户按包月收费、对于不包月的用户按时长收费，剩余的 WAP 基本版、移动 APP 基础版、互联网方式均以免费为主，用户可以直接下载或收听内容。2015 年开始，话匣子业务收入呈下降趋势，主要是由于公司的业务重心转向运营商基地产品包业务和原创阅读平台业务，对话匣子业务的推广投入逐渐减少，各省级分公司对业务的推广力度下降。

图 12：话匣子听说官方网站一览



数据来源：官方网站，西南证券整理

公司从 2015 年下半年开始搭建自有阅读平台，并于 2016 年率先在业内采用多团队并行的“百足模式”，通过不断吸收行业内优秀人才，先后孵化出超阅小说、盒子小说、知阅小说、麦子阅读、如玉小说、掌读小说、夏至小说、灵书阅读、柚子文学、花生阅读等多个原创阅读内容生产平台。2016 至 2018 年，公司的自有阅读站的数量分别达到近 40、70 和 100 个。2019 上半年，公司根据整体规划，对旗下网站进行整合精简，截止至 6 月末，公司整合后的原创阅读站共有 30 余个，包括平治文学、超阅小说、盒子小说、掌读小说、麦子阅读等，覆盖的渠道包括 PC 端平台、手机端 APP、WAP 站、微信公众号、微信小程序等，涵盖从都市言情到仙侠奇幻的不同题材。

表 5：目前公司主要原创阅读站信息

平台名称	成立时间	隶属公司	作品类别
平治文学	2018 年 6 月	杭州平治信息技术股份有限公司	都市生活、悬疑灵异、玄幻仙侠、现代言情、古言架空、历史军事、游戏竞技等
超阅小说	2015 年 11 月	北京爱捷讯科技有限公司	悬疑灵异、玄幻仙侠、历史军事、都市校园、现言古言等
盒子小说	2015 年 12 月	杭州千越信息技术有限公司	悬疑灵异、玄幻仙侠、历史军事、都市校园、现言古言等
掌读小说	2016 年 3 月	徐州众越信息技术有限公司	都市校园，现代言情，古言穿越，历史悬疑，奇幻玄幻等
麦子阅读	2015 年 6 月	杭州千韵信息技术有限公司	都市情感，现言婚恋，精品军婚，古代宫斗等

数据来源：平台官网，西南证券整理

3) 自媒体 CPS 渠道端：通过收购发力 CPS 模式，实现内容渠道资源共享

2017 年下半年，公司收购“郑州麦睿登”和“杭州悠书”各 51% 的股权，发力 CPS 分销模式。CPS 模式指公司为外部自媒体提供接入平台，并为接入其中的自媒体提供内容资源，自媒体再通过自己的分发渠道将公司提供的内容作品进行推广，实现内容渠道资源共享，从而吸引客户，获得收入后自媒体与提供内容的公司进行分成。公司收购“郑州麦睿登”和“杭州悠书”后，依托 CPS 模式强大的渠道资源，将公司的阅读内容有效的快速的分发到市场上，迅速扩大了公司文学作品的受众范围。截至 2019 年 6 月末，加入公司 CPS 模式的自媒体有近 30 万家。2020 年初，公司拟收购杭州悠书和杭州云阅读（网易云阅读），在渠道、内容、品牌等方面对公司业务进行补充。

- **杭州悠书：**公司于 2017 年 9 月收购杭州悠书网络科技有限公司 51% 的股份。杭州悠书主要经营移动阅读 CPS 推广平台。杭州悠书旗下的悠书阁是一家移动广告平台和原创网络文学 CPS 推广平台，悠书阁主要从事微信上的 CPS 内容分发业务，为接入该平台的微信公众号免费提供内容支持和运营服务，以此模式将公司的文学作品通过微信自媒体渠道传递给用户。读者在公众号内使用微信支付进行充值，充值的金额由公众号和悠书阁进行分成。标的原股东承诺自交割日的次月起算三年内实现的净利润不低于 500 万元、625 万元和 782 万元。在 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 10 月 30 日期间，杭州悠书实际实现净利润 5398 万元，远远超过承诺利润 500 万元。
- **郑州麦睿登：**平治信息于 2017 年 9 月以自有资金 6885 万元认购郑州麦睿登网络科技有限公司 51% 的股权，标的公司主营数字作品阅读平台业务，凭借其拥有的众多优质版权、便捷的接入途径为微信公众号、微博、QQ 公众号、QQ 空间等自媒体提供内容支持和运营平台。同时，其开放的云平台系统吸引了大量的外部内容供应方入驻，与接入平台的自媒体形成内容渠道资源共享的模式。原股东承诺在交割后的三年内每年实现的净利润不低于 1500 万元、1875 万元和 2344 万元。2017 年 10 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日，麦睿登实现净利润 1791 万元，超过第一期承诺利润 1500 万元。

2.3.3 着力 IP 改编，探索网络文学立体化发展路径

网络文学具备更新速度快、用户基数大、衍生空间广等特点，天然成为了最大 IP 源头之一，优质的网络文学 IP 普遍具有极高的商业价值。为了探索网络文学立体化发展路径，公司于 2017 年 6 月成立了控股子公司平治影业，拓展 IP 泛娱乐改编业务。平治影业自成立以来，不断从公司版权库中挑选优质 IP 向有声、漫画、影视等领域进行改编孵化。截止目前，在有声业务方面，公司已推出《我若离去，后会无期》、《最后一个捞尸人》、《二皮匠》、《万古镇魔》等有声改编作品；在漫画业务方面，公司已推出小说改编的漫画产品 40 余部，包括《契婚》、《千秋我为凰》、《史上最强帝后》、《妖怪通缉》等；在影视业务方面，公司推出了多部网络大电影，包括《战境：火线突围》、《镇魔司：四象伏魔》、《时间遗墓 1：九龙解棺》，并参与投资了网剧《时光教会我爱你》。其中，《镇魔司：四象伏魔》上线后好评如潮，斩获包括 2018 首届华语新媒体影展“最佳视觉特技奖”在内的多项荣誉。

图 13:《镇魔司：四象伏魔》海报



数据来源：豆瓣，西南证券整理

3 并购兆能科技，强势切入智慧家庭

3.1 “政策+技术”催化 5G 智慧家庭产业快速发展

政策端：5G 技术的应用将广泛地影响人民的经济、社会和生活，为相关产业链注入新的活力，使经济呈现出前所未有的潜力。党和国家高度重视 5G 技术的发展，深刻认识到 5G 将为产业、商业和社会成长带来机遇。**国家层面：**为了推动 5G 技术标准的制定、支撑应用产业发展、搭建国际交流与合作的平台，工业和信息化部、国家发展改革委和科技部于 2013 年 2 月，联合成立了 IMT-2020(5G)推进组。《“十三五”规划纲要》明确提出“积极推进第五代移动通信（5G）和超宽带关键技术，启动 5G 商用”的要求。为贯彻十三五规划，工信部 2017 年 1 月公布的《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》也对 5G 的发展做出明确指示；**地方政府层面：**各省市市政府意识到 5G 产业的巨大潜力、积极响应 5G 发展战略、全力推进 5G 网络建设，北京、河北、上海、浙江、江苏、江西、湖北、湖南、河南、广东、深圳、成都、重庆等省市纷纷发布了 5G 行动计划、实施意见等政策文件。截至今年 9 月，全国各省市共出台 40 多项 5G 政策文件。

表 6：近年 5G 政策一览

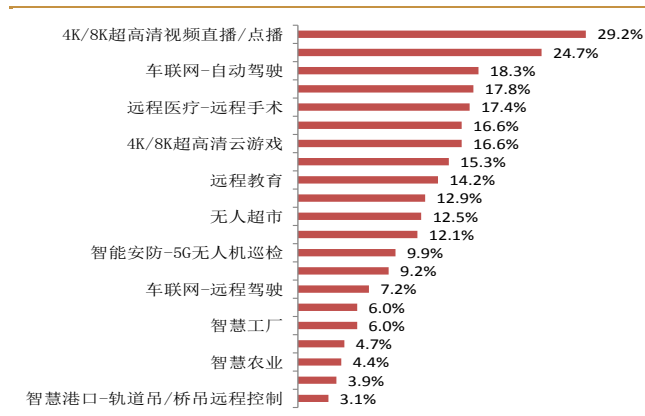
日期	颁发单位	名称	简介
2015.5	国务院	《中国制造 2025》	全面突破第五代通信技术
2016.03	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	积极推进第五代移动通信（5G）和超宽带关键技术研究，启动 5G 商用。超前布局下一代互联网，全面向互联网协议第 6 版（IPv6）演进升级。布局未来网络架构、技术体系和安全保障体系。重点突破大数据和云计算关键技术、自主可控操作系统、高端工业和大型管理软件、新兴领域人工智能技术。
2016.07	国务院	《国家信息化发展战略纲要》	到 2020 年，固定宽带家庭普及率达到中等发达国家水平 第三代移动通信（3G）、第四代移动通信（4G）网络覆盖城乡

日期	颁发单位	名称	简介
			第五代移动通信 (5G) 技术研发和标准取得突破性进展
2016.08	国务院	《智能制造工程实施指南 (2016-2020 年)》	“十三五”期间, 初步建成 IPv6 和 4G/5G 等新一代通信技术与工业融合的试验网络、标识解析体系、工业云计算和大数据平台及信息安全保障系统。
2016.12	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	到 2020 年, 5G 技术研发和标准制定取得突破性进展并启动商用。云计算、大数据、物联网、移动互联网等核心技术接近国际先进水平。
2017.01	工信部	《信息通信行业发展规划 (2016—2020 年)》	加大信息通信技术开发应用力度。加强移动互联网、物联网、云计算、大数据、移动智能终端等技术研发和综合应用, 提升安全可控水平, 推进核心技术成果转化和产业化。支持 5G 标准研究和技术试验, 推进 5G 频谱规划, 启动 5G 商用。
2017.03	国务院	《政府工作报告》	加快 5G 技术研发和转化, 做大产业集群。
2018.03	国务院	《政府工作报告》	推动 5G 产业发展
2018.07	工信部	《扩大和升级信息消费三年行动计划 (2018-2020) 年》	推动信息基础设施提速降费。深入落实“宽带中国”战略, 组织实施新一代信息基础设施建设工程, 推进光纤宽带和第四代移动通信 (4G) 网络深度覆盖, 加快第五代移动通信 (5G) 标准研究、技术试验, 推进 5G 规模组网建设及应用示范工程。
2018.10	国务院	《完善促进消费体制机制实施方案》	进一步扩大和升级信息消费。加大网络提速降费力度。加快推进第五代移动通信 (5G) 技术商用。支持企业加大技术研发投入, 突破核心技术, 带动产品创新, 提升智能手机、计算机等产品中中高端供给体系质量。
2019.06	工信部	工业和信息化部向四家企业颁发 5G 牌照	依中国电信集团有限公司、中国移动通信集团有限公司、中国联合网络通信集团有限公司、中国广播电视网络有限公司申请, 工业和信息化部履行法定程序, 于 2019 年 6 月 6 日向四家企业颁发了基础电信业务经营许可证, 批准四家企业经营“第五代数字蜂窝移动通信业务”。

数据来源: 政府官网, 西南证券整理

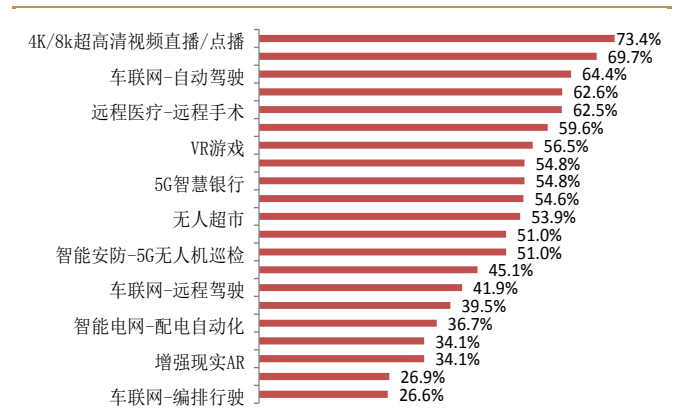
5G 拥有广泛的市场需求与应用场景, 助力移动终端、泛娱乐、医疗健康、工业互联网、汽车等多行业发展。艾瑞咨询 2019 年发布的《未来已来, 5G 行业研究报告》显示, 中国消费者对 5G 认知度较高并持积极态度。用户认知度方面: 只有 5.7% 的用户对 5G 不了解, 过半数用户对 5G 非常了解。5G 期待度方面: 8.9% 的用户希望 2019 年能够享受 5G 的福利, 67.7% 的用户希望 5G 能够在 2020 年得到普及, 只有 23.4% 的用户希望 2021 年以后能够使用 5G。

图 14: 2019 年 12 月用户最期待的 5G 应用场景



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

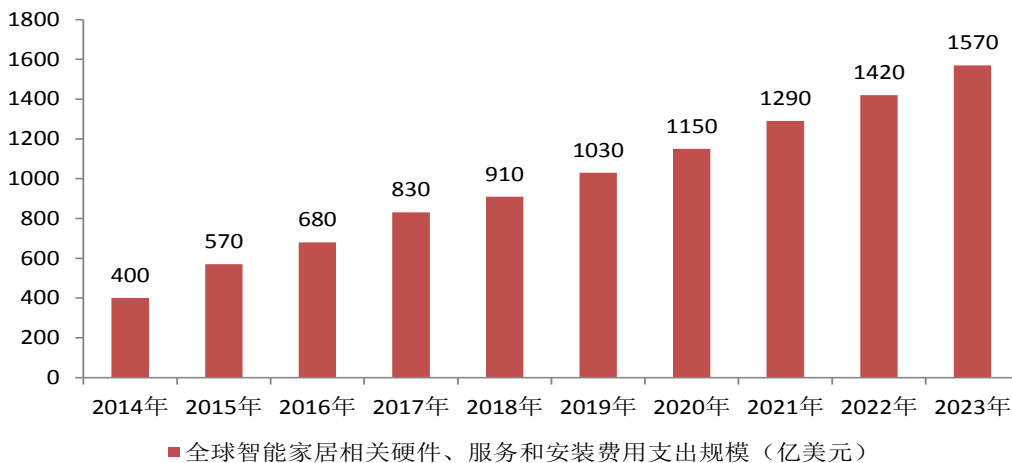
图 15: 2019 年 12 月用户对 5G 应用场景的认知度



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

物联网、云计算和人工智能的高速发展催化了智慧家庭落地。5G 商用和 WIFI6 高带宽、低时延、多用户的特点促进了物联网的建设需求。受惠于计算机技术、物联网技术、自动控制技术的发展，智慧家庭行业未来市场潜力巨大。《2018 中国智能家居产业发展白皮书》显示，中国的智慧家庭市场的渗透率为 4.9%，远低于美国同期 32% 的市场渗透率。《2015-2020 年中国智能家居设备行业发展前景预测与投资机会分析报告》显示，到 2020 年中国智慧家庭产业有望成为万亿元量级的蓝海产业。全球智慧家庭产业发展潜力同样不容小觑，Strategy Analytics 研究显示，2014-2023 年，全球智能家居行业将以 11% 的符合增长率从 400 亿美元增长到 1570 亿美元。

图 16：2014-2023 年全球智能家居相关硬件、服务和安装费用支出规模统计情况及预测



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

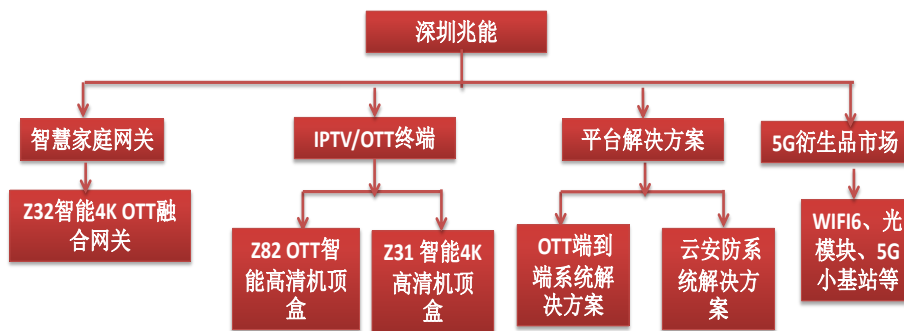
3.2 兆能科技：“技术+资源”禀赋深厚，增厚公司利润

2019 年 4 月，公司以现金支付的方式收购网络智能终端设备领军企业——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。公司于 2020 年 1 月宣布拟斥资 4.66 亿元收购兆能科技剩余 49% 的股权，其中以现金方式支付 1.16 亿，股份发行方式支付 3.49 亿元，相应股票发行价为 50.5 元/股。交易完成后，兆能科技将成为平治信息全资子公司。标的方承诺 2019-2021 年实现归母净利润分别为 2850 万元、3750 万元和 4320 万元，在近期公布的并购及募集配套资金方案中，标的方提出 2020-2022 年累计实现不少于 3.7 亿元净利润的承诺，其中 2020 年不低于 1 亿元，2021 年不低于 1.2 亿元，2022 年不低于 1.5 亿元。

3.2.1 产品线丰富，业绩快速提升

兆能科技成立于 2014 年，主要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。2018-2019 年 Q2 期间，公司主营智能网关、WIFI 路由器、IPTV/OTT 终端设备、智能音箱业务。在并入上市公司旗下后，兆能科技充分发挥母公司的资源和市场优势，产品服务已广泛进入家庭组网系统、数字视讯、智能家居、政企应用与物联网五大产品线。此外，标的公司根据通信行业的发展趋势，自 2019 年下半年开始进军 WIFI6、光模块、5G 小基站的 5G 衍生品市场。

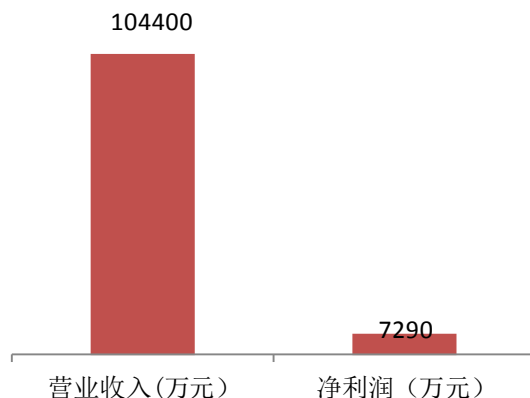
图 17：兆能科技产品体系一览



数据来源：公司官网，西南证券整理

依托较强的科研设计能力和与运营商的良好合作关系，兆能科技业绩快速增长，2019年实现收入 10.4 亿元，同比增加 218%，净利润 7290 万元，向上市公司贡献净利润 3718 万元，远超业绩承诺 2850 万元。2020 年，兆能将紧随运营商的建设周期，深耕智慧家庭和 5G 衍生品业务，实现更进一步成长。

图 18：兆能科技 2019 年营业收入和归母公司净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理（净利润数据为并表利润）

3.2.2 “技术+资源”构筑核心竞争力

卓越科研能力是公司发展之基。兆能科技深耕智慧家庭和 5G 衍生品领域，精准把握市场风向和运营商需求，凭借技术优势及时做出高效反应，快速完成产品更新。2018-2019 年上半年，公司主营智慧家庭网关（GPON）、IPTV/OTT 终端等网络智能终端设备。2019 年下半年，兆能积极拓宽产品线，深入物联网、政企应用、智能家居、数字视讯、家庭组网系统五大领域，密切关注 5G 衍生品和智能家居市场动向，技术储备 WIFI6 AP、WIFI6 CPE、WIFI6 路由器、光模块、5G 小基站为 2020 年持续发力细分赛道做准备。此外，为进一步强化公司的科研优势，兆能科技战略投资世炬网络。世炬网络是国内领先的全制式开放架构 5G 基站技术解决方案的专业研发者和第三方提供商，主要为厂商提供定制化 5G 协议栈软件及软硬件一体化解决方案。

核心科研技术的创新才能显著加强了公司获取订单的能力。2019 年下半年，兆能科技与头部公司同时竞标中国移动摄像头项目并成为中标公司之一，中标金额高达 4279 万元。2020 年疫情期间，公司凭借核心研发能力，积极响应市场需求，及时推出防疫摄像头、测温设备、消毒机器人等。同时，针对疫情期间远程办公的需求，公司中标中国移动电话会议集成系统项目。

图 19：公司中标中国电信订单

- (一) 项目名称：中国电信 2019 年全球眼监控终端集中采购项目
(二) 招标单位：中国电信集团有限公司、中国电信股份有限公司
(三) 招标代理机构：中国通信建设集团有限公司
(四) 深圳兆能中标情况：

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	1616.70	21.10
标包 2: 400 万高清网络摄像机	1272.40	20.60
标包 4: 超低照度全彩摄像机	586.85	20.20
标包 5: 人脸抓拍摄像机	803.20	35.50
合计	4279.15	-

注：上述中标金额为预估采购规模。招标人将按照招标文件和投标文件与深圳兆能签订合同。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司中标中国移动订单

- (一) 项目名称：双跨融合通信终端（第六批）研发及量产项目-P 系列
(二) 采购人名称：中国移动通信有限公司政企客户分公司
(三) 采购代理机构名称：北京煜金桥通信建设监理咨询有限责任公司
(四) 技术要求：P 系列终端是中国移动面向企业客户市场提供的应用于大型会议的视频会议业务的配套设备。

(五) 预中标情况：

1、采购包 1

项目名称：双跨融合通信终端（第六批）研发及量产项目-P51

第一中标候选人：深圳市兆能讯通科技有限公司

2、采购包 2

项目名称：双跨融合通信终端（第六批）研发及量产项目-P52

第二中标候选人：深圳市兆能讯通科技有限公司

数据来源：公司官网，西南证券整理

通讯行业属于产品迭代非常迅速的行业，兆能科技的研发能力将助推其高效响应市场和运营商需求，为公司构筑一道坚固的护城河。

运营商资源优势是业务拓展之锚。兆能科技紧跟运营商业务发展方向，及时调整产品战略，提前布局智慧家庭和 5G 衍生品市场，与三大运营商形成战略合作关系。2018 年，兆能科技参与到三大运营商智慧家庭 IPTV 业务，获得 20 多亿元订单。

兆能科技一直是三大运营商 WIFI4、WIFI5 的供应商，公司充分借助资源优势，2020 年 3 月 5 日成为中国移动政企市场企业组项目（WIFI6）第一候选人。基于物联网和 5G 行业的高速发展，2020 年下半年预计会迎来 5G 衍生品业务如：5G 硬件、5G 小基站、光模块的爆发式增长。公司依托与三大运营商的合作关系，将受惠于 5G 的加速建设，获取大量订单，延续归母公司净利润大幅远超业绩承诺的态势。此外，公司前期发力运营商硬件建设将为后期享受运营商内容红利布局，兆能科技有望在未来为平治信息贡献更多的业绩。

图 21：公司中标中国移动 WIFI6 订单

双跨融合通信终端（第六批）研发及量产项目-P 系列_中选结果公示

双跨融合通信终端（第六批）研发及量产项目-P 系列：

标/包1的中选人为深圳市兆能讯通科技有限公司

标/包2的中选人为华为技术有限公司

采购人/招标代理机构：中国移动通信有限公司政企客户分公司/北京煜金桥通信建设监理咨询有限责任公司

2020年1月16日

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：收入确认方式变更，2019-2021 年移动阅读业务毛利率维持在 70% 水平；

假设 2：受益 5G、智慧家庭产业红利，公司智慧家庭业务快速增长，2019-2021 年毛利率分别为 15%、16% 和 17%。

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
移动阅读业务	收入	762.7	610.1	671.1	738.3
	增速	-6.9%	-20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.4%	70.0%	70.0%	70.0%
资讯类业务	收入	30.1	18.0	15.0	15.0
	增速	-40.0%	-40.3%	-16.7%	0.0%
	毛利率	52.8%	50.0%	50.0%	50.0%
其他增值电信业务	收入	57.3	68.8	82.5	99.0
	增速	45.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	37.8%	40.0%	40.0%	40.0%
智慧家庭业务	收入	-	1043.84	1461.4	1826.7
	增速	-	-	40.0%	25.0%
	毛利率	-	15.0%	16.0%	17.0%
其他	收入	11.8	14.2	17.0	20.5
	增速	995.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	收入	861.9	1755.0	2247.1	2699.5
	增速	-5.3%	103.6%	28.0%	20.1%
	毛利率	46.4%	35.4%	33.2%	32.4%

数据来源：Wind，西南证券

不考虑并购影响，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.8 亿元、3.3 亿元和 3.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.22 元、2.68 元和 3.06 元，给予公司 2020 年 28 倍估值，对应股价为 75.04 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000063.SZ	中兴通讯	50.79	-1.67	1.07	1.37	-11.76	47.33	36.94
600498.SH	烽火通信	39.46	0.72	0.81	0.99	39.43	48.56	39.67
000938.SZ	紫光股份	43.02	1.17	0.93	1.14	26.77	46.37	37.78
0772.HK	阅文集团	28.15	1.00	0.93	1.17	35.72	27.37	21.57
中值						31.25	46.85	37.36
均值						22.54	42.41	33.99

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券（数据截至 2020.3.13）

5 风险提示

市场竞争加剧的风险，内容产业政策风险，5G 推广不及预期的风险，智慧家庭业务订单落地不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	861.95	1754.96	2247.10	2699.48	净利润	221.68	341.95	408.41	471.34
营业成本	461.72	1133.93	1501.95	1823.81	折旧与摊销	63.51	17.94	17.94	17.94
营业税金及附加	3.47	6.43	8.50	10.10	财务费用	8.69	15.25	16.98	19.52
销售费用	12.25	24.23	31.33	37.51	资产减值损失	4.65	10.00	0.00	0.00
管理费用	74.56	145.66	193.25	234.85	经营营运资本变动	-49.82	12.83	-25.07	-24.61
财务费用	8.69	15.25	16.98	19.52	其他	-66.21	-10.00	2.00	-1.00
资产减值损失	4.65	10.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	182.50	387.98	420.27	483.19
投资收益	-0.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-81.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	55.95	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-25.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	261.76	419.47	495.09	573.67	短期借款	-60.00	-80.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.65	-0.08	0.49	0.30	长期借款	-3.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	263.41	419.38	495.59	573.97	股权融资	17.51	0.00	0.00	0.00
所得税	41.73	77.43	87.17	102.63	支付股利	-20.00	-39.43	-55.39	-66.68
净利润	221.68	341.95	408.41	471.34	其他	39.42	-16.91	-16.98	-19.52
少数股东损益	24.54	65.00	75.00	90.00	筹资活动现金流净额	-26.39	-136.33	-72.37	-86.21
归属母公司股东净利润	197.14	276.95	333.41	381.34	现金流量净额	130.70	251.64	347.90	396.99
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	423.14	674.78	1022.68	1419.66	成长能力				
应收和预付款项	243.00	425.58	562.76	687.59	销售收入增长率	-5.28%	103.60%	28.04%	20.13%
存货	5.79	14.21	16.83	21.86	营业利润增长率	97.89%	60.25%	18.03%	15.87%
其他流动资产	0.94	1.92	2.45	2.95	净利润增长率	109.08%	54.26%	19.44%	15.41%
长期股权投资	5.27	5.27	5.27	5.27	EBITDA 增长率	90.07%	35.54%	17.09%	15.31%
投资性房地产	16.72	16.72	16.72	16.72	获利能力				
固定资产和在建工程	48.98	46.57	44.17	41.76	毛利率	46.43%	35.39%	33.16%	32.44%
无形资产和开发支出	144.89	129.45	114.01	98.57	三费率	11.08%	10.55%	10.75%	10.81%
其他非流动资产	20.86	20.76	20.66	20.56	净利率	25.72%	19.48%	18.18%	17.46%
资产总计	909.59	1335.26	1805.55	2314.96	ROE	39.01%	39.27%	33.37%	28.94%
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.37%	25.61%	22.62%	20.36%
应付和预收款项	99.49	204.32	266.85	323.72	ROIC	80.56%	113.65%	114.55%	115.40%
长期借款	11.47	11.47	11.47	11.47	EBITDA/销售收入	38.74%	25.79%	23.59%	22.64%
其他负债	150.39	248.72	303.46	351.33	营运能力				
负债合计	341.36	464.51	581.77	686.53	总资产周转率	1.06	1.56	1.43	1.31
股本	120.37	124.60	124.60	124.60	固定资产周转率	17.51	36.73	49.53	62.83
资本公积	27.48	23.25	23.25	23.25	应收账款周转率	5.65	6.81	6.01	5.74
留存收益	385.08	622.60	900.62	1215.28	存货周转率	108.47	113.38	90.91	87.49
归属母公司股东权益	522.54	760.07	1038.09	1352.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.99%	—	—	—
少数股东权益	45.69	110.69	185.69	275.69	资本结构				
股东权益合计	568.23	870.76	1223.78	1628.44	资产负债率	37.53%	34.79%	32.22%	29.66%
负债和股东权益合计	909.59	1335.26	1805.55	2314.96	带息债务/总负债	26.80%	2.47%	1.97%	1.67%
					流动比率	2.69	2.99	3.27	3.58
					速动比率	2.67	2.96	3.24	3.55
					股利支付率	10.14%	14.24%	16.61%	17.49%
					每股指标				
					每股收益	1.58	2.22	2.68	3.06
					每股净资产	4.19	6.10	8.33	10.86
					每股经营现金	1.46	3.11	3.37	3.88
					每股股利	0.16	0.32	0.44	0.54
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	333.96	452.66	530.02	611.14					
PE	35.23	25.08	20.83	18.21					
PB	13.29	9.14	6.69	5.13					
PS	8.06	3.96	3.09	2.57					
EV/EBITDA	18.89	13.72	11.06	8.95					
股息率	0.29%	0.57%	0.80%	0.96%					

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn