

智慧家庭+元宇宙齐头并进，成长路径愈发清晰

2022年03月24日

► **顺利转型：由单一阅读业务转为“通信+阅读”双轮驱动，通信领域已实现“从0到1”的突破，并有望完成“从1到N”的跃迁。**平治信息成立于2002年，并于2016年12月在深圳证券交易所创业板上市。公司发展早期基于运营商渠道开展移动阅读业务，并在上市后把握移动互联网红利迎来高速发展，阅读业务增长见顶后公司积极寻求转型，于2019年收购深圳兆能，主动布局以智慧家庭为核心的通信业务，并进一步延伸至5G接入网、承载网等领域，成功转型为通信和传媒双轮驱动的综合性公司。

► **移动阅读：老树开新花，数字版权价值有望重估。**数字阅读行业已完成了市场教育阶段，用户付费意愿较高，在技术普及与疫情刺激下，行业市场规模稳步提升。公司依靠运营商渠道起家，并通过CPS模式、建立差异化自有平台等举措进一步拓展移动阅读业务市场覆盖范围。随着公司积累的大量版权资源已转化为优质数字版权储备，未来可基于IP资源进行衍生创作，有望依托元宇宙实现版权资源高效转化和价值重构。

► **通信：智慧家庭+5G设备打开成长空间。**《“十四五”数字经济发展规划》对25年千兆宽带用户提出了6,000万的定量目标，同时对高质量网络服务的旺盛需求将推动用户从百兆向千兆切换；根据工信部数据，21年底我国千兆宽带用户渗透率为6.40%，百兆宽带用户渗透率为93.04%，我们认为千兆宽带远期（2030年）渗透率有望超80%，25年千兆宽带用户数有望超2亿。伴随Wi-Fi6逐步替代Wi-Fi5设备，公司智慧家庭产品单价提升明显，公司迎来量价齐升的景气上行周期。同时公司定增参与5G接入网、承载网等5G通信设备板块，进一步完善产品布局，亦有望拓展收入来源。公司22年1-2月新增订单8.81亿元，结合21Q3订单披露情况，我们预估公司目前在手订单规模在55-60亿元，业绩确定性较强。

► **元宇宙：依托运营商差异化布局，元宇宙进展提速。**公司通过运营商切入元宇宙，可借助运营商渠道充分发挥其独有的内容运营+智能终端的优势。21年11月9日，公司与中移虚拟现实、达闼机器人签署战略合作协议，布局机器人元宇宙；22年1月11日，中国移动通信联合会元宇宙产业委员会公布首批成员接纳名单，公司成为首批成员，并担任副主任委员；22年3月17日，公司与联通在线、新华网签署战略合作协议，共建元宇宙联合实验室，超视频、数字虚拟人等元宇宙场景。

投资建议：公司智慧家庭业务维持高景气，并积极依托运营商差异化布局元宇宙，成长路径清晰。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.90/4.20/5.77亿元，对应PE倍数为25x/17x/12x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**智慧家庭业务发展不及预期；市场竞争加剧；元宇宙进展不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,408	3,588	4,933	6,480
增长率（%）	40.2	49.0	37.5	31.4
归属母公司股东净利润（百万元）	211	290	420	577
增长率（%）	-1.0	38.0	44.7	37.3
每股收益（元）	1.51	2.08	3.01	4.13
PE	34	25	17	12
PB	10.3	4.5	3.6	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年03月23日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

50.87元



分析师：马天诣

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

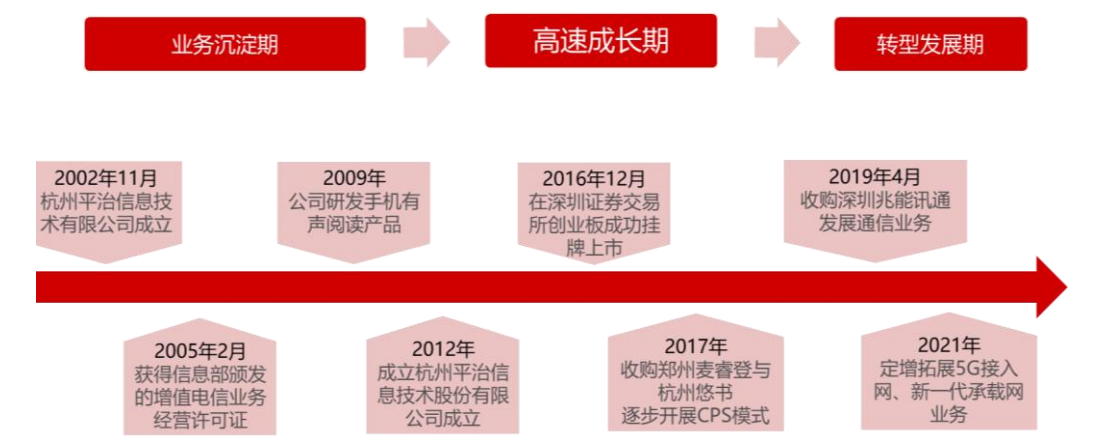
目录

1 顺利转型：由单一阅读业务转为“通信+阅读”双轮驱动	3
2 移动阅读：老树开新花，数字版权价值有望重估	6
2.1 数字阅读市场稳健发展，疫情强化线上阅读需求	6
2.2 背靠运营商渠道市场，CPS 分销模式维持业务高毛利	6
2.3 公司积累大量优质 IP 资源，数字版权价值有望重估	7
3 通信：智慧家庭+5G 设备打开成长空间	11
3.1 政策与需求共振，千兆宽带迎高景气周期	11
3.2 Wi-Fi6 加速普及，智慧家庭产品单价提升明显	12
3.3 市场份额稳步提升，横向拓展完善产品布局	14
4 元宇宙：依托运营商差异化布局，元宇宙进展提速	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测假设与业务拆分	18
5.2 估值分析与投资建议	19
6 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 顺利转型：由单一阅读业务转为“通信+阅读”双轮驱动

平治信息成立于 2002 年，于 2016 年 12 月在深圳证券交易所创业板成功上市。公司发展历经三个重要阶段：**1) 业务沉淀期：基于运营商渠道开展业务。**公司获得工信部增值电信业务经营许可并分别与移动、电信、联通建立业务合作关系，向三大通信运营商阅读基地提供数字阅读产品并共同推广运营。**2) 高速成长期：紧抓移动互联网红利。**公司自 2015 年开始布局移动互联网的付费阅读业务，把握新媒体流量红利期机遇，移动阅读业务高速发展。**3) 转型发展期：收购深圳兆能，积极布局智慧家庭业务。**多年来增值电信业务的开发及运营经验积累使公司与通信运营商建立了良好的合作关系，同时伴随互联网红利褪去，移动阅读业务增速放缓，公司积极寻求第二成长曲线，于 2019 年收购深圳兆能，主动布局以智慧家庭为核心的通信业务，并进一步延伸至 5G 接入网、承载网等领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：平治信息官网，民生证券研究院整理

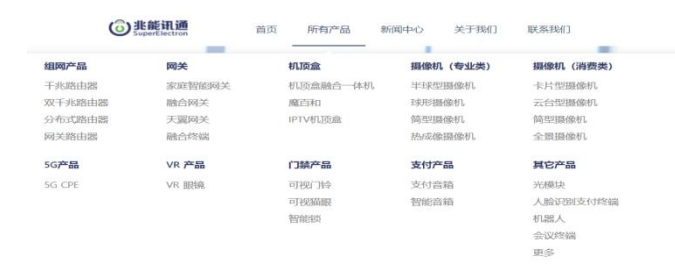
上市后通过多轮资本运作布局通信领域，已实现“从 0 到 1”的突破，并有望完成“从 1 到 N”的跃迁。公司分别于 2019 年、2020 年现金收购深圳兆能讯通科技有限公司 51% 和 49% 股权，进入智能家居终端领域，主要产品包括路由器、网关、机顶盒等。2021 年 12 月公司新一轮定增募资 5.85 亿元，进一步拓展业务至 5G 无线接入网、承载网等通信设备。经历短暂阵痛期，公司已实现从以移动阅读为单一主业向“通信+阅读”双轮驱动的顺利转型。

图 2：移动阅读业务旗下产品众多



资料来源：平治信息官网，民生证券研究院

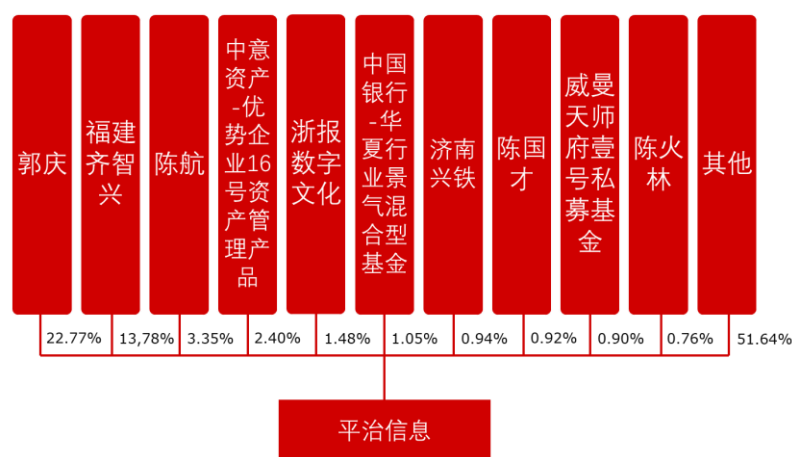
图 3：通信业务由全资子公司深圳兆能负责



资料来源：深圳兆能官网，民生证券研究院

公司股权结构稳定，实控人为郭庆、张晖夫妇。根据公司 2021 年 12 月 28 日定增上市公告书，定增股票上市后郭庆持有公司 22.77% 股份，张晖通过福建齐智兴持有公司 13.78% 的股份。前十大股东中，中意资产（持股 2.40%）和浙数文化（持股 1.48%）分别为 2021 年和 2019 年定增引入的战略投资者。

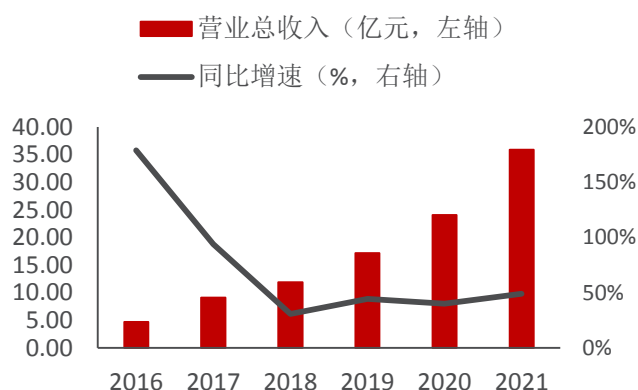
图 4：公司股权结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

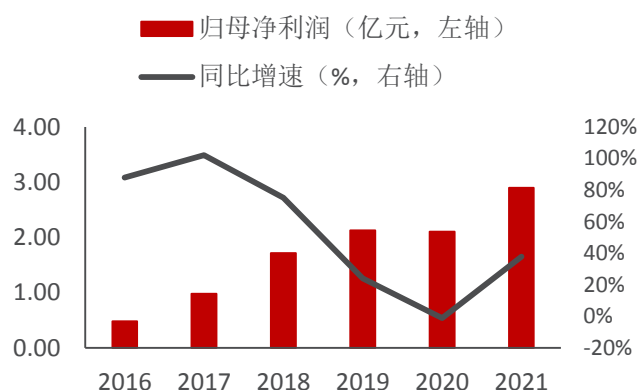
智慧家庭业务释放新动能，营收利润双提速。公司 2016-2021 年整体上保持了较快的业绩增速，营收和净利润 CAGR 为 50.22%和 43.04%，但其中 2019-2020 年移动阅读业务发展趋缓，叠加转型初期深圳兆能亏损，公司净利润增速有所波动。2021 年公司通信业务转型取得了阶段性成果，陆续斩获运营商大单，根据公司业绩快报，当年实现营业收入 35.88 亿元，同比增长 48.99%，实现归母净利润 2.90 亿元，同比增长 37.77%

图 5：公司总收入及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

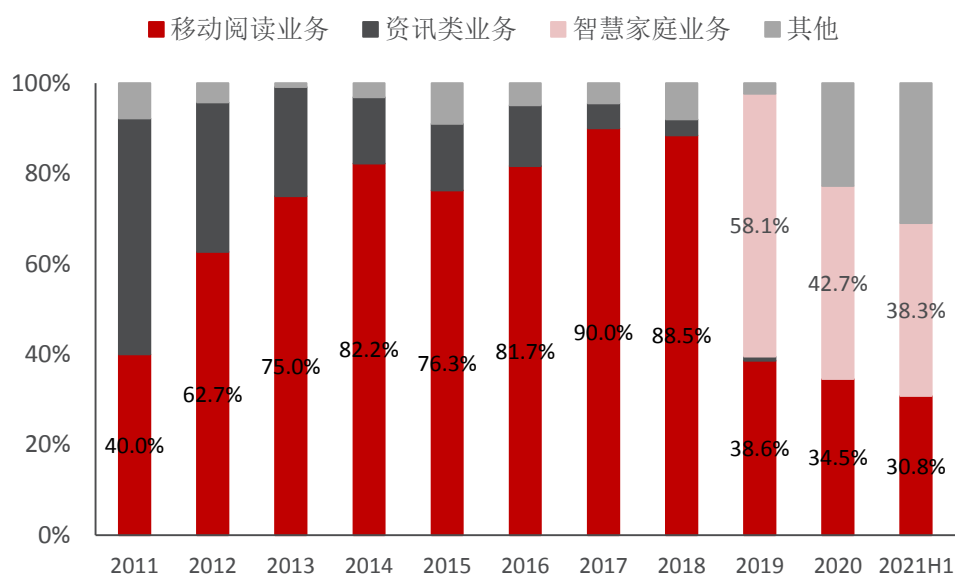
图 6：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

我们认为伴随着营收结构的变化，公司的性质也发生了根本性的转变，经营拐点已至。过去，公司是以移动阅读为主、资讯类为辅的传媒公司，抓住了 4G 时代移动互联网红利实现业绩高速增长（13-17 年营收从 1 亿增长至 9 亿）。现在，公司已实现顺利转型，成为通信和传媒双轮驱动的综合型公司。通信板块 家庭宽带业务受益行业增长和自身市场份额的提升，增长动能强劲；新拓展的 5G 天线和固网业务已有在手订单，有望打开长期成长空间。**未来，携手运营商，布局元宇宙。**移动阅读板块，自有 IP 可与元宇宙多元结合，数字版权价值有望重估。元宇宙方面，公司已与中移虚拟现实、达闼机器人签订三方协议，布局 VR/AR 和机器人元宇宙，同时布局虚拟人技术，未来有望借助运营商渠道推广产品。

图 7：公司主营业务构成



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 移动阅读：老树开新花，数字版权价值有望重估

2.1 数字阅读市场稳健发展，疫情强化线上阅读需求

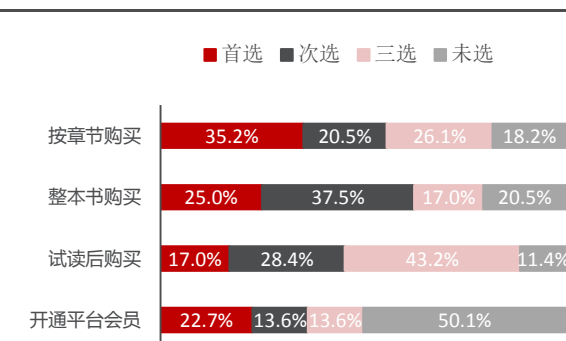
数字阅读行业用户付费意愿较高。数字阅读的早期形态多为网络文学，于 20 世纪 90 年代中后期开始发展，从互联网刚兴起时萌芽阶段，到当前移动互联网高度普及的成熟阶段，已初步形成注重内容质量、重视 IP 衍生价值的创作体系，付费模式在用户群体中开始被普遍接受。在艾媒咨询 2020 年调查中，超七成数字阅读用户愿意进行付费阅读。根据《2020 年度中国数字阅读报告》随着数字阅读习惯的养成，越来越多的用户愿意为高质量内容买单，付费意愿 86.3%。2020 年，电子阅读付费用户中 26.8% 每月平均花费 100 元及以上。

图 8：数字阅读发展历程

	萌芽阶段 (20世纪90年代末-21世纪初)	付费阅读兴起 (21世纪初-2010年)	向移动端转变 (2010年-2014年)	移动互联网时代 (2014年至今)
时代背景	互联网在中国并不普及，大多数中国读者只能以实体书形式阅读网络原创作品	网络文学开始加速发展并与传统出版区分开来	移动阅读的便利性以及移动应用程序的发展，用户黏性及平台参与度的不断增长；移动支付逐渐兴起	包括智能手机、平板电脑在内的移动智能设备在国内普及基本完成
题材内容	故事情节与题材有限，未与传统出版物显著区分	此间流行的题材为玄幻及言情	网络文学涵盖200多题材，远超出传统出版物的范畴	IP价值于泛娱乐概念得到初步体现
作者情况	网站培养了中国原创性且具有影响力的网络作家，多数作者的作品依然畅销至今	该时期的网络文学作家日益专业化，全职投入网文创作，收入、补贴可观	作家门槛低，参与人数越来越多，全职作家收入因稿酬与版权变得更高	用户和作者数量出现井喷，各平台作者管理规范化
经营监管	业余作家为主，兼职创作文学作品，网站设有清晰的网络文学商业化模式	2003年起点中文网首创付费在线阅读模式，为其他参与者设立了基本运营模式	内容付费模式逐渐成熟，2010年起大量大型盗版网站文学站点相继被打击	内容付费模式成熟，网文的IP价值被不断发掘变现，网络监管力度逐渐增大

资料来源：行行查，民生证券研究院

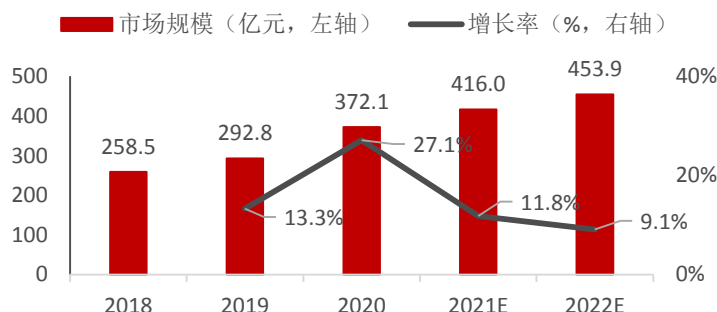
图 9：数字阅读用户付费意愿



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

技术普及与疫情刺激下，数字阅读行业规模稳步提升。随着 5G、云计算等新技术的应用，云端图书馆、云书店等新场景、新模式涌现，同时疫情的常态化也一定程度上激发了数字化阅读的需求。根据《2021 年度掌阅数字阅读报告》数据，2021 年度平台用户人均阅读时长、人均听书时长、最长阅读时长较上一年度分别上涨 23.39%、35.71%、17.07%。数字阅读行业规模呈现稳步上升趋势，根据 iMedia Research (艾媒咨询) 数据，2020 年中国数字阅读行业市场规模达 372.1 亿元，预计 2022 年市场规模达到 453.9 亿元，同比增长 9.1%。

图 10：移动阅读行业市场规模



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

2.2 背靠运营商渠道市场，CPS 分销模式维持业务高毛利

公司移动阅读业务的主要模式为原创小说阅读业务、电信运营商基地产品包业务和用户分流

业务。公司与出版机构、媒体和个人作者等版权方合作，聚合海量优质的文字和有声阅读内容，通过自身的阅读平台、第三方平台以及电信运营商的阅读平台向用户提供全方位的阅读服务。公司移动阅读业务内容涵盖网络文学、出版书籍、杂志、报纸、电台广播、曲艺杂谈、教育培训等，并以数字阅读为核心，通过 IP 衍生品开发等方式，构建泛娱乐新生态，推出相关影视文化、动漫及游戏等关联产品。

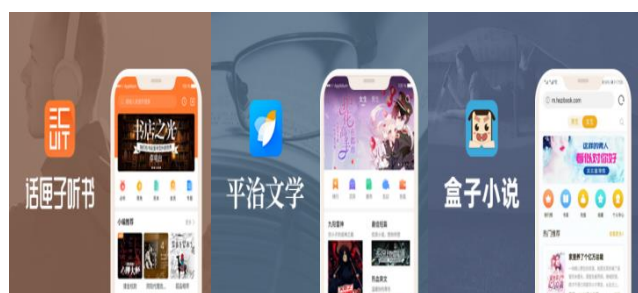
图 11：公司移动阅读业务主要模式



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

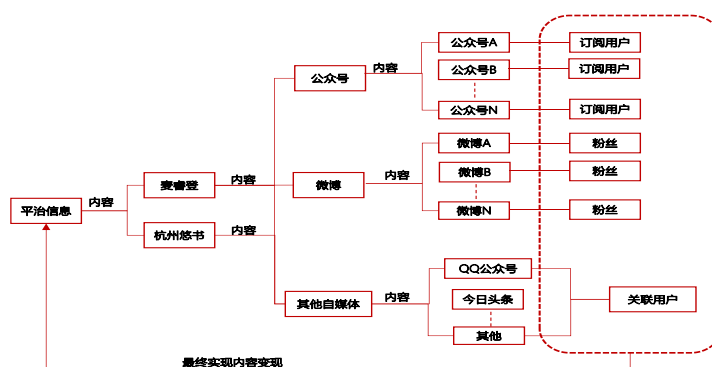
自建平台拓宽市场，发力 CPS 模式实现内容渠道资源共享。公司早期以移动阅读业务为电信运营商基地提供产品包，包括阅读包、资讯包、有声小说、动漫包等内容，2015 年下旬公司开始发力自有平台建设，加大内容获取和资源整合力度，目前已有包括“话匣子听书”、“平治文学”、“盒子小说”等多个差异化自有平台。2017 年公司收购郑州麦睿登和杭州悠书各 51% 股权，建立 CPS 模式的小说分销平台。CPS 推广模式是一种基于自媒体和用户为基础的内容分发模式，相对于内容方独自分发内容，CPS 模式分发效率更快、辐射人群更广，有利于将优秀的内容以更快的速度传递市场。目前公司原创阅读站“有书阁”、“微阅云”和“平治云小说”均采用 CPS 模式进行推广。

图 12：公司差异化自有平台



资料来源：平治信息官网，民生证券研究院

图 13：CPS 推广模式内容分发示意图



资料来源：民生证券研究院整理

2.3 公司积累大量优质 IP 资源，数字版权价值有望重估

互联网时代作品版权进入数字化时代。数字版权是作者享有的以数字化方式保存、复制、发行数字作品的权利。数字作品通常被以二进制数字的形式固化在硬盘、光盘等物理介质或载体，通过网络以数字信号的方式传播。现阶段数字作品主要包括以下两类：1）传统作品的数字

化。将传统作品以数字代码形式固定在磁盘或光盘等有形载体上，本质上改变作品的表现和固定形式，对作品“独创性”和“可复制性”不产生任何影响，如电子报纸、期刊、电影等。2) 天然以数字代码存在的作品，如计算机软件、游戏等。

表 1：数字作品覆盖领域

文件类型	作品分类	类型细分
文学	小说	
	专业书籍	
	音乐	词、曲
	剧本	电影、电视、曲艺（相声、小品...）、游戏、动漫、舞台演出（音乐剧、舞剧、舞蹈、杂技）、音乐（MV 剧本）、广告文案（广告剧本）
	软件	计算机软件等
图片	摄影图片	艺术摄影、商业摄影
	设计	工程设计、产品设计、模型设计
	美术作品	绘画、书法、雕塑、动漫（人物原型、手稿）
视频	电影、电视、动画、音乐（MV）、曲艺、舞台演出、广告、游戏视频	
音频	音乐、曲艺、录音文件	

资料来源：赛迪区块链研究院，民生证券研究院

公司业务覆盖数字版权产业链全环节。数字版权产业链可以分为上、中、下游和数字版权服务共四个部分。上游为内容提供商，提供的内容涵盖网络文学、网络图片、有声读物、图书出版机构的数字作品等。中游为内容分发商和互联网运营商等平台服务商。平台服务商本身不生产内容，主要依靠技术、网络渠道和流量入口优势，整合数字内容资源，对外提供检索入口和搜索等服务，平台服务商利用技术优势整合和运营数字资源，有助于内容提供商专注于优质内容生产。下游包括智能硬件和软件终端提供商。数字版权服务主要是为数字内容出版物提供版权登记、版权交易、版权价值评估、版权保护一系列服务的技术和解决方案提供商。**公司业务覆盖数字版权行业上游内容创作、中游资源整合与下游硬件生产（深圳兆能）全环节。**

图 14：数字版权产业链



资料来源：赛迪区块链研究院，民生证券研究院

数字版权行业政策逐渐健全，为行业发展奠定基础。对于数字版权行业作品内容与形式突破性的变化，国家立法层面通过修订和完善已有法律加强对数字版权保护。2001 年《著作权法》增

加信息传播权；2005 年颁布《互联网著作权行政保护办法》规范了网络服务运营商关于版权的行政责任；2006 年颁布《信息网络传播权保护条例》对信息网络传播权的范围、侵权形态、权利限制等内容做了规定；2011 年最高人民法院等多部门联合印发了《关于办理侵权知识产权刑事案件适用法律若干问题的解释》，规定了通过信息网络传播侵害他人作品权利的行为的定罪标准；**2021 年国家版权局印发《版权工作“十四五”规划》，进一步完善版权管理机制体制，推进有关著作权国际条约的磋商制定和批准工作。**此外，《互联网出版管理暂行规定》、《互联网著作权行政保护办法》、《最高人民法院关于审理涉及计算机网络著作权纠纷案件适用法律若干问题的解释》等文件均涉及数字版权保护，为我国数字作品的创作、传播、保护和运用提供有力的法律保障。

表 2：我国数字版权相关法律规定

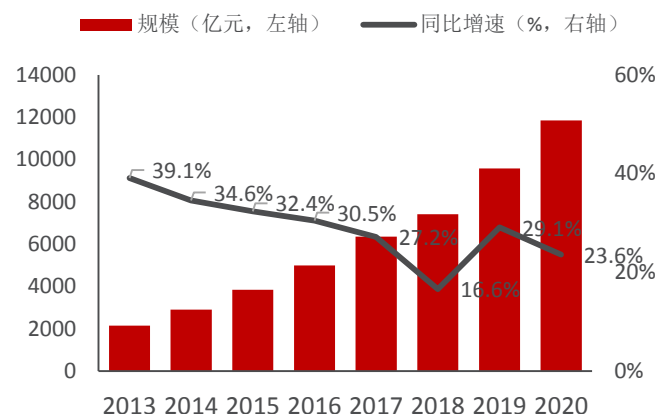
发布时间	法律法规	相关规定
2021 年 12 月	《版权工作“十四五”规划》	提出推动新业态新领域版权保护、健全中国特色著作权集体管理制度、打造全国版权展会授权交易体系等 26 项重点任务
2017 年 6 月	《关于规范电子作品登记证书的通知》	为妥善解决当前电子版作品登记证书出具，制发过程中的不规范问题
2017 年 2 月	《版权工作“十三五”规划》	明确“十三五”版权工作目标和重点任务，提出了 26 项重点任务
2017 年 1 月	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	知识产权规划首次列入国家重点专项规划
2015 年 12 月	《关于大力推进我国音乐产业发展的若干意见》	加强版权保护和市场监管：推动《著作权法》的第三次修订，加强对音乐作品特别是数字音乐作品的版权保护，严厉打击未经许可传播音乐作品的侵权盗版行为，支持权利人和使用者开展版权合作，推动音乐作品相互授权和广泛传播，鼓励相关单位积极探索网络环境下传播音乐作品的商业模式，推动建立良好的网络音乐版权秩序和运营生态，逐步实现数字音乐的正版化运营
2015 年 10 月	《关于规范网盘服务版权秩序的通知》	进一步明确了网盘服务商在提供网盘服务中应当履行的义务和承担的责任，将法律法规中的有关要求具体化，增加了可操作性和执行性
2015 年 7 月	《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》	要求各网络音乐服务商于 7 月 31 日前将未经授权传播的音乐作品全部下架
2015 年 4 月	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	明确了著作权法律法规中设计网络版权转载的几个重要问题；引导报刊单位和传统媒体进一步改进内部版权管理工作，特别是针对报刊单位明确有关作品权属提出了指导意见；鼓励报刊单位和互联网媒体积极开展版权合作，营造健康有序的网络转载环境，要求各级版权行政管理部门加大版权监管力度
2011 年	《关于办理侵犯知识产权刑事案件适用法律若干问题的解释》	规定了通过信息网络传播侵权作品行为的定罪处罚标准
2006 年	《信息网络传播保护条例》	权利人享有的信息网络传播权受法律保护。任何组织或者个人将他人的作品、表演、录音录像制品通过信息网络向公众提供，应当取得权利人许可，并支付报酬
2011 年修订	《计算机软件保护条例》	为了保护计算机软件著作权人的权益，调整计算机软件在开发、传播和使用中发生的利益关系，鼓励计算机软件的开发与应用，促进软件产业和国民经济信息化的发展而制定
1990 年颁布、2001、2010、2011 年修订	《著作权法》	在 2001 年修订中增设了信息网络传播权

资料来源：《中外数字版权法律制度盘点》，民生证券研究院整理

数字版权行业高速发展，用户付费率仍有提升空间。根据国家版权局网络版权产业研究基地《中国网络版权产业发展报告 2020》，2020 年我国网络版权产业规模首次突破一万亿元，达到 11,847 亿元，同比增长 23.6%，相比 2016 年 5,004 亿元规模，“十三五”期间我国网络版权产业市场规模增长超过一倍，年复合增长率近 25%。其中用户付费规模接近 5,659 亿元，同比

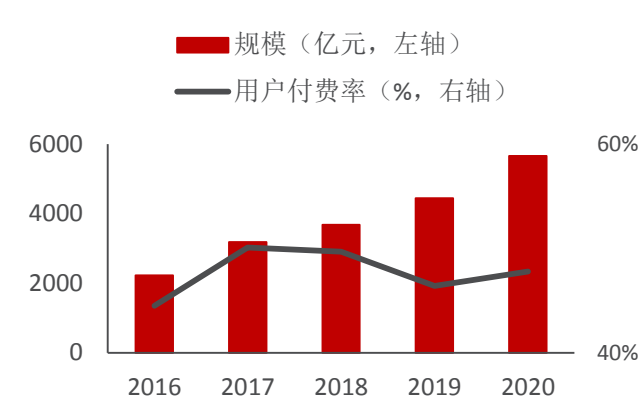
增长 27.3%，用户付费率达 47.8%，仍有较大提升空间。

图 15：中国网络版权产业市场规模



资料来源：国家版权局，民生证券研究院

图 16：网络版权产业用户付费规模



资料来源：国家版权局，民生证券研究院

元宇宙是培育数字版权的另一片“沃土”。从元宇宙本质特性看，其核心是分布式与大数据，在元宇宙中人人都是创造者，平台集中概念逐渐削弱。数字版权成为元宇宙中保障创作者成果的有效手段；**从元宇宙业态看**，当前元宇宙的主要应用场景在网络游戏行业，未来随着人工智能创作等技术发展，可扩展到社交、演出、艺术品、教育、文旅等领域，进而重塑数字版权的产业生态。

公司储备大量优质版权资源，数字版权价值将获重估。网络文学作品现已成为粉丝群体多、更新速度快的重要作品之一，具有广阔的衍生作品发展空间。通过签约优质作者、与版权方合作等多种方式，公司积累了大量优质 IP 资源，截至 21 年 6 月，公司已拥有各类优质文字阅读产品 60,000 余本，签约作者原创作品 37,000 余本。同时公司积极探索围绕 IP 为核心的网络文学立体化产业发展新路径，现有版权库中筛选的优质 IP 被逐步改编成有声、漫画、影视等作品，逐步打造泛文化 IP 产业链。**我们认为，公司积累的大量版权资源已转化为优质数字版权储备，未来可基于储备数字 IP 资源进行衍生创作，并有望依托元宇宙背景下实现版权资源高效转化和价值重构。**

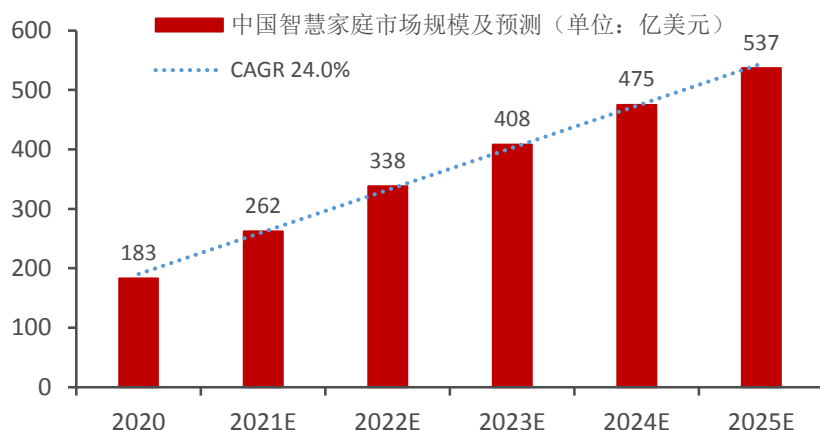
3 通信：智慧家庭+5G 设备打开成长空间

3.1 政策与需求共振，千兆宽带迎高景气周期

千兆宽带是新型基础设施承载底座。千兆宽带网络具有超大带宽、超低时延、先进可靠等特征，能够为用户提供极速网络体验，是新兴基础设施的重要组成和承载底座。目前全球及我国千兆部署趋势显著，固定宽带网络正在从光纤入户加速迈向千兆光网时代。我国积极推进千兆宽带网络建设。国家先后发布实施“宽带中国”战略、“双 G 双提”行动、“双千兆”计划等重大政策。2021 年《政府工作报告》提出将加快千兆光网建设力度，丰富应用场景；《国家“十四五”规划纲要》明确提出推广升级千兆光纤网络；工业和信息化部出台《“双千兆”网络协同发展三年行动计划（2021-2023 年）》，将 5G 和千兆光网“双千兆”网络作为制造强国和网络强国建设不可或缺的“两翼”或“双轮”，对于推动经济社会数字化转型发挥重要的作用。2021 年 12 月 20 日召开的全国工业和信息化工作会议强调，2022 年要稳妥有序开展 5G 和千兆光网建设，到 2022 年底千兆光网具备覆盖超过 4 亿户家庭的能力。

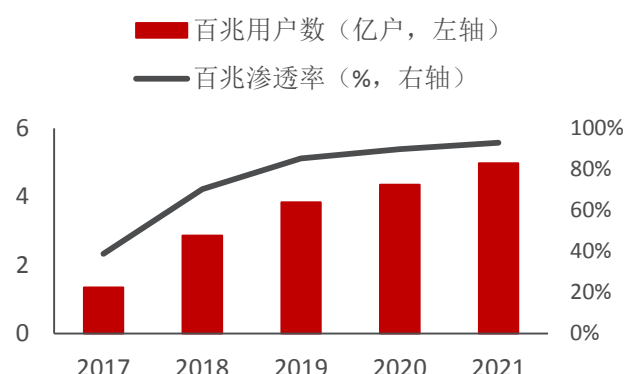
千兆宽带是构建“全千兆”智慧家庭的重要基础，将驱动数字家庭向智慧家庭演进。家庭宽带是智慧家庭应用的重要入口，同时也是 AR/VR、4K/8K 等千兆业务和智慧家庭信息化服务的重要基础。根据 Ovum 数据，2020 年我国智慧家庭市场规模共计 183 亿美元，家庭产品突破以及居民生活水平提高将加速推进潜在用户转化，未来 5 年中国智慧家庭用户数将达 5 亿户，为智慧家庭市场提供广阔的增长空间，预计 2025 年市场规模将达到 537 亿美元。

图 17：2020-2025 年中国智慧家庭市场规模及预测（亿美元）

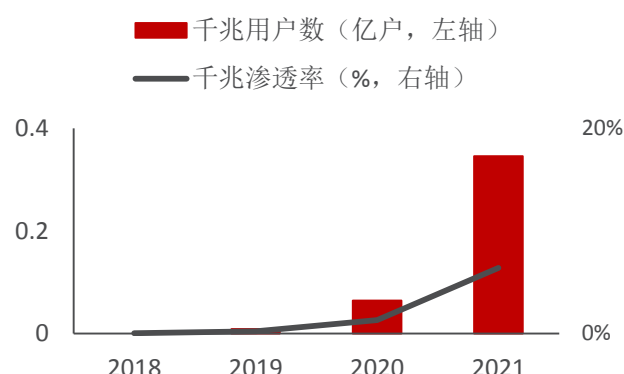


资料来源：Ovum，民生证券研究院

类比百兆渗透进程，千兆用户数或超政策规划预期。2022 年 1 月 12 日，国务院印发了《“十四五”数字经济发展规划》，从顶层设计角度明确了未来五年数字经济的发展方向，对“十四五”数字经济发展提出 8 大定量指标要求。《规划》要求加快千兆光纤网络部署，持续推进新一代超大容量、超长距离、智能调度的光传输网建设；目标 20-25 年千兆宽带用户数由 600 万增长至 6,000 万。而根据工信部数据，截至 2021 年 12 月末，我国三大运营商的固网宽带接入用户数达 5.3579 亿户，其中百兆用户达 4.9848 亿户，百兆用户渗透率达 93.04%，千兆用户达 3,456 万户，比上年末净增 2,816 万户，千兆用户渗透率仅为 6.40%。我们认为除政策牵引外，更重要的是伴随智慧家庭应用的成熟和推广，对高质量网络服务的旺盛需求也将推动用户从百兆向千兆切换，类比百兆宽带渗透趋势，我们认为千兆宽带远期（2030 年）渗透率有望超 80%，25 年千兆宽带用户数有望超 2 亿。

图 18：2017-2021 年百兆宽带用户渗透率


资料来源：工信部，民生证券研究院

图 19：2017-2021 年千兆宽带用户渗透率


资料来源：工信部，民生证券研究院整理

3.2 Wi-Fi6 加速普及，智慧家庭产品单价提升明显

设备连接需求持续增长，推动 Wi-Fi 技术更新迭代。随着无线技术以及智能家居的快速发展，各类设备对家庭无线网络需求不断提升，除了智能手机和笔记本电脑之外，新型设备如无线音箱、监控摄像头、恒温器、冰箱以及无数其他智能家电和机器均加入家庭无线网络。传统 Wi-Fi 标准（802.11a/b/g/n/ac）不足以应对连接的增加和带宽需求的提高，Wi-Fi 技术急需更新迭代。**高并发、高吞吐的 Wi-Fi6 (802.11ax) 应运而生**，它可同时工作在 2.4GHz 和 5GHz 频段，引入上行 MU-MIMO、OFDMA 频分复用、1024-QAM 高阶编码等技术，平均吞吐量相比 Wi-Fi 5 提高至少 4 倍，并发用户数提升 3 倍以上。

表 3：不同 Wi-Fi 技术对比

历代记	Wi-Fi 4		Wi-Fi 5		Wi-Fi 6
协议	802.11n	802.11ac		802.11ax	
		Wave 1	Wave 2		
年份	2009	2013	2016		2018+
工作频段	2.4GHz	5GHz			2.4GHz
	5GHz				5GHz
最大频宽	40MHz	80MHz	160MHz		160MHz
MCS 范围	0~7	0~9			0~11
最高调制	64QAM	256QAM			1024QAM
单流带宽	150Mbps	433Mbps	867Mbps		1201Mbps
最大空间流	4 x 4	8 x 8			8 x 8
MU-MIMO				下行	上行
					下行
OFDMA					上行
					下行

资料来源：民生证券研究院整理

Wi-Fi6 产品单价较 Wi-Fi5 提升明显。由于 Wi-Fi6 产品在无线规格、连接速率、稳定性等具备多方面的优势，其相较于同类 Wi-Fi5 产品在价格上也有显著提升。在运营商集采招标中，

按深圳兆能中标的中国电信“2021 年天翼网关 4.0 集中采购项目”中报价计算，公司的 GPON-Wi-Fi6 网关平均报价为 181.4 元/台，GPON-Wi-Fi4&5 网关平均报价为 136.9 元/台，单价提升约 32.5%，而 10GPON-Wi-Fi6 网关平均报价则高达 259.3 元，制式升级对产品单价值量提升明显。

表 4：中国电信 2021 年天翼网关 4.0 集中采购项目

标包	内容	候选人序号	候选人名称	报价（万元）
1	天翼网关 4.0 (1G-PON- 无 Wi-Fi) 559.4 万台	1	中兴通讯股份有限公司	63771.6
		2	四川天邑康和通信股份有限公司	57030.83
		3	深圳市兆能讯通科技有限公司	56930.14
		4	烽火通信科技股份有限公司	64331
		5	广东九联科技股份有限公司	47549
		6	深圳创维数字技术有限公司	49003.44
		7	深圳市友华通信技术有限公司	62870.97
2	天翼网关 4.0 (1G-PON- 双频 Wi-Fi4&5) 609.1 万台	1	中兴通讯股份有限公司	80877.3
		2	华为技术有限公司	95599.4
		3	四川天邑康和通信股份有限公司	83510.37
		4	深圳市兆能讯通科技有限公司	83413.08
		5	烽火通信科技股份有限公司	96079.8
		6	广东九联科技股份有限公司	73580.1
		7	特艺（中国）科技有限公司	74188.2
		8	深圳市友华通信技术有限公司	96323.04
3	天翼网关 4.0 (1G-PON- 双频 Wi-Fi6) 937.1 万台	1	华为技术有限公司	170167.99
		2	中兴通讯股份有限公司	165866.7
		3	四川天邑康和通信股份有限公司	177111.9
		4	烽火通信科技股份有限公司	178049
		5	深圳市兆能讯通科技有限公司	170008.68
		6	上海诺基亚贝尔股份有限公司	194626.3
		7	深圳创维数字技术有限公司	150104.68
		8	特艺（中国）科技有限公司	157432.8
4	天翼网关 4.0 (10G-PON- 无 WiFi) 146.7 万台	1	中兴通讯股份有限公司	29193.3
		2	四川天邑康和通信股份有限公司	24818.71
		3	深圳市兆能讯通科技有限公司	22719.43
		4	烽火通信科技股份有限公司	25643.16
		5	深圳市友华通信技术有限公司	29859.32
5	天翼网关 4.0 (10G-PON- 双频 WiFi6) 495.5 万台	1	中兴通讯股份有限公司	133785
		2	华为技术有限公司	143472.03
		3	四川天邑康和通信股份有限公司	123468.69
		4	深圳市兆能讯通科技有限公司	128478.2
		5	烽火通信科技股份有限公司	148154.5
		6	上海诺基亚贝尔股份有限公司	147931.53

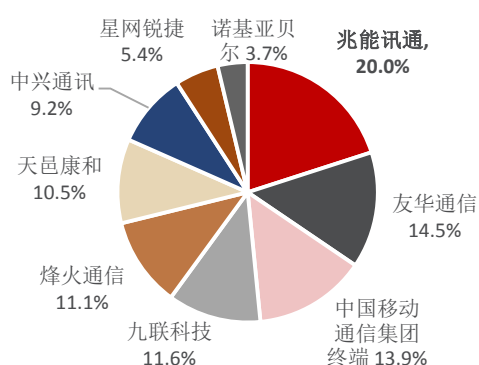
7	深圳创维数字技术有限公司	118830.81
8	瑞斯康达科技发展股份有限公司	124970.06

资料来源：c114，民生证券研究院

3.3 市场份额稳步提升，横向拓展完善产品布局

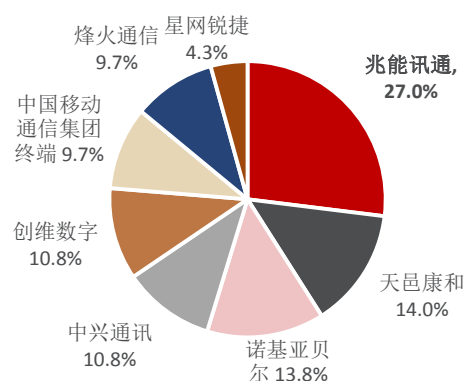
公司凭借移动阅读领域的多年经验积累与通信运营商建立了较为深入的互惠互利合作模式，深圳兆能又具备自身一定的技术储备，因此在收购兆能后，其集采中标从无到有，市场份额持续提升。在 2017-2019 年中国移动智能家庭网关集中采购中，深圳兆能未中标，在中国移动“2020 年至 2021 年智能家庭网关产品集中采购”中，深圳兆能中标包一（GPON-双频 WiFi5 智能家庭网关）份额 17.39%，中标包二（GPON-双频 WiFi6 智能家庭网关）份额 22.58%。而根据 22 年 1 月 6 日公告，在中国移动“2022-2023 年智能家庭网关产品紧急集采”中，深圳兆能中标包一（GPON-双频 WiFi5 智能家庭网关）份额 20.03%，中标包二（GPON-双频 WiFi6 智能家庭网关）份额 26.96%，两标包份额均位列第一，超越烽火、中兴、创维等老牌厂商，预计中选金额达 6.53 亿元。在中国电信“2021 年天翼网关 4.0 集中采购项目”中子公司深圳兆能 5 个标包也全部中标。另外，公司多次中标中移物联网智能会议行业终端、智能摄像机等其他智慧家庭终端产品。

图 20：中国移动 22 年网关紧急采购标包一中标份额



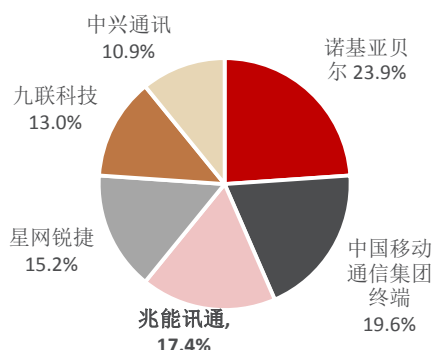
资料来源：c114，民生证券研究院

图 21：中国移动 22 年网关紧急采购标包二中标份额



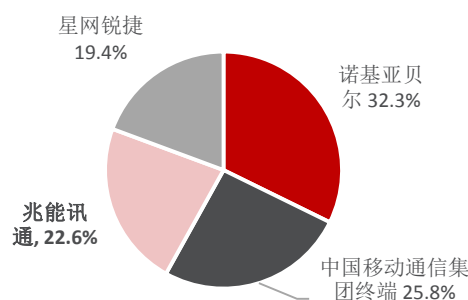
资料来源：c114，民生证券研究院

图 22：中国移动 21 年网关集采标包一中标份额



资料来源：c114，民生证券研究院

图 23：中国移动 21 年网关集采标包二中标份额



资料来源：c114，民生证券研究院

定增进一步完善产品布局。公司于 2021 年 12 月完成新一轮定增，累计募集资金 5.85 亿元，

募集资金用于进一步拓展接入网、承载网等产品领域，增加公司的产品业务线，完善 5G 端对端产业链布局，具体产品包括 5G 基站天线、小基站、OTN 设备和 SPN 设备。根据募集说明书测算，公司 5G 接入网核心产品建设项目建成达产后（26 年满产），预计实现年收入 4.30 亿元，实现年均利润总额 5,322 万元；公司新一代承载网产品建设项目建成达产后（26 年满产），预计实现年收入 8.58 亿元，实现年均利润总额 8,295 万元。

21 年首次中标中国移动天线集采，22 年有望持续突破。公司于 2021 年 7 月中标中国移动多频段（含 700M）天线产品集中采购项目，包一份额 10.14%，包二份额 11.59%，根据公司公告，截至 21 年 9 月 30 日，天线项目在手订单金额为 6.67 亿元。同时根据中国移动采购公告，中国移动已启动 2022-2023 年“4+4+4”天线及单 4 天线（含 700M）产品集采，采购总规模约为 50 万面，其中，700M 单频天线 35000 面；“4+4+4”700/900/1800 独立电调天线 465000 面。我们预计公司在此次招标中有望实现份额的持续提升。

表 5：中国移动多频段（含 700M）天线产品集中采购项目中标情况

标包	产品名称	排名	中标候选人	中标单价（元）	中标份额
1	“4+4+4” 700/900/1800MHz 独立电调天线 （高增益）	1	京信通信技术（广州）有限公司	3000	18.85%
		2	中天宽带技术有限公司	3010	15.94%
		3	华为技术有限公司	3100	14.49%
		4	中信科移动通信技术股份有限公司	3146	13.04%
		5	上海东洲罗顿通信股份有限公司	2900	11.59%
		6	杭州平治信息技术股份有限公司	2520	10.14%
		7	罗森伯格技术有限公司	2835	8.70%
		8	江苏亨鑫科技有限公司	3120	7.25%
2	“4+4+4+8” 700/900/1800/FA 独立电调智能天线 （短款）	1	华为技术有限公司	4448	18.85%
		2	京信通信技术（广州）有限公司	4370	15.94%
		3	中信科移动通信技术股份有限公司	4570	14.49%
		4	中天宽带技术有限公司	4260	13.04%
		5	杭州平治信息技术股份有限公司	3890	11.59%
		6	江苏亨鑫科技有限公司	4250	10.14%
		7	摩比天线技术（深圳）有限公司	4377	8.70%
		8	广东盛路通信科技股份有限公司	4258	7.25%

资料来源：C114，民生证券研究院

公司在手订单充沛，今明两年业绩确定性强。根据公司 21 年三季报，截至 21 年 9 月 30 日，公司整体未执行订单总金额约 56.92 亿元，公司 21 年第四季度实现营业收入 10.42 亿元，根据公司公告，2022 年 1-2 月，公司智慧家庭业务新增中标合计约 8.81 亿元（含税），同时考虑到 21Q4 公司仍有新增订单，粗略估算公司目前在手订单规模在 55-60 亿元。由于今年运营商家庭宽带和 5G 天线招标尚未完全启动，公司订单仍有增长空间，中短期营收成长具备高确定性。**中长期来看，伴随千兆宽带用户渗透率提升，WiFi6 逐步替代 WiFi5 设备，智慧家庭产品将迎来量价齐升的景气上行周期，同时 5G 接入网、承载网业务也将为公司营收提供增量。**

4 元宇宙：依托运营商差异化布局，元宇宙进展提速

推动元宇宙场景落地，携手中国移动、达闼科技布局机器人元宇宙。公司与达闼机器人和中国移动于 2021 年 10 月世界 VR 产业大会联合发布了一款“机器人的元宇宙”产品——“海元世界 HARIX World”。21 年 11 月 9 日，公司与中移（江西）虚拟现实科技有限公司、达闼机器人签订三方《战略合作框架协议》，联合推动 VR/AR、机器人、人工智能、数字孪生等成果在智慧城市、智慧教育、文旅互娱、数字工厂等领域应用。中国移动虚拟现实创新中心是中国移动集团级研发中心，主要负责中国移动在虚拟现实领域的技术和业务创新，可围绕虚拟现实技术在个人、家庭和政企行业的应用，开展自主研发能力建设和业务创新。主要产品包括移动云 VR 平台、AR 数字孪生云平台、XR 职教云平台、国内首个兼容工信部 GSXR 的元渲染技术等。达闼机器人是全球首家云端机器人运营商，致力于打造电信运营商级别的大型融合智能机器学习和运营平台，为全球的医疗、教育、地产、零售、智慧城市等行业提供云端机器人、人工智能、数字孪生和安全云网产品和服务。本次合作中，平治信息负责 VR/AR 智能终端和机器人元宇宙部分内容端，公司推出了 VR 便携眼镜产品，同时，公司拥有海量、优质的数字阅读内容，并制作多部网络大电影，具备影视作品改编、制作经验，并拥有海量数字阅读内容可进行 IP 改编，未来可用于 VR 内容的制作。

图 24：海元世界平台



资料来源：达闼科技，民生证券研究院

2022 年 1 月 11 日，中国移动通信联合会元宇宙产业委员会公布首批成员接纳名单，首批名单从 267 家申报个人和单位中经合规审核后接纳 65 家/人（其中上市公司 8 家），**公司成为首批成员，并担任副主任委员**。中国移动通信联合会成员包括中国移动、中国联通、中国电信等，元宇宙产业委员会于 2021 年 10 月 15 日获批成立，是国内首家获批的元宇宙行业协会，致力于推动元宇宙产业健康持续发展。

公司依托运营商布局元宇宙，储备三类虚拟人产品，可实现 B 端 H 端 C 端全覆盖。公司与运营商合作多年关系紧密，可通过运营商体系将产品下沉至家庭、政企客户，实现应用场景快速落地。公司目前已储备有三类虚拟人产品，分别为面向 B 端用户的数字员工，面向 H 端客户的数字家庭成员和面向 C 端客户的虚拟数字形象。1）数字员工产品面向企业客户提供可以选择的数字员工库，企业可根据自身情况选择不同数字员工外形；2）数字家庭成员产品为公司智慧家庭业务的延伸，将为家庭 AI 建立 3D 全息投影的虚拟形象；3）虚拟数字形象产品为个人层面应用，通过拍摄用户照片，生成个人虚拟形象，可用于向其他用户拜年、视频彩铃等场景。

携手联通在线、新华网成立元宇宙联合实验室，布局超视频、数字虚拟人等元宇宙场景。2022 年 3 月 17 日，公司发布公告称与联通在线信息科技有限公司、新华网股份有限公司签署《关于共建元宇宙联合实验室的战略合作协议》，计划成立元宇宙联合实验室，充分发挥各自领域的人

才、技术及市场等资源优势，联合推动元宇宙产业制度建设和产业落地。其中联通在线可依托于中国联通庞大的个人用户、家庭用户、企业用户，在视频、音乐、阅读、游戏、家庭互联网等领域推行元宇宙产品，并与联通的 5G 消息、视频彩铃业务深度结合。新华网作为互联网领域国家队和主力军，可充分发挥“科技+传媒”优势，积极开展超视频、AR/VR/XR、数字人等元宇宙相关技术产品研发和创意内容生产，聚合丰富的内容资源和渠道资源，实现新华网元宇宙产品和创意内容在联通 5G 消息、视频彩铃等业务的市场落地。对于平治信息而言，我们认为其作为终端和内容均有布局的产业资源方，可充分发挥内容运营、智能终端的优势，积极探索以数字 IP 为核心的元宇宙超视频产业发展新模式，并推动联通推动企业数字员工、家庭数字成员、视频彩铃等产品落地。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务分为移动阅读和通信两大板块，我们的核心假设如下：

1、移动阅读业务方面，公司聚焦中长尾差异化客户，拥有海量优质版权，并持续围绕IP资源探索新的业务模式，未来有望与元宇宙（如AR/VR硬件，IP改编）有机结合，我们暂不考虑未来数字版权价值重估可能带来的创新业务增长，现有模式下我们认为移动阅读业务将保持稳定发展，预计21-23年营收增速为9.4%、8%、6%。

2、通信业务方面，智慧家庭业务主要包括宽带网络终端设备和IoT泛智能终端两部分，前者包括网关、机顶盒、组网、路由器等，后者包括云视频终端、摄像头、家庭AR/VR设备、智能音箱、智能机器人等，考虑到公司在手订单充足、千兆宽带行业景气度有望维持3年以上，我们预测21-23年上述两类业务营收增速分别为80%、50%、40%和80%、50%、40%。我们将5G接入网、承载网设备分类至电子元器件及其他，公司21年在手订单6亿，22年有望部分交付，同时考虑到5G建设周期为8-10年的长周期，公司通信设备业务有望持续突破，我们预测21-23年该业务营收增速分别为45%、40%、30%。

综上，我们预测公司21-23年营收为35.88亿、49.33亿、64.80亿，同比增长49.0%、37.5%、31.4%，通信板块成为营收增长的主要驱动力。

表 6：营业收入拆分及预测

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
移动阅读业务	831.8	910.0	982.8	1,041.7
YoY	16.1%	9.4%	8.0%	6.0%
宽带网络终端设备	993.1	1,787.5	2,681.3	3,753.8
YoY	23.1%	80.0%	50.0%	40.0%
IoT 泛智能终端	130.2	234.4	351.6	492.2
YoY	271.5%	80.0%	50.0%	40.0%
电子元器件及其他	450.9	653.7	915.2	1,189.8
YoY	188.6%	45.0%	40.0%	30.0%
其他	2.0	2.1	2.2	2.3
YoY	-31.8%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	2,407.9	3,587.7	4,933.1	6,479.9
YoY	40.2%	49.0%	37.5%	31.4%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

毛利率假设：

1、移动阅读业务方面：伴随市场逐渐成熟，公司在优质IP、平台渠道的投入力度不断加大，毛利率将较20年略有下滑，随后企稳，我们预测21-23年公司该业务毛利率为30%/30%/30%。

2、通信业务方面：业务发展前期公司以较低的价格成功进入运营商集采体系，伴随持续稳定中标，长期来看毛利率有望小幅提升。智慧家庭业务方面，考虑到高价值量的Wi-Fi6制式产品占比逐渐提升，预计宽带网络终端设备21-23年毛利率为10.5%/11.5%/12.0%。我们预计IoT泛智能终端产品毛利率将保持平稳，21-23年毛利率为11%/11%/11.5%。由于公司募投的5G接入网（天线）、承载网项目在未来将逐渐达产销售，根据公司募投报告，此类业务毛利率在25%以上，预计将小幅拉动电子元器件及其他业务整体毛利率水平，预计电子元器件相关业务21-23年毛利率为11%/12%/13%。

综上，我们预测公司21-23年综合毛利率为15.6%/15.2%/15.0%。

表 7：分业务毛利率预测

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
移动阅读业务	37.8%	30.0%	30.0%	30.0%
宽带网络终端设备	10.8%	10.5%	11.5%	12.0%
IoT 泛智能终端	20.1%	11.0%	11.0%	11.5%
电子元器件及其他	10.2%	11.0%	12.0%	13.0%
其他	19.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	20.5%	15.6%	15.2%	15.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率方面：公司多年来增值电信业务的开发及运营经验积累，与通信运营商建立了深入的互惠互利合作模式，移动阅读业务的渠道可良好复用于通信业务，因此公司销管费用规模并不会随营收规模的扩大而明显提升，预计21-23年公司销售费用率为0.65%/0.50%/0.45%，管理费用率为1.90%/1.80%/1.70%，研发费用率为1.90%/1.80%/1.70%。

表 8：公司毛利率、费用率预测

单位：%	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.89%	0.65%	0.50%	0.45%
管理费用率	2.71%	2.70%	2.30%	2.00%
研发费用率	1.94%	1.90%	1.80%	1.70%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.90/4.20/5.77 亿元，同比增长 38.0%/44.7%/37.3%，对应PE倍数为 25x/17x/12x。

表 9：公司盈利预测

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,408	3,588	4,933	6,480
增长率（%）	40.2	49.0	37.5	31.4
归母净利润（百万元）	211	290	420	577
增长率（%）	-1.0	38.0	44.7	37.3
每股收益（元）	1.51	2.08	3.01	4.13
PE	34	25	17	12
PB	10.3	4.5	3.6	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 3 月 23 日收盘价

5.2 估值分析与投资建议

由于智慧家庭等通信业务已成为公司成长的主要驱动力，我们选取同行业的天邑股份、创维信息作为可比公司。公司21-23年PE水平显著低于可比公司均值，我们认为公司价值被低估。

表 10：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601728.SH	天邑股份	20.16	0.67	0.83	1.00	30	24	20
600941.SH	创维数字	14.52	0.40	0.69	0.84	36	21	17
	均值					33	23	19
300571.SZ	平治信息	50.96	2.08	3.01	4.13	25	17	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 3 月 23 日收盘价，可比公司 EPS、PE 来自 Wind 一致预测，其中创维数字 21 年业绩已发布

公司智慧家庭业务维持高景气，并积极依托运营商差异化布局元宇宙，成长路径清晰。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.90/4.20/5.77亿元，对应PE倍数为25x/17x/12x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 智慧家庭业务发展不及预期。公司智慧家庭在手订单充足，短期业绩确定性较高，而对于中长期的成长空间，我们是基于千兆宽带替代百兆宽带需求可持续而做出的假设，若干兆宽带需求不及预期，智慧家庭业务营收或不及预期。

2) 市场竞争加剧。公司在移动阅读业务和通信业务均可能面对新进入者的竞争，或导致公司毛利率下降、市场份额下降，对公司业绩产生不利影响。

3) 元宇宙进展不及预期。目前元宇宙概念尚处于早期阶段，目前许多相关技术并不成熟，公司在虚拟人、机器人元宇宙等元宇宙领域的业务进展和业绩兑现存在不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,408	3,588	4,933	6,480
营业成本	1,914	3,029	4,181	5,505
营业税金及附加	6	3	3	5
销售费用	21	23	25	29
管理费用	65	97	113	130
研发费用	47	65	89	110
EBIT	296	371	522	701
财务费用	41	46	55	62
资产减值损失	-20	-5	-5	-5
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	275	330	475	650
营业外收支	-1	-5	-5	-4
利润总额	274	325	470	646
所得税	36	37	54	74
净利润	238	288	416	571
归属于母公司净利润	211	290	420	577
EBITDA	355	416	569	752

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	428	1,196	1,233	1,296
应收账款及票据	1,439	2,059	2,699	3,547
预付款项	135	176	243	332
存货	144	224	326	421
其他流动资产	266	383	533	700
流动资产合计	2,413	4,039	5,035	6,295
长期股权投资	85	87	89	91
固定资产	63	72	79	83
无形资产	36	41	41	42
非流动资产合计	375	377	377	372
资产合计	2,788	4,415	5,411	6,667
短期借款	915	1,281	1,407	1,625
应付账款及票据	421	637	904	1,183
其他流动负债	646	816	1,008	1,210
流动负债合计	1,982	2,734	3,319	4,018
长期借款	48	48	48	48
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	55	55	55	55
负债合计	2,037	2,789	3,373	4,073
股本	125	140	140	140
少数股东权益	58	55	51	45
股东权益合计	752	1,627	2,038	2,595
负债和股东权益合计	2,788	4,415	5,411	6,667

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	40.19	49.00	37.50	31.36
EBIT 增长率	-5.34	25.42	40.46	34.42
净利润增长率	-1.02	37.97	44.65	37.35
盈利能力 (%)				
毛利率	20.50	15.57	15.24	15.04
净利率	9.89	8.02	8.43	8.82
总资产收益率 ROA	7.55	6.58	7.76	8.66
净资产收益率 ROE	30.34	18.48	21.15	22.63
偿债能力				
流动比率	1.22	1.48	1.52	1.57
速动比率	1.07	1.33	1.34	1.37
现金比率	0.22	0.44	0.37	0.32
资产负债率 (%)	73.04	63.16	62.34	61.09
经营效率				
应收账款周转天数	218.18	210.00	200.00	200.00
存货周转天数	27.54	27.54	28.89	28.22
总资产周转率	0.86	0.81	0.91	0.97
每股指标 (元)				
每股收益	1.51	2.08	3.01	4.13
每股净资产	4.97	11.25	14.22	18.25
每股经营现金流	-2.34	0.65	0.22	-0.17
每股股利	0.10	0.12	0.18	0.25
估值分析				
PE	34	25	17	12
PB	10.3	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA	21.62	17.47	12.92	9.99
股息收益率 (%)	0.20	0.24	0.35	0.49

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	238	288	416	571
折旧和摊销	59	45	48	50
营运资金变动	-703	-307	-508	-726
经营活动现金流	-327	90	30	-23
资本开支	-43	-38	-32	-29
投资	3	5	-1	-1
投资活动现金流	-43	-31	-32	-30
股权募资	0	585	0	0
债务募资	350	191	125	219
筹资活动现金流	107	709	39	116
现金净流量	-262	768	37	63

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：移动阅读业务旗下产品众多	3
图 3：通信业务由全资子公司深圳兆能负责	3
图 4：公司股权结构	4
图 5：公司总收入及增速	4
图 6：公司归母净利润及增速	4
图 7：公司主营业务构成	5
图 8：数字阅读发展历程	6
图 9：数字阅读用户付费意愿	6
图 10：移动阅读行业市场规模	6
图 11：公司移动阅读业务主要模式	7
图 12：公司差异化自有平台	7
图 13：CPS 推广模式内容分发示意图	7
图 14：数字版权产业链	8
图 15：中国网络版权产业市场规模	10
图 16：网络版权产业用户付费规模	10
图 17：2020-2025 年中国智慧家庭市场规模及预测（亿美元）	11
图 18：2017-2021 年百兆宽带用户渗透率	12
图 19：2017-2021 年千兆宽带用户渗透率	12
图 20：中国移动 22 年网关紧急采购标包一中标份额	14
图 21：中国移动 22 年网关紧急采购标包二中标份额	14
图 22：中国移动 21 年网关集采标包一中标份额	14
图 23：中国移动 21 年网关集采标包二中标份额	14
图 24：海元世界平台	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：数字作品覆盖领域	8
表 2：我国数字版权相关法律规定	9
表 3：不同 Wi-Fi 技术对比	12
表 4：中国电信 2021 年天翼网关 4.0 集中采购项目	13
表 5：中国移动多频段（含 700M）天线产品集中采购项目中标情况	15
表 6：营业收入拆分及预测	18
表 7：分业务毛利率预测	19
表 8：公司毛利率、费用率预测	19
表 9：公司盈利预测	19
表 10：可比公司 EPS/PE	19
公司财务报表数据预测汇总	22

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001