



中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007



肖俨行
传媒分析师
S1010517070001

核心观点

公司公告签署备忘录拟收购网易云阅读核心资产，估值对价为 1.5 亿元。我们认为，此次收购若能落地，将在公司阅读资源、品牌影响力和行业地位程度为公司阅读业务带来增量，维持“增持”评级。

■ 拟以 1.5 亿元人民币收购网易文漫，核心资产为网易云阅读。2019 年 11 月 8 日公司公告，平治信息与 NetEase Digital、网易杭州、妖鹿科技签署《股权及资产收购备忘录》，拟以 1.5 亿元人民币收购 NetEase Digital 持有的网易文漫 100% 股权，核心资产为网易云阅读业务，对此我们点评如下：

■ 网易云阅读成立于 2011 年，是网易旗下的移动阅读平台，是其原创文学内容的重要组成部分。网易云阅读成立于 2011 年 5 月，隶属于网易文学业务部门，网易文学旗下还有“国风中文网”、“采薇书院”两大原创文学网站，以及主打精品出版书籍的移动端 APP“网易蜗牛读书”。根据财新报导本次收购仅涉及网易云阅读，不涉及网易蜗牛读书业务。网易云阅读主打优质原创内容+畅销书籍。根据网易云阅读官网介绍，其版权库有 20 万本正版书籍，截至 2016 年 12 月拥有超过 1 亿注册用户和超过 8,000 名知名网络文学作家。

■ 拟收购网易云阅读将有望进一步增强公司阅读业务实力，提升行业地位。平治信息上市后，净利润实现阶跃式增长，核心来自于移动阅读业务爆发式增长。随着公司不断耕耘，其已经积累一定内容、渠道、用户资源。考虑到网易云阅读体量较小，我们预判此次收购并不会带来显著利润增量，但此次收购若能落地，一方面有望进一步增强公司阅读内容端版权资源；另一方面，将有望提升公司行业知名度和品牌影响力，增强阅读业务可持续经营能力。

■ 风险因素：收购事项不确定风险；收购整合不及预期风险；阅读监管政策趋严风险；硬件业务订单增量不确定性风险；硬件业务应收账款风险。

■ 投资建议：我们维持 2019-21 年 EPS 预测为 2.58/3.13/3.42 元，当前价格对应 2019-21 年 PE 为 22/18/16 倍。基于公司阅读业务持续布局，硬件业务有望放量趋势，维持“增持”评级。

平治信息	300571
评级	增持（维持）
当前价	55.71 元
总股本	120 百万股
流通股本	69 百万股
52 周最高/最低价	63.98/37.04 元
近 1 月绝对涨幅	4.54%
近 6 月绝对涨幅	32.94%
近 12 月绝对涨幅	45.94%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	909.95	861.95	2,826.42	3,355.20	3,636.61
营业收入增长率	94%	-5%	228%	19%	8%
净利润(百万元)	97.91	197.14	310.94	377.11	411.41
净利润增长率	102%	101%	58%	21%	9%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.22	1.64	2.58	3.13	3.42
毛利率%	25%	46%	20%	20%	20%
净资产收益率 ROE%	28.94%	37.73%	38.41%	33.33%	27.81%
每股净资产（元）	2.81	4.34	6.72	9.40	12.29
PE	46	34	22	18	16
PB	20	13	8	6	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 8 日收盘价

■ 网易云阅读：两大内容品牌，用户体量不大

网易云阅读是网易旗下的移动阅读平台，是其原创文学内容的重要组成部分。网易云阅读隶属于网易文学业务部门，网易文学旗下还有“国风中文网”、“采薇书院”两大原创文学网站，以及主打精品出版书籍的移动端 APP “网易蜗牛读书”。据财新报道，本次收购仅涉及网易云阅读，不涉及网易蜗牛读、网易 LOFTER 业务。

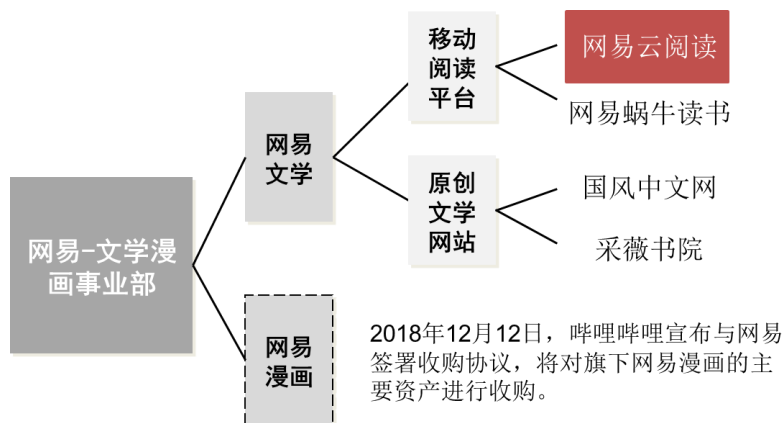
网易云阅读成立于 2011 年 5 月，主打优质原创内容+畅销书籍。根据其官网介绍，其版权库有 20 万本正版书籍，截至 2016 年 12 月拥有超过 1 亿注册用户和超过 8,000 名知名网络文学作家。2017 年底，网易曾将包括网易漫画、网易文学、网易蜗牛读书与 LOFTER 在内的网易文漫事业部的业务打包并进行独立融资，但最终未能成功。2018 年 12 月 网易将网易漫画业务出售给哔哩哔哩。

图 1：网易云阅读主要载体为 APP



资料来源：网易云阅读 APP，网易云阅读官网，中信证券研究部

图 2：网易云阅读在网易内部从属架构



资料来源：网易文学官网，中信证券研究部

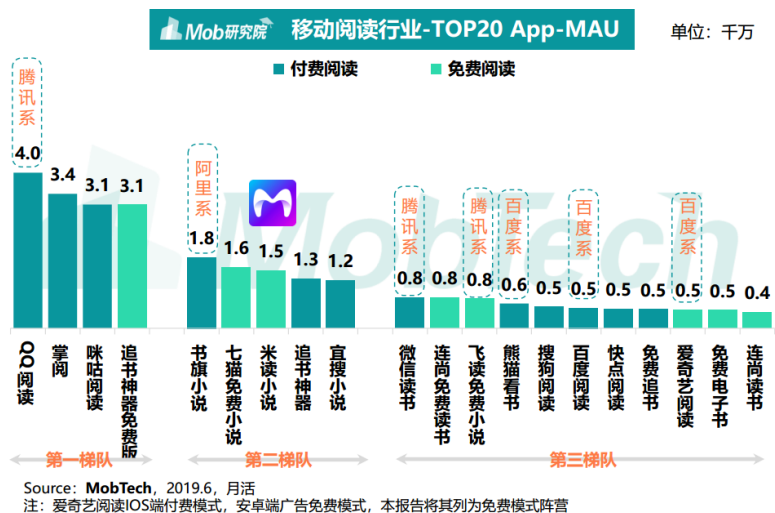
网易云阅读 App 用户体量不大：根据 QuestMobile 在 2019 年 5 月发布《移动互联网在线阅读洞察报告》，MAU 超过 1,000 万用户的在线阅读 APP 共用 13 个，网易云阅读不在其列。据此推测，网易云阅读目前 MAU 应当小于 1,000 万。根据 Mob 研究院 2019 年 7 月发布的《2019 移动阅读行业洞察》，移动阅读端 APP 的 MAU 排行榜中，前 20 名榜单中也未出现网易云阅读。榜单第 20 名于 2019 年 7 月的月活为 400 万，推测网易云阅读的月活数据应当小于 400 万。由于网易云阅读用户体量较低，我们推测此次收购并不会为公司带来显著利润增量，更多从平台运营、内容资源、品牌影响力等角度增强公司阅读业务可持续竞争力。

图 3：2019 年 4 月网易云阅读 MAU 小于 1,000 万



资料来源：QuestMobile《移动互联网在线阅读洞察报告》

图 4：2019 年 6 月网易云阅读 MAU 小于 400 万



资料来源：Mob 研究院《2019 移动阅读行业洞察》

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	910	862	2,826	3,355	3,637
营业成本	684	462	2,250	2,690	2,906
毛利率	24.79%	46.43%	20.40%	19.83%	20.09%
营业税金及附加	3	3	10	12	13
销售费用	12	12	30	33	35
营业费用率	1.30%	1.42%	1.08%	0.98%	0.95%
管理费用	70	75	102	102	116
管理费用率	7.66%	8.65%	3.62%	3.04%	3.20%
财务费用	8	9	(1)	(1)	(6)
财务费用率	0.93%	1.01%	-0.04%	-0.04%	-0.18%
投资收益	2	(0)	0	1	0
营业利润	132	262	403	487	538
营业利润率	14.54%	30.37%	14.25%	14.50%	14.79%
营业外收入	7	2	4	4	4
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	139	263	406	491	541
所得税	33	42	61	74	83
所得税率	23.70%	15.84%	15.00%	15.00%	15.28%
少数股东损益	8	25	35	40	47
归属于母公司股东的净利润	98	197	311	377	411
净利率	10.76%	22.87%	11.00%	11.24%	11.31%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	292	423	565	671	1,080
存货	3	6	12	20	25
应收账款	117	189	521	594	703
其他流动资产	78	55	153	194	242
流动资产	489	673	1,251	1,479	2,050
固定资产	49	49	53	56	58
长期股权投资	0	5	5	5	5
无形资产	67	70	70	70	70
其他长期资产	110	113	225	225	225
非流动资产	226	237	353	356	358
资产总计	716	910	1,604	1,835	2,408
短期借款	140	80	324	183	348
应付账款	46	21	168	168	177
其他流动负债	122	149	131	141	145
流动负债	307	250	623	492	670
长期借款	15	11	11	11	11
其他长期负债	33	80	80	80	80
非流动性负债	48	92	92	92	92
负债合计	355	341	714	583	762
股本	80	120	120	120	120
资本公积	50	27	27	27	27
归属于母公司所有者权益合计	338	523	809	1,131	1,479
少数股东权益	22	46	80	120	167
股东权益合计	361	568	890	1,251	1,646
负债股东权益总计	716	910	1,604	1,835	2,408

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	139	263	406	491	541
所得税支出	-33	-42	-61	-74	-83
折旧和摊销	35	64	26	27	28
营运资金的变化	43	-117	-307	-112	-149
其他经营现金流	3	15	-1	-2	-7
经营现金流合计	187	183	63	330	331
资本支出	-107	-64	-30	-30	-30
投资收益	2	0	0	1	0
其他投资现金流	-99	39	-112	0	0
投资现金流合计	-204	-25	-142	-29	-30
发行股票	1	11	0	0	0
负债变化	158	222	244	-141	165
股息支出	-20	-24	-24	-55	-63
其他融资现金流	-22	-234	1	1	6
融资现金流合计	117	-26	221	-195	108
现金及现金等价物净增加额	100	131	142	106	409

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	94.01%	-5.28%	227.91%	18.71%	8.39%
营业利润增长率	127.03%	97.89%	53.88%	20.82%	10.51%
净利润增长率	102.19%	101.35%	57.73%	21.28%	9.09%
毛利率	24.79%	46.43%	20.40%	19.83%	20.09%
EBITDA Margin	19.23%	37.63%	14.04%	14.19%	14.18%
净利率	10.76%	22.87%	11.00%	11.24%	11.31%
净资产收益率	28.94%	37.73%	38.41%	33.33%	27.81%
总资产收益率	13.68%	21.67%	19.39%	20.55%	17.09%
资产负债率	49.60%	37.53%	44.53%	31.80%	31.63%
所得税率	23.70%	15.84%	15.00%	15.00%	15.28%
股利支付率	20.43%	12.20%	17.76%	16.80%	15.58%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。