

投资评级 优于大市 维持

看好 CPS 业务发展，收购深圳兆能关注新渠道拓展

股票数据

04月30日收盘价(元)	44.78
52周股价波动(元)	33.13-103.54
总股本/流通A股(百万股)	120/69
总市值/流通市值(百万元)	5390/3087

相关研究

《毛利率持续改善，CPS 新模式成关键》
2018.10.30

《业绩持续高增长，重点提升数字阅读内容有效、广泛分发》2018.05.04

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-24.1	-16.4	12.8
相对涨幅 (%)	-25.1	-23.0	-10.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

联系人:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@htsec.com

投资要点:

- **2018 年报及 2019 年一季报盈利实现较高增长。**公司 2019Q1 营收 1.63 亿元，同比下降 30.1%；归母净利 5829 万元，同比增长 20.3%；扣非归母净利 5820 万元，同比增长 20.8%；综合毛利率 62.6%，同比提升 19 个百分点；归母净利率 35.7%，同比提升 15 个百分点。**营收的同比下降我们认为主要系公司 17Q4 以来开展 CPS 业务收入提高快，且该项业务采用净额法确认。**
- 公司 2018 年营收 8.62 亿元，同比下降 5.3%；归母净利 1.97 亿元，同比增长 101.4%；扣非归母净利 1.95 亿元，同比增长 114.25%；综合毛利率 46.4%，同比提升 21.6%；归母净利率 22.9%，同比提升约 12 个百分点。
- **移动阅读业务为公司第一大主营。**2018 年公司移动阅读业务营收 7.63 亿元，同比下降 6.8%，占总营收 88.5%，同比下降 1.5 个百分点；移动阅读业务毛利率 47.4%，同比提升约 24 个百分点。**截至 2018 年底，公司拥有各类阅读产品 4 万余本，签约作者原创作品 2.8 万余本，有声作品近 7000 余部。**
- **现金收购深圳兆能 51% 股权已完成并表。**公司 2019 年 3 月 5 日公告以 1.11 亿元现金收购深圳兆能 51% 股权，2019-2021 年承诺扣非归母净利分别不低于 2850 万元，3750 万元和 4320 万元，标的公司已于 4 月 10 日完成股权转让并表。标的公司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，我们认为本次收购将有利于公司拓展数字阅读作品分发渠道，帮助公司占据有效流量入口。
- **拟非公开发行募资不超过 2 亿元引入重要战略投资者。**公司 2019 年 4 月 4 日公告拟非公开发行股票不超过 1200 万股，南京网典（腾讯控股有限公司的关联公司）、新华网和浙数文化拟分别认购金额 5000 万元、5000 万元、8000-10000 万元，合计募资总额不超过 2 亿元。我们认为本次三家战略投资者的引入一方面对于公司数字阅读业务内容和分发能力的肯定，未来有望深化产业合作层级实现良好业务合作互动；另一方面合理优化公司股东结构。
- **盈利预测。**我们预计公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 2.29 元、2.66 元和 2.97 元；参考可比公司 2019 年平均 30 倍 PE 估值，我们看好公司：1) CPS 业务持续加速发展；2) 引入重点战投，内容和渠道资源认可度高；3) 深圳兆能并表，有望增厚公司业绩，给予公司 2019 年 25-30 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间为 57.25 元-68.7 元，“优于大市”评级。
- **风险提示：**数字阅读行业增速放缓。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	909.95	861.95	1717.85	2049.43	2307.74
(+/-)YoY(%)	94.01%	-5.28%	99.30%	19.30%	12.60%
净利润(百万元)	97.91	197.14	276.01	320.63	357.55
(+/-)YoY(%)	102.19%	101.35%	40.01%	16.17%	11.51%
全面摊薄 EPS(元)	0.81	1.64	2.29	2.66	2.97
毛利率(%)	24.79%	46.43%	32.80%	32.03%	31.75%
净资产收益率(%)	28.94%	36.99%	34.56%	28.65%	24.21%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 主营业务收入分项预测 (万元)

主营收入项	2019E	2020E	2021E
自有阅读业务营收	18757.01	17392.86	16881.31
CPS 业务营收	46892.52	56271.02	67525.23
运营商业务营收	28135.51	28647.07	28135.51
深圳兆能 (新并表)	78000	102631.58	118231.58
合计营业收入	171785.04	204942.53	230773.63
合计营收增速	99.3%	19.3%	12.6%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)
		2018	2019E	2020E	2019E
思美传媒	7.82	0.05	0.46	0.54	17
掌阅科技	17.57	0.35	0.40	0.46	44
新经典	63.6	1.79	2.13	2.55	30
平均值					30

资料来源: wind (4月30日收盘价) 一致预期, 海通证券研究所

说明: 可比公司中文在线无 2019-2020 年 wind 一致预期, 因此在可比公司估值表中删除; 新增可比公司新经典

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	861.95	1717.85	2049.43	2307.74
每股收益	1.64	2.29	2.66	2.97	营业成本	461.72	1154.48	1392.93	1574.98
每股净资产	4.43	6.63	9.30	12.27	毛利率%	46.43%	32.80%	32.03%	31.75%
每股经营现金流	1.52	2.78	3.38	3.54	营业税金及附加	3.47	6.05	7.36	8.40
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.40%	0.35%	0.36%	0.36%
价值评估 (倍)					营业费用	12.25	23.72	28.57	32.07
P/E	27.34	19.53	16.81	15.08	营业费用率%	1.42%	1.38%	1.39%	1.39%
P/B	10.11	6.75	4.82	3.65	管理费用	74.56	142.95	172.78	193.72
P/S	6.25	3.14	2.63	2.34	管理费用率%	8.65%	8.32%	8.43%	8.39%
EV/EBITDA	13.67	12.18	8.38	7.48	EBIT	309.95	390.66	447.77	498.57
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	8.69	11.75	11.40	11.13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.01%	0.68%	0.56%	0.48%
毛利率	46.43%	32.80%	32.03%	31.75%	资产减值损失	4.65	5.39	4.67	4.84
净利润率	25.72%	17.84%	17.44%	17.25%	投资收益	-0.39	0.32	0.08	0.16
净资产收益率	36.99%	34.56%	28.65%	24.21%	营业利润	261.76	373.83	431.79	482.76
资产回报率	21.67%	20.22%	17.92%	16.06%	营业外收支	1.65	2.00	2.00	2.00
投资回报率	122.20%	153.35%	203.40%	228.49%	利润总额	263.41	375.83	433.79	484.76
盈利增长 (%)					EBITDA	373.46	394.34	527.60	537.03
营业收入增长率	-5.28%	99.30%	19.30%	12.60%	所得税	41.73	69.39	76.30	86.68
EBIT 增长率	119.21%	26.04%	14.62%	11.34%	有效所得税率%	15.84%	18.46%	17.59%	17.88%
净利润增长率	109.08%	38.24%	16.66%	11.36%	少数股东损益	24.54	30.43	36.85	40.54
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	197.14	276.01	320.63	357.55
资产负债率	37.5%	35.9%	31.1%	26.8%					
流动比率	2.69	2.76	3.40	4.03	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.50	2.53	3.14	3.76	货币资金	423.14	724.93	1108.70	1509.02
现金比率	5.18	8.88	13.58	18.48	应收款项	188.57	275.08	345.46	387.45
经营效率指标					存货	5.79	8.06	10.80	11.77
应收帐款周转天数	64.60	57.30	59.73	58.92	其它流动资产	0.94	0.94	0.94	0.94
存货周转天数	3.36	2.49	2.78	2.68	流动资产合计	672.87	1100.41	1583.09	2034.08
总资产周转率	1.06	1.51	1.30	1.15	长期股权投资	5.27	5.27	5.27	5.27
固定资产周转率	17.51	33.14	36.93	40.17	固定资产	48.98	58.39	64.50	71.70
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	69.82	91.37	31.39	15.23
					非流动资产合计	236.72	264.76	206.11	192.35
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	909.59	1365.17	1789.20	2226.42
净利润	197.14	276.01	320.63	357.55	短期借款	80.00	80.00	80.00	80.00
少数股东损益	24.54	30.43	36.85	40.54	应付账款	21.12	79.89	97.87	110.10
非现金支出	68.16	9.08	84.49	43.30	预收账款	1.86	2.76	3.67	3.99
非经营收益	1.97	1.48	1.72	1.64	其它流动负债	0.10	0.10	0.10	0.10
营运资金变动	-109.31	18.00	-37.03	-16.37	流动负债合计	249.83	398.97	465.52	504.65
经营活动现金流	182.50	335.00	406.66	426.65	长期借款	11.47	11.47	11.47	11.47
资产	-64.11	-29.73	-19.17	-22.69	其它长期负债	80.06	80.06	80.06	80.06
投资	38.69	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	91.53	91.53	91.53	91.53
其他	0.00	-0.32	-0.08	-0.16	负债总计	341.36	490.50	557.04	596.18
投资活动现金流	-25.42	-30.04	-19.25	-22.85	实收资本	120.37	120.37	120.37	120.37
债权募资	-61.66	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	532.93	798.55	1119.18	1476.73
股权募资	10.50	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	45.69	76.12	112.97	153.51
其他	24.76	-3.80	-3.80	-3.80	负债和所有者权益合计	909.59	1365.17	1789.20	2226.42
融资活动现金流	-26.39	-3.80	-3.80	-3.80					
现金净流量	130.70	301.16	383.61	400.00					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
毛云聪 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 当代明诚,平治信息,光线传媒,中原传媒,顺网科技,中南传媒,IGG,华策影视,视觉中国,横店影视,完美世界,城市传媒,迅游科技,思美传媒,游族网络,分众传媒,浙数文化,吉比特,中国电影,中文传媒,立思辰,三七互娱,新经典,万达电影,宝通科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。