



2016 年 08 月 14 日

中文在线(300364.SZ)

## 中文在线 ( 300364.SZ , 未评级 ) 调研纪要——布局 IP 泛娱乐和教育加 , 游戏业务为新看点

投资要点

无评级

当前价 : 49.93 元

目标价 :

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001

电话: 010-84903252

邮箱: wangfenghua@lxsec.com

联系人: 陈净娴

邮箱: chenzhengxian@lxsc.com

### ◇ 事件

我们于 8 月 12 日下午在北京参加了中文在线 ( 300364.SZ , 未评级 ) 的管理层交流,出席会议的有财务总监及证券事务代表王京京女士,会议重点就中文在线的业务框架、IP 和教育两大板块布局等进行了交流。

### ◇ 公司战略

聚焦“文学+”和“教育+”为公司的两个业务板块。内生+外延并进,世界级的文化教育集团。

### ◇ 我们的观点

( 1 ) 我们认为公司的核心竞争力来自于如下两点:丰厚的 IP 储备 ( 17K 为中国市场份额第二的网络文学平台 );于教育领域广泛的通路布局 ( 书香中国覆盖中国 5 万多所中小学( 约 26% 的中小学 ) 以及 1,900 多所高校 ( 约 70% 的高校 ) )。该等资源需时间累计方可获得且具先发优势,难以复制。

( 2 ) 公司新布局的游戏团队定位于发行和改编自有 IP, 表明公司的商业



模式开始对应更为广阔的空间 ( 一个 IP 全产业链变现的价值为 13 亿 , 其中阅读收入为 0.14 亿 , 游戏收入 3.60 亿 , 影视收入 8.65 亿 ) , 这意味着公司在 IP 变现方面主动性增加 ( 而非仅仅是售卖 IP ) , 变现速度加快 , 净利润弹性加大。

- ( 3 ) 我们认为 IP 变现的维度 ( 游戏、影视和动漫等 ) 、速度和品质将为股价上行的主要驱动因素。目前 Wind 平均预估公司 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 5.6 亿、7.9 亿和 10.9 亿 , 同比增速分别为 44%、41%和 38% , 归属母公司净利润分别为 8,656 万、1.29 亿和 1.80 亿 , 同比增速分别为 177%、50%和 39% , 对应 EPS 分别为 0.30 元、0.46 元和 0.63 元。目前股价分别对应 2016 年、2017 年和 2018 年 PE 为 164.1x、109.7x 和 79.0x , 暂未评级。

以下为调研的主要内容。



## 行业部分 (分“文学+”和“教育+”两方面论述)

### 文学+

“文学+”对应泛娱乐板块：2015 年中国泛娱乐市场规模为 4,229 亿元，对应 2011 年至 2015 年复合增长率为 22%。2015 年，中国网络文学、二次元、网络视频、网络音乐和网络游戏用户分别为 2.97 亿、2.00 亿、5.04 亿、5.01 亿和 3.91 亿。网络文学是 IP 的源头，也是中文在线的重要利基。

IP 在泛娱乐产业链的价值：电影部分，全球前 20 大票房电影 75%来自于 IP 改编，国内前 20 大票房电影 60%来自于 IP 改编，2015 年全网播放量超 10 亿的 9 部超级网剧 77%来自于 IP 改编；游戏部分，有 IP 游戏的转换率是无 IP 游戏的 3-7 倍。

网络文学是 IP 的重要源头：网络文学改编为电视剧作品，其网民渗透率高达 73%。由于网络文学有完整的架构，可以获取大量粉丝，形成漏斗，不断累积过滤粉丝，留下来的是真正有忠诚度的粉丝。一部大神级文学作品，粉丝可以累积到百万以上。一部 S 级的产品（头部作品），阅读收入可达 0.14 亿、影视收入 8.65 亿、游戏收入 3.60 亿以及衍生品 0.20 亿，一体化开发合计可达到 13 亿人民币，其中网络文学是生态核心。

网络文学 IP 的变现模式：电影、游戏、网剧、音乐、动漫和听书，外围虚拟现实、粉丝社群、衍生品、淘宝购物以及品牌核心运营等。

### 教育+

全球互联网教育趋势：(1) 移动化，新兴市场为增长点；(2) 大数据和人工智能技术突破口；(3) K12、语言学习和职业教育为热点；(4) 创业型公司众多；(5) 互联网巨头涌入。



美国在线教育市场概览 预计美国 K12 在线教育市场 2017 年的市场规模为 134 亿美元，复合增长率为 20%。教育软件市场可分为学生信息系统 ( SIS )、课程管理系统、课程软件和测评系统。互联网公司身影积极。

中国在线教育市场概览：中国已成为全球第二大在线教育市场，2015 年市场规模同比增长 52%，预计 2017 年市场规模为 1,734 亿元，潜在用户超过 2 亿。

## 公司部分

公司于 2000 年创立于清华大学，2002 年担任了教育部重点课题——中小学数字图书馆项目，2006 年成立了 17K 小说网，2008 年成为中国移动阅读基地核心运营合作伙伴，2013 年成立了首家网络文学大学 2014 年投资中国电信天翼阅读 2015 年登陆创业板，2015 年 9 月成立中文在线集团，2016 年 8 月 8 日定增 20 亿落地。

公司战略：“文学+”和“教育+”

## 文学+

文学+：基于 IP 的一体化开发，构建泛娱乐生态。即以文学 IP 为核心，在数字出版基础上，以投资、授权及合作分成等多种方式深度开发衍生为影视、游戏、动漫、音乐、舞台剧和周边等，实现 IP 一体化开发。

一体化开发，可用四个能力和三位一体来诠释，四个能力分别为，( 1 ) 海量内容：16 年的积累，17K 小说网、汤圆创作和听书等平台；( 2 ) 智能 IP 评估能力：拥有行业智囊和智能数据分析评估能力，筛选适合改编的精品内容进行孵化；( 3 ) 渠道宣发推广能力：



和移动通信建立了战略合作关系，覆盖了大量移动用户，这些战略合作伙伴覆盖了 95% 以上网文渠道运营商；(4) 行业开放合作能力：对产业链上下游共同运营 IP。三位一体分别指，(1) 作者一体化：独创经纪人平台，作者全方位覆盖，深度与作者绑定；(2) 渠道一体化：同一 IP，可完成渠道全覆盖；(3) 产业链一体化：整合产业链上下游，以公司或者工作室等方式共同打造 IP。

#### 四大能力之海量内容

17K：驻站作者超过 60 万，4 万多月活作者，20 多部点击过亿的网络原创小说，衍生作品近百部，数十位旗下作者加入中国作家协会及各省作家协会。

汤圆创作：国内最大的移动读写社区，年轻人的 IP 孵化器，也是全国最大的校园文学联盟和漫画联盟。驻站作者超过 150 万，漫画作者超过 1,000 名，且陆续增加中，覆盖 30 个省市，3,000 多所院校，超过 30 万月活作者，平台每天更新几万字。汤圆的创作和阅读都是免费。

听书：中国最早做听书的公司，去年收为控股公司，目前提供的有声读物超过 10 万集，6 万小时多，既有原创小说，也有评书和相声等。

四大能力之智能 IP 评估体系：什么是好 IP？三观正、角色强、跨媒体、可被商品化并有大量的粉丝。公司从 12 个主观维度，24 个客观维度（如点击量等），锁定潜力 IP，除了内部 IP 专家还有 18 位外部的行业专家组成 IP 评审委员会来把关。

四大能力之渠道宣发推广能力：上百位重量级作者联合推广，忠实读者超过 7,000 万。在社交互动平台如 QQ、微信、贴吧和新浪微博等，新闻媒体平台如今日头条和新浪微波等，以及直播视频平台如斗鱼等推广。

四大能力之开放合作能力：与知名出版社，知名阅读类如 Kindle 和掌阅等，互联网业者



如爱奇艺(已合作多部网剧)、360、腾讯、阿里和乐视等,以及影视业者如华策克顿和合一文化等均有合作。

三位一体之作者一体化:创新了作家经纪人模式,有 2,000 余名知名作家,与其中的 23 位前约作家独家签约,拥有 50 多部独家重磅 IP。对于网红网文作家(拥有 4 万多名活跃作家,100 多部点击过亿的 IP),其培养模式为作家按作品或权益品类和公司签约,不是全产品线打包签约。

三位一体之渠道一体:多种维度孵化超级 IP。

三位一体之产业链一体化:打通上下游,公司拥有隋唐两宋工作室、二次元工作室和动漫工作室等,也对一些 IP 进行反向定制。

## 游戏业务

公司成立了游戏发行团队,定位于发行改编自己的 IP,也有部分为反向定制作品。目前《美女老师 2》快杀青了,过几个月可以在视频网站看到,手游也会同步推出;《横扫天下》为反向定制的网文和衍生作品。

## 未来 IP 变现计划

立项筹拍:与华策克顿合作的《橙红年代》拥有 2 亿多的点击量,投资过亿,2016 年开拍;《匹夫的逆袭》、《我的美女老师》第二季、与爱奇艺联合出品的《万古仙穹》是由日本顶级漫画改编,有网剧、动画和游戏,此外还有《超级兵王》和《全能高手》。



## 教育+

三级火箭打造完美教育, (1) 一级火箭: 教育阅读, 立足书香中国这个数字教育阅读平台, 也包括数字教育阅读平台(公司认为阅读是教育最基础的部分); (2) 二级火箭: 数字教材教辅平台, 这个是针对 K12 阶段的; (3) 三级火箭: MOCC, 高等教育阶段。

书香中国: 目前覆盖 28 个省, 5 万多所中小学(约覆盖中国 26% 的中小学), 1,900 多所高校(约覆盖中国约 70% 的高校)。内容方面, 拥有 10 万册图书, 3 万集听书, 25 万套试卷等。平均到每个学生约几块到十几块钱。

MOOC 平台: 中文在线是清华大学“学堂在线”重要投资方和合作推广方。清华大学是全球第三大 MOOC 平台(中国第一大 MOCC 平台), 已上线课程 1,000 门, 注册人数 400 万, 选课人数 616 万, 已支持工程硕士资质和学分, 已同清华/复旦合作开设金融学辅修专业。

## 风险提示

1. IP 变现不达预期。



## 分析师承诺

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。

本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；





卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司(以下简称“联讯证券”)提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相



应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。