



2017年09月25日

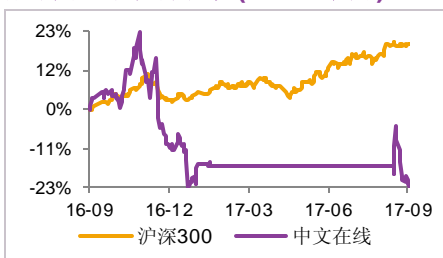
无评级

当前价： 13.8 元
目标价： 不适用

分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001
电话：+86-021-51782239
邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	601.52	934.76	1377.08	1765.83
(+/-)	54.14%	55.40%	47.32%	28.23%
归母净利润	35.04	94.51	155.01	221.81
(+/-)	12.13%	169.67%	64.02%	43.10%
EPS(元)	0.049	0.133	0.218	0.312
P/E	302.37	112.13	68.36	47.77

资料来源：联讯证券研究院

中文在线(300364.SZ)

【联讯传媒公司点评】中文在线 (300364.SZ, 未评级) 中报点评：IP 变现持续发力，助力业绩增长

投资要点

◇ 事件

公司于近期公布了 2017 年中报。中报显示，2017 上半年度，公司实现营业收入 29,717.05 万元，同期增长 30.81%；公司 2017 上半年度实现归属于上市公司股东的净利润 2,165.91 万元，同期增长 176.61%；每股收益 0.08 元，同比增长 132.52%。

◇ 分析

强大文学 IP 一体化开发，下游变现价值大幅提升：2017 上半年度，公司数字阅读产品产生的收入（包括教育阅读产品的收入）为 11,248.52 万元。数字阅读产品毛利率分别 36.23%，由于版权收购成本上升，同比下降 10.11%。截至 2017 年 6 月 30 日，公司共拥有数字内容资源过百万种，签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位，与 600 余家版权机构合作。2017 上半年度，中文书城客户端月活跃用户数量超 2,500 万，可在线销售作品数量超 10 万本，拥有《三体》、《欢乐颂》、《三生三世十里桃花》、《人民的名义》等多部热门畅销作品。报告期内，依托公司去年非公开发行募集资金约 20 亿元作为支持，IP 一体化开发项目逐步落地，深入影视、游戏、动漫等领域。数字内容增值服务产生的收入为 15,172.96 万元，同比增长 152.66%，毛利率达 79.08%，同比增长 3.17%，公司数字内容增值业务收入占营业收入比例达 51.06%，同比上升 24.62%。公司数个原创 IP 衍生网剧、游戏制作正在稳步推进。旗下汤圆创作 2017 上半年累计用户数 1,800 万，同期增长增长 100%，入库作品超 300 万部，成功签约多部影视改编作品和 AVG 游戏改编作品，其中知名作品《母妃，你的尾巴露出来了》腾讯动漫点击量达 2,000 万，公司 IP 定制游戏《武道至尊》已经上线，在应用宝的轻游戏推荐榜数周排名前五；即时策略游戏《苍蓝境界》即将上线；公司参与引进现象级动画电影《刀剑神域》，未来将开拓二次元周边商品化业务。

提供多维数字出版运营服务，深化大客户合作：2017 上半年度，公司数字出版运营服务产生的收入为 3,295.57 万元，数字出版运营服务毛利率为 32.40%，同比下降 6.79%。公司持续为咪咕数字传媒有限公司、北京世纪卓越信息技术有限公司（亚马逊）、北京新浪阅读信息技术有限公司等机构提供多维运营服务。报告期内，公司中标咪咕数字传媒有限公司内容类业务运营、综合行政类业务运营及内容审核的外包项目，为其提供内容运营、版权管理、内容审核等三大核心业务服务，持续为 8 亿移动用户提供数字阅读业务。公司提供的运营服务的客户囊括了国内三大运营商及世界电子书巨头亚马逊；中国联合网络通信有限公司湖南省分公司成为公司提供运营服务的新增客户。

“教育+”生态覆盖多省市，PPP 模式涉足公共文化领域：2017 上半年度，公司教育业务收入为 3,164.56 万元。报告期内，公司教育行业于数字全民



阅读平台产品“书香中国”，拥有注册用户 3,000 余万，覆盖 31 个省市、5 万多所中小学校、2,000 余所高校和公共图书馆。致力提升课堂学习力的“中文慧读平台”上线，已在清华附小、北京六十五中等中小学应用，累计覆盖中小学 1,600 多所，学生 13 万；公司推出了通用版数字教材应用工具慧学、数字教材配套作业系统等数字教育 APP；与上海市、深圳市、湖南省等多省、市教育部门展开数字教育合作；旗下清华大学 MOOC 平台“学堂在线”，截至 2017 年 6 月 30 日，注册用户超过 500 万，选课人次超过 600 万，已成为国内最大的中文 MOOC 平台。公司提出“文化中国战略”，助力地方政府形成融合城建、文化、旅游、商业等新型文化产业链。报告期内，公司与中央财经大学合作共同举办了清华文创训练营；与杭州市拱墅区政府达成战略合作，打造拱墅文创特色小镇。此外，公司与若干地方政府的战略合作也在稳步推进中。

✧ 投资要点

公司主营业务领域市场上升空间巨大，且正处于爆发式增长期。《2017 年中国泛娱乐产业白皮书》显示，2016 年泛娱乐核心产业总值约为 4,155 亿，2017 年预计将达到 4,800 亿元以上，预计增速保持 15% 以上，居民“内容消费”习惯已经形成。2016 网络文学用户 4.5 亿，预计未来网络文学付费规模会达到 250 亿；易观咨询显示 2016 年我国在线视频用户的付费市场规模达 109 亿元，同比增长 125%，预计 2021 年手游付费规模超 2,100 亿。根据 Frost&Sullivan 报告显示，公司在作品总数和作者总数上市场占有率分别为 27.5% 和 41.6%，均位居全国第二，网络文学 IP 因其内容头部性，用户基数大、粉丝黏性强，衍生价值空间广阔。艾瑞咨询数据显示，2016 年在线教育市场规模达到 1,560.2 亿元，同比增长速度为 27.3%；未来几年，在线教育市场规模和用户规模预计都将保持 20% 以上的速度增长，知识付费也将成为新“风口”。数字教育前景利好，公司已开展同多省市中小学、高校的合作，具有一定市场先入优势。

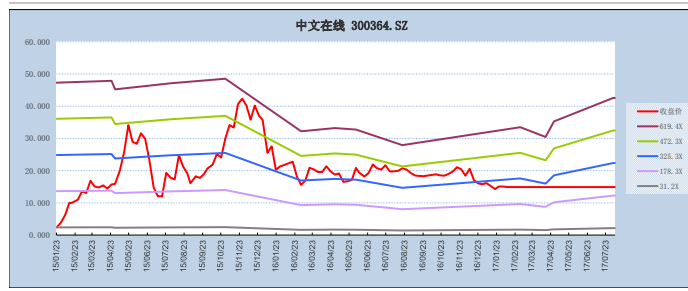
我们预估公司 2017 年、2018 年、2019 年的营业收入分别为 9.35 亿、13.77 亿和 17.66 亿，归属母公司所有者净利润分别为 0.95 亿、1.55 亿和 2.22 亿，每股收益分别为 0.13 元、0.22 元和 0.31 元，分别对应 PE112x、68x 和 48x。

✧ 风险提示

IP 变现进程及程度不如预期。

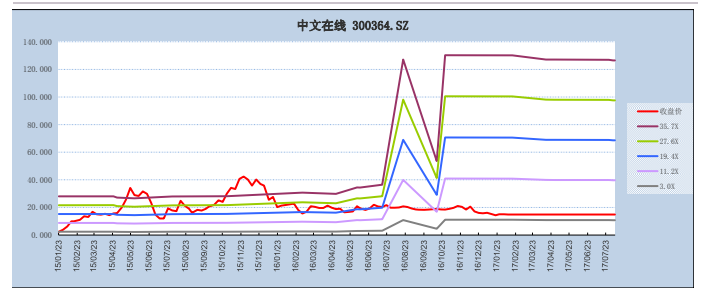


图表 1: PE 区间



资料来源: 联讯证券, Wind

图表 2: PB 区间



资料来源: 联讯证券, Wind



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1345.62	1434.76	1464.03	1685.52	经营性现金净流量	205.96	57.58	7.58	209.34
应收和预付款项	303.48	341.96	608.54	608.99	投资性现金净流量	-847.31	-409.13	17.77	17.77
存货	6.25	16.72	17.06	26.04	筹资性现金净流量	1972.78	440.69	3.92	-5.62
其他流动资产	12.79	12.79	12.79	12.79	现金流量净额	1327.64	89.14	29.28	221.49
长期股权投资	455.62	455.62	455.62	455.62					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	9.59	4.18	-1.23	-6.63					
无形资产和开发支出	274.25	233.73	193.20	152.67	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
其他非流动资产	361.90	361.63	361.35	361.35	收益率				
资产总计	2769.51	2861.37	3111.37	3296.35	毛利率	48.32%	49.23%	49.32%	49.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	43.10%	37.95%	36.03%	34.39%
应付和预收款项	224.65	234.92	351.08	344.54	EBIT/销售收入	7.37%	9.13%	11.52%	13.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.07%	13.70%	14.62%	15.89%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	6.11%	10.60%	11.80%	13.17%
负债合计	224.65	234.92	351.08	344.54	资产获利率				
股本	284.75	711.65	711.65	711.65	ROE	1.38%	3.61%	5.66%	7.59%
资本公积	2017.12	1590.22	1590.22	1590.22	ROA	1.60%	2.98%	5.10%	7.23%
留存收益	235.68	312.70	439.01	619.77	ROIC	-0.13%	6.49%	13.94%	19.47%
归属母公司股东权益	2537.55	2614.56	2740.88	2921.64	增长率				
少数股东权益	7.30	11.89	19.41	30.17	销售收入增长率	54.14%	55.40%	47.32%	28.23%
股东权益合计	2544.85	2626.45	2760.29	2951.81	EBIT 增长率	25.26%	92.39%	85.93%	50.18%
	2769.51	2861.37	3111.37	3296.35	EBITDA 增长率	128.37%	1.03%	57.26%	39.40%
					净利润增长率	25.12%	169.67%	64.02%	43.10%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产增长率	233.21%	3.32%	8.74%	5.95%
营业收入	601.52	934.76	1377.08	1765.83	股东权益增长率	395.80%	3.03%	4.83%	6.59%
减：营业成本	310.86	474.58	697.90	890.51	经营营运资本增长率	-30.03%	40.44%	106.38%	6.59%
营业税金及附加	4.02	6.24	9.19	11.79	资本结构				
营业费用	62.73	96.28	143.22	183.65	资产负债率	8.11%	8.21%	11.28%	10.45%
管理费用	199.63	280.43	371.81	441.46	投资资本/总资产	30.47%	29.35%	30.49%	27.99%
财务费用	-3.11	-21.93	-18.84	-17.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失	3.49	3.49	3.49	3.49	流动比率	7.43	7.69	5.99	6.77
加：投资收益	-5.39	0.00	0.00	0.00	速动比率	7.34	7.56	5.90	6.66
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	6.83%	18.51%	18.51%	18.51%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	93.17%	81.49%	81.49%	81.49%
营业利润	18.52	95.67	170.30	252.71	业绩和估值指标				
加：其他非经营损益	34.86	20.91	20.91	20.91	EBIT	44.34	85.30	158.60	238.18
利润总额	53.38	116.58	191.21	273.61	EBITDA	126.72	128.02	201.32	280.63
减：所得税	16.63	17.49	28.68	41.04	NOPLAT	-0.57	54.73	117.04	184.69
净利润	36.74	99.09	162.53	232.57	净利润	35.04	94.51	155.01	221.81
减：少数股东损益	1.70	4.59	7.52	10.76	EPS	0.049	0.133	0.218	0.312
归属母公司股东净利润	35.04	94.51	155.01	221.81	BPS	3.566	3.674	3.851	4.105
营业收入					PE	302.37	112.13	68.36	47.77
减：营业成本									

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

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，经营证券业务许可证编号：10485001。

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

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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。



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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com