



## 中文在线（300364）：中文数字出版业领导者

推荐（首次）

### 传媒行业

询价参考值：6.81 元

报告日期：2015年01月09日

#### 主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	220	261	307	359
(+/-)	19.83%	18.59%	17.57%	16.73%
营业利润	41	40	45	50
(+/-)	-17.7%	-0.65%	11.73%	10.96%
归属于母公司 净利润	45	48	51	54
(+/-)	-17.36%	6.23%	6.37%	7.12%
每股收益（元）	0.37	0.40	0.42	0.45

- **公司是中国数字出版的开创者之一。**公司致力于成为全球领先的中文数字出版机构。公司以版权机构、作者为正版数字内容来源，进行内容的聚合和管理，向手机、手持终端、互联网等媒体提供数字阅读产品；为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务；通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值服务。公司主要提供数字阅读产品、数字出版运营服务和数字内容增值服务。
- **内容和渠道优势。**截至2014年6月30日，公司拥有数字内容223,514种（包括2,414种视频资源和2,133种音频资源），已经成为国内最大的正版数字内容提供商之一。公司的出版渠道已经成为涵盖手机、手持终端、互联网等各种渠道的全媒体出版模式，可以实现“一种内容、多种媒体、同步出版”，综合利用数字内容资源，以实现资源价值最大化。
- **技术优势。**目前公司已经构建起了纵向贯穿数字内容生产、加工、运营、发布、使用等数字出版全业务流程，横向覆盖手机、手持终端、互联网等全媒体出版业务的完整技术体系；培养形成了一支掌握数字出版专业技术知识的研发团队。截至本招股意向书签署日，公司及其控股子公司已经获得1项发明专利，1项外观设计专利，70项计算机软件著作权。
- **全媒体出版商业模式优势。**公司是行业内较早实行“全媒体出版”的企业之一，已经形成了一整套成熟的全媒体出版解决方案。公司的全媒体出版作品包括《建党伟业》、《孔子》、《十月围城》、《鸿门宴》等，取得了一定的社会影响力。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2014-2016年归属于母公司净利润达4767万元、5071万元、5432万元，对应EPS0.40元、0.42元、0.45元。根据发行规则，计算预计公司的发行价在6.81元/股。我们预计公司2014年EPS为0.40元，根据可比公司的估值，结合公司情况，给予公司2014年PE31-41倍，则对应合理价格为12.4-16.4元。
- **风险提示：**需求不足；市场竞争加剧；核心技术人员流失。

行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793717 qiuzx@cfsc.com.cn

联系人：董冰华

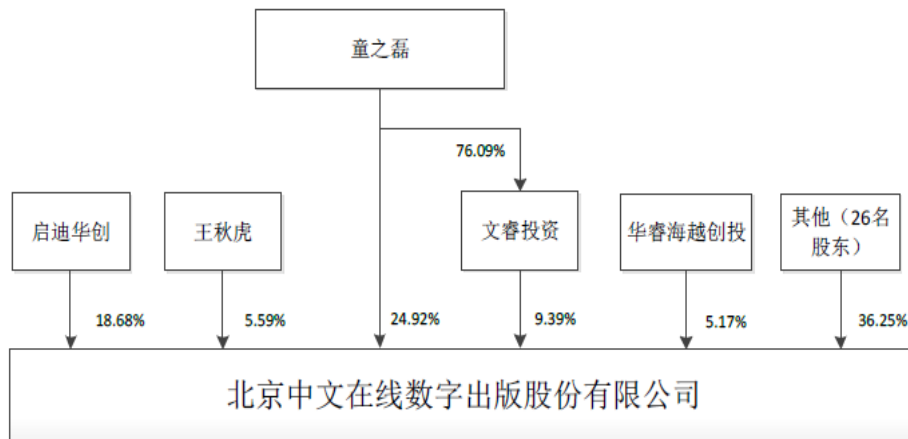
021-51793719 dongbh@cfsc.com.cn

## 1. 公司是国内领先的中文数字出版机构

公司是中国数字出版的开创者之一。公司致力于成为全球领先的中文数字出版机构。公司以版权机构、作者为正版数字内容来源，进行内容的聚合和管理，向手机、手持终端、互联网等媒体提供数字阅读产品；为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务；通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值服务。公司与国内 241 家出版机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位，拥有驻站网络作者超过 30 万名。公司的数字内容类型覆盖全面，除名家经典、青春言情、历史军事、官场职场、经管励志等文艺类作品之外，还长期储备社科和教育类内容资源，可以满足不同知识层次、不同年龄段、不同阅读目的的各类读者需求，公司已经成为国内最大的正版数字内容提供商之一。

公司控股股东为童之磊，直接持股比例为 24.92%，间接持有文睿投资 76.09% 股权，而文睿投资持有公司 9.39% 股权。

图表 1、公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 2. 主营业务及产品

### 公司主营业务

自设立以来，公司一直致力于成为全球领先的中文数字出版企业。公司以版权机构、作家为正版数字内容来源，进行内容的聚合和管理，面向手机、互联网、手持终端等出版媒体提供阅读产品；为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务；通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值业务。作为国内数字出版的领先企业，公司形成了“一种内容、多种媒体、同步出版”的全媒体出版模式。



图表 1、公司主营业务经营情况（单位：万元）

项 目	2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
数字阅读产品	5,391.07	51.14%	11,741.45	53.29%	11,375.94	61.87%	8,901.49	57.96%
数字出版运营服务	3,631.19	34.45%	7,672.43	34.82%	6,222.41	33.84%	5,775.98	37.61%
数字内容增值服务	1,518.81	14.41%	2,619.74	11.89%	788.61	4.29%	680.56	4.43%
合 计	10,541.07	100.00%	22,033.62	100.00%	18,386.96	100.00%	15,358.03	100.00%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

### 公司主要产品及服务

公司属于数字出版行业，主要提供数字阅读产品、数字出版运营服务和数字内容增值服务。

**数字阅读产品：**公司通过与版权机构、作者签约等方式获得图书等作品的数字版权，同时依托“17K小说网”、“四月天小说网”等原创文学网站收集原创作品及其版权。公司对这些作品进行数字化，依据渠道、客户、阅读媒介和用户特性，制作成各类数字阅读产品。公司数字阅读产品主要分为手机阅读产品、互联网阅读产品、教育行业阅读产品及由此产生的广告和技术服务等。

**数字出版运营服务：**公司利用自身丰富的数字出版运营经验和渠道资源，向数字出版和发行机构提供数字出版运营服务，主要包括用户需求分析、内容策划、内容引入、内容版权和不良信息审核、内容编辑、推荐管理、应急危机处理、反盗版管理和内容投诉管理、业务运营、营销推广和技术支撑等。此外，公司具有多年的数字出版运营经验，具备互联网出版许可证等相关资质，可满足合作伙伴对运营方能力和资质的要求。

**数字内容增值服务：**为实现数字内容资源价值最大化，公司对拥有版权的作品深度挖掘，经过筛选和审核，将数字内容进行纸质出版或改编为影视剧、游戏、有声读物等产品。目前，公司主要是通过与传统出版社、影视公司、游戏公司等采取授权合作的方式实现数字内容增值。

图表 3、公司主要产品



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



### 3.公司核心竞争力

**内容和渠道优势。**通过与众多版权机构、作者建立长期的合作关系，并运营自有的原创文学网站“17K小说网”、“四月天小说网”，公司建立了稳定的数字内容获取渠道。经过不懈努力，公司已经积累了丰富的数字内容。截至2014年6月30日，公司拥有数字内容223,514种（包括2,414种视频资源和2,133种音频资源），已经成为国内最大的正版数字内容提供商之一。经过多年的积累，公司的出版渠道已经成为涵盖手机、手持终端、互联网等各种渠道的全媒体出版模式，可以实现“一种内容、多种媒体、同步出版”，综合利用数字内容资源，以实现资源价值最大化。

**技术优势。**目前公司已经构建起了纵向贯穿数字内容生产、加工、运营、发布、使用等数字出版全业务流程，横向覆盖手机、手持终端、互联网等全媒体出版业务的完整技术体系。同时，公司根据多年在数字出版领域的研发经验，系统的总结并设计了一套技术研发流程，培养形成了一支掌握数字出版专业技术知识的研发团队。截至本招股意向书签署日，公司及其控股子公司已经获得1项发明专利，1项外观设计专利，70项计算机软件著作权。

**全媒体出版商业模式优势。**全媒体出版是指“一种内容，多种媒体，同步出版”，实现“让任何人在任何时间、任何地点，通过任何方式看到任何想要阅读的内容”。全媒体出版模式进一步打通了数字出版产业链，将单一渠道与单一形态向多元渠道与多元形态转换，实现一元化生产，多媒体发布，多渠道传播，为不同需求的用户同步提供适配各类终端的阅读产品，实现了阅读产品的全方位覆盖。公司是行业内较早实行“全媒体出版”的企业之一，已经形成了一整套成熟的全媒体出版解决方案。公司的全媒体出版作品包括《建党伟业》、《孔子》、《十月围城》、《鸿门宴》等，取得了一定的社会影响力。

**维权优势。**自成立以来，公司一直将正版数字内容的建设作为可持续发展的核心，经营过程中始终坚持。“先授权，后传播”的原则，从而强化和保障公司经营的合法性和稳定性，降低公司经营中的法律风险。同时，公司积极参与公共版权保护维权工作，促进全民反盗版意识的提高。公司主导联合国内十几家大型出版社、知名作家和律师事务所，发起成立的中文“在线反盗版联盟”，已经成为国家打击网络侵权盗版的重要组成部分。

### 4.募投项目

公司本次 IPO 募投项目合计募资 16747 万元，主要用于数字内容资源平台升级改造项目。数字内容资源平台升级改造项目预计投资 20,088.3 万元，主要用于数字内容采集和技术平台建设，建设期为三年。通过该项目建设，公司将新增各类数字内容 106,000 种，其中网络原创数字内容 47,000 种，传统出版物数字内容 9,000 种，有声读物数字内容 50,000 集，实现公司数字内容资源的生长，并完成与之配套的公司技术平台建设和市场推广活动，进一步增强公司核心竞争力。

图表 4、本次募投情况

序号	项目名称	总投资（万元）	利用募集资金（万元）
1	数字内容资源平台升级改造项目	20,088.30	16,747
-	合计	20,088.30	16,747

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



## 5.盈利预测与估值

我们预计公司 2014-2016 年归属于母公司净利润达 4767 万元、5071 万元、5432 万元，对应 EPS 0.40 元、0.42 元、0.45 元。根据发行规则，计算预计公司的发行价在 6.81 元/股。我们预计公司 2014 年 EPS 为 0.40 元，根据可比公司的估值，结合公司情况，给予公司 2014 年 PE31-41 倍，则对应合理价格为 12.4-16.4 元。

图表 5、可比公司估值水平比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE(倍)		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
603000	人民网	42.69	0.99	0.68	0.97	43	62	44
002174	浙报传媒	18.28	0.69	0.48	0.57	26	38	32
300295	三六五网	85.99	2.14	1.95	2.66	40	44	32
600551	时代出版	16.52	0.69	0.77	1.01	24	22	17
行业平均							41	31

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 6.风险提示

- 1、下游需求不足；
- 2、市场竞争加剧，净利润下滑；
- 3、核心技术人员流失。



图表 6、公司盈利预测

单位：万元	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>22,034</b>	<b>26,130</b>	<b>30,720</b>	<b>35,860</b>
增长率 (%)	19.83%	18.59%	17.57%	16.73%
减：营业成本	11,068	14,750	17,620	20,780
毛利率 (%)	49.77%	43.55%	42.64%	42.05%
营业税金及附加	368	436	512	598
销售费用	1,993	2,236	2,612	3,030
管理费用	4,787	5,326	6,230	7,250
财务费用	-87	-85	-150	-150
费用合计	6,692	7,477	8,692	10,130
期间费用率 (%)	30.37%	28.61%	28.29%	28.25%
资产减值损失	207	230	262	310
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	360	360	360	360
<b>营业利润</b>	<b>4,059</b>	<b>4,033</b>	<b>4,506</b>	<b>5,000</b>
增长率 (%)	-17.73%	-0.65%	11.73%	10.96%
营业利润率 (%)	18.42%	15.43%	14.67%	13.94%
加：营业外收入	1,130	1,200	1,250	1,300
减：营业外支出	34	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>5,155</b>	<b>5,183</b>	<b>5,706</b>	<b>6,250</b>
增长率 (%)	-17.81%	0.54%	10.09%	9.53%
利润率 (%)	23.40%	19.84%	18.57%	17.43%
减：所得税费用	643	389	607	788
所得税率 (%)	12.47%	12.50%	12.50%	12.50%
<b>净利润</b>	<b>4,512</b>	<b>4,794</b>	<b>5,099</b>	<b>5,462</b>
增长率 (%)	-17.36%	6.23%	6.37%	7.12%
净利润率 (%)	20.48%	18.35%	16.60%	15.23%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4,487</b>	<b>4,767</b>	<b>5,071</b>	<b>5,432</b>
增长率 (%)	-17.51%	6.23%	6.37%	7.12%
少数股东损益	25	27	28	30
总股本	12,000	12,000	12,000	12,000
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.40</b>	<b>0.42</b>	<b>0.45</b>

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

## 研究员简介

邱祖学：上海财经大学，经济学硕士。2009年7月加盟华鑫证券研发部。

董冰华：中国科学院大学，理学硕士，2013年7月加盟华鑫证券。重点跟踪领域：TMT。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>