

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 持有, 2015.12.29

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 83326721

邮箱: biantiecheng@cindasc.com

蔡靖 研究助理

联系电话: +86 10 83326728

邮箱: caijing@cindasc.com

相关研究

《泛娱乐生态系统和在线教育双管齐下》15.12

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

上半年营收快速增长, 影视游戏改编热潮提升公司 IP 价值

2016年07月15日

事件: 2016年7月10日公司发布2016半年度报, 公司上半年实现营业收入22,717.49万元, 同比增长75.23%, 实现归属于上市公司股东的净利润783.03万元, 同比增长12.46%。

点评:

- **公司营收实现较快增长, 股权激励导致利润增长相对较慢。** 2016年上半年公司营收同比增长75.23%, 净利润增长幅度为12.46%, 相差较多的原因是公司实施了第三期股权激励措施, 并于上半年确认了第一、二、三期股权激励股份支付费用。此次股权激励对吸引和留住优秀人才, 充分调动公司高管、中层管理人员及核心团队成员的积极性和公司未来发展有积极作用。
- **网络文学平台孕育大量精品 IP, 影视游戏改编热潮提升 IP 价值。** 报告期内公司数字阅读产品, 数字出版运营服务和数字内容增值服务营收分别为11,963.80万元, 4,748.29万元和6,005.39万元, 同比分别增长39.55%, 35.48%和577.23%。在A股市场的IP概念股中, 中文在线是唯一一家拥有网络文学平台这个IP孵化器的公司, 拥有“17K小说网”、“汤圆创作”等网络文学平台, 已经积累了大量精品IP资源。这些IP资源不仅驱动公司在基于文字的数字阅读产品和运营业务快速增长, 而且带动了基于影视、游戏、有声读物的内容增值服务营收爆发。我们认为, 随着我国影视游戏等娱乐领域对精品IP的需求大量增加和衍生产品种类更加丰富, 该增值服务将具备较大向上贡献弹性。
- **抢占在线教育行业先机。** 公司作为最早参与教育信息化的数字出版企业之一, 积累了众多的教育领域客户群体和渠道资源。“书香中国”系列已覆盖28个省, 5万所中小学校, 1500余所高校, 开通了大量省市服务、高校服务和图书馆服务。云屏数字借阅机等产品, 可在线提供5万册图书、3万集听书、20G中国传统文化经典资源。另外, 2015年公司公告非公开发行股票方案在2016年2月已经获证监会审核通过, 投资的两个项目之一就是在线教育平台及资源建设。由此可见, 在线学习平台被确定为公司的战略性业务, 未来将形成公司发展动力的另外一级。
- **盈利预测与投资评级:** 由于增发尚未完成, 暂不考虑对公司的影响, 我们预计公司2016-2018年营业收入分别达到5.57亿元、7.59亿元和9.92亿元, 实现归属母公司的净利润分别为0.70亿元、0.99亿元和1.33亿元。按照公司最新股本计算, 对应的EPS分别为0.29元、0.41元和0.55元。IP概念公司, 中文在线估值水平偏高。考虑到公司是唯一拥有原创网络文学网站, 并且积累了大量IP资源在未来有望变现, 因此我们维持“持有”投资评级。
- **股价催化剂:** 数字出版行业及在线教育的快速发展; IP资源在影视、动漫、游戏领域变现。

➤ **风险因素：**宏观经济和产业变化带来的风险；行业竞争带来的毛利率下降风险以及知识产权保护所产生的风险

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	269.74	390.25	556.85	758.68	992.08
增长率 YoY%	22.42%	44.68%	42.69%	36.25%	30.76%
归属母公司净利润(百万元)	46.17	31.25	70.00	99.37	132.93
增长率 YoY%	2.89%	-32.30%	123.98%	41.95%	33.77%
毛利率%	46.34%	47.18%	49.38%	49.92%	50.09%
净资产收益率 ROE%	16.36%	7.69%	12.80%	15.74%	17.78%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.13	0.29	0.41	0.55
市盈率 P/E(倍)	274.37	405.30	180.95	127.48	95.30
市净率 P/B(倍)	20.88	12.29	21.77	18.60	15.56

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2016年7月14日收盘价

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	192.12	468.56	504.36	586.21	715.94
货币资金	59.96	255.81	226.68	208.46	221.81
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	97.54	159.86	219.44	298.98	390.96
预付账款	23.93	38.48	47.68	64.27	83.76
存货	1.45	8.79	4.95	8.89	13.80
其他	9.25	5.61	5.61	5.61	5.61
非流动资产	241.01	410.44	476.13	534.05	584.39
长期投资	73.51	148.93	148.93	148.93	148.93
固定资产	4.85	10.88	10.72	10.53	10.30
无形资产	61.49	123.70	188.71	245.77	294.86
其他	101.16	126.93	127.77	128.82	130.30
资产总计	433.13	879.00	980.49	1,120.26	1,300.33
流动负债	126.02	350.40	381.89	422.29	469.44
短期借款	55.00	249.35	249.35	249.35	249.35
应付账款	32.48	50.20	67.35	90.77	118.30
其他	38.54	50.85	65.19	82.16	101.79
非流动负债	5.20	14.96	14.96	14.96	14.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.20	14.96	14.96	14.96	14.96
负债合计	131.22	365.37	396.86	437.26	484.40
少数股东权益	0.71	1.82	1.82	1.82	1.82
归属母公司股东权益	301.21	511.81	581.81	681.18	814.11
负债和股东权益	433.13	879.00	980.49	1120.26	1300.33

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	269.74	390.25	556.85	758.68	992.08
同比(%)	22.42%	44.68%	42.69%	36.25%	30.76%
归属母公司净利润	46.17	31.25	70.00	99.37	132.93
同比(%)	2.89%	-32.30%	123.98%	41.95%	33.77%
毛利率(%)	46.34%	47.18%	49.38%	49.92%	50.09%
ROE(%)	16.36%	7.69%	12.80%	15.74%	17.78%
每股收益(元)	0.19	0.13	0.29	0.41	0.55
P/E	274.37	405.30	180.95	127.48	95.30
P/B	20.88	12.29	21.77	18.60	15.56
EV/EBITDA	0.24	4.36	2.35	1.67	1.27

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	269.74	390.25	556.85	758.68	992.08
营业成本	144.74	206.12	281.89	379.95	495.15
营业税金及附加	2.52	1.52	3.19	4.34	5.68
营业费用	28.28	42.56	55.68	75.87	99.21
管理费用	57.92	120.54	154.17	201.79	255.45
财务费用	0.39	0.42	-6.22	-5.43	-4.90
资产减值损失	2.05	3.57	6.06	8.25	10.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.08	5.82	3.68	4.05	4.45
营业利润	39.92	21.34	65.76	97.96	135.16
营业外收入	13.99	14.62	15.83	17.66	19.38
营业外支出	0.22	0.55	0.37	0.33	0.32
利润总额	53.69	35.41	81.22	115.29	154.23
所得税	7.59	6.04	11.22	15.92	21.30
净利润	46.10	29.37	70.00	99.37	132.93
少数股东损益	-0.07	-1.89	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	46.17	31.25	70.00	99.37	132.93
EBITDA	63.98	57.36	106.55	149.42	197.11
EPS (摊薄)	0.51	0.26	0.29	0.41	0.55

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	178.34	36.11	57.37	68.63	100.64
净利润	215.54	29.37	70.00	99.37	132.93
折旧摊销	7.88	20.09	25.33	34.12	42.88
财务费用	2.40	1.86	0.00	0.00	0.00
投资损失	-24.33	-5.82	-3.68	-4.05	-4.45
营运资金变动	-27.24	-31.09	-39.50	-67.92	-80.02
其它	4.10	21.69	5.22	7.11	9.30
投资活动现金流	-10.55	-198.86	-86.51	-86.84	-87.29
资本支出	-18.55	-65.93	-90.19	-90.89	-91.74
长期投资	26.44	-20.11	3.68	4.05	4.45
其他	-18.44	-112.83	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-114.91	196.57	0.00	0.00	0.00
吸收投资	27.31	182.30	0.00	0.00	0.00
借款	-0.40	193.84	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	27.57	11.02	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	52.88	33.82	-29.14	-18.21	13.35

研究团队简介

边轶城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学工商管理硕士，曾经从事手机研发，实验室管理等工作，IT 从业经验八年。2015 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

计算机行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
太极股份	002368	安居宝	300155	数字政通	300075	广电运通	002152
四维图新	002405	辉煌科技	002296	用友网络	600588	软控股份	002073
航天信息	600570	远光软件	002063	二三四五	002195	恒生电子	600570
汉鼎股份	300300	捷顺科技	002609	御银股份	002177	梅安森	300275

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。