



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：传媒

旷实\*

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001  
(8610) 6622 9343  
shi.kuang@bocichina.com

\*刘昊涯为本报告重要贡献者

# 中文在线点评：非公开增发助力公司“文学+”和“教育+”战略升级

**事件：**中文在线(300364.CH/人民币 55.94, 买入)于7月22日发布公告称，本次非公开发行已完成了投资者的申购报价和核查工作。经公司申请，公司股票将于2016年7月25日（星期一）开市起复牌。

## 点评：

### 一、本次非公开发行概况

公司于2015年8月发布2015年非公开发行A股股票预案，拟募集资金20亿元；2016年2月2日，本次非公开发行股票的申请获证监会通过；2016年6月7日，本次非公开发行股票获得证监会核准批文；2016年7月22日，本次非公开发行完成投资者申购报价和核查工作。

图表 1. 非公开发行历程一览



资料来源：公司公告，中银证券

本次公司拟向不超过五名特定对象非公开发行股票不超过 5,956.95 万股，募集资金金额不超过 20 亿元，发行价格将根据发行对象的申购报价决定；本次发行股票的限售期为一年，本次发行股票结束后，公司实际控制人的控股股东地位保持不变，公司控制权不发生变化。

## 二、非公开增发助力公司“文学+”和“教育+”战略升级

**1.IP生态平台得以完善，内容数量大幅增加。**基于IP的泛娱乐数字内容生态系统建设项目拟对公司现有数字版权平台进行扩建，投资于现有文学网站平台升级、数字版权购买、衍生加工和市场推广等。该项目建成后，将有效提升公司的内容数量，同时对公司现有文学平台和数据库硬件进行更新，增强用户体验。

**2.巩固公司在线教育平台的内容优势和服务优势。**在线教育平台及资源建设项目主要建设面向教育领域的、基于数字化教材教辅的学习支持及数字阅读平台。公司将通过直接投入、增资子公司等方式进行项目建设。该项目建成将有助于公司全面提升公司的数字化教学及阅读平台，在内容方面进一步扩大数字教学核心资源，平台方面打造阅读、写作、测评、社交等核心应用，同时提供更多的教学服务，建立产业合作联盟。

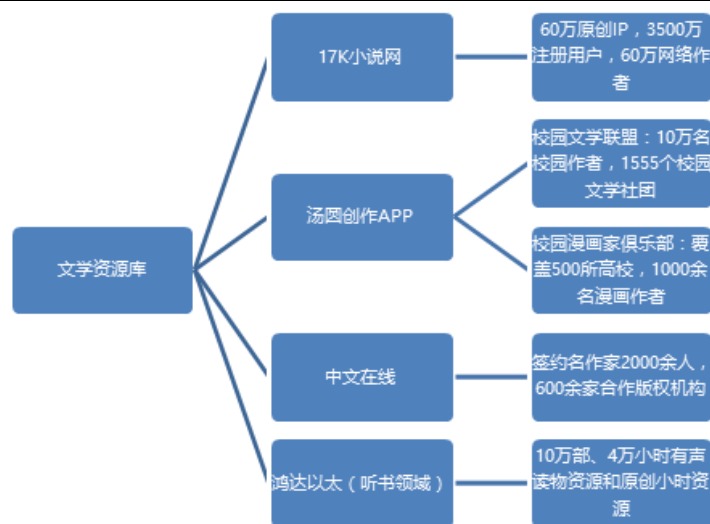
## 三、公司发展战略：打造IP泛娱乐平台与在线教育并举。

公司自上市以来，确立了两大业务主线：基于IP的泛娱乐及在线教育。迎合当下互联网+、文化产业及教育三大经济转型风口。

**1.公司目前已经建成全渠道与海量资源相结合的泛娱乐平台。**

资源方面，公司拥有17K小说网、“汤圆创作”APP、中文在线等文学资源库，共拥有IP过百万种，签约版权机构600余家，名家及畅销书作家2,000余人，公司旗下网站、APP覆盖用户数量超过7,000万。公司未来预计将生产B级IP100个，A级IP30个，S级黄金IP10个。

图表 2. 公司文学资源库一览



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. “文学+”合作模式



资料来源：公司公告，中银证券

渠道方面，公司拥有包括 17K 小说网、汤圆创作 APP、中文书城 APP、四月天网站等自有渠道，覆盖用户超 7,000 万，以及三大电信运营商、互联网平台、手机硬件厂商等合作渠道，间接覆盖用于数以亿记。

图表 4. 公司拥有渠道一览

自有渠道	17K 小说网、汤圆创作 APP、中文书城 APP、四月天网站、书香中国、微书房等	
	运营商	中国移动和阅读、中国电信天翼阅读、中国联通沃阅读
	互联网平台	百度、腾讯、新浪、网易、优酷、爱奇艺、乐视网
	移动互联网	掌阅科技、爱阅读、亚马逊中国
	手机硬件厂商	华为、魅族等
合作渠道	影视机构	合一影业、海润影视、北广传媒、华策影视、王马影视、荣信达等
	动漫	中天创视、腾讯漫画、网易漫画等
	游戏	360、迅雷游戏、灵石游戏、广州百田、点我游戏等
	实体出版	人民出版社、江苏凤凰出版集团
	有声资源	喜马拉雅

资料来源：公司公告，中银证券

**IP 衍生领域布局初见成效。**公司将精品内容和多元渠道相结合，通过 IP 一体化开发模式打造版权衍生超级 IP。目前已经在影视、游戏、漫画等 IP 衍生领域开发出《我的美女老师》网络剧、手游《龙血战神》、漫画《斩龙》等优秀作品。

**图表 5. IP 衍生部分成果一览**

影视领域	作品名称	作品描述
	《我的美女老师》	与爱奇艺合作，两个月点击量突破 2 亿
	《诡案组》	与海润影视合作拍摄
游戏领域	《龙血战神》	安卓上线首日流水破 210 万
	《罪恶之城》	总注册量超过 40 万，付费率达 12%
	《吞噬苍穹》	上线后点击量超 2.4 亿
漫画领域	《我才不会被女孩欺负呢》	由同名小说改编
	《斩龙》	由同名小说改编

资料来源：公司公告

## 2. 发展互联网+教育，教育阅读、教材教辅与 MOOC 平台三级火箭。

公司目前已经形成了完整的在校教育指导服务体系。公司教育行业阅读产品纵贯中小学并延伸至高校及公共图书馆，形成数字教育行业阅读产品全覆盖，拥有“书香中国”、“数字教材教辅平台”和 MOOC 平台三大在校教育平台。

### 1) “书香中国”是公司自 2009 年推出的第三代数字图书馆阅读平台。

- **资源方面**，“书香中国”目前能提供 10 万中数字图书和 3 万集有声读物的在线阅读，2 万多种中小学课件，3,500 种期刊，50 万分钟以上教育视频资源。
- **渠道方面**，“书香中国”已经覆盖 28 个省，5 万所中小学校和 1,900 余所高校，开通“书香江苏”、“书香八闽”、“书香东城”等省市服务和“书香清华”、“书香人大”、“书香川大”等高校服务，并为首都图书馆、福建图书馆、清华大学图书馆提供数字图书馆服务。
- **硬件方面**，公司开发了云屏数字阅读机，打造全民数字阅读平台，下载公司已拥有的海量图书、听书资源。

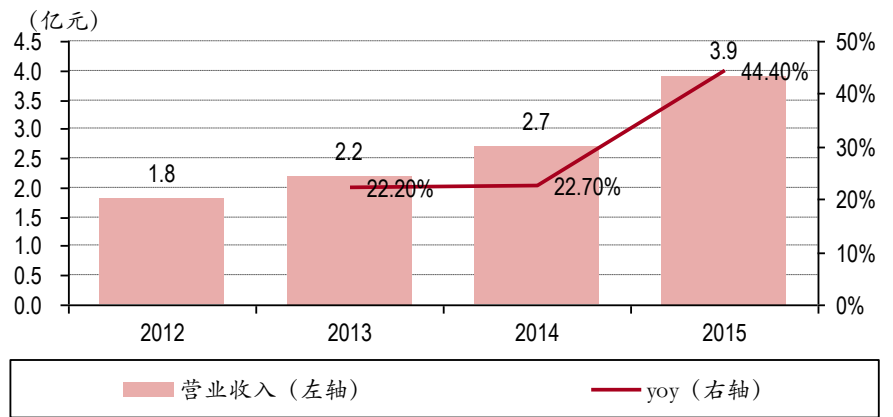
2) **数字教材教辅平台**是公司开发的以老师和学生为核心，在线完成备课、授课、作业、批示、展示的教学平台。公司是中国首个中小学教材发行平台项目“上海市中小学数字教材项目”的总规划方；公司还承担了北京市首个中小学电子教材发行平台项目。

3) **MOOC 平台——学堂在线**。公司是清华大学“学堂在线”投资方和合作推广方，这是教育部唯一授权的、拥有全球 MOOC 资源的平台。在 2016 年发布的“全球慕课排行”中，学堂在线被评为“拥有最多精品好课”的三甲平台之一。截至到 2016 年 6 月中旬，学堂在线注册用户数达到 300 万，选课人次 550 万，运行的课程数量已经超过 1,000 门。公司目标将学堂在线打造成最大的中文 MOOC 平台，5 年教育 1 亿人。最终帮助学生通过平台可以拿到学分、拿到证书甚至拿到学位。

## 3. 双轮驱动战略成效显著，推动公司业绩大幅增长。

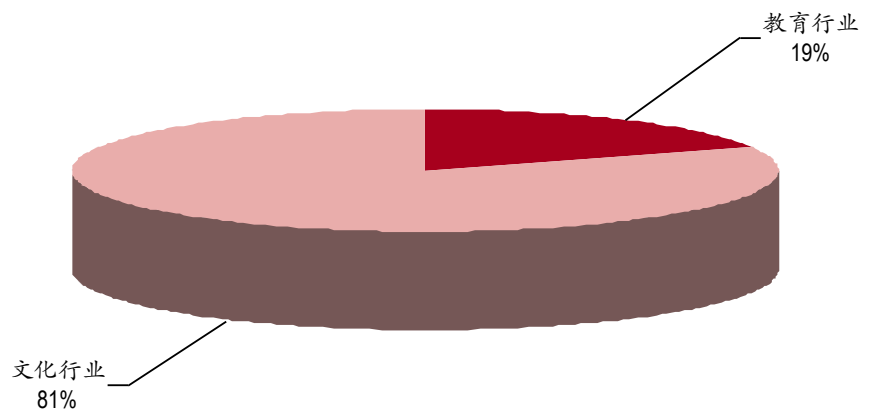
2015 年，公司实现营业收入 3.9 亿元，同比增长 44.68%，由于确认期权费用，公司净利润有所下降。其中，文化产业实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 37.63%，教育产业实现营业收入 7,333.4 万元，同比增长 85.81%。产品端方面，公司在 IP 衍生方面发展显著，2015 年数字内容增值服务实现营业收入 6,263.9 万元，同比增长 130.51%。

图表 6. 2012-2015 年公司经营收入及增长率



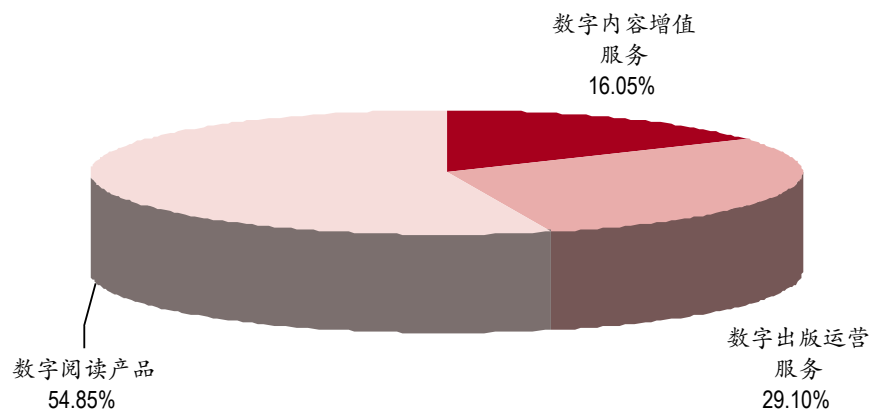
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2015 年公司收入结构（分行业）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2015 年公司收入结构（分产品）



资料来源：公司公告，中银证券

#### 4. 外延投资合作，完善内容及渠道系统。

公司自上市以来，在 IP 娱乐、教育两大领域进行了丰富布局；包括，对 ATA 公司的投资，以及与荣信达、新浪阅读等知名影视娱乐机构达成战略合作。

**图表 9. 公司对外投资及合作一览**

时间	合作对象	合作方式	合作内容
2015.12.9&2016.6.24	ATA Inc.	收购股权	累计投资总额达 3,160 万美元，持有 ATA Inc. 20.09% 股权。ATA Inc. 是国内领先的考试测评服务机构，有助于公司增强公司教育产品的推广能力。
2015.12.14	三智启明、灏博投资	签订战略合作协议	拟在内容版权购买，内容版权的全产业链开发投资、内容开发及运营公司的股权投资等方面展开深入合作。
2015.11.19	中经网	合资设立新公司	开展与移动通信网手机电视业务相关的经营性业务。
2015.11.12	荣信达	签订战略合作协议	就网络文学 IP 的开发、制作、发行和投资等方面进行多种形式的合作。
2015.9.10	新浪阅读	签订战略合作协议	新浪阅读为中文万维网站提供在线阅读服务产品的推广；中文万维应配合新浪阅读的推广活动，负责向新浪阅读提供推广的技术接口
2015.5.13	姜斌、赵永鸣	合资设立新公司“中文万维”	开展“中文书城”智能手机阅读及互动娱乐客户端应用和网页应用的业务

资料来源：公司公告，中银证券

#### 四、公司未来展望

##### 1. 以 IP 一体化运营，共同打造“文学+”战略。

1) **网络文学具有海量 IP 数量及庞大的受众群体。**根据艾瑞统计，到 2015 年网络文学数量已远超出版文学、影视剧和游戏的数量，成为了目前最大的 IP 源头。2015 年 12 月数据显示，PC 端月度覆盖人数为 1.41 亿人，月度浏览时间 1.62 亿小时；移动端覆盖人群为 1.48 亿人，月度浏览时间 8.03 亿小时。网络文学已经积累了庞大的受众群体及海量的使用时间。

**图表 10. 网络文学 PC 及移动端数据**


资料来源：艾瑞咨询《2016 年中国网络文学行业研究报告》，中银证券

2) **文学 IP 衍生发展在影视、游戏领域成果显著。**影视方面，鬼吹灯系列、盗墓笔记系列的电视剧、电影的高收视率和票房证明了经典网络小说的商业价值；游戏方面，多部网文 IP 手游成为现象级。

**图表 11. 2015 年网文 IP 手游 TOP5**

排名	游戏	IP	游戏表现
1	花千骨	Fresh 果果《花千骨》	首月月流水近 2 亿
2	苍穹变	天蚕土豆《斗破苍穹》	上线 3 日流水破 4,000 万, 月流水破亿
3	大主宰	天蚕土豆《大主宰》	首日付费充值超过 1,000 万
4	熹妃传	解语《清宫熹妃传》	iOS 畅销榜维持超 5 个月
5	莽荒纪 2	我吃西红柿《莽荒纪》	首日流水破 200 万

资料来源: 艾瑞咨询《2016 年中国网络文学行业研究报告》, 中银证券

**图表 12. 鬼吹灯系列及盗墓笔记系列影视剧信息**

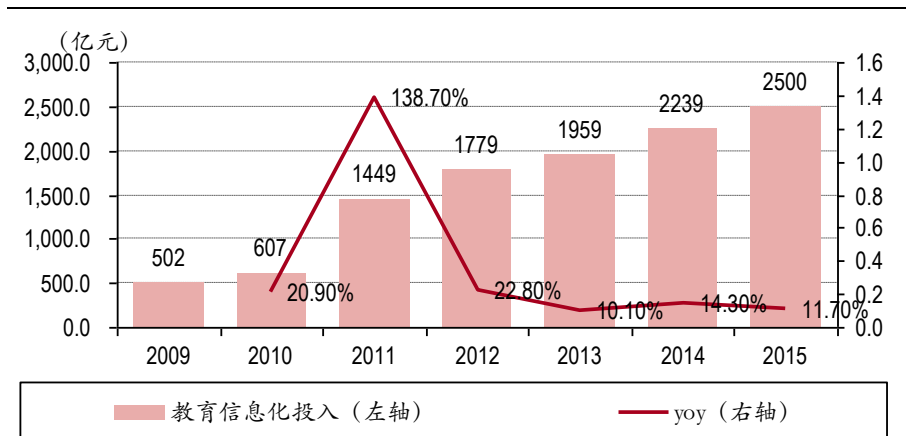
影视剧	IP	收视或票房表现
寻龙诀	《鬼吹灯》	最终票房 16.8 亿
九层妖塔	《鬼吹灯》	最终票房 6.8 亿
盗墓笔记(网络剧)	《盗墓笔记》	总播放量超 33.8 亿, 创网络剧播放量纪录
老九门	《盗墓笔记番外》	正在热播中, 爱奇艺累计播放量突破 24 亿

资料来源: 网络公开资料, 中银证券

3) **利用现有优势, 联动产业上下游。**公司通过十余年的发展, 已经在 IP 运营方面积累了四大优势, 即海量内容的生产能力、智能 IP 评估能力、渠道宣传推广能力及行业合作开放能力。目前公司已独家签约海岩、石钟山等著名作家, 拥有 50 余部独家重量级 IP, 未来势必能整合作者、渠道和产业链为一体, 打造共赢的 IP 生态平台。

## 2. 迎合国家产业政策, 全面升级已有在线教育平台。

1) **国家意志推动在线教育市场的发展。**未来, 教育信息化将是国家教育自己的重点投入方向, 《教育信息化十年发展规划》明确提出政府在教育信息化的支出费用不低于教育经费的 8%。根据教育部信息显示, 2015 年中国教育信息化的财政投入已达到 2,500 亿元, 未来将继续保持较高的发展速度。

**图表 13. 国家教育信息化投入及增速**


资料来源: 教育部, 中银证券

2) **全面提升现有三大平台, 分享政策红利。**本次在线教育平台及资源建设项目将全面提升公司现有三大平台在数字阅读、内容资源及教学服务等方面的综合竞争实力。公司作为最早与政府合作开发在线教育平台和内容平台的公司之一, 已成功参与“上海市中小学数字教材项目”及清华大学“学堂在线”项目, 为公司在在线教育平台开发方面积累了宝贵经验的同时, 与政府教育部门建立了良好的社会合作关系。相信在政府信息化教育支出逐渐加大的未来, 公司将率先分享到教育政策的国家红利。

### 投资建议:

公司未来将继续围绕“文学+”及“教育+”两大战略持续进行内部产业升级和外延并购发展，构建泛娱乐及泛教育生态。此次非公开发行将为两大战略带来全面产业提升。预计公司2016-2018年全面摊薄每股收益分别为0.55、0.77、0.95元，公司当前总市值为131亿，对应2016-2018年市盈率98、70、57倍，增发后市值165亿（假设新发行股份数量至最高5,956.95万股）。维持买入评级。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371