

中文在线 (300364)

强烈推荐

行业：传媒

## 左手定增右手结盟，文学、教育双翼战略腾飞在即

中文在线 2015 年上市以来提出“文学+”、“教育+”双翼齐飞战略，外有 IP 泛娱乐、在线教育两大产业风口，内有海量内容、优质渠道等强大竞争力，借势发力，增长可期。今年 8 月 20 亿定增到位，双翼战略再获资本助力，同时与唐德影视、奥飞娱乐、华策影视、咪咕文化四家泛娱乐巨头达成战略合作，强强联手优势互补，未来业绩腾飞在即。首次覆盖，给予强烈推荐。

### 投资要点：

- ◇ **深耕数字出版，内容为体，平台为用，用户为落点。** 1) 公司多年深耕数字出版行业，积累的海量文学、教育内容资源是公司的核心优势。2) 公司打造 17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作 APP 三大网络文学平台，同时为中国移动咪咕阅读、天翼阅读等第三方平台提供内容支持。3) 目前自有平台覆盖用户逾 7000 万，合作平台覆盖用户达 6 亿，海量用户尤其是网文拥趸是公司布局泛娱乐的直接受众。
- ◇ **“文学+”：手握 IP 杠杆撬动泛娱乐全产业链。** 1) 2015 年是网络文学 IP 爆发年，《琅琊榜》、《寻龙诀》等热度口碑双收的影视剧验证了上游优质 IP 的衍生价值。公司旗下三大网文平台拥有国内第二大内容储备，作品达百万量级，同时通过作家签约等方式掌握大量自有 IP，构成公司进军泛娱乐的核心竞争力。2) 公司通过 IP 授权、合作开发等方式全面布局影视、游戏、动漫等下游产业，其推出的网络剧《我的美女老师》、手游《龙血战神》、《诺文尼亚》等 IP 衍生作品均有不俗表现。目前公司有多个影视、游戏项目蓄势待发，未来还将以全产业链运营模式打造《橙红年代》、《陨神记》等超级 IP，泛娱乐布局即将迎来大规模收获期。3) 公司与唐德影视、奥飞娱乐、华策影视、咪咕文化分别达成战略合作，在泛娱乐领域上实现产业链上下游的深度对接，强强联合，优势互补，想象空间十分巨大。
- ◇ **“教育+”：内容+技术+渠道打造在线教育 2B 模式。** 1) 公司提出在线教育“三级火箭”战略：一级火箭“书香中国”教育阅读平台，二级火箭数字化教材教辅平台，三级火箭 MOOC 平台。2) 公司多年从事教育行业数字出版，拥有丰富的教育内容资源，同时长期对接学校及教育部门开展业务，积累了深厚的技术和渠道优势。3) 当前教育信息化获政策支持，未来市场需求确定。公司基于自身优势，面向学校等机构客户拓展业务，盈利模式清晰，业绩增长可期。
- ◇ **20 亿定增落地，双轮战略再添动能。** 公司通过非公开发行募集 20 亿资金，加码文学、教育双重战略。募得资金将重点投向泛娱乐生态建设和在线教育平台建设，通过版权采购、平台升级、市场推广进一步增强竞争优势。
- ◇ **盈利预测** 此次定增落地，预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 0.90，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

参与人：宫尧

S0960116080090

0755-88320860

gongyao@china-invs.cn

参与人：李磊

S0960116080098

0755-88320847

lilei@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 63.27

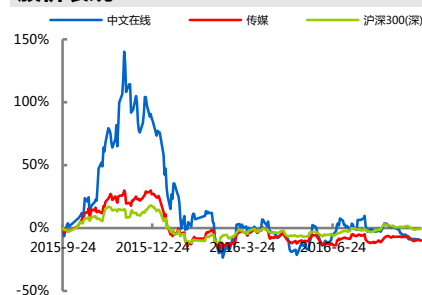
当前股价： 46.63

评级调整： 首次

### 基本资料

总股本(百万股)	284
流通股本(百万股)	133
总市值(亿元)	133
流通市值(亿元)	62
成交量(百万股)	3.58
成交额(百万元)	166.46

### 股价表现



### 相关报告

1.55, 2.20 亿元, 全面摊薄 EPS 分别为 0.32, 0.54, 0.77 元, 对应当前股价 PE 为 148, 86, 60 倍。公司目前外当行业风口, 内有核心内容优势, 看好公司未来增长空间。给予中长期目标市值 180 亿, 对应目标价 63.27 元。首次覆盖, 强烈推荐。

- ✧ **风险提示:** 版权价格上涨风险, IP 开发不达预期的风险, 客户拓展不及预期的风险。

### 主要财务指标

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	390	699	1083	1559
收入同比(%)	45%	79%	55%	44%
归属母公司净利润	31	90	155	220
净利润同比(%)	-32%	187%	73%	42%
毛利率(%)	47.2%	52.6%	53.3%	52.0%
ROE(%)	6.1%	3.5%	5.7%	7.6%
每股收益(元)	0.11	0.32	0.54	0.77
P/E	424.43	147.68	85.57	60.43
P/B	25.92	5.19	4.91	4.56
EV/EBITDA	311	120	75	53

资料来源: 中国中投证券研究总部

## 目 录

<b>一、 中文在线：海量内容资源托举文学+教育双翼齐飞</b> .....	5
1. 历史沿革：以数字出版为起点打造综合性文化教育集团.....	5
2. 公司战略：“文学+”与“教育+”双轮驱动.....	6
3. 公司业绩：三大板块营收稳定增长.....	7
4. 股权结构：定增落地实际控制人不变.....	8
<b>二 “文学+”：攥紧 IP 杠杆，撬动泛娱产业</b> .....	9
1. 正版趋势+消费升级，网文平台盈利长期向好.....	9
2. 多维举措充实 IP 储备.....	11
3. 手握上游 IP 撬动泛娱乐全产业链.....	14
4. 积极外延，强化内容平台双储备.....	20
<b>三 “教育+”：三级火箭搭建在线教育体系</b> .....	21
1. 一级火箭：“书香中国”数字教育阅读平台.....	21
2. 二级火箭：数字化教材教辅平台.....	22
3. 三级火箭：“学堂在线”MOOC 平台.....	23
4. 积极投资优质标的，分享行业成长潜力.....	23
<b>四 20 亿定增落地，双轮战略再添动能</b> .....	24
<b>五 盈利预测与估值</b> .....	25
<b>六 风险提示</b> .....	26

## 图目录

图 1 中文在线历史沿革 .....	5
图 2 中文在线战略布局 .....	6
图 3 公司业绩增长情况 .....	7
图 4 公司营收结构 ( 2016H1 ) .....	7
图 5 公司业务毛利率变化 .....	7
图 6 公司期间费用率变化 .....	7
图 7 公司股权结构 .....	8
图 8 2013-2018 在线视频用户付费规模 .....	10
图 9 2013-2018 在线视频付费用户规模 .....	10
图 10 2012-2016 网络文学市场规模 .....	10
图 11 网络文学用户付费特征 .....	10
图 12 公司网文 IP 储备战略 .....	11
图 13 中文在线网络文学平台铁三角 .....	12
图 14 17K 部分签约精品网文作品 .....	13
图 15 汤圆搭建校园原创内容体系 .....	14
图 16 泛娱乐核心产业规模 .....	15
图 17 公司掌握源头 IP，衍生空间广泛 .....	15
图 18 S 级 IP 产业链开发价值 .....	15
图 19 主要阅读平台内容积累量对比 .....	16
图 20 网络文学企业内容能力竞争力分析 .....	16
图 21 公司独创 IP 价值评估体系 .....	16
图 22 公司与唐德影视六大 IP 合作作品 .....	18
图 23 携手克顿开发殿堂级 IP《橙红年代》 .....	19
图 24 联合原力动画、乐视影业开发魔幻 IP《陨神记》 .....	19
图 25 “书香中国”云+端模式 .....	22
图 26 数字化互动教材教辅平台 .....	22
图 27 “学堂在线”MOOC 平台及学位项目 .....	23

## 表目录

表 1 公司部分已开发及筹备中的 IP 作品 .....	19
表 2 盈利预测关键假设 .....	25

## 一、中文在线：海量内容资源托举文学+教育双翼齐飞

### 1. 历史沿革：以数字出版为起点打造综合性文化教育集团

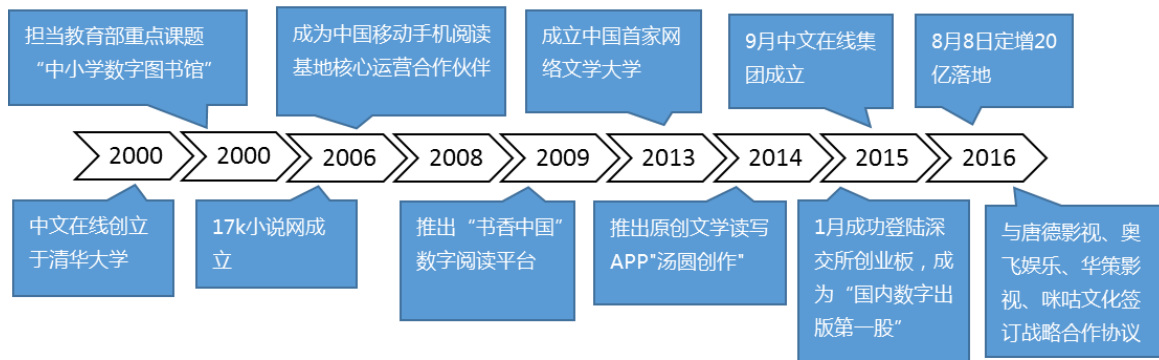
中文在线 2000 年成立于清华大学，十余年深耕数字出版领域，发展为国内最大的数字内容提供商之一。公司于 2015 年 1 月成功于创业板上市，成就资本市场“数字出版第一股”；同年 9 月“中文在线集团”成立，公司步入集团化运作新阶段。

公司成立以来坚持将优质正版内容资源作为核心竞争力，逐渐构建起文学、教育两大业务版图，形成覆盖 7000 万自有用户、6 亿合作平台用户的庞大数字出版版图。

文学领域，公司于 2006 年成立“17K 小说网”，进军原创网络文学领域；2008 年成为中国手机阅读基地核心运营合作伙伴，为移动端用户提供海量阅读资源；2013 年创办国内首家网络文学大学，致力于培养打造新生代原创网文领军人才；2014 年推出原创文学读写 APP“汤圆创作”，开辟移动端网络文学创作先河。

教育领域，公司是将数字出版推广到教育场景的先行者，在 2002 年率先推出“中小学数字图书馆”，为“十一五”规划教育部重点课题；2009 年进一步推出“书香中国”系列阅读平台，为各地中小学及高校提供基于互联网的全新数字阅读平台；2011 年起开始陆续与上海、北京的教育部门合作，开发以电子书包为基础的教材教辅数字化平台，成为落实教育信息化重要推动力量。

图 1 中文在线历史沿革



资料来源：中国中投证券研究总部

2015 年公司登陆资本市场后，在原有文学、教育双格局的基础上进一步提出了“文学+”、“教育+”双轮驱动、双翼齐飞战略，充分整合旗下内容、平台和技术资源，打造综合性文化教育集团。2016 年 8 月，公司 20 亿元定增项目落地，为进一步实现战略布局奠定坚实基础；同时公司宣布与唐顿影视、奥飞娱乐、华策影视和咪咕文化分别开展战略合作，进行 IP 全产业链开发，打造泛娱乐大生态。

## 2. 公司战略：“文学+”与“教育+”双轮驱动

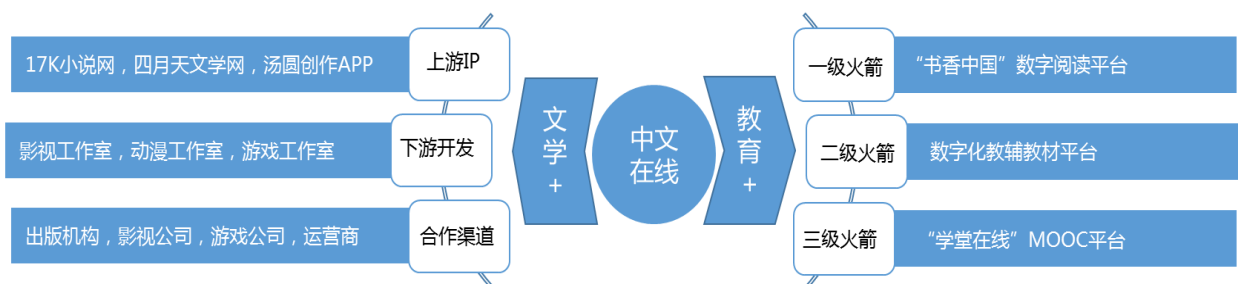
公司未来业务继续围绕文学及教育两大版图开展，一方面夯实现有内容及平台布局，另一方面通过内生+外延积极进行产业链延伸和新业务拓展。

**“文学+”战略：充实原创内容资源，以优质 IP 为核心构建泛娱乐全生态。**公司起步于数字出版，多年深耕原创网络文学领域，积累的海量内容资源是其核心竞争优势。公司“文学+”战略以优质文学 IP 为核心，以投资、授权、合作分成等方式对 IP 资源进行深度开发，衍生至影视、动漫、游戏、音乐等领域。具体包括两个方面：1）进一步扩充上游文学 IP 储备。公司通过作家签约、买断版权、版权分成等模式，从源头上掌握优质 IP 资源；同时充分挖掘 17K 小说网、汤圆创作、四月天三大原创平台中的潜力作家和潜力 IP，通过作家培养等方式提升作家及 IP 价值，实现 IP 资源的自生产。2）以文学 IP 为杠杆撬动下游泛娱乐市场。公司针对热门 IP 进行一体化运作，以文学为起点打通下游泛娱乐产业链。公司现已成立专门的影视、游戏等运营团队，通过合作授权、产品定制等方式实现 IP 深度开发；同时与唐德影视、奥飞娱乐、华策影视、咪咕娱乐四大泛娱乐巨头战略合作，共同开拓泛娱乐市场。

我们认为当前 IP 泛娱乐产业刚刚进入爆发期，公司适时提出 IP 运作战略，切入泛娱乐领域，可以突破传统数字阅读的盈利瓶颈，充分实现公司优质存量资源在全新市场环境下的变现价值，业绩有望迎来爆发。

**“教育+”战略：三级火箭打造在线教育内容+平台新格局。**公司在教育领域数字出版的基础上形成了三个层次的在线教育布局。1）一级火箭：“书香中国”数字阅读平台。为中小学、高校等教育机构以及图书馆、地铁等公共场景提供数字阅读资源及硬件铺设，通过内容+平台+硬件的完整系统，打造全民阅读平台。2）二级火箭：数字化教材教辅平台。公司现已同上海、北京的教育主管部门合作开发教材数字化平台，实现教、学、测、评、改等教学过程的全面线上化，成为国内教育信息化建设的先行者和推动者。3）三级火箭：“学堂在线”MOOC 平台。“学堂在线”是清华大学推出的中文 MOOC 项目，公司为该平台的重要投资方和合作推广方，助力平台在国内外市场的进一步推广。

**图 2 中文在线战略布局**



资料来源：中国中投证券研究总部

我们认为公司在教育领域深耕多年，积累了深厚的渠道和资源优势。公司“教育

+”战略充分利用这一优势，采用 B2B2C 的模式，通过对接学校、教育部门等相关机构实现对学生群体及公众的区块覆盖，具备在线教育领域的独特竞争力。

**三层投资体系：积极外延助力双翼飞翔。**公司未来将在强化内生增长的基础上积极寻求外延拓展，通过直接投资+并购基金+VC/PE 投资基金的三层投资体系定位优质标的，挖掘文化和教育行业成长机会。

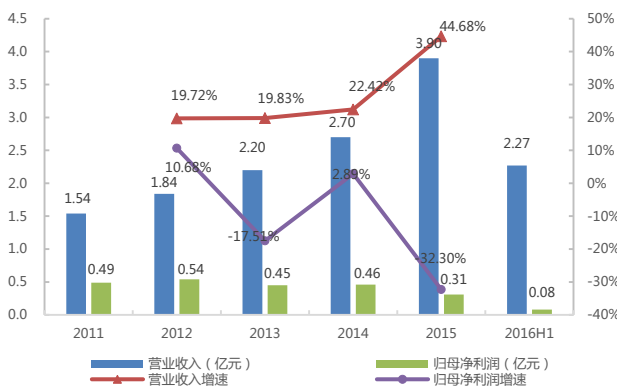
“文学+”领域：1) 公司收购了国内最大的正版音频版权提供商鸿达以太，获得其高达 10 万集部、6 万小时的有声读物资源，使业务拓展至听书领域，丰富了旗下内容储备类型。2) 8 月 31 日，公司宣布拟出资 2.5 亿元收购新浪阅读 16.67% 的股权，进一步强化了对优质文学平台资源的渗透，同时使旗下 IP 获得了强大的推广营销渠道。“教育+”领域，在参与对“学堂在线”平台的投资外，1) 公司还通过投资 JOINEGAR LIMITED 公司间接获得在线考试服务提供商 ATA Inc. 20.09% 的股权。2) 公司通过旗下中文在线文化教育产业基金投入数千万参与面向 K12 阶段的创客教育平台“寓乐湾”的 A+轮融资。

未来公司将重点寻求对行业标杆性企业的投资并购，还将积极参与对中早期公司的孵化培育，通过更多外延举措强化长期增长能力。

### 3. 公司业绩：三大板块营收稳定增长

公司营收来自数字阅读产品、数字出版运营服务及数字内容增值服务三大板块，其中数字阅读产品为主要项目，长期贡献逾半营收，而数字内容增值服务主要为 IP 衍生开发收入，呈现高速增长势头。

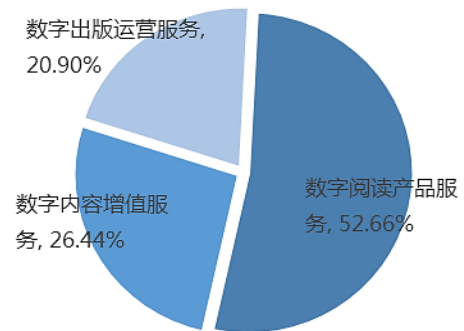
图 3 公司业绩增长情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

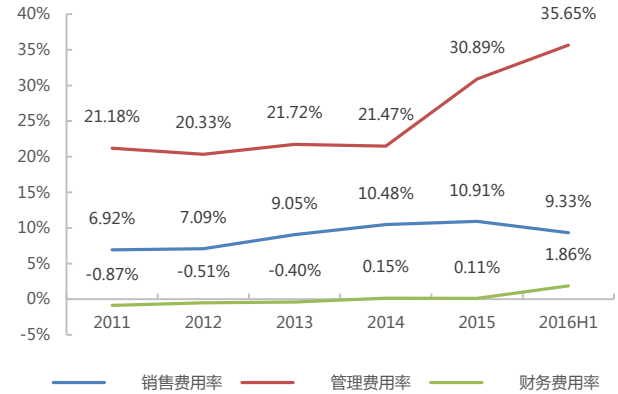
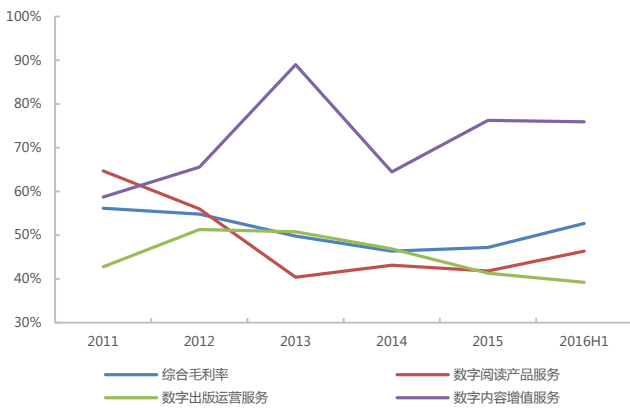
图 5 公司业务毛利率变化

图 4 公司营收结构 (2016H1)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 公司期间费用率变化



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司 2015 年实现营收 3.90 亿元，同比增长 44.68%，归母净利润 0.31 亿元，同比减少 32.20%。2016 年上半年，公司营收 2.27 亿元，同比大增 75.23%，归母净利润 0.08 亿元，同比增长 12.46%。

从毛利率情况看，公司各项业务毛利率基本保持稳定，不断增长的营收反映了主营业务的稳健增长能力。2015 年净利润下滑主要受期间费用增加影响。一方面为加强泛娱乐业务公司增加了相应推广费用；另一方面研发费用的上升以及公司实施股权激励计划带来的期权费用，造成管理费用大幅上涨。

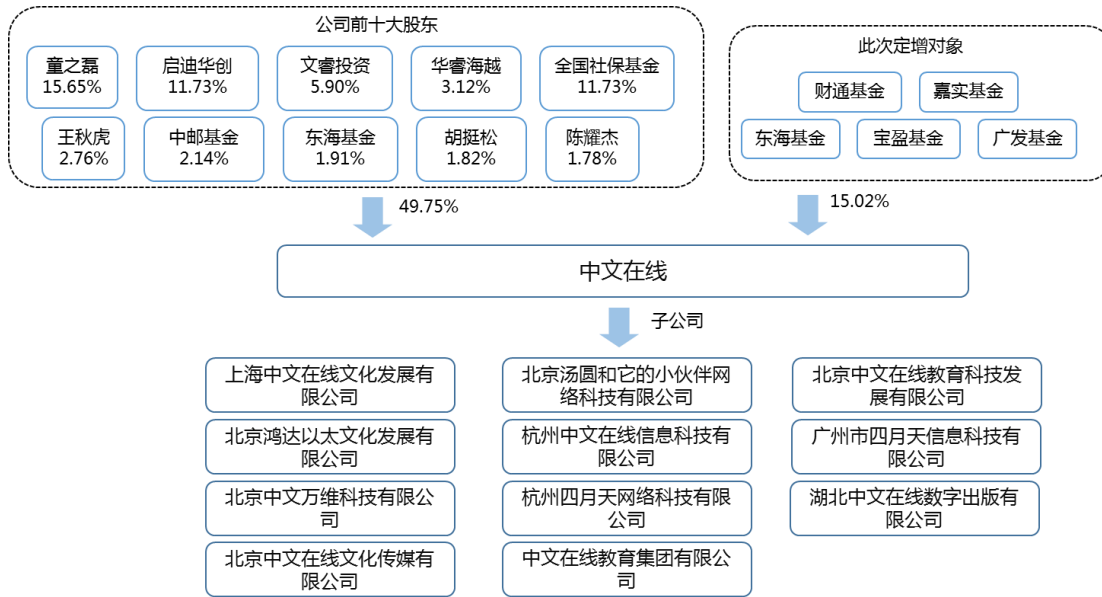
我们认为期间费用的短期上升将转化为对公司长期盈利能力的积极推动，随着费用率下降，净利增长将超越营收增长，盈利能力会得到大幅释放。

#### 4. 股权结构：定增落地实际控制人不变

公司此次非公开发行股份 4273.5 万股，发行价格每股 46.80 元，募集资金总额 20 亿元，定增对象为财通基金、嘉实基金、东海基金、宝盈基金、广发基金。此次增发后公司总股本增至 2.84 亿股。

公司创始人及董事长童之磊为公司实际控制人，本次定增前直接及间接持有公司 18.42% 的股份，定增完成后持股比例变为 15.65%，仍为最大股东及实际控制人。

图 7 公司股权结构



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 二、“文学+”：攥紧 IP 杠杆，撬动泛娱产业

公司的“文学+”战略由两方面构成，一是夯实内容平台，巩固 IP 储备，二是以 IP 为杠杆布局下游影、游、漫、剧各个产业。

可以预见，依靠内外因素叠加发力，公司内容端（网文平台）的盈利能力将持续增长，但随着泛娱乐业务的爆发，内容端的营收占比会不断降低。我们认为，内容作为公司的核心竞争力，盈利贡献尚在其次，其对于下游的杠杆作用更为关键。通过加大内容端投入获得持续的 IP 供应，可以将撬动整个泛娱乐产业的杠杆牢牢攥紧。

### 1. 正版趋势+消费升级，网文平台盈利长期向好

#### 1) 政策频出剑指网络盗版乱象

网络文学盗版现象长期以来对网文企业盈利能力和行业可持续发展造成负面影响。据估算 2014 年网络文学因盗版产生的收入损失达 77.7 亿元，而网络文学市场实际规模仅 56 亿元，盗版规模为正版的近 1.4 倍，极大限制了付费收入能力。从长远看，网文盗版在损害企业利益的同时还直接影响了网文作者的收入能力，不利于形成足够的激励机制，以致损害优质 IP 的长期价值。

2014 年，国务院发布《关于转发知识产权局等单位深入实施国家知识产权战略行动计划(2014—2020 年)的通知》，为打击网络侵权提供依据和长远规划。随后国家版权局陆续发布《关于规范网络转载版权秩序的通知》、《关于规范网盘服务版权秩序的通知》等政策法规，为进一步打击网络文学盗版行为提供具体规范。在执法层面，自 2010 年起，针对网络侵权盗版的“剑网行动”每年都会开展，现已在音乐、视频等领域取得明显成效。2016 年“剑网行动”讲重点打击网络文学侵权盗版，目前已

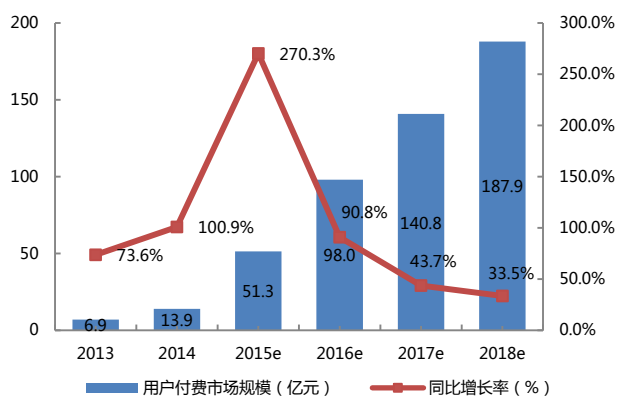
经对百度贴吧、网盘平台等盗版资源平台进行重点整顿，在规范市场方面起到重要作用。未来随着政策力度不断强化，企业维权的深入推进，盗版市场将进一步萎缩，更多用户会迁移至正版市场，利好整个行业。

## 2) 消费升级浪潮推动付费市场成长

与政策同向发力的还有消费端付费意愿及付费能力的提升。在消费升级浪潮下，消费者尤其是年轻用户对于正版优质资源的需求不断提升，在视频、音乐、阅读等领域的付费意愿持续增强。

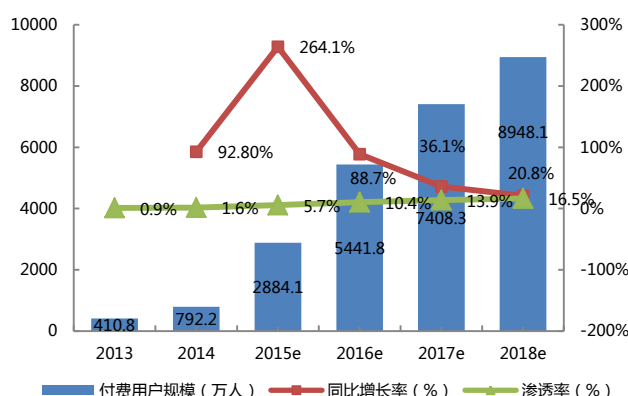
以在线视频行业为例，2015年在诸多精品影视剧/网剧的催化下，视频网站迎来用户付费的爆发式增长，付费规模预计增长 270.3%（艾瑞咨询 2016 年 2 月报告），付费用户数量增长 264.1%，反映出用户对于优质内容及服务的消费意愿极大提高。

图 8 2013-2018 在线视频用户付费规模



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

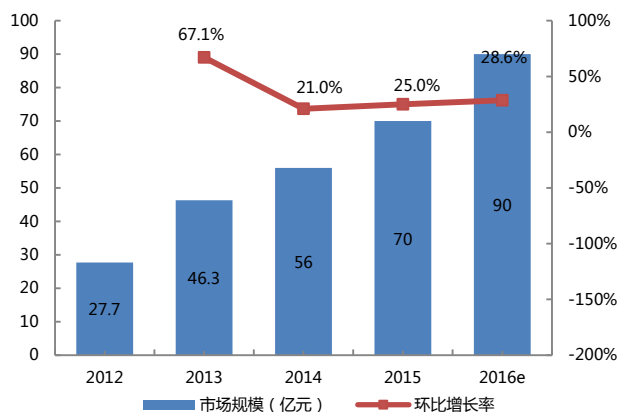
图 9 2013-2018 在线视频付费用户规模



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

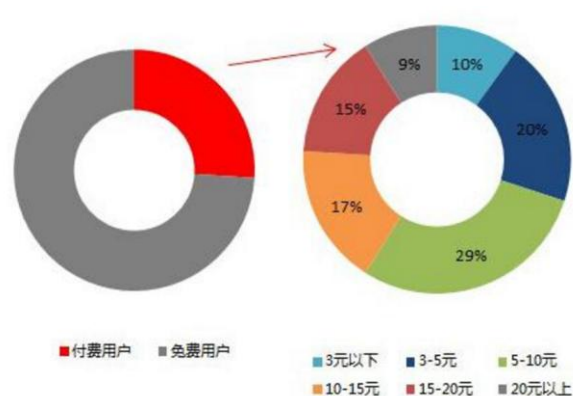
网络文学领域，2015 年付费用户占比 26%，近六成付费用户的费用支付在 10 元以下，付费比例和 ARPU 均有较大的增长空间。据速途研究院的统计，网文读者中具有付费意愿的比例为 51.1%，因此仅从增量来看，网文付费收入规模仍有一倍左右的空间。如果叠加付费能力提升（如人均付费从当前 5 元左右提升至 10 元），则盈利空间还可大幅拓展。

图 10 2012-2016 网络文学市场规模



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 11 网络文学用户付费特征



资料来源：速途研究院、中国中投证券研究总部

资料来源：中娱智库、中国中投证券研究总部

### 3) 行业盈利空间持续打开，有助优秀作者、作品的持续培养

据中国互联网信息中心 (CNNIC) 统计，2015 年网络文学用户规模为 2.97 亿，相比 2014 年仅微增 0.98%，在整体网民中的渗透率已达 43.1%，因此网文市场就用户总量而言提升空间有限。

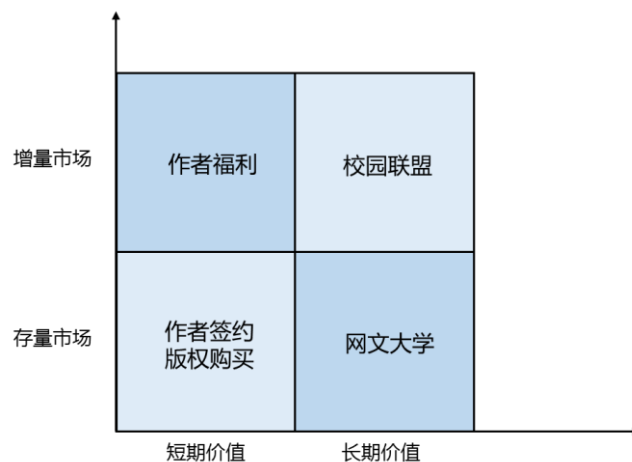
未来的行业盈利增长一方面来自付费正版用户规模增长带来的增量价值，另一方面来自付费用户支付能力提升而产生的存量价值。如果市场规模以 25% 的复合增速成长，至 2020 年网文市场将突破 200 亿，增长空间达一倍以上；而如果按照前述付费比例+ARPU 双重增长的匡算方法，可预期的市场规模将翻两番达 400 亿。

对于网文平台而言，盈利能力本身的增长只是一个方面，更重要的是随着整个市场的不断规范，网文作者的创作热情和持续性将得到更大保证。这对于吸引更多人才，确保优秀作者作品的长期贡献，从而提升整个网文市场的衍生价值将是重要推动力。**尤其对于中文在线这类以 IP 开发作为未来主要增长点的公司，作品的直接阅读收益仅在其次，通过保证作者的创作持续性、充实优质 IP 的储备，从而提升 IP 杠杆作用，对于公司的长期增长更为关键。**

## 2. 多维举措充实 IP 储备

公司通过长期-短期、存量-增量两个维度、四个方面充分挖掘网文平台的内容价值，扩充 IP 储备。概括而言包括：1) 通过签约作者、购买版权等方式直接获得现有 IP 的开发权；2) 通过作者福利系统吸引优秀作家进驻平台；3) 通过网文大学培育潜力作者，提升长期创作能力；4) 通过构建校园文学联盟发掘未来原创新星，提前布局行业未来。四个方面互为补充，相互强化，保证了公司在网文 IP 储备上始终保持竞争力。

图 12 公司网文 IP 储备战略



资料来源：中国中投证券研究总部

### 1) 多元化内容平台建设

公司旗下由 17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作 APP 三大网文平台构成内容铁三角，覆盖 PC 端、移动端，自有平台用户超过 7000 万。

其中 17K 小说网是公司最核心的原创内容生产平台，聚集海量作家作品，是公司 IP 孵化的最大平台。2015 年《匹夫的逆袭》、《万古仙穹》等 7 部作品入选中国作协网络文学排行榜，有近百部作品进行了 IP 改编。目前 17K 拥有驻站作者 60 余万，其中月活跃作者 4 万余名，拥有 100 余部全网点击过亿的网络原创作品；网站注册用户超过 4000 万，在网文读者中影响力极大。

四月天文学网于今年 7 月全新改版上线，是面向女性读者的垂直网文平台。当前网文市场中女性向作品占到 55%，且因盗版产生的收益损失相对较少，市场空间很大。17K 小说网尽管有女生频道，但内容量和用户量均远少于男生频道。四月天强化了公司对女性读者的内容供给，尤其是言情、同人等女性向题材；同时突破传统网文平台将用户导向内容、从而导致严重同质化的弊端，通过将内容导向用户，以用户群体的特征作为内容供给的出发点，最终达到基于价值认同形成深度垂直社区的目的。

汤圆创作 APP 是 2014 年上线的移动端读写平台，首创移动创作模式，面向 95 后、00 后年轻群体打造垂直文学社区。目前已聚集 150 万驻站作者，月活跃作者 35 万，积累 92 亿文字，300 万作品。汤圆创作还于 2015 年发起成立全国校园文学联盟，现已发展为覆盖 30 个省市、3000 多所高校的校园文学公益组织和校园作者交流平台。

图 13 中文在线网络文学平台铁三角



资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

### 2) 多种方式巩固人才资源

在扩大原创平台影响力的同时，公司通过多种途径培养、激励富有潜力的创作人才。

- 在人才培养方面，公司联合 17K 小说网、起点中文网、创世中文网等平台成立网文大学，是我国首家以培养网络文学原创作者为目标的公益性学校，由莫言担任名誉校长，并邀请石钟山、人海中、酒徒等著名作家担任导师。网文大学分为青训学院、精英学院、创作研究院三个层级，分别针对爱好网络文学、初涉写作的新人作者，发表过完本作品、有一定写作经验的资深作者和发表过多部作品并获得读者认可的知名作者进行培训。网文大学每年培训作者 10 万人次，为国内网文创作质、量双升起到重要推动作用。
- 在人才激励方面，公司旗下 17K 小说网于 2015 年起实施全新的作家福利体系，根据作家与平台的签约情况、更新速度等要素给予每月几百元至 5000 元不等的奖励，同时还上线红包体系，使作者可以直接获得读者的红包打赏收入，分成比例高达 80%。多维奖励体系有效增强了作者的持续创作动力，有助于提升优秀人才和优质 IP 的长期价值。

### 3) 从源头掌握 IP 开发权益

IP 资源是整个泛娱乐产业的核心，公司在夯实平台、促进创作的基础上，更注重从源头上掌握优质 IP 的开发权益。

**在传统创作领域，中文在线首创作家经纪模式**，为作家提供编辑、运营、公关、法务等专业服务，目前已有海岩、石钟山、人海中等 23 位知名作家与公司签订独家合约，公司通过这种方式掌握了 50 余部独家重磅 IP 资源。

**在网络文学领域，公司同样积极签约优秀作家，通过买断或分成方式获得作品的线上线下出版权、影视游戏改编权等权益**，现已储备有《烽烟尽处》（酒徒）、《匹夫的逆袭》（骁骑校）、《吞天记》（风青阳）、《修罗武神》（善良的蜜蜂）等题材丰富、改变潜力巨大的重量级 IP。

图 14 17K 部分签约精品网文作品



资料来源：公司发布会，中国中投证券研究总部

### 3) 面向校园，布局行业未来

公司旗下汤圆创作 APP 上线以来便主打校园市场，在内容端聚拢校园创作人才，挖掘行业未来新星，在用户端扩大平台在年轻群体中的影响力。

我们认为在当前网文市场竞争激烈，头部作者和现象级 IP 资源渐被瓜分完毕，未来竞争将集中于行业增量，因此谁能更多的掌握年轻读者、吸引新锐作家，谁就能赢得更大的成长空间。公司大力布局校园市场，便着眼于在未来的竞争中占得先机。

汤圆创作通过成立校园文学联盟搭建“校园原创中心内生态”+“校园联盟外生态”两大体系。一方面协助各地高校自建文学社团并为其提供线上管理，从聚集大量校园原创力量，建立文学、动漫、新媒体等多个业务线，从而形成完整的原创内容闭环。另一方面汤圆与新浪微博、新东方在线等机构共同发起成立了“全国校园市场联盟”，通过资源互补、渠道共建搭建企业对接校园的合作共享平台，打造上亿市场的校园生态。汤圆作为唯一秘书长理事单位参与联盟运营，并以此为契机整合全国校园文学社团，在文学领域实现资源互通，让学生群体与产业市场有机对接。

校园群体不仅是未来网文市场的主要用户，更是新锐作家最可能的诞生地，布局校园便是布局网文市场的未来空间。公司通过强化自身在校园的影响力和整合力，得以从内容（作者）和用户（读者）两个层面巩固长期竞争优势。

图 15 汤圆搭建校园原创内容体系



资料来源：公司发布会，中国中投证券研究总部

## 3. 手握上游 IP 撬动泛娱乐全产业链

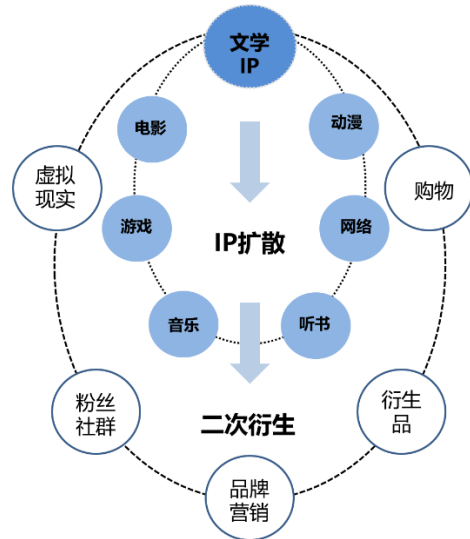
**泛娱乐产业高速增长，影、游、漫齐头并进。**2011 至 2015 年，泛娱乐核心产业规模持续增长，总产值由 1888 亿元增加至 4229 亿元，复合增长率达 22.34%，未来有望成长为万亿规模的庞大市场。各细分领域中，1) 游戏产业规模最大，2015 年实现产值 1407 亿元，并且提升幅度较快，五年复合增速高达 33.3%。2) 动漫和衍生

品产业保持并行增长轨迹，但是衍生品在产值和增速方面都相对领先，2015 年二者共获得 1132 亿元产值。3) 电影产业从 2013 年开始，上涨幅度加快，2015 年市场取得 440 亿元票房，占总产业规模比例超过 10%；受益于近两年的爆发式扩张，电影产业规模的五年复合增速已经高达 35%，其在总规模中的占比有望进一步上扬。

图 16 泛娱乐核心产业规模



图 17 公司掌握源头 IP，衍生空间广泛



资料来源：中娱智库、中国中投证券研究总部

资料来源：公司调研，中国中投证券研究总部

**IP 杠杆效应：百亿网文市场撬动万亿泛娱乐产业。**在整个泛娱乐产业中，网络文学尽管只有百亿体量，但文学作品巨大的改编弹性、丰富的题材类型、完整的故事架构使网文 IP 具备强大的底层孵化能力，从而成为泛娱乐产业最重要的 IP 源头。网文 IP 可衍生至电影、网剧、游戏、动漫、音乐等细分领域，进而实现在虚拟现实、品牌联营、粉丝社群、衍生品、购物等领域的市场价值。据估算，一个 S 级 IP 经由文学出版、电视剧、电影、游戏、衍生品的运营、改造和变现，将实现近 13 亿的市场价值。

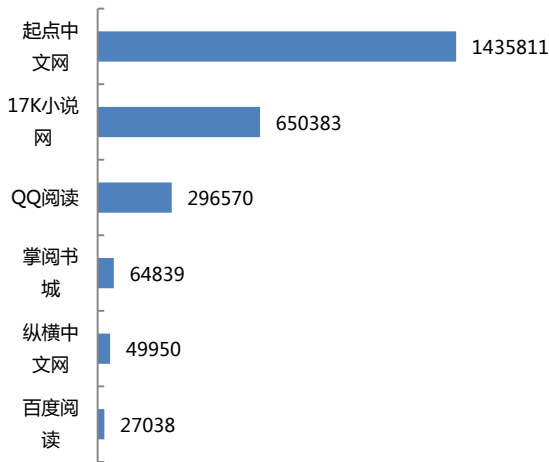
图 18 S 级 IP 产业链开发价值



资料来源：中娱智库，中国中投证券研究总部

**公司布局 IP 泛娱乐具有内容、成本双重优势。**在目前的网文市场格局中，阅文集团在用户规模、内容资源、渠道覆盖等多个方面均优势明显。而在以中文在线、百度文学、阿里文学等为代表的第二梯队平台中，中文在线拥有相对最大的内容储备，从而在上游 IP 资源的掌握上占据突出优势。另外公司购买 IP 的时间较早，获取成本相对较低，在当前 IP 价格水涨船高的行情下，具备一定成本优势。

**图 19 主要阅读平台内容积累量对比**



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

**图 20 网络文学企业内容能力竞争力分析**

	阅文集团	中文在线	百度文学	阿里文学
网络文学内容积累	★★★★★	★★★★	★★★	★★
网络文学优秀作家积累	★★★★★	★★★★	★★★	★★
原创作家成长体系	★★★★★	★★★★★	★★★★	★★
出版文学内容积累	★★★★	★★★★★	★★★	★★★
内容编辑团队能力	★★★★★	★★★★★	★★★	★★

资料来源：艾瑞咨询，中国中投证券研究总部

**1) 多维评估体系识别潜力 IP**

公司旗下网文平台已累计百万量级内容储备，在海量内容中挑选具备开发潜力的作品是实现 IP 变现的首要环节。

为此公司组建专门的 IP 评估团队，并设计独有的智能 IP 评估体系，通过行业智囊与智能数据分析相结合，从故事、人物、文笔等 12 项主观维度以及阅读量、话题数等 24 项客观维度，360 度无死角锁定潜力 IP；并由 18 为行业专家 IP 评审委员会和资深编辑把关，筛选适合改编的精品内容进行孵化。

**图 21 公司独创 IP 价值评估体系**



资料来源：公司调研，中国中投证券研究总部

## 2) 成立专业团队进行 IP 下游开发

在 IP 开发环节，公司成立专门工作室进行下游产业链的拓展运作。

- ◆ **影视工作室：**针对多种题材进行类型化打造，针对市场需求进行特殊定制。2015 年与爱奇艺、王马影视合作推出网剧《我的美女老师》，收视大热，上线三天点击量破 2000 万，两月点击量破 2 亿。目前已筹拍《我的美女老师》第二季、《橙红年代》等多部影视作品，影视布局将呈现多点开花局面。
- ◆ **动漫工作室：**主要根据市场需求，通过反向定制模式参与作品开发。现计划与原力动画、乐视影业联手打造真人 CG 超级网剧《陨神记》。
- ◆ **手游平台中文互娱：**公司打造中文互娱游戏平台，进军手游发行，以文学 IP 为核心，与国内外游戏研发商合作拓展游戏业务，搭建影游联动、漫游联动等泛娱乐生态模式。团队核心成员均为业内资深人士，拥有丰富的游戏开发运营经验。中文互娱 2016 年已上线《诺文尼亚》(二次元连珠消除 RPG)、《横扫天下》(3D 玄幻类 ARPG)、《魔龙骑士团》(策略类 ARPG) 三款精品手游。

## 3) 强强联合，携手开拓泛娱乐产业链

公司近期在泛娱乐合作领域密集发力，先后与唐德影视、奥飞娱乐、华策影视三家巨头签订战略合作协议，寻求上下游协同发力。同时与克顿传媒、原力动画、乐视影业等公司联手，针对重磅 IP 进行剧、影、游全产业链开发。

### ◆ 与唐德影视、奥飞娱乐、华策影视、咪咕文化签订战略合作协议

公司于 8 月 23 日、8 月 25 日分别发布公告，宣布与唐德影视、奥飞娱乐开展战略合作，共同进行 IP 一体化开发。唐德影视长期专注影视剧制作宣发，而奥飞娱乐在动漫、影视、游戏等领域具备丰富运作经验，公司与两大合作方分处泛娱乐产业上下游，互补优势突出。

**图 22 公司与唐德影视六大 IP 合作作品**

IP	作者	题材
	《超自然大英雄》 青狐妖	都市
	《人皇纪》 皇甫奇	玄幻
	《谢家皇后》 越人歌	古代言情
	《三界仙缘》 东山火	仙侠
	《大宋小郎中》 柳川	历史
	《女冒险家系列： 冒险岛》（暂定 名）	反向定制网 文 探险

资料来源：公司发布会，中国中投证券研究总部

公司于 8 月 31 日公告宣布与华策影视签订战略合作协议，将在 IP 开发、资源、投资等领域开展全方面合作。华策影视在影视剧制作领域实力雄厚，2016 年重点发力“SIP+X”战略，围绕超级 IP 布局泛娱乐全产业。双方将主要围绕 SIP 的一体化开发，通过正向开发（文学 IP 的影视化开发）和反向定制（影视作品的文学孵化）模式进行合作；同时公司同意在自己拥有的 SIP 版权中，华策影视在同等条件下享有每年优先选择至少 2 个 SIP 的权利，进行一体化开发。此次合作使公司的“文学+”战略与华策影视的“SIP+X”战略深度对接，相互借力，双方打造泛娱乐大生态的想象空间被进一步打开。

公司另于 9 月 19 日与咪咕文化科技有限公司签订为期三年的战略合作协议。咪咕文化为中国移动子公司，旗下拥有音乐、视频、阅读、游戏、动漫五大内容板块，其泛娱乐布局正不断充实。此次战略合作之前，公司已经与咪咕文化建立了紧密的合作关系，为咪咕文化旗下咪咕数媒提供数字阅读产品、数字运营等服务。2015 年咪咕数媒作为公司的第一大客户贡献营收 1.08 亿元，占年度销售总额比例的 27.77%。此次双方将在内容版权领域进一步合作，一方面对于中文在线及其拥有全 IP 版权的文学内容，咪咕文化及其子公司可优先参与获得相关版权的所有权或者许可权或者使用权，另一方面对于咪咕文化及子公司拥有版权的内容，双方可在平等互利前提下共同投资、开发、运营和出品。同时双方还将在渠道分发合作、技术合作、运营合作、新兴领域合作以及咪咕核心服务等方面进行合作。此次合作使公司巩固了和咪咕在内容、运营等领域的既有合作，为公司提供了长期的盈利保障，同时双方将在 IP 开发上互

请务必阅读正文之后的免责条款部分

惠互利，共同打造泛娱乐生态产业。

公司一系列战略合作展现了发力泛娱乐全产业链的宏大愿景，使公司所持优质 IP 获得稳定的下游对接出口，便于进一步集中资源对 IP 进行开发推广，期待未来合作成果不断落地对公司业绩带来的强劲推动。

◆ **携手克顿影视全面开发 S 级 IP 《橙红年代》**

《橙红年代》为骁骑校所著的都市激战类网文大作，于 2010 年 1 月开始连载于 17K 小说网，并于 2011 年由山东人民出版社出版发行。《橙红年代》网络点击量达 2 亿，拥有读者 5000 万，被誉为都市题材殿堂级作品，开发空间广阔。

此番公司将与华策旗下克顿影视对这一重磅 IP 进行深度开发，计划五年内开发三部电视剧、两部电影以及两款手游产品，打造剧影游联动、全产业链运营、影响力巨大的现象级 IP 系列，充分释放 IP 衍生价值。

图 23 携手克顿开发殿堂级 IP 《橙红年代》



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图 24 联合原力动画、乐视影业开发魔幻 IP 《陨神记》



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

◆ **联手原力动画、乐视影业打造魔幻 IP 《陨神记》**

《陨神记》为原力动画开发的魔幻题材 IP，通过反向定制模式在 17K 小说网连载同名网络小说。小说由知名网文写手半醉游子执笔，于 2016 年 6 月 8 日开始连载，上线以来稳居同类型小说第一，不到两月点击破千万，创同类型记录。

原力动画曾承担乐视影业出品的真人 CG 电影《爵迹》的独家 CG 制作，此次中文在线与双方合作，打造《陨神记》真人 CG 网络剧，并由中文在线提供独家文学平台。在网剧制作过程中，通过先行上线同名小说进行市场培育，制造 IP 影响力，最终实现影文联动的 IP 综合效应。网剧计划上线四季，每季十三集，并将陆续推出电影、游戏及相关衍生品，打造又一全产业链运营的 IP 大作。

表 1 中文在线部分已开发及筹备中的 IP 作品

IP 作品	类型	合作方	原著作者	原著点击量	上线时间	亮点
-------	----	-----	------	-------	------	----

《吞噬苍穹》	页游	灵石游戏， 迅雷游戏	虾米 XL	4436 万	2014 年 11 月	获得 2014 年度十大最受欢迎客户端网络游戏奖
《我的美女老师》	网剧	爱奇艺， 王马影视	黑夜 de 白羊	3.76 亿	2015 年 3 月	上线三天点击量破 2000 万，两月点击量破 2 亿
《罪恶之城》	手游	即乐科技， 金刚游戏	烟雨江南	1.27 亿	2015 年 11 月	上线首日即进入 App Store 付费榜前十
《龙血战神》	手游	360 游戏， 萌爱我游戏	风青阳	2.29 亿	2015 年 6 月	国内首款纵向 RPG 格斗类手游，上线首日流水 210 万
《我的美女老师 2》	网剧	王马影视	黑夜 de 白羊	3.76 亿	2016 年 7 月开拍	热门网剧最新续作
《陨神记》	网剧	原力动画， 乐视影业	半醉游子	1474 万	筹备中	原力动画继《爵迹》后又一真人 CG 力作
《吞天记》	手游	广州百田	风青阳	1.06 亿	筹备中	百田给出上亿预估流水
《橙红年代》	电视剧	克顿传媒	骁骑校	1.67 亿	2016 开拍	克顿传媒曾出品《爱情公寓》、《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》等多部口碑佳作
《万古仙穹》	动漫	爱奇艺	观棋	4.12 亿	2016 年 11 月	导演王昕曾执导爱奇艺爆款国漫《灵域》

资料来源：公开资料，公司调研，中国中投证券研究总部

#### 4. 积极外延，强化内容平台双储备

##### 1) 收购鸿达以太，获得优质听书资源

公司于 2015 年 12 月完成对鸿达以太全部股权的收购。鸿达以太是国内最大的正版有声读物资源提供商，拥有 10 万集部、6 万小时的有声读物资源和优质原创有声小说资源，与蜻蜓 FM、多乐电台、各地广播电台、图书馆等线上线下渠道深度合作，提供优质听书资源。对鸿达以太的收购使公司进一步丰富了自有内容品类，公司旗下“书香中国”数字阅读平台便已提供海量听书资源，平台资源得到有效扩充。

##### 2) 投资新浪阅读，强化平台渗透

公司于 2016 年 8 月 31 日宣布拟以 2.5 亿元收购新浪阅读 16.67% 的股权。新浪阅读为新浪旗下读书类业务运营主体，拥有微博读书、新浪读书、微博写书、微书店等业务品牌。背靠新浪微博的庞大导流能力，微博读书、新浪读书等阅读平台覆盖了大量用户和作品，目前读书领域头部用户月微博阅读量超过 250 亿次、微博写书作者 1700 余位；微博内图书信息总量超 230 万条；认证作家作者超 6 万；微博读书可阅读作品超 20 万。

此次投资不仅在作者和内容方面对公司原有业务形成有效补充，更强化了公司对微博这一优质渠道的渗透。借由微博平台的过亿用户和强大传播能力，公司旗下 IP 的影响力将被有效放大，无论对于新 IP 孵化，还是超级 IP 打造，都将产生巨大的杠杆

效果，使 IP 运营和推广事半功倍。

### 三 “教育+”：三级火箭搭建在线教育体系

**在线教育方兴未艾，盈利瓶颈有待突破。**如今在线教育市场发展如火如荼，大量资本涌入这一朝阳行业。百舸争流的市场表象下，大量企业难以破解盈利难题，行业亏损率高达 70%。据互联网教育研究院调查，目前能够实现盈利的在线教育机构主要包括四类：在校教学平台企业，网络、硬件类企业，教育信息化类企业以及新东方在线、学而思网校等大型 B2C 类企业。

**政策倾斜之下 2B 模式盈利前景广阔。**2015 年 12 月全国人大常委会通过《关于修改中华人民共和国教育法的决定》，决定推进教育信息化，利用信息技术促进优质教育资源普及共享，提高教育教学水平和教育管理水平。2016 年 2 月教育部发布《2016 年教育信息化工作要点》，提出要鼓励企业开发专业化教育应用工具软件，并提供资源推广普及应用。在这种政策背景下，预计我国政府财政性教育经费会不断增加并向教育信息化领域倾斜，面向学校、教育部门等机构对象提供教育信息化服务及技术支持的企业将因此获益。

**内容+技术+渠道三重优势支撑公司在线教育 2B 业务。**1) 内容方面，公司长期从事教育领域数字出版工作，在学历教育市场积累了海量图书、试卷、课件、期刊等资源，可充分满足学校场景对于内容的各类需求。2) 技术方面，公司拥有数字内容采集平台、数字化加工平台、数字资产管理平台等覆盖数字出版全流程的完整技术体系，并凭借行业领先的技术优势多次承担中央部委重大科技工程项目，完全具备面向机构提供教育信息化研发、运营服务的技术实力。3) 渠道方面，公司成立于清华创业园，早在 2002 年便承担教育部重点课题“中小学数字图书馆”项目，使得公司自始便带有鲜明的服务教育、服务校园的印记。多年深耕教育领域更使其积累了深厚的学校渠道优势，旗下数字图书馆项目已覆盖全国 50000 所中小学和 1900 多所高校。丰富的渠道资源是公司开展教育信息化领 2B 业务的核心竞争力。

公司在已有的“数字图书馆”、“电子书包”等教育项目基础上，进一步丰富了“教育+”战略，提出“三级火箭”的业务划分，全力构建具有独特优势的 B2B2C，即对接教育机构进而服务学生群体的在线教育新模式。

#### 1. 一级火箭：“书香中国”数字教育阅读平台

“书香中国”平台发展自公司早期承担的数字图书馆项目，旨在为学校搭建数字阅读平台。**在全新的在线教育战略下，公司以互联网为纽带发展了“云+端”的数字阅读新模式。**其中，云平台提供海量数字资源，包括 10 万册图书、3 万集听书、25 万套试卷、2 万分课件、3500 种期刊、50 万分钟微视频、20G 中国传统文化经典资源等多种教育、阅读内容资源。用户可以在 PC 端、移动端以及公司专门研发的云屏借阅机上浏览下载云端资源。目前“书香中国”项目已覆盖 28 个省的 50000 多所中小学校(占全国 26%以上)及 1900 余所高校(占全国 70%以上)。在教育场景之外，公司还将书香中国平台推广到公共图书馆、地铁等场景，力图搭建全民化教育阅读平

请务必阅读正文之后的免责条款部分

台生态。

**图 25 “书香中国”云+端模式**



资料来源：公开资料，公司调研，中国中投证券研究总部

## 2. 二级火箭：数字化教材教辅平台

在教育信息化背景下，未来的 K12 教育将以学习者为中心，具有开放、动态的特点，创造出合作学习、研究性学习、体验学习等多种创新教学方式。在这种教育方式下，课程内容的开放性、多样性，教师的主导作用和学生的主动性互相结合的程度，更加符合学生个体的个性化学习都是学校教育发展的方向。

**以教材数字化作为教育信息化的重要切入点。**针对教育信息化的长期市场趋势，公司从早期的“电子书包”项目逐渐发展出完善的教材教辅数字化平台。目前公司承担了国内首个中小学教材发行平台项目“上海市中小学数字教材实验项目”的开发工作，实现了上海近 1500 种现行教材的数字化，以及备课、授课、作业、批阅、展示一系列教育教学活动的线上化，有效拓展了自主学习和师生互动的方式。同时公司还承担了北京市首个电子教材发行平台项目，负责北京市中小学课程教材资源网的建设。

**图 26 数字化互动教材教辅平台**



资料来源：公司调研，中国中投证券研究总部

未来公司将继续为已有项目提供运营支持服务，同时还会充分利用自身在教育领域的渠道优势拓展项目覆盖面，在更多地区开展教材数字化的开发和推广业务。

### 3. 三级火箭：“学堂在线” MOOC 平台

“学堂在线”是清华大学开发的 MOOC 项目，现已发展为全球最大的中文 MOOC 平台。公司作为“学堂在线”的投资方和合作推广方，积极推动平台在国内外市场的进一步推广。

“学堂在线”不断拓展与国内外高校的合作关系，丰富课程种类及内容，国内课程来自清华大学、北京大学、复旦大学、西安交通大学、中国科技大学、台湾新竹清华大学等著名高校，国外课程则来自麻省理工学院、加州大学伯克利分校、斯坦福大学等世界一流大学。目前平台已上线课程 1000 余门，注册人数达 400 万，选课人次 616 万。

图 27 “学堂在线” MOOC 平台及学位项目



资料来源：学堂在线，中国中投证券研究总部

2015 年，国内首个基于混合式教育模式的工程硕士学位项目登陆“学堂在线”，首创线上学习、线下研讨相结合的培养途径，探索高等学历教育的新模式，同时通过公共发布、免费学习、有偿资质认证和学分认证的服务方式实现了 MOOC 平台在盈利模式上的突破。此外，“学堂在线”还上线了由清华大学五道口金融学院和复旦大学经济学院合作开办的金融学辅修专业项目，该项目同样基于混合教育模式，两校合作规划课程、学分互认，修满学分的学生将获得所在学校颁发的金融学辅修或第二专业证书。

### 4. 积极投资优质标的，分享行业成长潜力

#### 1) 投资 ATA Icn，布局在线考试市场

公司通过旗下子公司中文在线教育集团有限公司先后斥资 3160 万美元收购

请务必阅读正文之后的免责条款部分

JOINEGAR LIMITED 公司 49.99%的股权, JOINGEAR LIMITED 持有 ATA Inc.40.2%的股权, 公司从而间接获得了 ATA 20.09%的股权。

ATA 是国内领先的计算机考试服务提供商, 占据国内 90%的机考市场, 为基金从业资格考试、注册会计师考试、执业护士资格考试等众多全国性职业考试提供机考一站式服务, 同时也为用人单位制定人才测评等机考项目。

目前 ATA 涉足的均为职业考试, 暂未进入学校领域。公司拥有丰富的学校渠道资源, 未来可以在这个领域与 ATA 产生很强的协同优势。

## 2) 投资 K12 创客教育平台寓乐湾

公司通过旗下文化教育产业基金投资数千万参与“寓乐湾”A+轮融资(A轮融资来自新东方在线)。寓乐湾面向青少年提供创客教育, 是国内最早推动创客教育的企业之一, 开发了国内第一套 K12 阶段完整的创客教育教材及教学用具。目前向 2000 多所中小学提供课内及课外的创客教学及产品服务, 并积极打造国内首个“青少年创客在线教育平台”。自 2013 年起寓乐湾连续三年承办 APAR 亚太青少年科技创新大赛中国区决赛, 在普及创客教育、推动青少年创新实践方面发挥领军作用。

寓乐湾项目是公司在创新型企业投资方面的积极探索。在三层投资体系中, 未来还将通过创投基金等形式投资、孵化更多优质标的, 布局行业长期发展潜力。

## 四、20 亿定增落地, 双轮战略再添动能

公司于 2016 年 8 月非公开发行股份 4273.5 万股, 发行价格每股 46.80 元, 募集资金总额 20 亿元。此次定增对象为财通基金、嘉实基金、东海基金、宝盈基金、广发基金。锁定期为 1 年。新发行股份于 8 月 15 日正式上市。

公司此次定增旨在推动“文学+”、“教育+”双轮驱动战略的实施, 进一步夯实泛娱乐及在线教育版图。募集资金的具体用途包括三个方面:

### 1) 9.7 亿用于基于 IP 的泛娱乐数字内容生态系统建设项目

泛娱乐是公司“文学+”战略重点发力领域, 源头 IP 储备是实现战略的核心竞争力。这部分募资中, 公司将投入 4.8 亿元加码版权采购, 继续巩固上游优势, 同时有效应对 IP 价格不断上涨的市场行情。另有衍生品加工投入 1.2 亿, 市场推广投入 2.4 亿。

### 2) 9.7 亿用于在线教育平台及资源建设项目

主要投向面向 K12 教育市场的在线教育服务平台, 以及面向高等院校及在校生的开放式互联网平台。其中 5 亿用于内容购买和加工, 1.5 亿用于市场推广。

通过此轮投入, 公司将进一步发挥在教育领域的内容、技术和渠道优势, 构建完整的在线教育服务体系, 全面进军数字化教材教辅、数字化教育阅读产品等数字教育出版领域, 提升公司在教育信息化市场的地位和影响力。

3) 6000 万用于补充流动资金

## 五、盈利预测与估值

我们认为公司未来营收将保持高速增长：1) 数字阅读板块，公司将继续加强内容平台建设，巩固内容优势，同时叠加政策环境利好及用户付费能力提升两大外部条件，该部分收入将持续增长。2) 教育板块，公司主要面向机构客户提供内容及平台服务，而学校及教育部门未来在教育信息化领域存在刚性需求且付费能力稳定，使得该部分业务市场空间广阔，盈利模式清晰。3) IP 泛娱乐是公司重点发力的领域，目前该部分业务尚未充分开展，但营收已超过传统的数字运营服务业务，预计未来随着重磅 IP 衍生产品不断推出，IP 价值将迅速变现，此部分业务将获得高速发展，并成为公司盈利增长的核心驱动力。

2016 年上半年，数字阅读产品营收 1.20 亿元，同比增长 39.55%，数字出版运营服务营收 0.47 亿元，同比增长 35.48%，数字内容增值服务营收 0.60 亿元，同比大增 577.23%。各业务板块继续稳定增长，泛娱乐业务更是呈现爆发式增长势头。

**表 2 盈利预测关键假设**

	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
数字阅读产品	营业收入（百万）	214.05	288.96	375.65	488.34
	增长率	29%	35%	30%	30%
	毛利率	42%	40%	40%	40%
数字出版运营服务	营业收入（百万）	113.56	158.99	206.68	268.69
	增长率	47%	40%	30%	30%
	毛利率	41%	39%	37%	35%
数字内容增值服务	营业收入（百万）	62.64	250.56	501.11	801.78
	增长率	131%	300%	100%	60%
	毛利率	76%	75%	70%	65%

资料来源：中国中投证券研究总部

此次定增完成后，预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 0.90，1.55，2.20 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.32，0.54，0.77 元，对应当前股价 PE 为 148，86，60 倍。

就外部环境而言，公司战略处于 IP 泛娱乐和在线教育两大产业风口。就内在竞争力而言，公司在源头 IP 储备方面属于市场稀缺标的，且正通过作家培养、进军校园等差异化策略巩固内容端的长期优势，自有 IP 的杠杆效应将持续发挥。

未来公司的业务重心和盈利重点都将是泛娱乐产业。目前公司主要通过合作开发模式，与众多行业巨头联合运作重磅 IP，实现影、游、漫、剧多点开花，尤其影视剧领域项目储备丰富，短期内即可迎来业绩回报。未来将在合作基础上强化独立开发能力，充分享受 IP 变现价值，长期内业绩想象空间巨大，乘风而起是极大概率事件。另外公司自去年至今开展三期股权激励计划，覆盖 1/3 员工，从内部夯实长期成长基础。此次定增价格 46.80 元，也为股价提供一定安全边际。看好公司中长期业绩表现，给

予 180 亿目标市值，对应目标价 63.27 元。

## 六 风险提示

**版权价格上涨风险。**内容资源是公司泛娱乐战略的核心竞争力，公司将继续通过买断版权、合作分成等模式获取优质 IP。但当前优质 IP 渐成稀缺品，知名作者版权价格不断走高，要求的分成比例也不断上升。如果后续版权开发收益不及预期，公司盈利能力将受影响。

**IP 开发不达预期的风险。**公司所选 IP 的市场关注度不足，或者基于 IP 所开发的影视、游戏等作品市场接受度有限从而导致下游产品收入不达预期，公司盈利能力也将受到不利影响。

**客户拓展不及预期的风险。**公司在线教育业务的增长取决于能否顺利拓展客户规模。如果整体的教育信息化过程推进缓慢或者新的客户渠道拓展不畅，书香中国、数字化教育平台等 2B 业务的扩张将受阻。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	469	2547	2724	2978
现金	256	2233	2229	2243
应收账款	160	237	378	568
其它应收款	6	17	24	34
预付账款	38	51	84	124
存货	9	9	9	9
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	410	416	447	477
长期投资	149	149	149	149
固定资产	11	8	6	3
无形资产	124	152	186	218
其他	127	106	106	106
<b>资产总计</b>	879	2963	3171	3455
<b>流动负债</b>	350	399	469	556
短期借款	249	249	249	249
应付账款	50	77	119	176
其他	51	73	100	131
<b>非流动负债</b>	15	10	11	12
长期借款	0	0	0	0
其他	15	10	11	12
<b>负债合计</b>	365	409	479	568
少数股东权益	2	-2	-9	-19
股本	120	284	284	284
资本公积	189	1981	1981	1981
留存收益	203	290	436	641
归属母公司股东权益	512	2555	2701	2906
<b>负债和股东权益</b>	879	2963	3171	3455

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	36	41	39	61
净利润	29	86	148	209
折旧摊销	20	19	20	20
财务费用	0	-2	-11	-12
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-31	-56	-121	-162
其它	23	-1	9	11
<b>投资活动现金流</b>	-199	-19	-45	-44
资本支出	66	0	0	0
长期投资	-151	0	0	0
其他	-284	-19	-45	-44
<b>筹资活动现金流</b>	197	1955	2	-3
短期借款	194	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	30	164	0	0
资本公积增加	159	1792	0	0
其他	-187	-1	2	-3
<b>现金净增加额</b>	34	1977	-5	14

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	390	699	1083	1559
营业成本	206	331	506	748
营业税金及附加	2	4	6	8
营业费用	43	75	117	168
管理费用	121	201	304	409
财务费用	0	-2	-11	-12
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
<b>营业利润</b>	21	90	164	239
营业外收入	15	14	14	14
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	35	104	178	253
所得税	6	18	30	43
<b>净利润</b>	29	86	148	209
少数股东损益	-2	-4	-7	-10
<b>归属母公司净利润</b>	31	90	155	220
EBITDA	42	108	173	247
EPS (元)	0.26	0.32	0.54	0.77

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	44.7%	79.0%	55.1%	43.9%
营业利润	-46.6%	323.6%	81.8%	45.4%
归属于母公司净利润	-32.3%	187.4%	72.6%	41.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.2%	52.6%	53.3%	52.0%
净利率	8.0%	12.9%	14.3%	14.1%
ROE	6.1%	3.5%	5.7%	7.6%
ROIC	6.7%	22.6%	26.9%	28.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.6%	13.8%	15.1%	16.4%
净负债比率	68.25%	60.97%	52.01%	43.90%
流动比率	1.34	6.38	5.81	5.35
速动比率	1.31	6.36	5.79	5.34
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.36	0.35	0.47
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	4.99	5.21	5.16	5.07
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.32	0.54	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.14	0.14	0.21
每股净资产(最新摊薄)	1.80	8.98	9.50	10.22
<b>估值比率</b>				
P/E	424.43	147.68	85.57	60.43
P/B	25.92	5.19	4.91	4.56
EV/EBITDA	311	120	75	53

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士

官尧,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学经济学学士,香港科技大学硕士

李磊,null

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：

<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434

