

日期: 2017年10月27日

行业: 传媒



数字阅读老牌劲旅, IP 变现能力大幅提升

分析师: 滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120025

研究助理: 胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116120003

基本数据 (截止 2017 年 10 月 26 日)

报告日股价 (元)	14.70
12mth A 股价格区间 (元)	13.05/56.18
总股本 (百万股)	711.65
无限售 A 股/总股本	63.35%
流通市值 (亿元)	66.26
每股净资产 (元)	3.66

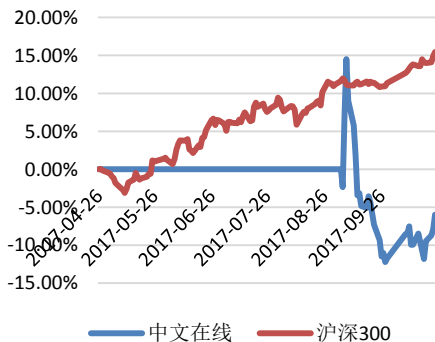
主要股东 (2017Q3)

童之磊	15.65%
北京启迪华创投资咨询有限公司	11.31%
上海文睿投资有限公司	5.90%

收入结构 (2017H1)

数字内容增值服务	51.06%
数字阅读产品	37.85%
数字出版运营服务	11.09%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期: 2017 年 10 月 27 日

■ 公司动态事项

中文在线公布了2017年三季报, Q1-Q3公司实现营收4.72 亿元, 同比增长 29.53%, 实现归母净利润3717.78万元, 同比增长 206.66%, 扣非后归母净利润2967.25万元, 同比增长 967.00%。

■ 事项点评

数字阅读增值服务收入增长&财务费用减少共致利润大增

公司实现营业收入增长 29.53%, 主要受益于数字阅读增值服务收入的大幅增长。同时, 数字阅读增值服务毛利率较高, 拉动公司综合毛利率同比提升 4.25 个百分点。此外, 利息收入增加带动公司财务费用大幅降低, Q1-Q3 确认财务费用-1913.82 万元, 而去年同期为 563.04 万元。介于公司收入确认主要集中于 Q4, 而各项费用基本上全年平摊, 预计四季度公司收入及净利润仍能有亮眼表现。

数字阅读主业稳定, 在线教育业务稳步推进

公司深耕数字阅读行业多年, 在包括数字内容覆盖率、签约作家覆盖率等多项数据方面位居业内第二, 仅次于阅文集团; 公司旗下拥有多个数字阅读平台, 其中, 17k 小说网是 PC 端网络文学的主要门户网站之一, 注册用户数超过 5000 万人; 旗下汤圆创作是国内首个校园移动创作平台, 由其发起的全国校园文学联盟覆盖全国校园文学社团超过 2300 个, 驻站作家超过 25 万人, 具有一定的影响力。公司近年来重点拓展教育相关的数字阅读服务, 相关开发支出大幅增长。到目前, 公司在教育方面的业务布局已取得初步成效, 公司已经拥有包括在线图书馆“书香中国”、K12 数字教育阅读平台“中文慧读”等多个产品, 业务涉及大众教育、K12 教育、高等教育等多条细分赛道。

IP 一体化战略带动, 变现能力大幅加强

数字阅读增值业务是公司业务的主要增长点。近年来, 公司大力推行 IP 一体化战略, 发挥公司在数字阅读内容储备上的领先优势, 公司的 IP 授权不仅局限于文学网站, 更是深入游戏、影视、动漫等泛娱乐下游, 使得公司 IP 变现能力大幅提升。

游戏: 公司成立了专一负责游戏运营业务的部门“中文游戏”, 其力推的游戏《苍蓝境界》已经在 8 月完成首轮测试, 游戏在 taptap 平台上获得高达 8.6 的评分, 在二次元玩家之间整体口碑不错, 游戏近期将开启二次测试, 如果测试结果良好, 游戏有望在短期内正式上架各大应用商店。

影视：公司在 2017 年成立了子公司“中文光之影”，负责公司旗下的影视制作、投资、发行和艺人经纪业务。其业务模式主要是通过公司将上游文学 IP 授权给下游影视公司，从而获取授权费用，同时凭借 IP 授权直接出资参与到影片的投资过程中以获取相应的投资收益。目前，公司参投的处于拍摄阶段的影视作品主要包括与华策影视合作的《橙红时代》、《凰权》两部作品。此外，公司与唐德影视、耀客传媒等精品剧制作公司也签订了相关投资协议。

收购“晨之科”，深入布局二次元产业

2017 年 8 月，公司公告拟以总对价 14.73 亿元收购晨之科剩余 80% 的股权，收购完成后晨之科将成为中文在线全资子公司。这是上市公司自投资 AcFun 之后进一步加深对二次元领域的投资。此次收购，晨之科承诺 17-19 年扣非后归母净利润分别为不低于 1.5 亿元、2.2 亿元、2.64 亿元。晨之科主要经营二次元垂直社区 GuluGulu，截至 2017 年 5 月，GuluGulu 的月活跃用户已经突破 400 万人，且活跃用户人数仍在持续增长中。公司收入主要来源于游戏发行与运营、广告、直播等业务。其中，游戏发行运营是最主要的收入来源。公司旗下咕噜游戏是国内较为知名的二次元游戏发行商，曾代理发行过在日本红极一时的、由 Colopl 推出的游戏《白猫计划》在中国地区的业务。目前公司主要运营的游戏包括《战场双马尾》、《新花千骨》等，其中《战场双马尾》上线近一年时实现累计流水 1.87 亿元。如果公司收购晨之科成功，预计公司未来业绩将迎来较大提升。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 0.89 亿元、1.38 亿元和 1.70 亿元，每股 EPS 分别为 0.12 元、0.19 元和 0.24 元，对应 PE 为 117.93、75.85、61.54 倍。如果公司在 2017 年底收购晨之科成功，考虑原有股权增值及新增股本摊薄，预计公司 2017-2019 年备考净利润分别为 2.07 亿元、3.58 亿元、4.34 亿元，每股 EPS 分别为 0.27 元、0.46 元、0.56 元，对应 PE 为 55.12、31.86、26.27 倍。我们看好公司作为数字阅读行业龙头企业之一，随着阅文集团、掌阅科技陆续上市，阅读板块情绪有望得到进一步提振；且公司 IP 下游变现能力增强对公司业绩提振明显。同时，我们又谨慎地考虑到收购标的近期存在一定的法律纠纷，可能对收购进展造成一定影响。**首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。**

■ 风险提示

收购不成功风险；限售股解禁风险；新业务推行不及预期风险

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	601.52	834.63	1111.71	1384.21
年增长率	54.14%	38.76%	33.20%	24.51%
归母净利润	35.04	88.70	137.92	170.00
年增长率	12.13%	153.12%	55.48%	23.26%
每股收益（元）	0.05	0.12	0.19	0.24
PE	298.51	117.93	75.85	61.54

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,345.62	1,248.28	1,330.05	1,369.53
应收和预付款项	303.48	363.18	511.46	572.85
存货	6.25	11.52	11.04	16.66
其他流动资产	12.79	12.79	12.79	12.79
流动资产合计	1,668.14	1,635.77	1,865.35	1,971.83
长期股权投资	455.62	455.62	455.62	455.62
投资性房地产	0.00	19.80	17.60	15.40
固定资产和在建工程	9.59	19.28	13.97	8.65
无形资产和开发支出	274.25	322.94	340.37	369.14
其他非流动资产	361.90	361.63	361.35	361.35
非流动资产合计	1,101.37	1,179.26	1,188.90	1,210.17
资产总计	2,769.51	2,815.03	3,054.25	3,181.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	224.65	183.23	287.26	248.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	224.65	183.23	287.26	248.37
股本	284.75	284.75	284.75	284.75
资本公积	2,017.12	2,017.12	2,017.12	2,017.12
留存收益	235.68	318.33	446.82	605.21
少数股东权益	7.30	11.60	18.30	26.54
股东权益合计	2,544.85	2,631.80	2,766.99	2,933.62
负债和股东权益总计	2,769.51	2,815.03	3,054.25	3,181.99

 现金流量表
（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	205.96	106.73	277.29	261.50
投资活动现金流	(847.31)	(212.60)	(200.60)	(225.60)
融资活动现金流	1,972.78	8.53	5.08	3.57
净现金流	1,327.64	(97.33)	81.77	39.48

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	601.52	834.63	1,111.71	1,384.21
营业成本	310.86	367.14	466.15	572.32
营业税金及附加	4.02	5.57	7.42	9.24
营业费用	62.73	108.50	122.29	152.26
管理费用	199.63	258.74	344.63	429.10
财务费用	(3.11)	(6.36)	(3.54)	(1.54)
资产减值损失	3.49	3.04	3.04	3.04
投资收益	(5.39)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	18.52	98.01	171.73	219.78
营业外收支净额	34.86	34.86	34.86	34.86
利润总额	53.38	132.87	206.59	254.64
所得税	16.63	39.86	61.98	76.39
净利润	36.74	93.01	144.61	178.25
少数股东损益	1.70	4.30	6.69	8.25
归属母公司股东净利润	35.04	88.70	137.92	170.00

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	54.14%	38.76%	33.20%	24.51%
EBIT 增长率	25.26%	166.77%	62.40%	24.66%
净利润增长率	25.12%	153.12%	55.48%	23.26%
毛利率	48.32%	56.01%	58.07%	58.65%
EBIT/总收入	25.26%	166.77%	62.40%	24.66%
净利润率	25.12%	153.12%	55.48%	23.26%
资产负债率	8.11%	6.51%	9.41%	7.81%
流动比率	7.43	8.93	6.49	7.94
净资产收益率 (ROE)	1.38%	3.39%	5.02%	5.85%
存货周转率	49.72	31.87	42.21	34.36
应收账款周转率	4.03	2.98	3.81	3.30

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞、胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。