

IP开发节奏井然,加码二次元游戏助力业绩

——中文在线（300364）2018 半年报点评

2018 年 08 月 27 日

推荐/首次

中文在线

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

2018 年上半年，公司实现营业收入 42,394.12 万元，较去年同期增长 42.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,215.54 万元，较去年同期增长 140.80%。；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为-5,043.29 万元，比上年同期下降了 353.44%。

表 1:季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	236.81	105.70	191.47	175.25	244.36	144.09	279.85
增长率（%）	42.24%	45.12%	24.06%	27.43%	3.19%	36.32%	46.16%
毛利率（%）	42.34%	48.28%	62.87%	54.36%	36.89%	36.65%	55.20%
期间费用率（%）	33.76%	59.83%	36.54%	41.02%	40.99%	57.51%	49.32%
营业利润率（%）	6.44%	-8.23%	18.57%	15.28%	15.30%	-21.30%	33.08%
净利润（百万元）	27.20	-9.24	29.00	16.35	44.99	-32.21	84.12
增长率（%）	38.39%	35.90%	32.62%	679.05%	65.41%	-248.47%	190.07%
每股盈利（季度，元）	0.080	-0.031	0.107	0.022	0.057	-0.043	0.107
资产负债率（%）	10.79%	9.65%	8.93%	21.79%	9.80%	9.12%	18.55%
净资产收益率（%）	0.89%	-0.34%	1.19%	0.60%	1.53%	-1.16%	2.60%
总资产收益率（%）	0.81%	-0.31%	1.08%	0.50%	1.28%	-1.05%	2.21%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

观点：

2018.H1 业绩符合公司于一季报中的预测，营业收入 4.24 亿元（YOY+42.66%）主要来自于晨之科并表后的贡献与原有数字阅读、广告业务的增长，营业成本 2.17 亿元（YOY+72.28%），造成毛利率下降的原因一个是并购完成后高额的渠道推广成本，另一个是公司的版权业务更倾向于通过合作模式而不是一次性售卖模式来进行。净利润大幅增长的原因是上半年确认的大额投资收益，其中以出售 MOOC 股权以及收购晨之科剩余 80%股权而导致原 20%股权公允价值增值为主。公司上半年扣非归母净利润为负，主要是销售费用高企，达到 1.11 亿元（YOY+182.44%），其中增幅主要来自于报告期内 5645.79 万元的广告（游戏宣发）费用（+5149.36 万元），

- ◆ **业务框架又添新援**，报告期内，公司收购晨之科 80%股份获证监会通过，晨之科成为公司的全资子公司。晨之科主要业务为二次元游戏代理发行与网络社区管理（G 站），根据双方签署的对赌条款，晨之科 2017-2019 承诺完成扣非归母净利润为 1.5、2.2、2.64 亿元，2017 年承诺数已完成。晨之科的成功并入

对于公司游戏业务是巨大的提升, 承诺期内可稳定贡献利润, 同时也与公司传统的数字阅读业务协同增强 IP 的变现能力。公司今年重点产品《幻想计划》已于 7 月 11 日全网公测, 同时自今年二季度以来, 包括《深渊地平线》在内的多款游戏也已上线, 预计晨之科下半年业绩表现将优于上半年。

- ◆ **版权运营业务未来可期**, 本次中报中我们可以看到公司在版权运营业务上的运筹帷幄, 无论是影视、游戏、动漫等不同的变现渠道, 还是项目开发的节奏, 都处于稳步推进中。公司与华策合作的《天盛长歌》(原名《凰权·奕天下》) 已于 8 月 14 日开播, 《橙红年代》已制作完成, 《新白娘子传奇》、《鬼吹灯之龙岭迷窟》都已拍摄完成, CG 动画网剧《陨神记》已开机, 其他公司主控的项目《罗布泊之咒》、《大宝鉴》、《极限末日》、《丛林兵王》、《巫颂》都在筹划推进中。虽然公司中报并未单独披露数字阅读板块的业绩, 但通过参考阅文集团半年报在线阅读业务增速 13.3%, 行业增速有所放缓, 版权运营业务将是未来业绩的重要支撑。
- ◆ **教育业务大有可为**, 报告期内教育业务收入为 4114.83 万元 (YOY+30.03%), 无论是“书香中国”还是“慧读”项目, 公司目前教育业务为 2B 较多, 长期在行业内的耕耘为公司建立起了护城河。8 月 23 日, 公司与培生教育出版亚洲有限公司 (旗下拥有朗文、Prentice Hall、Addison Wesley 等品牌) 达成了战略级合作, 双方将围绕数字教育服务、中小学数字阅读两大领域展开深度合作, 共同推进数字教育服务平台的构建, 未来教育业务将为公司业绩作出更多贡献。

盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 12.34 亿元、15.44 亿元和 18.67 亿元; 每股收益分别为 0.23 元、0.40 元和 0.50 元, 对应 PE 分别为 30X、17X 和 14X, 首次给予公司“推荐”评级。

风险提示: 游戏版号长期暂停发放; 行业竞争加剧, 数字阅读行业发展不及预期。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1738	1008	2018	2048	2032	营业收入	602	717	1234	1544	1867
货币资金	1415	759	1516	1539	1433	营业成本	311	360	540	658	783
应收账款	149	133	230	182	215	营业税金及附加	4	5	9	12	14
其他应收款	12	15	26	32	39	营业费用	63	105	222	185	224
预付款项	143	65	65	65	65	管理费用	200	223	284	355	429
存货	6	11	117	141	165	财务费用	-3	-23	-10	-10	-10
其他流动资产	13	24	65	90	115	资产减值损失	3.49	4.76	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1115	1955	1449	1719	2099	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	456	485	102	102	102	投资净收益	-5.39	21.55	10.00	10.00	10.00
固定资产	9.55	26.43	24.05	21.67	19.29	营业利润	19	93	193	349	432
无形资产	251	489	684	958	1341	营业外收入	36.16	0.15	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	290	0	0	0	营业外支出	1.30	0.59	1.00	1.00	1.00
资产总计	2853	2963	3467	3768	4132	利润总额	53	93	202	358	441
流动负债合计	287	240	492	555	627	所得税	17	12	26	45	56
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	37	81	177	313	385
应付账款	83	71	118	144	172	少数股东损益	2	4	0	0	0
预收款项	46	61	87	120	160	归属母公司净利	35	78	177	313	385
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	269	563	235	410	520
非流动负债合计	21	51	53	53	53	EPS (元)	0.14	0.11	0.23	0.40	0.50
长期借款	0	30	30	30	30	主要财务					
应付债券	0	0	0	0	0	比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	308	290	545	609	680	成长能力					
少数股东权益	7	9	9	9	9	营业收入增长	54.14%	19.16%	72.10%	25.13%	20.97%
实收资本(或股本)	285	711	776	776	776	营业利润增长	-13.22	403.66	107.34	80.43%	23.73%
资本公积	2111	1697	1697	1697	1697	归属于母公司净	12.13%	121.22	128.03	76.86%	23.14%
未分配利润	211	271	335	528	767	获利能力					
归属母公司股东权	2538	2664	2909	3147	3439	毛利率(%)	48.32%	49.78%	56.20%	57.38%	58.06%
负债和所有者权益	2853	2963	3467	3768	4132	净利率(%)	6.11%	11.31%	14.33%	20.26%	20.62%
现金流量表						总资产净利润	1.23%	2.62%	5.10%	8.30%	
单位:百万元						ROE(%)	1.38%	2.91%	6.08%	9.94%	11.19%
经营活动现金流	200	239	198	426	451	偿债能力					
净利润	37	81	177	313	385	资产负债率(%)	11%	10%	16%	16%	16%
折旧摊销	0.00	0.00	51.25	70.80	98.17	流动比率	6.06	4.21	4.10	3.69	3.24
财务费用	-3	-23	-10	-10	-10	速动比率	6.04	4.16	3.86	3.44	2.98
应收账款减少	11	16	-96	48	-33	营运能力					
预收账款增加	29	15	26	33	40	总资产周转率	0.32	0.25	0.38	0.43	0.47
投资活动现金流	-847	-898	471	-338	-475	应收账款周转率	4	5	7	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.04	9.29	13.00	11.76	11.82
长期股权投资减少	-569	-230	383	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-5	22	10	10	10	每股收益(最新报	0.14	0.11	0.23	0.40	0.50
筹资活动现金流	1973	-33	87	-65	-82	每股净现金流(最	4.65	-0.97	0.97	0.03	-0.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.91	3.75	3.75	4.06	4.43
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	165	426	65	0	0	P/E	49.93	62.09	29.97	16.94	13.76
资本公积增加	1922	-414	0	0	0	P/B	0.77	1.82	1.82	1.68	1.54
现金净增加额	1325	-691	756	23	-106	EV/EBITDA	1.97	7.34	16.25	9.25	7.49

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。