

合理价格区间：14.4-16.8 元

中文在线（300364）

2015 年 01 月 12 日

优秀的数字出版商，募投项目夯实版权储备

互联网与传媒行业高级分析师：张杰伟
SAC 执业证书编号：S0850514120002
zjw9915@htsec.com
021-23219775
联系人：王幽悠
wyy9632@htsec.com
021-23212210

中文在线是一家领先的数字出版机构。公司以版权机构、作者为正版数字内容来源，进行内容的聚合和管理，向手机、手持终端、互联网等媒体提供数字阅读产品；为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务；通过版权衍生产品等方式提供数字内容增值服务。作为国内数字出版的领先企业，公司形成了“一种内容、多种媒体、同步出版”的全媒体出版模式。

数字出版行业快速增长，数字阅读习惯逐步养成。数字出版行业快速增长，2013 年国内数字出版产业整体 2540.4 亿元，同增 31.3%，其中电子图书 38 亿元，同增 22.58%。而且从目前实践来看，当电子书上架后，反而能增加书籍的影响力，进而带动纸质书的销量。不仅是将传统图书发行渠道和内容的数字化，数字出版也使得出版行业的盈利模式更加丰富，有望改变行业竞争格局。从使用习惯来说，数字阅读已成为人们越来越重要的阅读方式，网络文学用户使用率达到 45.8%，人均手机阅读时长持续提升。

公司优势一：内容优势。IP 变现渠道增加，核心 IP 版权价值不断提升。截至 2014 年 6 月 30 日，公司共拥有数字内容 223514 种，其中独家版权图书 34692 种，占比 15.52%。此外，公司的原创阅读平台“17K”拥有网络作者 30 万名，有望持续提供内容资源。随着影视、游戏等产业工业化程度提升，行业竞争加剧，这些行业对 IP 的需求不断增加，核心 IP 的版权价值不断提升，电子书授权的平均单本价格已经由 2011 年的 21 万元提升到 2014 年上半年的 54 万元。

公司优势二：渠道优势。中文在线渠道建设较为完备，覆盖范围高。中文在线渠道建设完备，已经覆盖了自有网站、授权网站、运营商网络等多个渠道，覆盖了电脑、手机、Pad、专用设备等多个终端。公司的自有网站“17K 小说网”和“四月天小说网”月活跃作者数超过 3 万，点击过亿作品 16 部，日均访问量超过 3000 万；公司授权使用的客户不断提升，2013 年达到 55 家，授权客户使用版权，进一步提升了公司内容的覆盖渠道。

募投项目：投资 2 亿，进一步强化版权储备。公司此次 IPO 主要募投项目是“数字内容资源平台升级改造”，预计投资 20088.3 万元，其中募投资金投入 16747 万元。通过募投项目投入，公司将新增各类数字内容 106000 种，其中网络原创数字内容 47000 种，传统出版物数字内容 9000 种，有声读物数字内容 50000 集，实现公司数字内容资源的的增长，提升公司数字内容的数量和质量，进一步增强公司核心竞争力。

公司发行前股本为 9000 万股，此次拟发行 3000 万股，均为新股，我们预计发行价为 6.81 元，对应 2013 年 18.2 倍 PE（发行后股本），我们预计公司 2014-2016 EPS 分别为 0.44、0.48、0.53 元，参考 A 股类似板块公司的估值，我们认为给公司 2015 年 30-35 倍动态 PE 较为合理，对应公司合理价值区间为 14.4-16.8 元。

风险因素：（1）中移动大客户风险；（2）竞争导致成本（版权价格）提升

图 1 中文在线业务模式图



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

表 1 中文在线各业务线简介

类别	简介
数字阅读产品	主要将公司的内容资源加工制作作为手机、互联网、教育行业等数字阅读产品，提供给不同的用户阅读
数字出版运营服务	为数字出版和发行机构提供数字出版运营服务 将内容的纸质出版权利授权给纸质出版机构，以纸质印刷形式出版；或将内容的改编权授权给其他第三方，将数字内容改编为影视、游戏、有声读物等形式。目前，公司主要是通过与传统出版社、影视公司、游戏公司等采取授权合作的方式实现数字内容增值。
数字内容增值服务	

资料来源：，公司招股说明书，海通证券研究所

表 2 中文在线各产品价格变化趋势

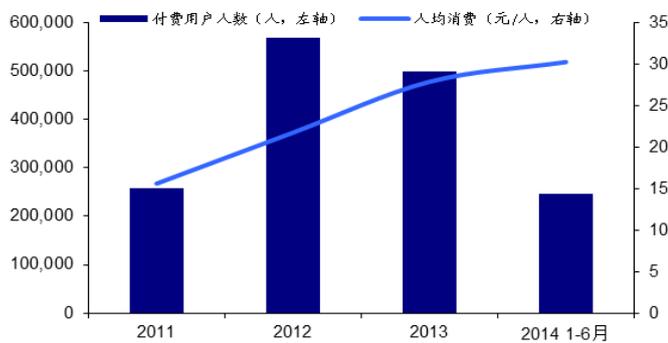
产品类型	价格及变化情况
手机阅读产品	中国移动、中国联通以公司提供的作品在其平台上产生的信息费为基础并扣除一定的坏账进行结算，按信息费收入 40%向公司支付使用费，报告期内未发生变化。
数字阅读产品	2013 年，中国电信以公司提供作品在其平台上产生的信息费为基础，并扣除一定的坏账和双方共同承担的第三方渠道推广费，按信息费收入 45%向公司支付使用费；2014 年至今，中国电信以公司提供作品在其平台上产生的信息费为基础，并扣除一定的坏账，按信息费收入 40%向公司支付使用费。
互联网阅读产品	自有网站阅读：普通用户注册阅读价格为 3 分/千字；包月用户阅读价格为 30 元/月，30 天一个周期，期间可任意阅读网站全部作品。报告期内上述价格未发生变化。网站授权阅读：公司根据提供的数字阅读产品数量收取固定费用，或者根据该产品在互联网发行平台产生的收入和约定的分成比例取得收入。
教育阅读产品	依据提供的数字内容种类、数量、市场惯例协商定价
广告	依据广告播放形式、展示位置、播放周期等因素协商定价
数字阅读技术工程项目	依据技术服务工作量协商定价
数字出版运营服务	中国移动手机阅读基地运营服务 2011 年，双方运营服务采用分成结算方式；2012 年 1 月 1 日至 2014 年 9 月 30 日，双方运营服务采用以“人·年单价”的结算方式。
其他机构运营服务	依据运营服务工作量、复杂程度、市场惯例协商定价
数字内容增值服务	依据具体合作的数字内容市场影响力、市场惯例协商定价

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

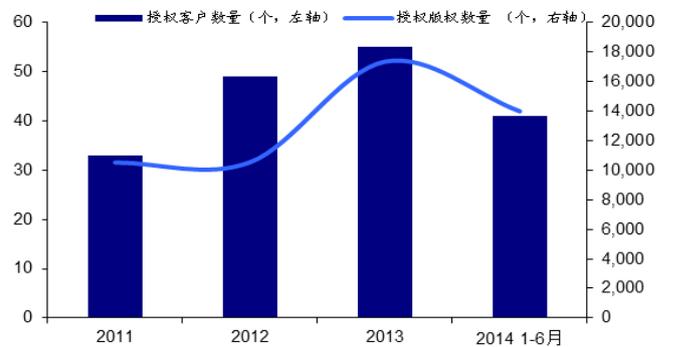
表 3 中文在线版权购买支出

作者	价格区间
潜力新人作者, 或拥有一定创作经验但无热销作品的老作者	10 元/千字-30 元/千字
拥有一定创作经验的潜力作者, 通常这类作者曾创作过成熟的作品	30 元/千字-50 元/千字
较成熟的职业作家, 或优秀的半职业作家, 通常这类作者曾创作过畅销作品	50 元/千字-100 元/千字
知名作家或拥有固定读者群的畅销作家	超过 100 元/千字
分成版权	版税分成比例通常为 30%-50%

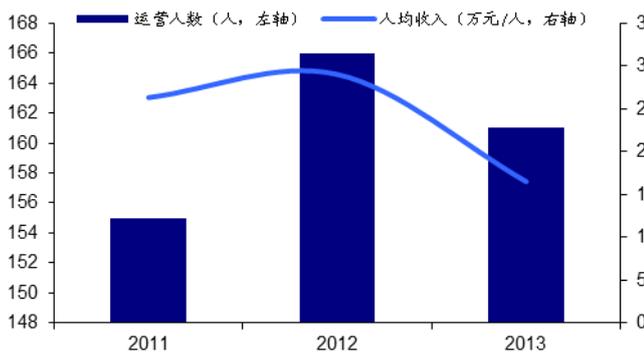
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图 2 中文在线自有网站用户数和人均消费


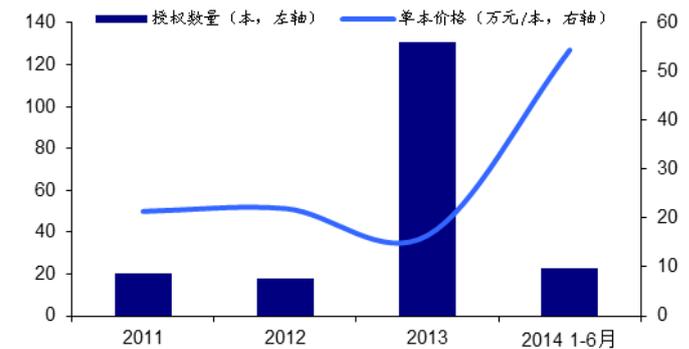
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图 3 网站授权阅读客户数量和内容数量


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图 4 中文在线移动阅读基地人均产出


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图 5 版权授权数量和单本价格


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

表 4 中文在线收入分部 (单位: 百万元)

项目	2011	2012	2013	2014 1H
数字阅读产品	89.01	113.76	117.41	53.91
手机阅读	55.54	47.25	50.15	23.42
手机阅读基地模式	50.20	43.77	48.86	22.24
SP 模式	5.34	3.49	0.14	0.00
其他电信运营商阅读产品			1.15	1.17

互联网阅读	9.38	31.93	47.47	16.91
自有网站阅读	4.03	12.38	13.97	7.49
网站授权阅读	5.36	19.55	33.50	9.42
教育阅读	9.31	16.51	9.28	7.60
数字图书馆	7.17	9.60	7.83	6.50
书香中国	2.14	5.12	1.45	1.10
电子书包		1.79		
广告	5.18	11.75	7.09	5.99
数字阅读技术工程项目	2.47	6.02	3.43	
手持终端阅读	7.13	0.29		
数字出版运营服务	57.76	62.22	76.72	36.31
移动基地运营服务	52.43	40.83	48.20	26.56
其他机构运营服务	5.33	21.39	28.52	9.75
数字内容增值服务	6.81	7.89	26.20	15.19
版权衍生品	4.28	3.96	21.58	12.52
纸质出版	0.28	1.46	0.63	0.19
数据加工	1.42	0.40	0.38	0.08
维权	0.82	2.07	3.61	2.40
数字内容增值服务收入	6.81	7.89	26.20	15.19
合计	153.58	183.87	220.34	105.41

资料来源:，公司招股说明书，海通证券研究所

表 5 中文在线发行前后股东结构

	发行前		发行后	
	持股数(股)	持股比例	持股数(股)	持股比例
1 童之磊	22,426,110	24.92%	22,426,110	18.69%
2 启迪华创	16,811,081	18.68%	16,811,081	14.01%
3 文睿投资	8,449,643	9.39%	8,449,643	7.04%
4 王秋虎	5,031,630	5.59%	5,031,630	4.19%
5 华睿海越创投	4,654,742	5.17%	4,654,742	3.88%
6 胡松挺	4,277,994	4.75%	4,277,994	3.56%
7 开物投资	3,970,588	4.41%	3,970,588	3.31%
8 陈耀杰	3,962,102	4.40%	3,962,102	3.30%
9 博发投资	2,501,924	2.78%	2,501,924	2.08%
10 德同长通	2,095,870	2.33%	2,095,870	1.75%
11 世纪泓慧	2,051,472	2.28%	2,051,472	1.71%
12 讯安达科技	1,939,478	2.15%	1,939,478	1.62%
13 掌中达信息	1,588,236	1.76%	1,588,236	1.32%
14 东方泓石	1,267,016	1.41%	1,267,016	1.06%
15 华慧创投	992,647	1.10%	992,647	0.83%
16 李大鹏	969,738	1.08%	969,738	0.81%
17 徐田庆	969,738	1.08%	969,738	0.81%
18 薛军	926,474	1.03%	926,474	0.77%
19 启迪孵化器	825,385	0.92%	825,385	0.69%
20 东翰高投	661,767	0.74%	661,767	0.55%
21 蔡东青	529,412	0.59%	529,412	0.44%
22 高安投资	529,412	0.59%	529,412	0.44%
23 姚宝珍	426,686	0.47%	426,686	0.36%
24 麦刚	412,386	0.46%	412,386	0.34%
25 张自明	387,894	0.43%	387,894	0.32%
26 容银投资	387,894	0.43%	387,894	0.32%
27 关宇	290,922	0.32%	290,922	0.24%

28	弘帆创投	264,706	0.29%	264,706	0.22%
29	金信祥泰创投	132,351	0.15%	132,351	0.11%
30	张向东	132,351	0.15%	132,351	0.11%
31	顾浩	132,351	0.15%	132,351	0.11%
本次发行的股份				30,000,000	25%

资料来源:，公司招股说明书，海通证券研究所

表 6 中文在线可比公司估值

名称	EPS (元)				PE			
	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
拓维信息	0.10	0.31	0.46	0.63	185	58	39	29
神州泰岳	0.39	0.51	0.68	0.87	49	37	28	22
天舟文化	0.06	0.41	0.51	0.60	321	45	36	31
皖新传媒	0.67	0.79	0.91	1.07	26	22	19	16
				平均数	145	41	31	25

资料来源:，Wind，海通证券研究所

损益表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	184	220	284	315	351
增长率	19.7%	19.8%	28.8%	11.1%	11.2%
营业成本	-83	-111	-148	-163	-180
%销售收入	45.2%	50.2%	52.1%	51.7%	51.4%
毛利	101	110	136	152	170
%销售收入	54.8%	49.8%	47.9%	48.3%	48.6%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-6	-7
%销售收入	2.8%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-13	-20	-28	-32	-35
%销售收入	7.1%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-37	-48	-62	-73	-84
%销售收入	20.3%	21.7%	22.0%	23.0%	24.0%
息税前利润(EBIT)	45	38	40	42	44
%销售收入	24.6%	17.3%	13.9%	13.3%	12.6%
财务费用	1	1	2	4	6
%销售收入	-0.5%	-0.4%	-0.7%	-1.2%	-1.7%
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	4	5	5	5
%税前利润	7.8%	7.0%	8.3%	7.5%	6.9%
营业利润	49	41	46	51	55
营业利润率	26.8%	18.4%	16.4%	16.1%	15.7%
营业外收支	13	11	14	16	17
税前利润	63	52	61	66	73
利润率	34.1%	23.4%	21.3%	21.0%	20.7%
所得税	-8	-6	-8	-8	-9
所得税率	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	55	45	53	58	64
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	45	53	58	64
净利率	29.6%	20.4%	18.7%	18.4%	18.1%

现金流量表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	54	45	53	58	64
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	2	5	1	1	1
非经营收益	-1	-1	-2	-4	-6
营运资金变动	2	-1	-14	-10	-14
经营活动现金净流	57	49	38	45	44
资本开支	45	17	36	18	20
投资	0	0	0	0	0
其他	-3	-8	0	0	0
投资活动现金净流	-48	-25	-36	-18	-20
股权募资	0	0	0	204	0
债权募资	2	1	2	1	1
其他	-6	-12	15	10	16
筹资活动现金净流	-4	-12	17	215	17
现金净流量	6	12	19	242	41

资料来源: Wind, 海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	104	116	135	377	418
应收款项	65	74	104	121	143
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	4	-10	-17	-27
流动资产	171	194	229	482	534
%总资产	61.0%	60.6%	58.5%	72.8%	72.7%
长期投资	65	69	88	98	109
固定资产	5	4	6	6	7
%总资产	1.6%	1.3%	1.4%	0.9%	0.9%
无形资产	36	50	64	71	79
非流动资产	4	4	4	5	5
%总资产	1.3%	1.2%	1.1%	0.7%	0.7%
资产总计	280	321	392	662	734
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	20	24	32	35	39
其他流动负债	26	28	37	41	45
流动负债	45	52	69	76	84
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	7	8	8
负债	50	57	76	83	92
普通股股东权益	230	263	316	579	642
少数股东权益	1	1	0	0	0
负债股东权益合计	280	321	392	662	734

比率分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标					
每股收益(元)	0.45	0.37	0.44	0.48	0.53
每股净资产(元)	1.92	2.20	2.64	4.82	5.35
每股经营现金净流(元)	0.48	0.41	0.32	0.37	0.37
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	23.7%	17.1%	16.8%	10.0%	9.9%
总资产收益率	6.3%	6.6%	—	—	—
投入资本收益率	17.1%	12.7%	10.9%	6.3%	6.0%
增长率					
营业总收入增长率	19.7%	19.8%	28.8%	11.1%	11.2%
EBIT 增长率	25.6%	-15.6%	3.6%	5.7%	5.7%
净利润增长率	11.1%	-17.4%	17.5%	9.5%	9.4%
总资产增长率	26.7%	14.4%	22.2%	68.9%	10.9%
资产管理能力					
应收账款周转天数	115.0	110.3	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	86.0	78.9	78.9	78.9	78.9
固定资产周转天数	9.1	7.1	7.1	7.1	7.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-45.3%	-44.0%	-42.8%	-65.2%	-65.1%
EBIT 利息保障倍数	-48.5	-43.7	-21.0	-10.9	-7.4
资产负债率	17.8%	17.7%	19.3%	12.6%	12.6%

信息披露

分析师声明

张杰伟：互联网传媒行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华策影视、华录百纳、思美传媒等

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。