

# 立足数字内容受益免费阅读发展，出海业务及有声内容为新增长点

——中文在线首次覆盖报告

公司深度

## ● 立足数字内容，文学+教育双翼飞翔

中文在线成立 20 载，深耕数字版权内容，营收主要由文化与教育业务构成，文化占比约 90%。2018、2019 游戏业务资产减值拖累业绩，2020Q1 首次一季度盈利，业绩显现拐点。

## ● 网文行业发展迅速，公司旗下创作平台优质，输出海量内容资源

网文发展迅速，2020 年市场规模超 200 亿元，版权收入大幅增加。2018 年以来免费阅读规模迅速增长，截至 2019Q4 用户规模达到 2.5 亿人。公司原创平台包括 17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网，持续产出优秀作品。首创“全媒体出版”模式，向多终端、全媒体分发数字阅读产品，渠道覆盖三大电信运营商及众多主流阅读平台，为免费阅读提供大量优质内容。

## ● 海外互动阅读 Chapters 表现亮眼，战略投资英文网文平台 Wuxiaworld

公司旗下 Chapters 互动阅读平台聚焦海外女性用户，2019 年注册用户数超 1500 万，实现收入 2.97 亿元，同比增长 155.99%，已成为中文在线重要增长引擎。2018 年公司战略投资海外最大的中国网文网站 Wuxiaworld，持股 30%。Wuxiaworld 2019 年实现营收 3663.33 万元，同比增长 59.15%，实现净利润 1167.89 万元，同比增长 74.8%。

## ● 有声市场持续高速增长，公司为国内最大内容提供商

2019 年网络音频行业市场规模达 175.8 亿元，保持 30% 以上增速。网络文学在有声书作品中占比七成左右，占据市场头部。公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商，目前拥有 123 万部（集），28 万小时有声书资源。

## ● 看好公司自有平台持续产出优质网文，作为内容供应商受益免费阅读发展，互动阅读、网文出海表现亮眼，网文有声值得期待，给予“推荐”评级

公司旗下 17K 等网文平台持续产出优质作品，通过版权分发向各类阅读平台输出版权，充分受益免费阅读的快速发展。海外互动阅读 Chapters 及网文出海 Wuxiaworld 表现亮眼，网文有声发展迅速，公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商。预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 0.81/1.19/1.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.16/0.24 元，当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 67、46 和 31 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**免费阅读发展不及预期，有声市场增速放缓，海外互动阅读竞争加剧，网文出海需求增速下降等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	885	705	1,180	1,482	1,808
增长率(%)	23.5	-20.3	67.3	25.6	22.0
净利润(百万元)	-1,508	-603	81	119	174
增长率(%)	-2045.7	-60.0	-113.4	47.4	46.1
毛利率(%)	39.8	44.1	60.3	63.5	65.6
净利率(%)	-170.4	-85.5	6.9	8.1	9.6
ROE(%)	-69.2	-42.2	5.4	7.3	9.7
EPS(摊薄/元)	-2.07	-0.83	0.11	0.16	0.24
P/E	-3.6	-9.0	67.2	45.6	31.2
P/B	2.5	3.8	3.6	3.4	3.0

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 16 日

敬请参阅最后一页免责声明

-1-

证券研究报告

## 推荐（首次评级）

### 胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

### 马笑（联系人）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280117100011

### 宋尚杰（联系人）

songshangjie@xsdzq.cn

证书编号：S0280120050015

## 市场数据 时间 2020.06.16

收盘价(元):	7.48
一年最低/最高(元):	3.2/7.48
总股本(亿股):	7.27
总市值(亿元):	54.4
流通股本(亿股):	6.32
流通市值(亿元):	47.24
近 3 月换手率:	349.13%

## 股价一年走势



## 相关报告

《在线阅读跟踪专题报告三：免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态》2020-06-04

《在线阅读跟踪专题报告二：在线阅读行业走进 5G 时代，付费+免费迎来变现新周期》2020-05-05

《在线阅读跟踪专题报告一：疫情期间在线阅读大幅增长，付费+免费不断完善商业模式》2020-04-14

## 目 录

1、立足数字内容，文学+教育双翼飞翔 .....	4
1.1、公司概况：成立 20 载，“文学+”、“教育+”双翼飞翔 .....	4
1.2、股权&激励：股权结构稳定，期权激励提振团队信心 .....	5
1.3、业绩概况：业绩显现拐点，2020Q1 首次一季度盈利 .....	6
2、网文行业发展迅速，公司旗下创作平台优质，输出海量内容资源 .....	8
2.1、在线阅读：2020 年网络文学市场规模超 200 亿元，版权收入大幅增加 .....	8
2.2、免费阅读：2018 年起免费阅读高速发展，各互联网巨头纷纷布局 .....	9
2.3、阅读业务：公司自有平台优质，同时对外输出大量版权 .....	10
3、海外互动阅读 Chapters 表现亮眼，战略投资英文网文平台 Wuxiaworld .....	13
3.1、Chapters：位列全球视觉小说前二，2019 营收同增 155.99% .....	13
3.2、Wuxiaworld：英文网文平台龙头，公司战略投资持股 30% .....	17
4、有声市场持续高速增长，公司为国内最大内容提供商 .....	19
4.1、有声市场：网络音频市场高速增长，内容以网文改编为主 .....	19
4.2、有声业务：公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商 .....	21
5、与多方展开合作，多维度布局数字阅读产业链 .....	22
6、盈利预测 .....	24
7、风险提示 .....	25
附：财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1：公司“文学+”、“教育+”战略 .....	4
图 2：中文在线发展历程 .....	5
图 3：中文在线文化收入占比约 90% .....	5
图 4：2020Q1 营业收入同比增长 8.01% .....	7
图 5：2020Q1 公司首次一季度盈利 .....	7
图 6：公司 2018、2019 年销售费用率连续上升 .....	7
图 7：2020 年网络文学市场规模超 200 亿元 .....	8
图 8：2020 年网络文学用户规模超 5 亿人 .....	8
图 9：2019 年版权收入占比已达 28.9% .....	8
图 10：付费阅读用户下降，免费阅读用户持续增加 .....	9
图 11：免费阅读独立设备数占比迅速提升 .....	9
图 12：预期 2022 年免费阅读广告营收达到 53 亿元 .....	9
图 13：2018 年至今各主流免费阅读 APP 逐步上线 .....	10
图 14：公司自有平台知名作品 .....	11
图 15：中文在线自有渠道 .....	11
图 16：2019 年文化业务营收同比下降 19.52% .....	12
图 17：2019 年文化业务毛利同比下降 7.64% .....	12
图 18：Chapters 表现优异 .....	14
图 19：主流互动阅读平台美国 AppStore 总畅销榜排名（2019.06.01-2020.06.10） .....	15
图 20：Chapters 针对女性用户，主题丰富多样 .....	15
图 21：Chapters 玩法与互动场景 .....	16

图 22: 目前英文世界最大的中国文学网站 Wuxiaworld.....	17
图 23: Wuxiaworld 新书中许多为 17K 小说网作品 .....	18
图 24: Wuxiaworld 大部分完本小说需要章节付费 .....	18
图 25: Wuxiaworld 阅读页顶部及侧边广告 .....	18
图 26: Wuxiaworld VIP 体系 .....	19
图 27: 2019 年网络音频行业市场规模达 175.8 亿元 .....	20
图 28: 2019 年中国网络音频用户规模达 4.9 亿 .....	20
图 29: 付费用户占比 76% .....	20
图 30: 网络音频付费用户年平均花费 202.3 元 .....	20
图 31: 听书娱乐属性较强, 场景多为睡觉或休息放松时 .....	21
图 32: 喜马拉雅鸿达以太页面 .....	22
图 33: 蜻蜓 FM 鸿达以太页面 .....	22
图 34: “一点听书精选”公众号 .....	22
图 35: “一点听书”小程序 .....	22
图 36: 咪咕为中国移动旗下数字内容子公司 .....	23
图 37: 蜻蜓 FM 为头部有声平台 .....	23
图 38: 《新白娘子传奇》 .....	24
表 1: 中文在线前十大股东 (截至 2020.03.31) .....	5
表 2: 股票期权激励分配情况 .....	6
表 3: 股票期权激励业绩考核要求 .....	6
表 4: 主流免费阅读 APP 涉及互联网企业及上线时间 .....	10
表 5: 中文在线主要平台及成绩 .....	10
表 6: 中文在线数字阅读业务主要渠道 .....	11
表 7: 七猫小说男生大热榜 TOP10 (2020.06.04) .....	11
表 8: 番茄小说男生热搜榜 TOP10 (2020.06.04) .....	12
表 9: 公司文化业务财务摘要 .....	13
表 10: Chapters 收入情况 .....	14
表 11: Chapters 付费模式 .....	16
表 12: Wuxiaworld 收入情况 .....	19
表 13: 喜马拉雅 2019 年度热搜榜 TOP10 .....	21
表 14: 在线阅读公司估值对比 .....	24

## 1、立足数字内容，文学+教育双翼飞翔

### 1.1、公司概况：成立 20 载，“文学+”、“教育+”双翼飞翔

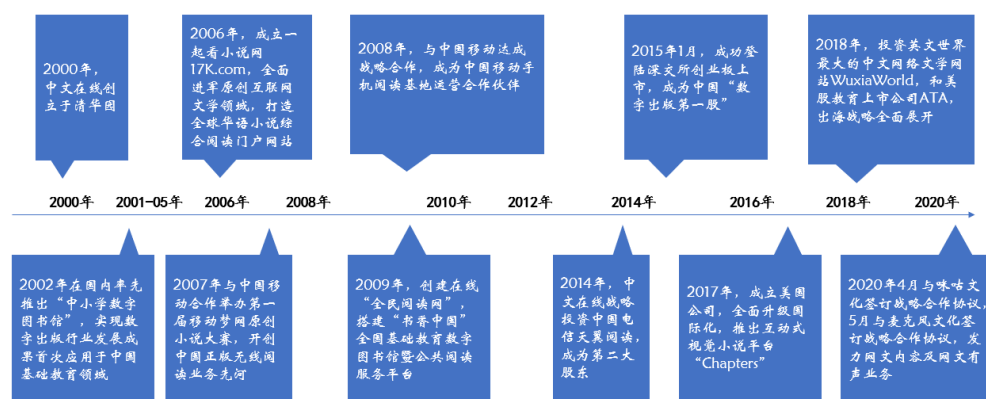
**“文学+”、“教育+”双翼飞翔。**中文在线是国内最大的正版数字内容提供商之一，拥有数字内容资源过 400 万种，签约版权机构 600 余家，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位，驻站网络作者近 370 万名，累计注册用户数超 1 亿人。2015 年，公司提出“文学+”与“教育+”两大发展战略，实现双轮驱动、双翼飞翔。“文学+”是指，文学的价值不仅仅局限于纸质出版物，而是以创作、文学为基础，不断开花结果，衍生出影视作品、游戏作品、动漫作品、有声作品等。“教育+”方面，中文在线打造教育阅读、教材教辅与 MOOC 平台三级火箭，完整布局在线教育产业链。

**图1： 公司“文学+”、“教育+”战略**



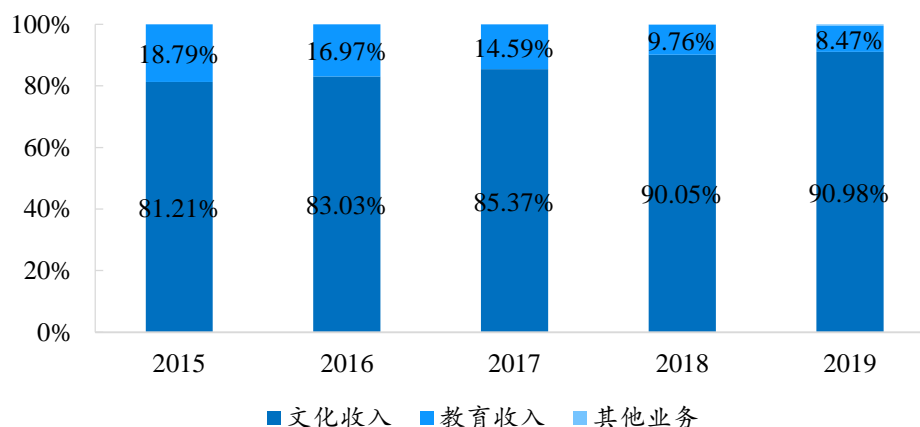
资料来源：中文在线官网，新时代证券研究所

**成立 20 载，深耕数字版权内容。**公司于 2000 年创立于清华园，2002 年在国内率先推出“中小学数字图书馆”，自设立至 2006 年，公司主要通过数字版权采集和数字化加工，面向教育机构提供数字图书馆服务，至今已打造“书香中国”、“慧读”、“云屏数字借阅机”等教育行业阅读产品。2006 年，公司建立了原创文学网站 17K 小说网。2008 年，公司与中国移动达成战略合作，开始为手持终端提供阅读产品。公司 2011 年变更为股份有限公司，并于 2015 年 1 月在深交所挂牌上市，成为中国数字出版第一股。2017 年成立美国公司，并推出互动式视觉小说平台 Chapters，开启国际化进程，2018 年，战略投资英文世界最大的中文网络文学网站 WuxiaWorld。2020 年，与咪咕文化、麦克风文化传媒签订战略合作协议，共同打造数字媒体生态产业。

**图2： 中文在线发展历程**

资料来源：中文在线官网，公司公告等，新时代证券研究所整理

公司营收主要由文化与教育业务构成，文化占比约 90%。公司从事的主要业务包括文化及教育板块，营业收入中文化行业占比维持在 90% 左右，教育行业的占比在 10% 上下。文化领域，公司以自有原创平台、作家、版权机构为正版数字内容来源，获得海量文学 IP 资源，形成了以数字阅读业务为主，版权衍生业务、知识产权业务等数字内容增值服务为辅的内容生态。教育领域，公司依托海量的数字教育内容资源，经过十几年深耕细作，已经积累了众多教育领域客户群体和渠道资源，形成了一整套应用指导服务体系。公司教育业务主要板块包括教育阅读业务、教育服务业务。

**图3： 中文在线文化收入占比约 90%**

资料来源：wind，新时代证券研究所

## 1.2、股权&激励：股权结构稳定，期权激励提振团队信心

股权结构稳定，实控人控股 19.48%。截至 2020 年一季报，公司实际控制人、董事长童之磊直接持股 13.71%，同时持有第三大股东建水文睿企业管理有限公司 76.08% 的股份，合计控股 19.48%。

**表1： 中文在线前十大股东（截至 2020.03.31）**

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
童之磊	9971.24	13.71%
北京启迪华创投资咨询有限公司	8049.09	11.07%



建水文睿企业管理有限公司	4196.52	5.77%
诸暨华越投资有限公司	1322.44	1.82%
北京创造栗信息科技有限责任公司	804.80	1.11%
朱明	580.69	0.80%
杨华	480.14	0.66%
彭凯	437.06	0.60%
应昭珩	414.00	0.57%
贾红	393.79	0.54%
合计	26649.78	36.65%

资料来源：wind，新时代证券研究所

期权激励总股本的 5%，行权价具备充分激励效果。2020 年 3 月 6 日晚，公司发布股票期权激励计划，4 月 27 日调整激励对象名单及授予权益数量，最终确定激励对象 32 人，期权授予总量为 3611.48 万份，占总股本的 4.97%。公司 2020 年 6 月 16 日收盘价为每股 7.48 元，本次激励股票期权的行权价格为每股 3 元，处于深度实值，具备充分激励效果。

**表2：股票期权激励分配情况**

序号	姓名	职务	获授期权数量（万份）	占授予期权总数比例	占目前总股本的比例
1	张帆	董事	727.2953	20.14%	1.00%
2	谢广才	常务副总经理	727.2953	20.14%	1.00%
3	王京京	副总经理兼董事会秘书	727.2953	20.14%	1.00%
4	杨锐志	副总经理兼财务总监	40	1.11%	0.05%
	其他核心人员（28 人）		1,389.59	38.48%	1.91%
	合计		3,611.48	100.00%	4.97%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**业绩考核严谨，建立长效激励机制。**本次期权激励业绩考核严谨，以 2020 年为基数，2021、2023、2025、2027 年净利润增长率分别不低于 40%、80%、150%、200%，时间跨度较长且目标长远，2027 年净利润达到 2020 年的 3 倍，建立起长效激励机制。

**表3：股票期权激励业绩考核要求**

行权期	业绩考核目标
第一次行权	以 2020 年为基数，2021 年净利润增长率不低于 40%
第二次行权	以 2020 年为基数，2023 年净利润增长率不低于 80%
第三次行权	以 2020 年为基数，2025 年净利润增长率不低于 150%
第四次行权	以 2020 年为基数，2027 年净利润增长率不低于 200%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

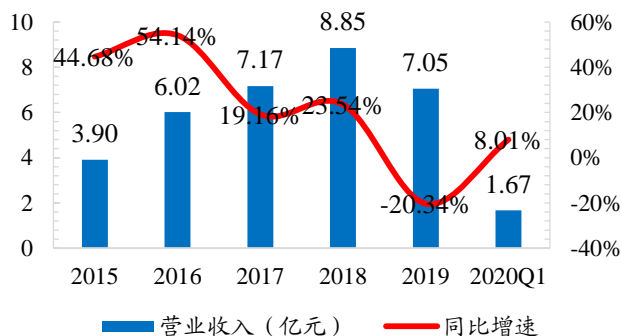
### 1.3、业绩概况：业绩显现拐点，2020Q1 首次一季度盈利

**2015-2017 业绩持续增长，2018 商誉减值 12.54 亿，2019 营收同比下降 20%，净利润减亏。**2015-2017 年公司业绩持续增长，2018 年公司商誉减值 12.54 亿元，导致净利润大幅亏损。2019 年公司实现营收 7.08 亿元，同比减少 20%；实现归母净利润-5.77 亿元，同比减亏。营收同比下降主要受到北京中文万维科技出表，广告业务收入大幅下降，游戏发行业务收入下降幅度较大等几方面影响。2019 年数

字阅读业务收入实现较大增长，晨之科游戏相关资产减值，归母净利润同比减亏。

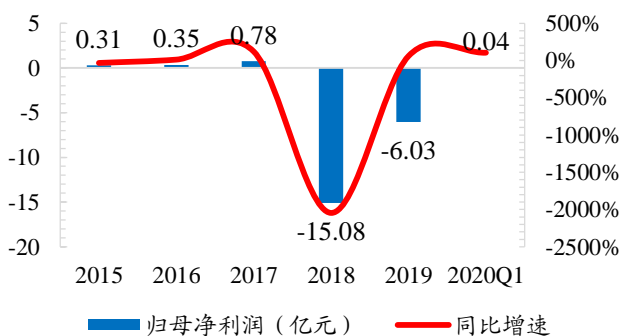
**2020Q1 扭亏为盈，公司首次一季度盈利。**公司 2020 年第一季度实现营收 1.67 亿元，同比增长 8.01%，营收迎来拐点；实现归母净利润为 403.98 万元，同比扭亏为盈，首次一季度盈利。主要原因为公司“文学+”业务收入大幅增长，致净利润较上年同期有较大幅度的增长；游戏业务亏损金额较上年同期大幅下降；股权投资收益对净利润的影响金额约为 3400 万元。由于公司有很多分销业务，受季节性影响利润分布前低后高，首次一季度盈利传递出积极信号。

图4： 2020Q1 营业收入同比增长 8.01%



资料来源：wind，新时代证券研究所

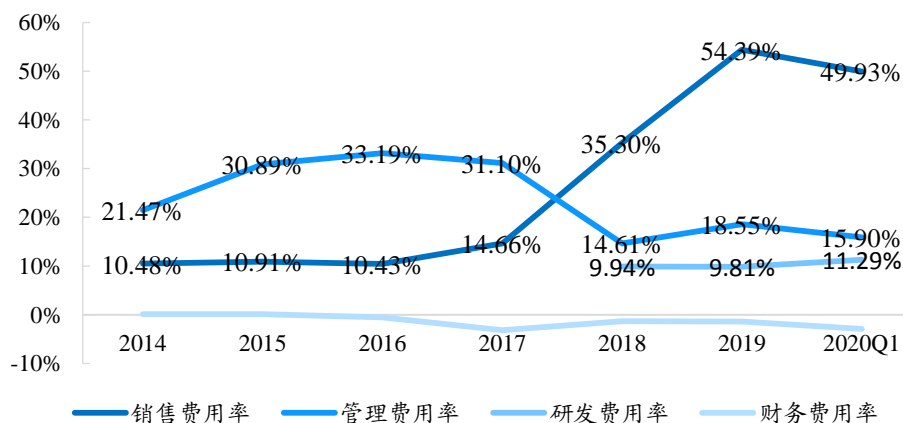
图5： 2020Q1 公司首次一季度盈利



资料来源：wind，新时代证券研究所

**管理费用控制良好，互动阅读营销致销售费用率连续上升。**公司管理费用整体控制良好，2018 年由于中介机构服务费与股份支付减少，销售费用同比下降 10.93%，同时新增研发费用科目，使得 2018 年管理费用率同比下降 16.5 个百分点至 14.61%。公司 2018、2019 年销售费用率持续上升，主要受到互动式视觉阅读平台营销推广费用增加所致。

图6： 公司 2018、2019 年销售费用率连续上升



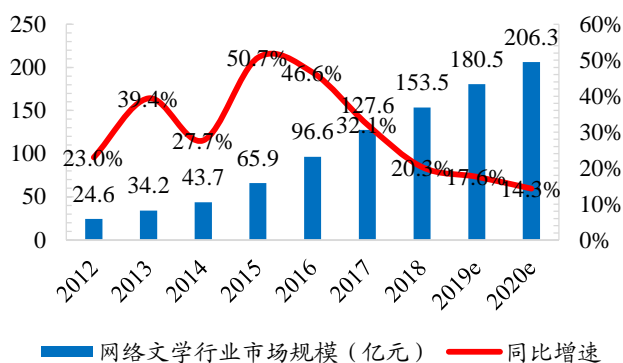
资料来源：wind，新时代证券研究所

## 2、网文行业发展迅速，公司旗下创作平台优质，输出海量内容资源

### 2.1、在线阅读：2020 年网络文学市场规模超 200 亿元，版权收入大幅增加

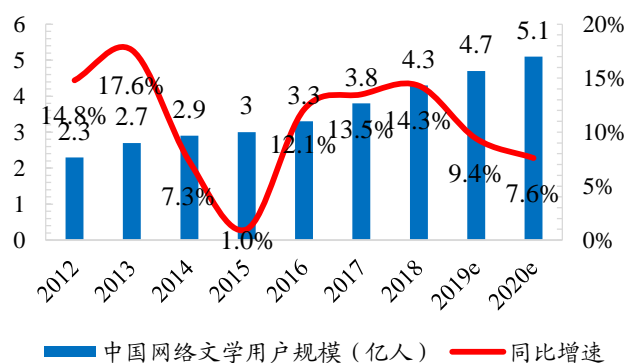
2020 年网络文学市场规模超 200 亿元，用户规模超 5 亿人。在线阅读指用户通过线上方式进行阅读，内容涵盖数字化公开出版物、电子书、漫画、网络文学等，其中网络文学及电子版出版物为主要研究对象。根据艾瑞咨询数据，我国网络文学市场规模不断上升，2012 年-2017 年增速保持在 20% 以上，近年仍保持双位数增速，预期 2020 年市场规模超过 200 亿元。同时用户规模平稳增长，由 2012 年 2.3 亿人增长至 2020 年预期 5.1 亿人。

图7： 2020 年网络文学市场规模超 200 亿元



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

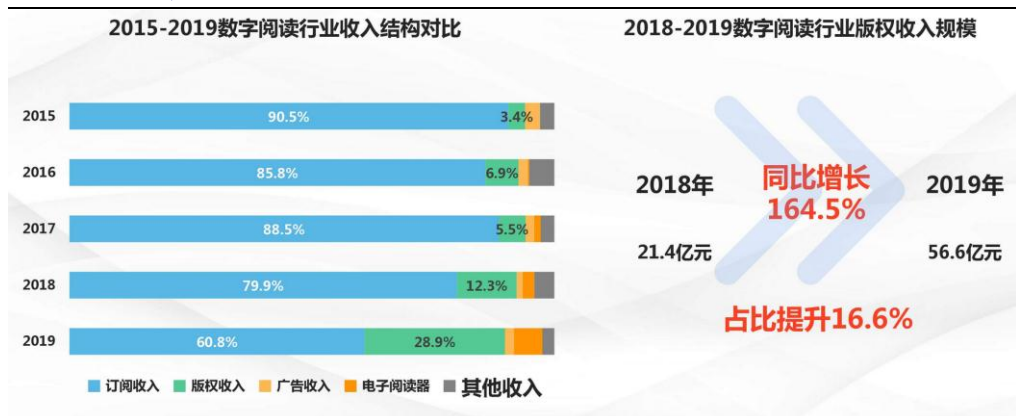
图8： 2020 年网络文学用户规模超 5 亿人



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

数字阅读收入以订阅为主，版权收入增幅明显。根据《2019 中国数字阅读白皮书》，我国数字阅读行业收入以订阅为主，2015 年占比为 90.5%。随着 IP 衍生、版权运营产业不断发展，版权收入占比不断增加，由 2015 年的 3.4% 增长至 2019 年的 28.9%。2019 年数字阅读行业版权收入规模为 56.6 亿元，同比大幅增长 164.5%。

图9： 2019 年版权收入占比已达 28.9%



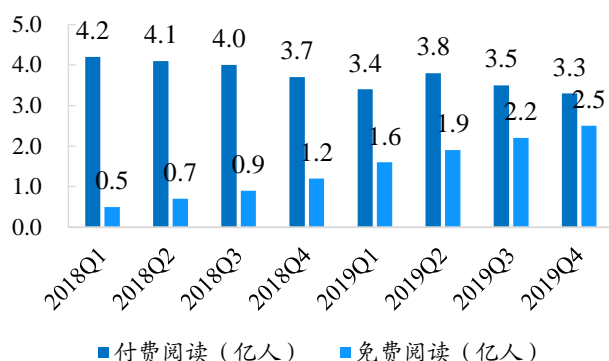
资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所



## 2.2、免费阅读：2018 年起免费阅读高速发展，各互联网巨头纷纷布局

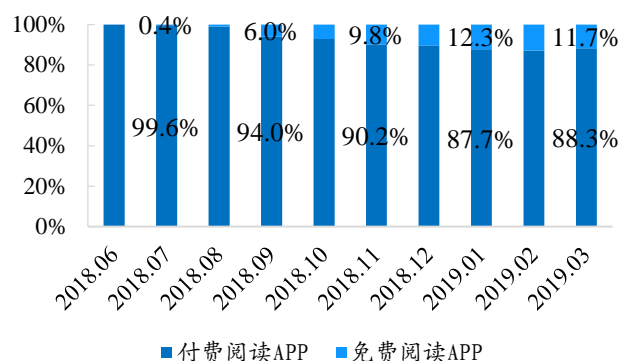
**2018 年起免费阅读用户规模迅速增长。**根据比达咨询数据，2018 年以来免费阅读规模迅速增长，由 2018Q1 仅 0.5 亿人增长至 2019Q4 的 2.5 亿人。与此同时付费阅读受到冲击，用户规模持续下降，截至 2019Q4 达到 3.3 亿人。APP 独立设备数方面，免费阅读独立设备数占比迅速提升，由 2018 年 7 月仅 0.4% 增长至 2019 年 3 月 11.7%。

图10： 付费阅读用户下降，免费阅读用户持续增加



资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

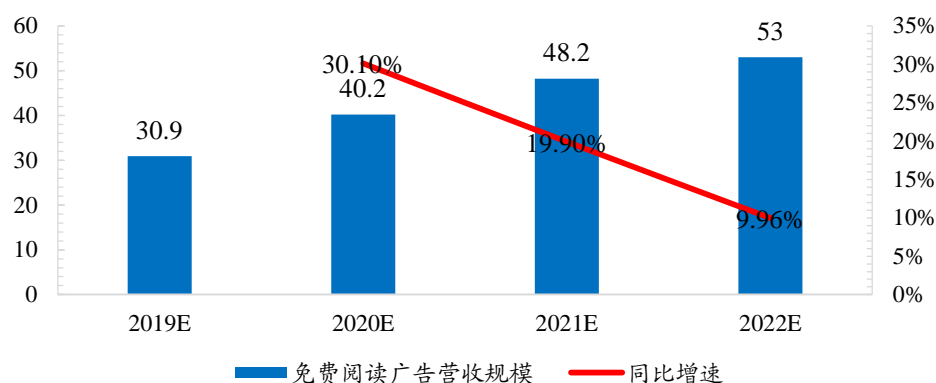
图11： 免费阅读独立设备数占比迅速提升



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

**免费阅读广告市场规模约为 50 亿元左右。**根据 QuestMobile 预测，免费阅读广告营收 2020 年达到 40.2 亿元，2022 年达到 53 亿元。而根据我们测算，目前免费阅读广告市场规模为 48.96 亿元，其中具体假设包括：2020 年 3 月免费阅读 APP MAU 约 1.7 亿人，假设其中 80% 用户免费阅读观看广告，每月平均使用 10 天，平均每天使用 1 小时，每小时浏览约 30 条广告，游戏广告投放 eCPM 约 50 元，保守估计免费阅读 eCPM 为 10 元。随免费阅读广告效果得到验证，对应的 eCPM 有望持续上升，叠加 MAU 持续增长，市场规模将保持高速增长。

图12： 预期 2022 年免费阅读广告营收达到 53 亿元



资料来源：QuestMobile，新时代证券研究所

**2018 年至今，各主流免费阅读 APP 逐步上线。**2018 年 5 月，米读小说双端正式上线，首创电子小说免费阅读的商业模式，随后各大主流免费阅读 APP 陆续上线。2018 年 8 月，连尚读书及 7 猫小说上线，传统付费阅读龙头掌阅与阅文旗下的得间小说与飞读小说分别于 2019 年 3 月、4 月上线，2019 年 11 月字节跳动旗下的免费网文阅读 APP 番茄小说正式上线。

**图13: 2018年至今各主流免费阅读APP逐步上线**

资料来源：七麦数据，各免费阅读 App 官网，新时代证券研究所

免费阅读背后是互联网平台流量和网文内容的竞争。互联网巨头纷纷布局免费阅读，当前主流APP均具备浓厚的互联网基因。米读小说与连尚读书分别为趣头条、连尚网络旗下，七猫免费小说由百度持股37.36%，得间小说与飞读小说分别为掌阅科技与阅文集团旗下，番茄小说隶属于字节跳动。

**表4: 主流免费阅读APP涉及互联网企业及上线时间**

免费阅读APP	涉及互联网企业	上线时间
米读小说	趣头条旗下	2018年5月
连尚读书	连尚网络（Wifi 万能钥匙）旗下	2018年8月
七猫免费小说	百度持股37.36%	2018年8月
得间小说	掌阅科技旗下	2019年3月
飞读免费小说	阅文集团旗下	2019年4月
番茄小说	字节跳动旗下	2019年11月（前身常读小说2019年7月上线）

资料来源：七麦数据，各免费阅读APP官网，网易新闻，新时代证券研究所

### 2.3、阅读业务：公司自有平台优质，同时对外输出大量版权

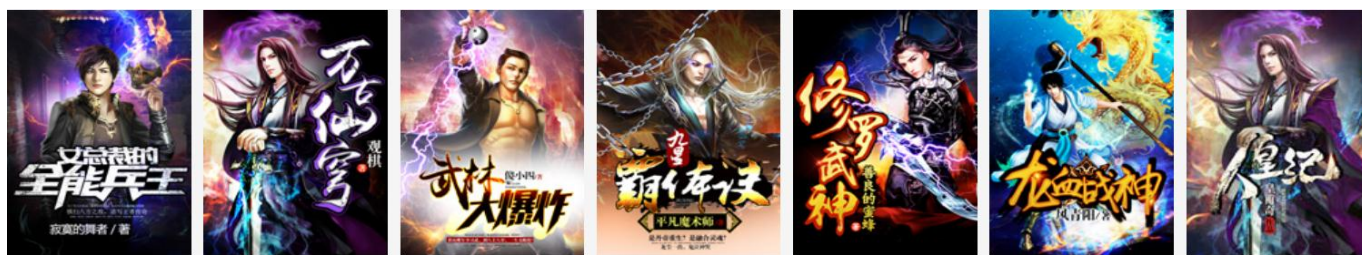
自有内容平台持续产出优秀作品。中文在线原创平台包括17K小说网、汤圆创作、四月天文学网。17K小说网为公司核心的原创内容生产平台，累计注册用户数超1亿人，过亿点击量作品近百部。汤圆创作是国内最大的校园移动创作平台，累计注册用户数近700万人。四月天文学网是一个面向用户的女生垂直网文平台，女频作品累计超15万部。

**表5: 中文在线主要平台及成绩**

平台	定位	成绩
17K小说网	公司核心的原创内容生产平台	累计注册用户数超1亿人；点击量过亿次作品近百部，2019年新增的优秀作品如《超级商业帝国》、《万古第一神》、《最强上门女婿》等
汤圆创作	国内最大的校园移动创作平台	累计注册用户数近700万人，新增作品超200万部，优秀作品如《何欢未央》、《你就在对岸等我勇敢》、《初恋同桌》、《我从未到过你的世界》等
四月天文学网	面向用户的女生垂直网文平台	女频作品累计超15万部，签约知名作家如鱼歌、小鱼大心、八面妖狐、解语、真树乃、关又、鱼仲子等，优秀作品如《侯门嫡女如珠似宝》、《冰上无双》、《农园似锦》、《重生之麻辣小媳妇》等。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图14: 公司自有平台知名作品



资料来源: 中文在线官网, 新时代证券研究所

首创“全媒体出版”模式, 覆盖数亿用户。公司以自有原创平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源, 在对数字内容进行聚合和管理后, 向多终端、全媒体分发数字阅读产品。在渠道方面包括三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商, 以及其他多种阅读平台, 除此之外, 还有大量以影视、游戏、动漫、听书、纸书等衍生品形式覆盖的众多泛娱乐受众用户, 间接覆盖数亿用户。

图15: 中文在线自有渠道


 17K小说网


 四月天  
—4YT.NET—


 汤圆创作


 书香中国


 鸿达以太


 中文书城

资料来源: 中文在线官网, 新时代证券研究所

表6: 中文在线数字阅读业务主要渠道

渠道	具体内容
自有渠道	17K 小说网、四月天文学网、汤圆创作、书香中国、鸿达以太、中文书城
合作渠道	三大电信运营商、互联网及移动互联网平台、手机硬件厂商, 以及其他多种阅读平台, 如 QQ 阅读、掌阅、百度阅读、爱奇艺、书旗、新浪、亚马逊、米读、七猫等重点渠道

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

中文在线为免费阅读提供大量优质内容。免费阅读方面, 七猫、米读等头部平台的热门作品中, 有许多来自中文在线旗下平台。根据 2020 年 6 月 4 日排名, 七猫男生大热榜中, 前十作品有两部来自 17K 小说网, 番茄男生热搜榜中前十作品有一部来自 17K 小说网。

表7: 七猫小说男生大热榜 TOP10 (2020.06.04)

排名	作品名	首发网站
1	史上最炼气期	黑岩网
2	女神的上门贵婿	掌阅文化
3	荣耀王者	追书神器
4	修罗天帝	掌阅文化
5	我穷得就剩下钱了	国风中文网

6	中国民族史	出版物
7	无敌剑域	纵横中文网
8	不败战神	七猫中文网
9	九星霸体诀	17K 小说网
10	傲世丹神	17K 小说网

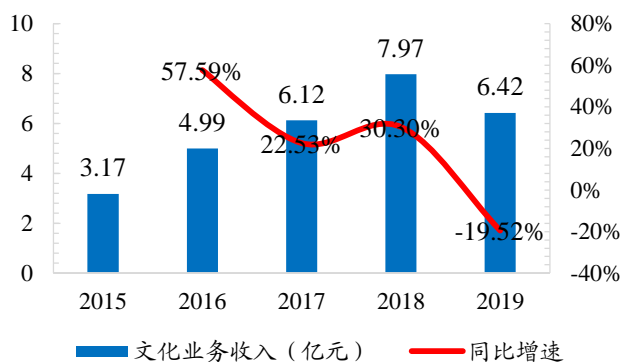
资料来源：七猫小说，新时代证券研究所

**表8：番茄小说男生热搜榜 TOP10 (2020.06.04)**

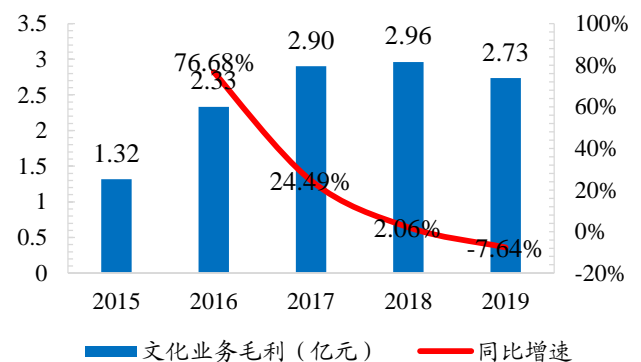
排名	作品名	首发网站
1	第一刺客女婿	酷匠网
2	超级上门女婿	掌阅文化
3	史上最强炼气期	黑岩网
4	女神的超级赘婿	书旗小说
5	山村小神医	掌阅文化
6	傲世丹神	17K 小说网
7	荣耀王者	追书神器
8	少年风水师	书旗小说
9	道家祖师	黑岩网
10	元尊	纵横中文网

资料来源：番茄小说，新时代证券研究所

文化业务 2015-2018 年业绩持续增长，2019 年营收、毛利有所下滑。公司文化业务 2015-2018 年业绩持续增长，营收由 3.17 亿元增长至 7.97 亿元，毛利由 1.32 亿元增长至 2.96 亿元，2019 年实现营收 6.42 亿元，毛利 2.73 亿元，主要受到游戏业务晨之科终止经营影响。

**图16：2019 年文化业务营收同比下降 19.52%**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图17：2019 年文化业务毛利同比下降 7.64%**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

文化业务中 Chapters 表现亮眼，其他数字阅读业务 2019 年有所下滑。公司文化业务中，互动阅读 Chapters 表现亮眼，2019 年实现营收 2.97 亿元，同比增长 155.99%，实现毛利 2.38 亿元，同比增长 149.39%。其他数字阅读业务有所下滑，2019 年实现营收 1.88 亿元，同比下滑 13.04%，实现毛利 0.42 亿元，同比下滑 4.79%。由于游戏业务晨之科终止经营，其他文化业务 2019 年实现营收 1.57 亿元，同比下滑 66.32%，实现毛利 573 万元。Chapters 营收占比大幅增长并且毛利率高达 80%，带动公司文化业务整体毛利率上行，2019 年达到 42.6%。

**表9: 公司文化业务财务摘要**

文化业务科目 (百万)	2015	2016	2017	2018	2019
文化业务营收	316.91	499.43	611.93	797.36	641.74
同比增速		57.59%	22.53%	30.30%	-19.52%
Chapters				115.96	296.83
同比增速					155.99%
数字阅读 (除 Chapters)				216.57	188.33
同比增速					-13.04%
其他				464.83	156.58
同比增速					-66.32%
文化业务毛利	131.86	232.97	290.03	296.00	273.38
同比增速		76.68%	24.49%	2.06%	-7.64%
Chapters				95.25	237.55
同比增速					149.39%
数字阅读 (除 Chapters)				43.66	41.57
同比增速					-4.79%
其他				157.10	-5.73
同比增速					-103.65%
文化业务毛利率	41.61%	46.65%	47.40%	37.12%	42.60%
Chapters				82.14%	80.03%
数字阅读 (除 Chapters)				20.16%	22.07%
其他				33.80%	-3.66%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 3、海外互动阅读 Chapters 表现亮眼, 战略投资英文网文平台 Wuxiaworld

#### 3.1、Chapters: 位列全球视觉小说前二, 2019 营收同增 155.99%

公司旗下 Chapters 互动阅读平台聚焦海外女性用户, 表现亮眼。Chapters 是中文在线海外控股公司 CRAZY MAPLE STUDIO, INC. 打造的互动式视觉阅读平台, 2017 年上线。Chapters 持续聚焦欧美女性用户, 成功的将交互体验和视觉小说结合, 满足了海外用户的新阅读需求。



**图18: Chapters 表现优异**

资料来源：DataEye，新时代证券研究所

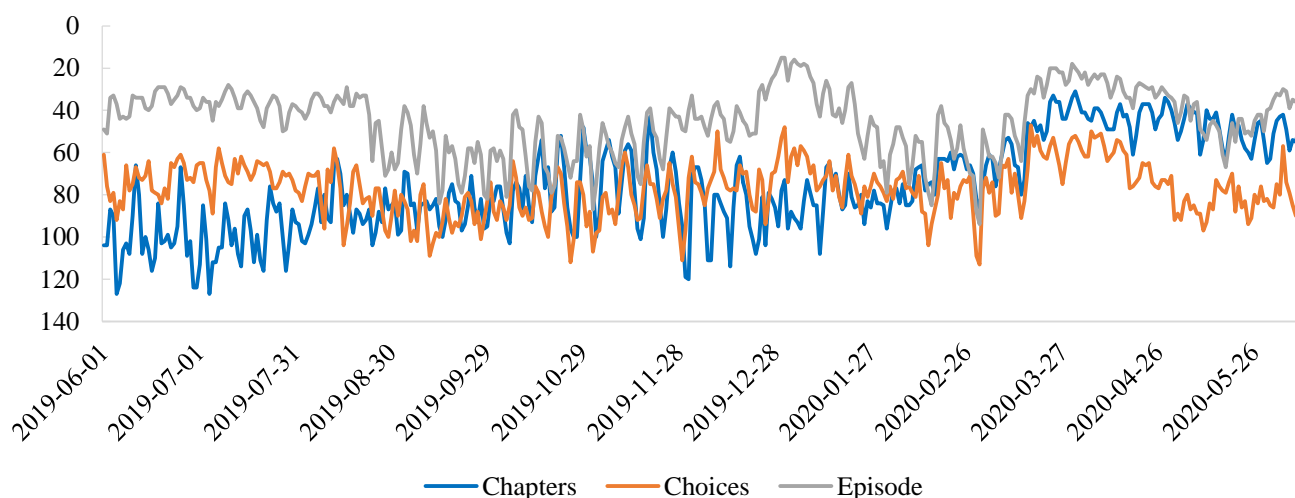
注册用户超 1500 万，2019 营收同增 155.99%。Chapters 上线 2 年多以来在互动阅读赛道不断做精做深，2019 年，Chapters 注册用户数超 1500 万，实现收入 2.97 亿元，同比增长 155.99%，实现毛利 2.38 亿元，同比增长 149.39%，毛利率维持高位达 80.03%。考虑收入体量与增速，Chapters 已成为中文在线重要增长引擎。

**表10: Chapters 收入情况**

	2018	2019
Chapters 收入（亿元）	1.16	2.97
同比增速		155.99%
Chapters 成本（亿元）	0.21	0.59
同比增速		186.33%
Chapters 毛利（亿元）	0.95	2.38
同比增速		149.39%
毛利率	82.14%	80.03%

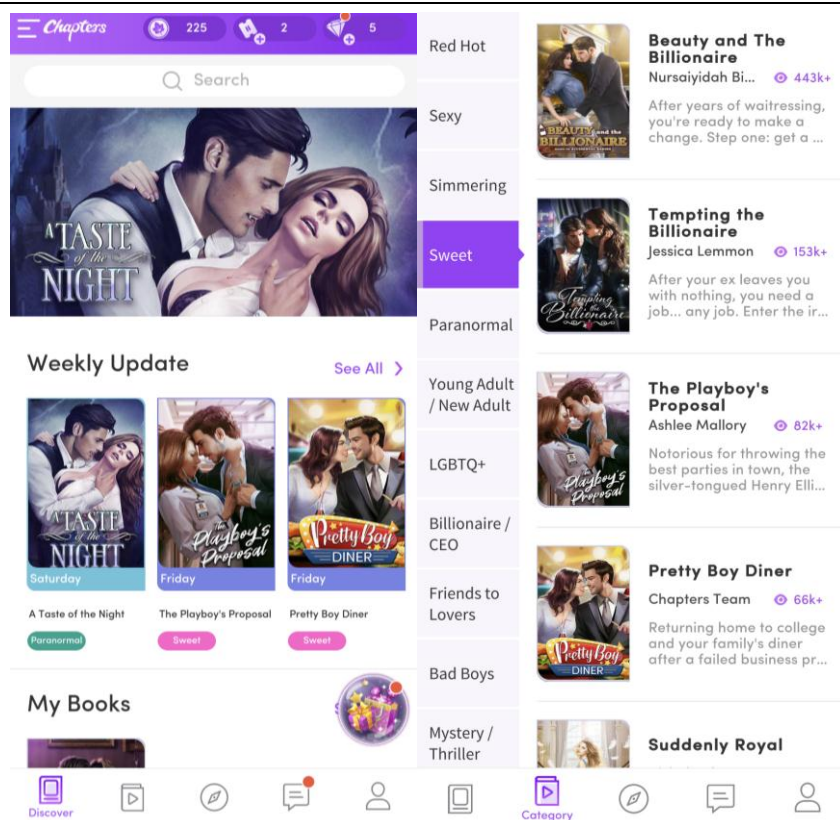
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

排名持续上升，位列全球视觉小说市场前两名。Chapters 在美国 AppStore 总畅销榜的排名持续上升，疫情前后由平均 100 名左右上升至 40 名左右。截至 2020 年 6 月 10 日排名距前期高位略有下滑，稳定在 40-60 名，已超过 Choices，稳居全球视觉小说市场前两名。

**图19: 主流互动阅读平台美国 AppStore 总畅销榜排名 (2019.06.01-2020.06.10)**

资料来源: 七麦数据, 新时代证券研究所

**Chapters 针对女性用户, 主题丰富多样。**Chapters 在小说素材和情节设定等方面极大满足了女性玩家的情感诉求, 涉及浪漫、悬疑、魔幻、校园、科幻等题材, 更好地满足了用户的内容需求, 同时, Chapters 团队不断完善产品运营, 用户体验显著提升。

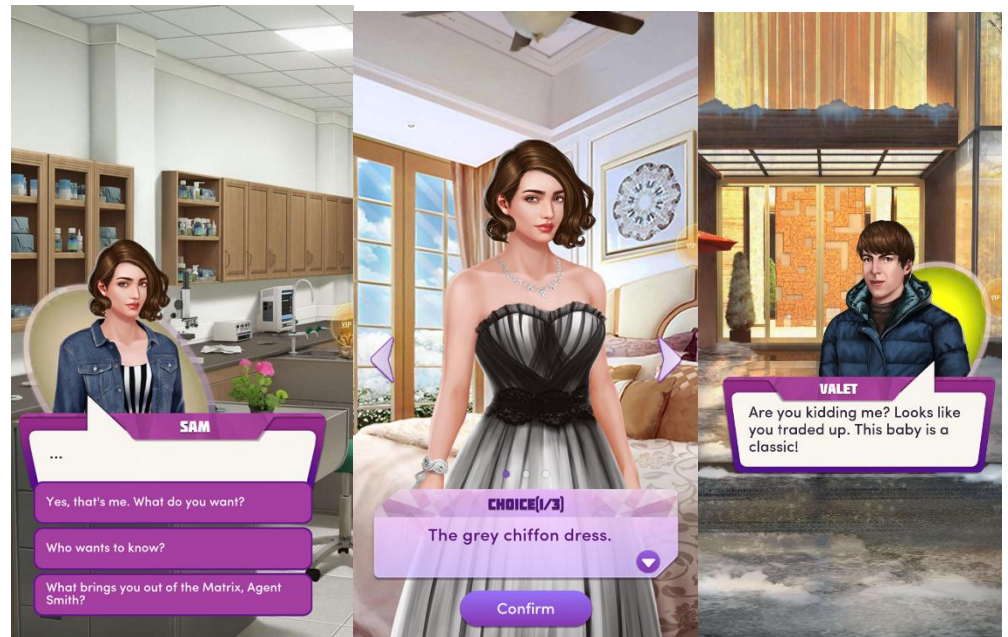
**图20: Chapters 针对女性用户, 主题丰富多样**

资料来源: Chapters App, 新时代证券研究所

**玩法简单易上手, 充分激励用户付费。**游戏不设任何机制门槛, 过程简易, 即使是毫无游戏经验的新手玩家也能立刻上手。游戏中互动部分, 玩家须在不同选项中做出抉择, 通常更恰当的选项 (穿更漂亮的衣服, 做出更合理的举动) 需要付费才可选

择，充分激励用户付费。

**图21: Chapters 玩法与互动场景**



资料来源：Chapters App，新时代证券研究所

**变现手段丰富，商业模式完善。**商业模式上，Chapters 主要通过内嵌广告、VIP 会员和虚拟货币购买三大类获得商业变现：

1. **虚拟货币：**形式分为枫叶币、钻石及章节通票三种。玩家可以通过完成广告观看及章节阅读等获取枫叶币奖励，40 个枫叶币可兑换 1 枚钻石；钻石可通过站内商城付费购买、亦可通过观看内嵌限时广告或以定量枫叶币兑换获得，用于解锁指定章节不同付费场景，从而改变游戏情节的发展；章节通票可通过付费购买或花费时间完成指定任务获得，以解锁后续章节。
2. **广告变现：**每节章节阅读完毕后，页面会出现 25 秒左右的第三方 App 视频广告，玩家可选择不观看，亦可完成观看并领取更多枫叶币或钻石奖励。
3. **VIP 会员：**VIP 会员可享受情节及人物形象定制化、更高额奖励金激励等权益，首月会员费用 4.99 美元，续费每月 9.99 美元。

**表11: Chapters 付费模式**

付费模式	付费类型	数量（单位：枚/张）	价格（单位：美元）
虚拟货币	钻石	20	1.99（新用户免费）
		60	4.99
		250	19.99
		550	39.99
		1500	99.99
	章节通票	1	0.99（24 小时有效）
		5	1.99
		30	9.99
		150	39.99



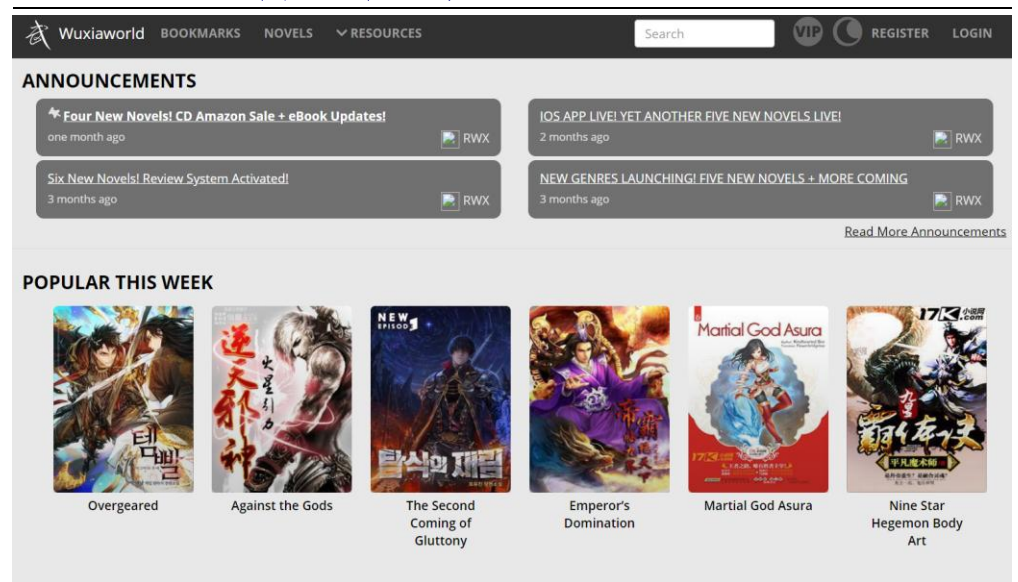
VIP 会员	3 倍枫叶币奖励	-	首月 4.99, 次月起 9.99
	2 倍钻石奖励		
	4 张 30 分钟免费章节通票		
	定制化剧情设定		
超值大礼包	钻石	30	0.99
	章节通票	5	

资料来源: Chapters App, 新时代证券研究所

### 3.2、Wuxiaworld: 英文网文平台龙头, 公司战略投资持股 30%

战略投资海外最大的中国网文网站 Wuxiaworld, 持股 30%。Wuxiaworld 成立于 2014 年 12 月, 其内容以玄幻、武侠、仙侠为主, 成立后发展迅速, 在一年内就获得百万级的英文读者, 并催生出众多粉丝翻译网站和翻译小组。2016 年底, Wuxiaworld 与阅文集团达成版权协议, 由粉丝组织渐变为商业网站。2018 年公司战略投资 Wuxiaworld, 持股 30%。

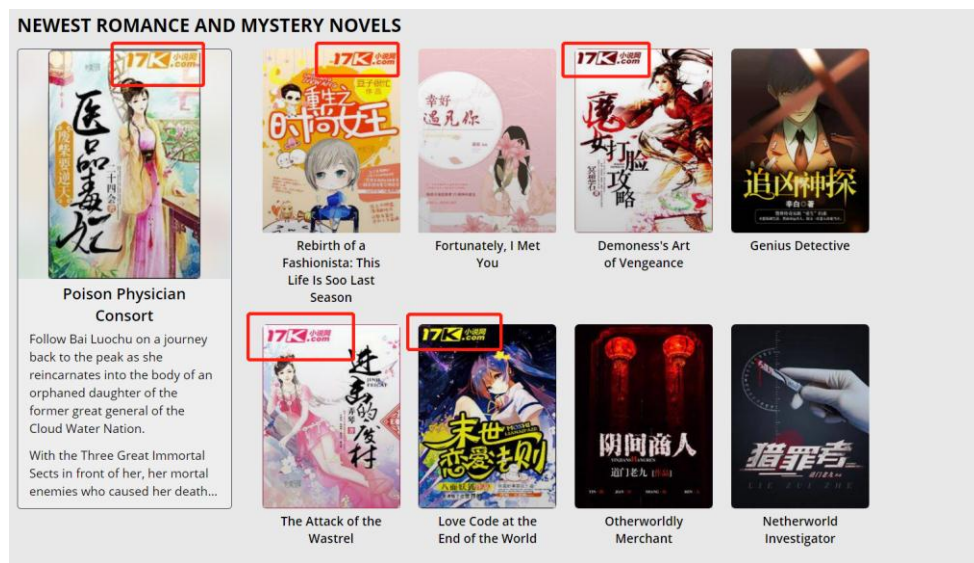
图22: 目前英文世界最大的中国文学网站 Wuxiaworld



资料来源: Wuxiaworld, 新时代证券研究所

公司不断向 Wuxiaworld 输出小说版权, 形成良性反馈。登录 Wuxiaworld 首页 (2020.06.10) 可以看到, 本周热门 6 部作品中有两部来自 17K 小说网, 分别为《修罗武神》、《九星霸体诀》。同时, 新发布书籍中多部为 17K 小说网作品, Wuxiaworld 在为公司贡献投资收益的同时, 采购小说为公司带来版权收入。

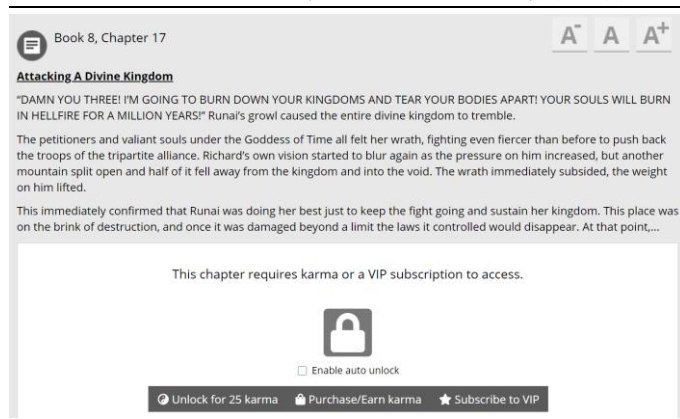
图23: Wuxiaworld 新书中许多为 17K 小说网作品



资料来源: Wuxiaworld, 新时代证券研究所

**Wuxiaworld 通过章节付费、广告及 VIP 会员进行变现。**Wuxiaworld 已建立完善的变现体系, 平台大部分完本小说需要通过章节付费阅读, 并且平台阅读页面顶部、侧边及底部具有广告。Wuxiaworld VIP 体系分为白银、黄金、钻石三个等级, 白银 VIP 权益包括免广告、抢先阅读部分非公开小说、App 离线阅读, 选择付费系列阅读。黄金、钻石 VIP 权益在白银 VIP 的基础上进行升级, 拥有更多权力, 三个等级基础定价分别为 5、10、20 美元/月。

图24: Wuxiaworld 大部分完本小说需要章节付费



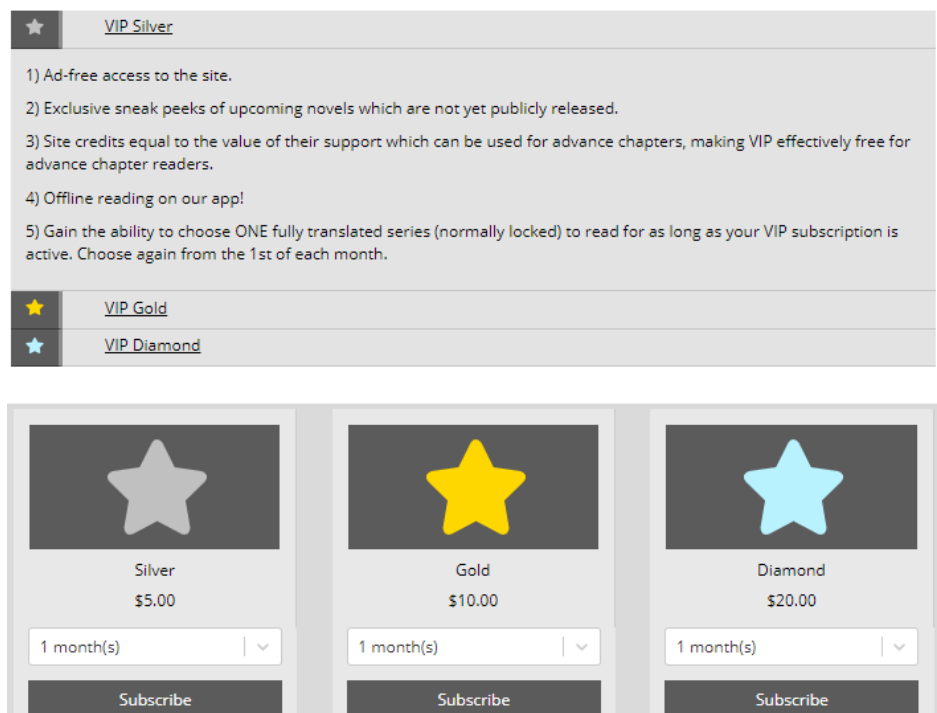
资料来源: Wuxiaworld, 新时代证券研究所

图25: Wuxiaworld 阅读页顶部及侧边广告



资料来源: Wuxiaworld, 新时代证券研究所



**图26: Wuxiaworld VIP 体系**

资料来源: Wuxiaworld, 新时代证券研究所

**Wuxiaworld 2019 年营收、净利润高速增长。**Wuxiaworld 2019 年实现营收 3663.33 万元, 同比增长 59.15%, 实现净利润 1167.89 万元, 同比增长 74.8%。考虑网文出海广阔空间及 Wuxiaworld 优质内容供给, 未来有望持续高速增长。

**表12: Wuxiaworld 收入情况**

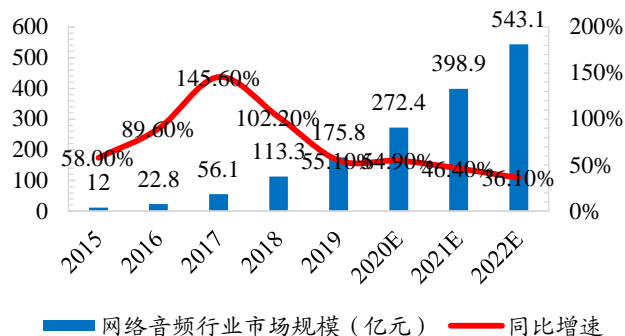
WUXIAWORLD LIMITED	2018	2019
营业收入 (万元)	2301.74	3663.33
同比增速		59.15%
净利润 (万元)	668.12	1167.89
同比增速		74.80%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

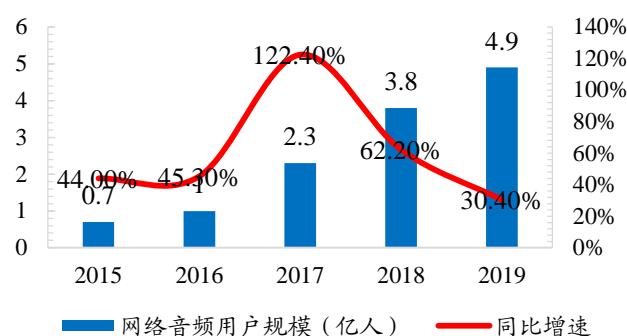
## 4、有声市场持续高速增长, 公司为国内最大内容提供商

### 4.1、有声市场: 网络音频市场高速增长, 内容以网文改编为主

**2019 年网络音频行业市场规模达 175.8 亿元, 保持 30%以上增速。**根据艾瑞咨询《中国网络音频行业研究报告》, 2019 年中国网络音频行业市场规模为 175.8 亿元, 同比增长 55.1%, 用户规模达 4.9 亿, 同比增长 30.4%。随着音频产业不断发展, 越来越多的头部节目和精品内容被打磨出来, 凭借可适用于多场景和碎片化阅读的优势, 有声阅读行业发展迅速。

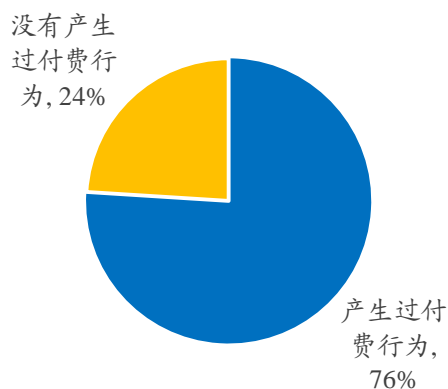
**图27： 2019 年网络音频行业市场规模达 175.8 亿元**

资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

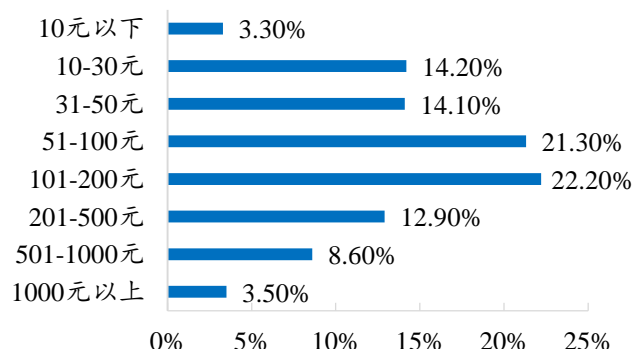
**图28： 2019 年中国网络音频用户规模达 4.9 亿**

资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

**付费用户占比 76%，年平均花费 202.3 元，网络音频行业付费情况良好。**根据艾瑞咨询《中国网络音频行业研究报告》，76%用户产生过付费行为，并且用户 2019 年平均花费 202.3 元，付费金额较高。用户对于网络音频已形成良好的付费习惯及对优质内容的认可。

**图29： 付费用户占比 76%**

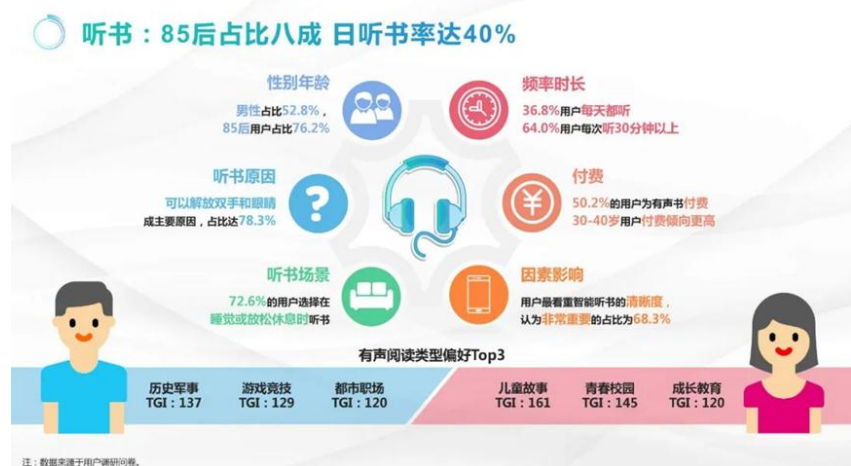
资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

**图30： 网络音频付费用户年平均花费 202.3 元**

资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

**听书娱乐属性较强，主要场景为在睡觉或休息放松时解放双手和眼睛。**根据中国音像与数字出版协会《2019 年度中国数字阅读白皮书》，听书用户中 52.8%为男性，85 后用户占比 76.2%。场景来看 72.6%的用户选择在睡觉或放松休息时听书，并且 78.3%的用户认为可以解放双手和眼睛为听书的主要原因，听书娱乐放松属性较强。

图31: 听书娱乐属性较强, 场景多为睡觉或休息放松时



资料来源：中国音像与数字出版协会，新时代证券研究所

网络文学在有声书作品中占比七成左右，占据市场头部。根据人民网文章，统计显示网络文学有声书和出版物有声书的占比大致为7:3。同时各大主流有声书平台排行榜中，头部作品主要为网文改编，喜马拉雅2019年度热搜榜TOP10中，7部为网文改编。

表13: 喜马拉雅2019年度热搜榜TOP10

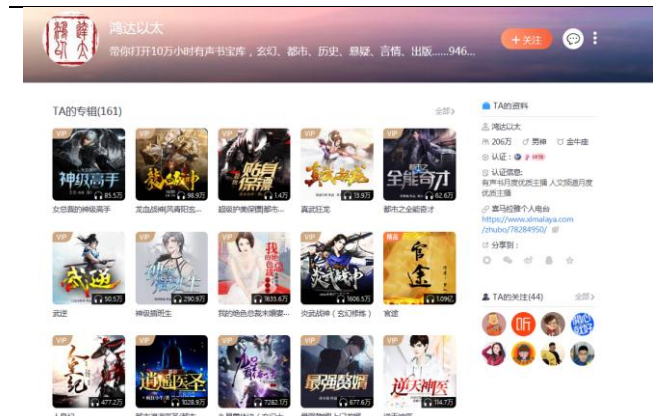
排名	作品	是否为网文改编
1	《三体》广播剧	否
2	魔道祖师	是
3	庆余年	是
4	蜜汁炖鱿鱼	是
5	长安十二时辰	是
6	流浪地球	否
7	全职高手	是
8	有匪	是
9	黄金瞳	是
10	破冰行动	否

资料来源：番茄小说，新时代证券研究所

## 4.2、有声业务：公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商

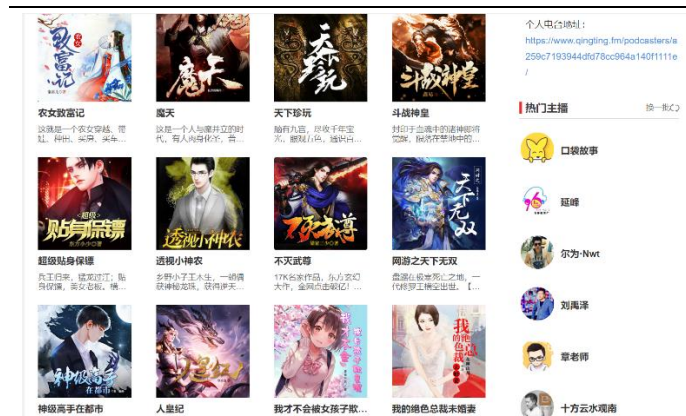
中文在线旗下子公司鸿达以太是全国最早、最大的有声内容制作公司、有声内容提供商。目前拥有123万部（集），28万小时有声书资源。内容涵盖评书、相声、畅销小说、原创小说、百家讲坛、管理课程、少儿作品等各领域。鸿达以太签约并制作《官途》、《九星霸体诀》、《修罗武神》、《我的绝色总裁未婚妻》、《沉鱼策》等年度爆款原创文学IP作品，实现影视、游戏、有声等全版权的深度开发。

图32: 喜马拉雅鸿达以太页面



资料来源: 喜马拉雅, 新时代证券研究所

图33: 蜻蜓FM 鸿达以太页面



资料来源: 蜻蜓FM, 新时代证券研究所

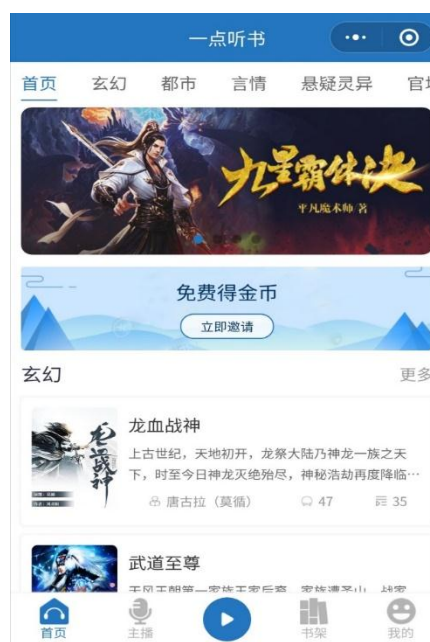
布局自有渠道“一点听书”专业听书平台。近期公司推出了专业听书平台，包括小程序“一点听书”和公众号“一点听书精选”，拥有众多爆款网络小说等改编的专业化长音频产品，听书产品适用于旅途、家务、商超、睡前等多场景。“一点听书”小程序、“一点听书精选”公众号是公司的自有渠道，是对公司音频内容分发渠道的补充，公司公开表示，该产品未来在合适时期将加大推广。

图34: “一点听书精选”公众号



资料来源: 一点听书精选公众号, 新时代证券研究所

图35: “一点听书”小程序



资料来源: 一点听书小程序, 新时代证券研究所

## 5、与多方展开合作，多维度布局数字阅读产业链

与咪咕文化战略合作，共同打造数字媒体生态产业。2020年4月8日，中文在线发布公告，与咪咕文化签订《战略合作协议》，双方将共同打造数字媒体生态产业。合作有利于将双方在内容版权，全IP开发，渠道分发，海外合作，签约知名作家、艺人，地方公共文化等各方面的优势充分结合，共同发展。



(1) 内容版权方面,对于中文在线及其子公司拥有全 IP 版权的文学内容,每年向咪咕文化及其子公司提供至少 30 部优秀文学作品版权,包括优秀作品项目投资权益供双方选择合作。对于中文在线及其子公司以及咪咕文化及其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,双方共同进行全 IP 版权孵化、开发、发行及运营。

(2) 针对海外市场,中文在线与咪咕文化可在原创内容上进行联合分发,中文在线可针对咪咕文化优质内容开发视觉小说、游戏等衍生合作,利用自身海外渠道优势,协助咪咕文化拓展海外市场。同时,双方可针对多语种翻译进行优先合作。

(3) 双方还将在渠道分发合作,签约知名作家、艺人,共同开发地方公共文化等方面进行合作。

**图36: 咪咕为中国移动旗下数字内容子公司**

### 咪咕公司

咪咕文化科技有限公司(简称“咪咕公司”)是中国移动面向移动互联网领域设立的,负责数字内容领域产品提供、运营、服务的一体化专业子公司,是中国移动旗下音乐、视频、阅读、游戏、动漫数字业务板块的唯一运营实体,下设咪咕音乐、咪咕视讯、咪咕数媒、咪咕互娱、咪咕动漫五个子公司。目前,咪咕公司已成为国内领先的全场景品牌沉浸平台,汇聚超过3500万+首歌曲,400万条视频,60万+册书刊,1100+款游戏,75万集动漫。面向未来,咪咕公司将大力探索“互联网+数字内容”运营创新,将内容孵化与渠道合作结合,着力开展跨领域IP运营,积极打造新媒体融合、数字内容聚合、版权交易、内容创业创新四大平台,致力于为用户带来文娱生活方式的改变。



资料来源:咪咕官网,新时代证券研究所

与麦克风文化达成战略合作,进一步开展音频合作。2020年5月初,公司与上海麦克风文化传媒有限公司(“蜻蜓FM”的运营实体)签订《战略合作协议》,本次签署战略合作前,公司就作为“蜻蜓FM”平台重要的内容提供商,本次与麦克风开展合作为双方更深一步合作,双方计划开展合作的主要内容包括数字版权授权、音频作品授权、AI主播专区联运。在原有业绩的基础上,本次合作预计每年约增加2000万元至5000万元的营业收入。

**图37: 蜻蜓FM为头部有声平台**



资料来源:蜻蜓FM官网,新时代证券研究所



**与爱奇艺等合资设立影视公司，推进 IP 版权业务。**2020 年 5 月，公司与北京爱奇艺科技有限公司、宁波青梧企业管理合伙企业（有限合伙）合资设立了北京中文奇迹文化科技有限公司，中文奇迹是一家以影视制作、影视项目投资等为主营业务的有限责任公司。本次设立合资公司，有利于推进公司 IP 影视项目多元化开发，增强公司在 IP 下游的变现能力，放大 IP 价值，进一步增强公司的战略竞争力和产业盈利能力；同时，采用设立合资公司的方式，能放大 IP 开发的投资规模，并降低 IP 投资的风险。

**公司与爱奇艺早有影视合作，2019 年出品电视剧《新白娘子传奇》。**公司与爱奇艺此前早有影视合作，联合出品的电视剧《新白娘子传奇》于 2019 年 4 月 3 日在爱奇艺全网独播，此外，还有多部原创 IP 正在改编中，如《巫颂》、《家园》、《烽烟尽处》、《匹夫的逆袭》、《沉鱼策》、《女为悦己者》等。

**图38: 《新白娘子传奇》**



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

## 6、盈利预测

公司旗下 17K 等网文平台持续产出优质作品，通过版权分发向各类阅读平台输出版权，充分受益免费阅读的快速发展。公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商，互动阅读 Chapters 及网文出海 Wuxiaworld 表现亮眼值得期待。预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 0.81/1.19/1.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.16/0.24 元，当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 67、46 和 31 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

**表14: 在线阅读公司估值对比**

证券代码	股票名称	市值		EPS			PE			PB	
		(亿元)	TTM	2019A	2020E	2021E	TTM	2019A	2020E		2021E
300364.SZ	中文在线*	54.40	-0.71	-0.83	0.11	0.16	-10.49	-9.01	67.21	45.61	3.83
603533.SH	掌阅科技*	160.20	0.46	0.46	0.70	0.92	86.48	86.48	57.07	43.42	12.37
0772.HK	阅文集团	458.12	1.08	1.09	1.17	1.40	37.44	41.38	38.55	32.21	2.12

资料来源：wind，新时代证券研究所（带\*为新时代传媒行业覆盖标的，其余公司采用 wind 一致预期，股价为 2020 年 6 月 16 日收盘价）

## 7、风险提示

免费阅读发展不及预期，有声市场增速放缓，海外互动阅读竞争加剧，网文出海需求增速下降等。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1329</b>	<b>918</b>	<b>1154</b>	<b>1529</b>	<b>1878</b>	<b>营业收入</b>	<b>885</b>	<b>705</b>	<b>1180</b>	<b>1482</b>	<b>1808</b>
现金	485	612	88	885	415	营业成本	533	394	469	541	622
应收票据及应收账款合计	233	146	373	306	553	营业税金及附加	8	3	7	8	10
其他应收款	126	21	226	84	294	营业费用	313	384	413	489	615
预付账款	216	76	413	201	548	管理费用	129	131	196	260	309
存货	19	13	25	18	31	研发费用	88	69	117	146	178
其他流动资产	250	50	30	34	37	财务费用	-12	-10	4	12	-6
<b>非流动资产</b>	<b>1262</b>	<b>885</b>	<b>737</b>	<b>562</b>	<b>367</b>	资产减值损失	1814	-314	0	0	0
长期投资	261	147	32	-83	-199	公允价值变动收益	261	22	22	22	22
固定资产	95	46	63	70	79	其他收益	11	15	16	15	15
无形资产	493	438	392	330	242	投资净收益	194	8	60	48	49
其他非流动资产	412	253	249	245	245	<b>营业利润</b>	<b>-1522</b>	<b>-581</b>	<b>73</b>	<b>111</b>	<b>167</b>
<b>资产总计</b>	<b>2591</b>	<b>1803</b>	<b>1892</b>	<b>2091</b>	<b>2245</b>	营业外收入	9	5	10	9	8
<b>流动负债</b>	<b>375</b>	<b>317</b>	<b>325</b>	<b>406</b>	<b>387</b>	营业外支出	2	10	3	3	4
短期借款	100	31	66	49	57	<b>利润总额</b>	<b>-1515</b>	<b>-586</b>	<b>80</b>	<b>117</b>	<b>171</b>
应付票据及应付账款合计	116	133	69	168	106	所得税	-10	13	-1	-2	-2
其他流动负债	159	152	190	190	223	<b>净利润</b>	<b>-1505</b>	<b>-599</b>	<b>81</b>	<b>119</b>	<b>173</b>
<b>非流动负债</b>	<b>39</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	少数股东损益	4	4	-0	-1	-1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1508</b>	<b>-603</b>	<b>81</b>	<b>119</b>	<b>174</b>
其他非流动负债	39	68	68	68	68	EBITDA	-1326	-374	207	263	326
<b>负债合计</b>	<b>414</b>	<b>384</b>	<b>393</b>	<b>474</b>	<b>455</b>	EPS(元)	-2.07	-0.83	0.11	0.16	0.24
少数股东权益	-3	2	2	1	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	772	727	727	727	727	<b>成长能力</b>					
资本公积	2645	2474	2474	2474	2474	营业收入(%)	23.5	-20.3	67.3	25.6	22.0
留存收益	-1218	-1785	-1704	-1586	-1412	营业利润(%)	-1732.4	61.8	112.5	53.4	50.0
归属母公司股东权益	2180	1416	1497	1616	1790	归属于母公司净利润(%)	-2045.7	-60.0	-113.4	47.4	46.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>2591</b>	<b>1803</b>	<b>1892</b>	<b>2091</b>	<b>2245</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	39.8	44.1	60.3	63.5	65.6
						净利率(%)	-170.4	-85.5	6.9	8.1	9.6
						ROE(%)	-69.2	-42.2	5.4	7.3	9.7
						ROIC(%)	-144.2	-116.9	5.7	15.3	10.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	16.0	21.3	20.8	22.7	20.2
						净负债比率(%)	-16.0	-36.8	2.4	-48.1	-16.7
						流动比率	3.5	2.9	3.5	3.8	4.9
						速动比率	2.8	2.5	2.1	3.1	3.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.8	3.7	4.5	4.4	4.2
						应付账款周转率	5.7	3.2	4.6	4.6	4.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	-2.07	-0.83	0.11	0.16	0.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	-2.90	-0.10	-0.89	1.01	-0.80
						每股净资产(最新摊薄)	3.00	1.95	2.06	2.22	2.46
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-3.6	-9.0	67.2	45.6	31.2
						P/B	2.5	3.8	3.6	3.4	3.0
						EV/EBITDA	-3.7	-13.2	26.4	17.7	15.8
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>						
<b>经营活动现金流</b>	<b>-89</b>	<b>34</b>	<b>-648</b>	<b>738</b>	<b>-580</b>						
净利润	-1505	-599	81	119	173						
折旧摊销	198	229	135	157	171						
财务费用	-12	-10	4	12	-6						
投资损失	-194	-8	-60	-48	-49						
营运资金变动	-162	65	-786	520	-847						
其他经营现金流	1586	357	-22	-22	-22						
<b>投资活动现金流</b>	<b>-254</b>	<b>148</b>	<b>94</b>	<b>89</b>	<b>95</b>						
资本支出	193	96	-33	-60	-80						
长期投资	-112	221	115	116	115						
其他投资现金流	-173	464	176	145	130						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>99</b>	<b>-73</b>	<b>30</b>	<b>-29</b>	<b>15</b>						
短期借款	100	-69	34	-17	9						
长期借款	-30	0	0	0	0						
普通股增加	61	-45	0	0	0						
资本公积增加	948	-172	0	0	0						
其他筹资现金流	-980	212	-4	-12	6						
<b>现金净增加额</b>	<b>-243</b>	<b>110</b>	<b>-524</b>	<b>797</b>	<b>-470</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>