

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 买入

## 靴子终落地, 中文在线迎新股东赋能公司发展

### 投资事件:

公司于1月25日晚间发布公告, 上海阅文、深圳利通受让公司原持有5%以上比例流通股股东启迪华创10%股份, 百度七猫受让公司原持有5%以上比例流通股股东文睿公司5%股份, 股权转让谜底终于揭晓。

### 点评:

**高价转让彰显各方对于公司未来发展信心。**我们一直强调, 公司的核心竞争优势在于数字版权领域巨大的持续生产能力以及海量数字资源储备。此次腾讯系、百度系以8.23元/股, 较上周五收盘价折价5%的价格竞得公司股权, 既是各方对公司版权价值的认可, 又显示出了买方巨大的合作诚意。

**股东入驻带来流量业务增长, 加速内容变现。**公司在股权转让的同时, 与上海阅文、深圳利通、百度七猫签订了《业务合作协议》。进一步深化与上述各方在数字内容授权领域的合作。根据协议, 公司2021年预计与上海阅文及其关联方、深圳利通的关联方发生业务交易金额约10500万元, 较2020年双方合作金额5040.69万元提升108.03%。同时, 公司2021年预计与百度七猫扩大业务合作金额到1亿元, 较2020年双方合作金额1974.44万元增幅约406%。百度七猫、上海阅文等为网络文学头部企业, 在技术、流量、内容等方面拥有巨大积累优势, 此次股权层面的深度合作, 将为中文在线带来确定性的数字版权变现渠道与优势。

**全平台内容分发验证公司产业链上游议价能力。**公司此次与腾讯系、百度系的合作无排他协议, 对于公司与字节跳动等巨头达成的合作不会产生影响, 公司未来仍将作为独立内容输出方, 自主选择合作伙伴。我们认为这充分验证了公司在产业链上游的议价能力以及核心竞争壁垒。

**投资建议:**继续看好公司“文化+教育双轮驱动”的业务发展模式, 在强大流量渠道的加持下, 加速公司“文学+”、“教育+”变现速度。考虑到新进股东带来的新增业务影响, 我们调整公司2020-2022年营业收入分别为9.91/16.37/24.88亿元, 归母净利润分别为0.54/1.95/3.15亿元, EPS为0.07/0.27/0.43, 对应PE123.1X、34.1X、20.9X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 版权采购价格波动风险、数字阅读业务增速放缓、疫情反复

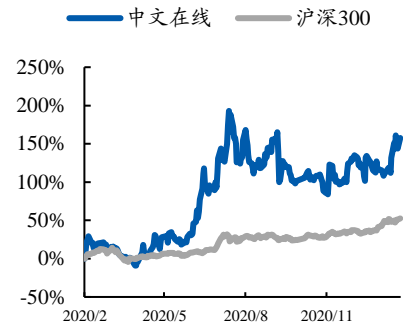
财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	885	705	991	1,637	2,488
(+/-)%	23.54%	-20.34%	40.50%	65.18%	52.00%
归属母公司净利润	-1,508	-603	54	195	315
(+/-)%	-2045.72%	60.01%	108.92%	261.61%	61.92%
每股收益(元)	-2.07	-0.83	0.07	0.27	0.43
市盈率	—	—	123.1	34.1	20.9
市净率	1.62	2.11	4.52	3.99	3.36
净资产收益率(%)	-69.21%	-42.61%	3.66%	11.69%	15.92%
总股本(百万股)	772	727	727	727	727

### 股票数据

2021/01/25

6个月目标价(元)	20
收盘价(元)	9.14
12个月股价区间(元)	3.23~10.40
总市值(百万元)	6,647.48
总股本(百万股)	727
A股(百万股)	727
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	42

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	19%	24%	132%
相对收益	8%	5%	91%

### 相关报告

《快手: 十年砥砺继往开来, 第二成长曲线正出鞘》

--20201231

《泡泡玛特上市在即, 潮玩生态深度解析》

--20201209

证券分析师: **王凤华**

执业证书编号: S0550520020001

010-63210892 wangfh@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	612	412	447	776
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	146	217	376	544
存货	13	12	19	29
其他流动资产	147	206	347	411
<b>流动资产合计</b>	<b>918</b>	<b>846</b>	<b>1,189</b>	<b>1,760</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	147	147	147	147
固定资产	46	62	73	66
无形资产	337	449	436	436
商誉	16	16	16	16
<b>非流动资产合计</b>	<b>885</b>	<b>975</b>	<b>981</b>	<b>978</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,803</b>	<b>1,822</b>	<b>2,170</b>	<b>2,738</b>
短期借款	31	31	31	31
应付款项	133	89	157	252
预收款项	58	67	102	176
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>317</b>	<b>281</b>	<b>435</b>	<b>687</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	68	68	68	68
<b>长期负债合计</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
<b>负债合计</b>	<b>384</b>	<b>349</b>	<b>502</b>	<b>755</b>
归属于母公司股东权益合计	1,416	1,470	1,664	1,979
少数股东权益	2	3	3	4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,803</b>	<b>1,822</b>	<b>2,170</b>	<b>2,738</b>

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>705</b>	<b>991</b>	<b>1,637</b>	<b>2,488</b>
营业成本	394	355	584	883
营业税金及附加	3	7	11	15
资产减值损失	-314	-66	-88	-54
销售费用	384	364	589	871
管理费用	131	144	205	311
财务费用	-10	0	0	0
公允价值变动净收益	22	0	0	0
投资净收益	8	86	174	170
<b>营业利润</b>	<b>-581</b>	<b>57</b>	<b>196</b>	<b>318</b>
营业外收支净额	-5	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-586</b>	<b>57</b>	<b>196</b>	<b>318</b>
所得税	13	2	1	2
净利润	-599	54	195	316
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-603</b>	<b>54</b>	<b>195</b>	<b>315</b>
少数股东损益	4	1	0	1

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>-599</b>	<b>54</b>	<b>195</b>	<b>316</b>
资产减值准备	360	66	88	54
折旧及摊销	229	134	87	65
公允价值变动损失	-22	0	0	0
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-8	-86	-174	-170
运营资本变动	65	-164	-154	10
其他	7	0	0	1
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>34</b>	<b>5</b>	<b>42</b>	<b>275</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>148</b>	<b>-205</b>	<b>-8</b>	<b>54</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-73</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-516</b>	<b>18</b>	<b>138</b>	<b>86</b>

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	-0.83	0.07	0.27	0.43
每股净资产 (元)	1.95	2.02	2.29	2.72
每股经营性现金流量	0.05	0.01	0.06	0.38
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-20.3%	40.5%	65.2%	52.0%
净利润增长率	60.0%	108.9%	261.6%	61.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	44.1%	64.2%	64.3%	64.5%
净利润率	-85.5%	5.4%	11.9%	12.7%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	75.76	79.90	83.89	79.85
存货周转率 (次)	11.70	11.96	12.17	11.94
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	21.3%	19.2%	23.2%	27.6%
流动比率	2.90	3.01	2.73	2.56
速动比率	2.51	2.52	2.23	2.15
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	54.4%	36.7%	36.0%	35.0%
管理费用率	18.6%	14.5%	12.5%	12.5%
财务费用率	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	—	123.10	34.1	20.9
P/B (倍)	2.11	4.52	3.99	3.36
P/S (倍)	9.42	6.71	4.06	2.67
净资产收益率	-42.6%	3.7%	11.7%	15.9%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

王凤华：东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 23 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过 500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn