

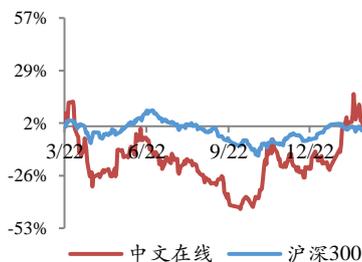
AIGC 催化公司成长，文学和出海业务提供基本面支撑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-26

收盘价（元）	17.42
近 12 个月最高/最低（元）	17.42/6.73
总股本（百万股）	730
流通股本（百万股）	650
流通股比例（%）	89.06
总市值（亿元）	127
流通市值（亿元）	113

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 中文在线：海内外双轮驱动，构建 IP+ 数字藏品生态驶入元宇宙赛道
2022-05-30

主要观点：

● 22 年业绩预亏，23 年之后将轻装上阵

根据公司 2022 年度业绩预告，预计公司 2022 年归母净利润预计亏损 2.85 亿元至 3.65 亿元，2021 年同期盈利 0.99 亿元；预计公司 2022 年营业收入 11.5 亿元至 12.5 亿元，2021 年同期收入 11.8 亿元，yoy -2.5%至 5.9%。预亏原因有以下几点：1) 受宏观政策环境影响，在线教育平台将不具备商业化条件，将进行减值计提；2) 文化业务(IP 版权运营)的渠道成本有所提升；3) 研发费用上升，加大对元宇宙等新兴领域研发投入；4) 交易性金融资产产生公允价值变动，约亏损 4000 万元。从 2023 年开始，负面影响因素将出清，公司将更加聚焦主业，同时研发投入将逐步进入回报阶段。

● 催化剂：成为 ChatGPT 类生成式 AI 技术应用层最纯正的受益者

公司与澜舟科技一直保持合作，并于 2023 年 2 月 16 日发布战略合作协议。公司向澜舟提供文本等内容作为数据集的基础，澜舟向公司提供 AI 大语言模型技术支持。公司也积极接入百度“文心一言”，赋能全线产品。公司布局 AI 技术将有以下几点具体的影响，会在未来让公司快速成长：

1) 公司将推出元宇宙空间 Restart，该元宇宙空间将直接受益于 AIGC 技术，用户可以在该元宇宙空间中实现交互。该空间中的核心形象女娲 (NUWA) 将接入生成式 AI 技术，可与玩家对话，提供沉浸式互动体验。
2) 通过 AI 技术录制有声书(目前录制效果已经非常拟人化，并且声情并茂)，这将极大繁荣公司可以交付的有声书数量。在更多样的品类和更庞大的内容量面前，用户将有更多选择空间，进而提振需求，最终将吸引更多的用户。同时 AI 技术也将辅助文学、动漫和影视的创作者进行构思创造，丰富最终交付的内容。

3) 公司海外“现金牛”产品 Chapters 将直接受益于大模型和生成式 AI 技术。该 App 为图文并茂的交互式阅读软件，具备国际化审美，用户可以在 App 中通过选择不同的剧情走向，获得不同的情感体验和故事体验。因为该类产品本身就是依靠用户互动获得体验的“类 ChatBot”型软件，所以该类产品在 AI 增强的技术浪潮下，将为用户提供更精彩的体验，用户增长和付费都将不断提振。

● 主业一：向微信读书、喜马拉雅等渠道提供文学 IP，提供利润根基

国内 top 3 的在线文学龙头公司包括阅文集团，中文在线和掌阅科技。中文在线一直在行业内有很好的口碑和创新实力。在线文学 IP 运营业务为公司长期发展提供收入和利润的根基。公司累计数字内容超 510 万种，网络原创驻站作者 440 万名，与 600 余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位。公司的文学 IP 通过 2 类渠道进行分销，1) 读书平台：微信读书、QQ 阅读、手机百度、七猫小说、番茄小说、亚马逊，2) 听书平台：喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人畅听、酷我畅听、

番茄畅听。公司的文学 IP 终端用户是读者和听众，但是收入的产生是通过面向这些重要渠道进行销售完成。同时，近些年公司加大了对文学 IP 运作的范围，参与制作发行 IP 衍生的中短剧(面向抖音、快手)，动漫和影视(B 站,爱奇艺,腾讯视频等)。公司通过与制片方或视频平台合作，近期推出的热门电视剧有腾讯视频播出的《花琉璃轶闻》、《他跨越山海而来》等。

● **主业二：交互式阅读 App 出海，驱动利润增长**

交互式阅读的 App 出海为公司 2021 年带来一半以上的收入，约 5.9 亿元(21 年营业收入 11.8 亿元)。公司出海的 App 包括互动式视觉阅读平台 Chapters, Spotlight, Kiss 等。这 3 款产品中，最核心的产品为 Chapters (由公司海外工作室 Crazy Maple 发行)，该产品给用户“类似养成游戏”一样的绝佳体验，该产品图文内容均有较高的国际化审美，用户可以通过阅读故事，通过互动的方式参与到故事中。用户可以选择故事中的不同走向，然后体验不同的剧情。

● **投资建议**

2022 年由于受到政策影响、渠道成本、研发周期和交易性金融资产公允价值变动等多种不可预见因素作用影响，我们下调公司 2022 年归母净利润预期。2023 年公司下游渠道(包括读书平台、在线听书平台、各类视频平台等)整体将进入收入改善预期，公司的主业(文学 IP 运营)将直接受益；同时，由于过去几年，公司持续进行产品的投入和迭代，公司海外业务也有望持续在未来成长。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润，分别为-3.5 亿元/1.6 亿元/2.1 亿元（前值为：1.5 亿元/1.9 亿元/2.3 亿元），2023 和 2024 年净利润同比增长预计为 145.5%和 28.9%。**预计公司 23 年净利润增速为 145.5%，23 年对应 P/E 为 79.2，23 年对应 PEG 为 0.54。**考虑到公司部分在 AIGC 和元宇宙赛道中布局的业务处于增长初期，同时主业依然处于强劲的产品周期，公司有望持续受益 AIGC 赛道的高景气度，维持“买入”评级。

● **风险提示**

生成式 AI 技术与公司主业结合并且落地不及预期；研发和市场投入产出比不及预期；出海业务受到全球宏观环境影响产生较大收入波动

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	975.9	1188.9	1200.7	1849.1	2348.4
收入同比 (%)	38.4%	21.8%	1.0%	54.0%	27.0%
归属母公司净利润	48.9	98.8	-353.3	160.6	207.0
净利润同比 (%)	108.1%	101.9%	-457.6%	145.5%	28.9%
毛利率 (%)	62.7%	70.9%	48.2%	63.7%	66.2%
ROE (%)	3.4%	6.3%	-29.2%	11.7%	13.1%
每股收益 (元)	0.07	0.14	-0.48	0.22	0.28
P/E	114.6	109.2	-36.0	79.2	61.4
P/B	3.9	6.9	10.5	9.3	8.1
EV/EBITDA	40.5	48.7	-51.4	65.0	48.4

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1284.4	1320.1	1450.0	1571.9	2196.6
现金	429.9	495.3	522.2	461.6	1026.3
应收账款	172.0	111.6	196.2	257.3	305.6
其他应收款	19.0	21.3	12.8	70.6	48.3
预付账款	83.4	150.7	195.8	244.9	265.7
存货	5.7	1.6	11.4	2.6	14.0
其他流动资产	574.3	539.6	511.7	535.0	536.7
非流动资产	695.7	875.0	889.6	908.4	926.6
长期投资	157.1	172.1	184.1	197.1	208.1
固定资产	37.5	23.0	13.5	6.8	2.0
无形资产	223.4	239.7	252.9	264.5	275.1
其他非流动资产	277.7	440.2	439.1	440.0	441.4
资产总计	1980.1	2195.1	2339.6	2480.3	3123.2
流动负债	497.9	544.3	1000.1	943.2	1344.1
短期借款	126.9	245.0	343.1	426.3	521.4
应付账款	127.9	95.3	298.5	130.3	363.5
其他流动负债	243.1	204.0	358.4	386.7	459.2
非流动负债	21.1	32.5	32.5	32.5	32.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	21.1	32.5	32.5	32.5	32.5
负债合计	519.0	576.8	1032.6	975.7	1376.6
少数股东权益	7.5	55.5	97.5	134.5	169.5
股本	727.3	727.3	727.3	721.5	721.5
资本公积	2481.9	2498.5	2498.5	2504.3	2504.3
留存收益	-1755.	-1662.	-2016.	-1855.	-1648.
归属母公司股东权益	1453.6	1562.8	1209.5	1370.1	1577.1
负债和股东权益	1980.1	2195.1	2339.6	2480.3	3123.2

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	198.9	31.2	-57.5	-142.8	448.9
净利润	58.2	144.7	-311.3	197.6	242.0
折旧摊销	152.9	82.1	12.3	10.5	10.2
财务费用	2.1	7.8	5.9	7.7	9.5
投资损失	-79.7	-51.2	-19.2	-57.3	-58.7
营运资金变动	66.5	-171.8	226.6	-301.5	245.7
其他经营现金流	-9.4	336.1	-509.7	499.3	-3.4
投资活动现金流	-450.3	-71.2	-7.9	6.8	30.2
资本支出	-51.0	-90.2	-1.9	-3.3	-4.3
长期投资	-412.8	-5.9	2.8	-47.2	-24.2
其他投资现金流	13.6	24.9	-8.8	57.3	58.7
筹资活动现金流	39.4	83.9	92.2	75.4	85.6
短期借款	95.5	118.1	98.1	83.1	95.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	-5.8	0.0
资本公积增加	8.2	16.6	0.0	5.8	0.0
其他筹资现金流	-64.3	-50.9	-5.9	-7.7	-9.5
现金净增加额	-228.5	40.2	26.9	-60.6	564.7

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	975.9	1188.9	1200.7	1849.1	2348.4
营业成本	364.2	346.5	622.0	671.2	793.8
营业税金及附加	3.3	3.0	4.0	5.7	7.0
销售费用	428.1	430.3	538.2	644.0	883.3
管理费用	143.6	166.4	189.2	200.1	270.6
财务费用	-0.4	4.9	0.9	2.5	4.9
资产减值损失	-0.1	-29.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.4	17.8	-28.0	0.0	0.0
投资净收益	79.7	51.2	19.2	57.3	58.7
营业利润	58.4	169.2	-266.3	239.6	296.0
营业外收入	5.8	7.8	0.0	0.0	0.0
营业外支出	2.8	2.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	61.4	174.4	-266.3	239.6	296.0
所得税	3.2	29.7	45.0	42.0	54.0
净利润	58.2	144.7	-311.3	197.6	242.0
少数股东损益	9.3	45.9	42.0	37.0	35.0
归属母公司净利润	48.9	98.8	-353.3	160.6	207.0
EBITDA	131.0	216.7	-244.0	195.4	252.6
EPS (元)	0.1	0.1	-0.5	0.2	0.3

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	38.4%	21.8%	1.0%	54.0%	27.0%
营业利润	110.0%	189.7%	-257.4%	190.0%	23.6%
归属于母公司净利润	108.1%	101.9%	-457.6%	145.5%	28.9%
获利能力					
毛利率 (%)	62.7%	70.9%	48.2%	63.7%	66.2%
净利率 (%)	5.0%	8.3%	-29.4%	8.7%	8.8%
ROE (%)	3.4%	6.3%	-29.2%	11.7%	13.1%
ROIC (%)	-1.3%	5.9%	-18.0%	7.8%	8.7%
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.2%	26.3%	44.1%	39.3%	44.1%
净负债比率 (%)	35.5%	35.6%	79.0%	64.8%	78.8%
流动比率	2.58	2.43	1.45	1.67	1.63
速动比率	2.19	1.88	1.10	1.25	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.57	0.53	0.77	0.84
应收账款周转率	6.13	8.38	7.80	8.16	8.34
应付账款周转率	2.79	3.10	3.16	3.13	3.21
每股指标 (元)					
每股收益	0.07	0.14	-0.48	0.22	0.28
每股经营现金流(摊)	0.27	0.04	-0.08	-0.20	0.61
每股净资产	2.00	2.15	1.66	1.88	2.16
估值比率					
P/E	114.56	109.20	-36.0	79.18	61.43
P/B	3.86	6.90	10.51	9.28	8.06
EV/EBITDA	40.50	48.70	-51.43	64.96	48.41

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或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供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。