

中文在线 (300364)

手握优质数据和头部 IP，积极拥抱 AI 多模态新时代

买入 (维持)

2023 年 08 月 23 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,180	1,486	1,734	2,111
同比	-1%	26%	17%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	-362	133	178	229
同比	-466%	137%	34%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.50	0.18	0.24	0.31
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	82.78	61.71	48.08

关键词: #成本下降 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **数据壁垒: 手握海量正版数据, 积极迎接百模新时代。**国内生成式大模型的发展不仅需要大量数据, 更需要高质量、有版权的数据。国内外大模型相关的版权和数据纠纷案频出, 相关监管法律趋于完善, 数据合规性得到更高重视。中文在线拥有超过 60TB 的正版数据, 含文字/音频/视频多种类型, 覆盖小说、科普、社会等多个品类, 通过文学网站和驻站作者持续更新数据, 通过完备的数据保护和版权保护体系放大数据资产价值, 有望深度受益于多模态时代。

■ **内容壁垒: 手握头部网文 IP, 多模态 AI 打开变现空间。**公司聚焦优质 IP, 已有 IP 类型多样、经典 IP 经久不衰。如《修罗武神》自 2013 年连载以来热度不减, 已改编为有声书和漫画, 动画预告片也已上线。2023 年 6 月公司发布公告, 拟成为寒木春华控股股东, 取得优质动漫 IP《罗小黑战记》。多模态大模型行业快速发展, 公司亦有相关布局, 已在有声书、漫画、动漫、视频领域进行探索。多模态大模型有望进一步扩大 IP 改编产能、降低 IP 改编成本、提升用户体验。

■ **财务表现: 2022 年业绩承压, 2023 有望实现收入利润双增长。**收入方面, 2022 年公司营收受宏观及行业不利因素影响, 预计 2023-2025 年随着不利因素淡去、AI 改编技术迭代、数据需求提升, 公司营收增速有望显著改善。海外 Crazy Maple Studio 子公司 5 月 1 日出表, 对收入造成一定影响, 但对归母净利润影响有限。公司于 2022 年已全额计提教育业务减值, 不再影响未来财务表现; 公司版权成本逐年摊销、占收入比例整体呈下降趋势; 值得关注的是, AI 对运营维护成本的降低作用已在海外子公司财务数据中初步体现, 我们看好公司通过 AI 技术迭代和应用深化, 进一步实现降本增效, 实现利润改善。

■ **盈利预测与投资评级: 考虑到 AI 研发投入对费用端影响, 我们将 2023-2025 年 EPS 预测从 0.22/0.30/0.36 元下调至 0.18/0.24/0.31 元。**公司当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 83/62/48 倍, 我们看好公司的 IP+AI 业务布局和优质内容壁垒, 维持“买入”评级。

■ **风险提示: 海外采集价格上涨风险, 版权诉讼与盗版侵权风险, AI 技术发展不及预期风险。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.09
一年最低/最高价	6.57/27.76
市净率(倍)	9.87
流通 A 股市值(百万元)	9,809.27
总市值(百万元)	11,014.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.53
资产负债率(% ,LF)	33.65
总股本(百万股)	729.94
流通 A 股(百万股)	650.05

相关研究

内容目录

1. 数据壁垒：手握海量正版数据，积极迎接百模新时代	4
1.1. 深耕厚植，公司手握大量优质正版数据.....	4
1.2. 技术赋能，网络版权授权收入稳步增长.....	4
1.3. 百模竞争，数据需求有望持续增长.....	6
1.4. 监管落地，正版数据价值有望重估.....	6
2. 内容壁垒：手握头部网文 IP，多模态 AI 打开变现空间	8
2.1. 聚焦头部，经典 IP 价值经久不衰.....	8
2.2. 战略扩张，控股动漫 IP“罗小黑战记”所属公司.....	12
2.3. AI 加持，网文 IP 改编成本有望降低.....	13
3. 财务表现：2022 年业绩承压，2023 有望实现收入利润双增长	14
3.1. 收入分析：宏观不利因素逐渐淡化，营收增速有望修复.....	14
3.2. 成本分析：教育业务减值已全额计提，AI 降本效果已初步显现.....	15
4. 盈利预测及投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	中文在线版权保护体系.....	5
图 2:	中文在线文化行业收入（百万元）.....	5
图 3:	中文在线重点 IP.....	8
图 4:	《修罗武神》小说.....	9
图 5:	《修罗武神》有声书.....	9
图 6:	《修罗武神》漫画.....	9
图 7:	《修罗武神》动画预告片.....	9
图 8:	2020-2022 年网络剧 TOP50 IP 改编占比.....	10
图 9:	中文在线付费视频剧收入（百万元）.....	10
图 10:	中文奇迹营收及净利润（百万元）.....	11
图 11:	ReelShort 应用截图.....	11
图 12:	“罗小黑”联名款产品（从右至左依次是 T 恤、游戏角色、奶茶）.....	12
图 13:	中文在线 AIGC 业务布局.....	13
图 14:	《招惹》样章（AI 生成）.....	14
图 15:	《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》样章（AI 生成）.....	14
表 1:	中文在线相关版权诉讼案件.....	5
表 2:	2023 年上半年地方层面数据要素相关法规（部分）.....	7
表 3:	公司版税成本、无形资产摊销及营收占比.....	16
表 4:	基础教育平台近三年开发投入情况.....	16
表 5:	海外公司 CMS 财务数据.....	17
表 6:	中文在线主营业务收入拆分及预测.....	18

1. 数据壁垒：手握海量正版数据，积极迎接百模新时代

1.1. 深耕厚植，公司手握大量优质正版数据

存量数据质优量大。截至 2023/8/8，公司拥有的数据总量超 60TB，其中 1) 中文内容超万亿字，包含小说、科普、社会、经管、法律、教育等品类。公司旗下拥有原创网站 17K 小说网、四月天小说网、奇想宇宙科幻站、谜想计划悬疑站等原创平台，累积数字内容资源超 550 万种，驻站作者 450 万名；与 600 余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位。2) 音频资源超 46 万小时，内容涵盖原创文学、传统文学、影视、教育、曲艺、管理、少儿等领域。AI 主播录制的有声书时长超过 18 万小时。3) 视频方面，公司旗下中文万年和中文奇迹负责将文学 IP 改编为影视剧，海外应用 Reelshort 提供竖屏短剧。

增量数据源源不断。公司拥有完整的商业生态链，驻站作者可提供最新数据，让 AI 模型持续学习、不断迭代、更贴近市场和用户。公司于 2013 年始建“网络文学大学”，诺贝尔文学奖得主莫言老师担任第一届名誉校长。网络文学大学分为青训学院、精英学院、研修学院三个部分，为不同阶段的网络文学爱好者与作者提供写作培训。2020 年 1 月，网络文学大学上线新年度青训学院第一学期基础课程与手速课程，此后启动的 2020 年第二学期，除青训学院原有基础课程与手速课程外，还上线 17K 编辑部集体创作的全新原创课程——技能课程，为新人作家提升写作质量保驾护航。

1.2. 技术赋能，网络版权授权收入稳步增长

知识产权技术保驾护航。公司高度重视知识产权保护工作，拥有旗下内容的全部版权，可为 AI 大模型提供有版权的数据集。公司已推出三个知识产权保护平台：“权哨”“无抄”和“创珍链”，维权范围涵盖文字、音频、视频、外观专利等类型。1) 知识产权服务平台“权哨”拥有全国公证资源和知识产权律师团队，对侵犯著作权的内容进行维权，并向权利人提供咨询服务。2) 原创保护平台“无抄”为权利人和大众提供 H5 一键举报侵权服务，已帮助某作家完成抄袭案一审程序，法院认定侵权方赔偿数十万元。3) 数权服务联盟链“创珍链”为权利人提供确权和取证支持，该平台由公司开发，并与北京东方公证处、北京知识产权保护协会、中国科学技术法学会达成合作。

图1: 中文在线版权保护体系



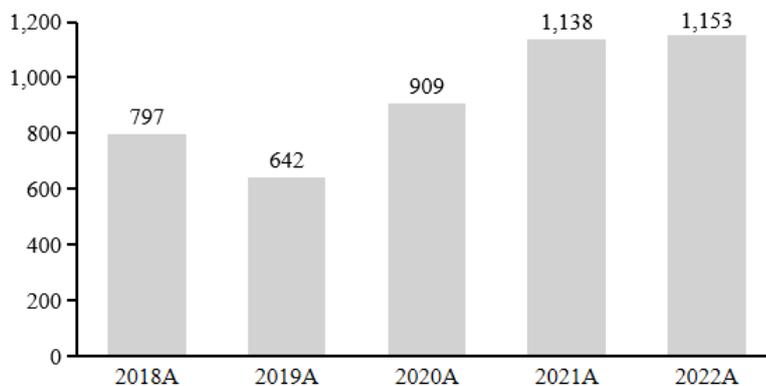
数据来源: 中文在线公众号, 东吴证券研究所

表1: 中文在线相关版权诉讼案件

披露日期	基本情况	涉案金额 (万元)
2019/6/25	天津中文在线、葛圣洁诉北京国龙影业投资股份有限公司著作权许可使用合同纠纷。	16
2019/6/25	天津中文在线诉甲公司、乙公司软件著作权合同纠纷; 甲公司诉天津中文在线著作权许可使用合同纠纷; 乙公司诉天津中文在线著作权合同纠纷。	6,542
2019/6/25	中文在线诉品今(北京)科技网络科技有限公司的游戏著作权合同纠纷。	382
2019/6/25	中文在线子公司诉著作权纠纷, 涉案作品 13 部。	34
2019/6/25	天津中文在线、葛圣洁诉北京国龙影业投资股份有限公司著作权许可使用合同纠纷。	16
2021/4/22	中文在线及子公司诉著作权纠纷, 涉案作品 21 部。	128
2021/9/30	中文在线及子公司诉著作权纠纷, 涉案作品 14 部。	341
2021/9/30	中文在线及子公司诉著作权纠纷, 涉案作品 12 部。	342
2019/6/25	天津中文在线诉甲公司、乙公司软件著作权合同纠纷; 甲公司诉天津中文在线著作权许可使用合同纠纷; 乙公司诉天津中文在线著作权合同纠纷。	6,542
2019/6/25	中文在线诉品今(北京)科技网络科技有限公司的游戏著作权合同纠纷。	382

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 中文在线文化行业收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 百模竞争，数据需求有望持续增长

数据是大模型训练的石油，大模型训练热潮推动了数据需求。公司深耕文化数字产业 20 余年，拥有海量正版中文数据，有望深度受益于 AI 大模型更新迭代。

大模型训练需要海量的数据。7月7日，上海数交所官网上线语料库，挂牌近30个语料数据产品，涵盖文本、音频、图像等模态，金融、交通运输、医疗等领域，旨在通过市场配置方式推动语料库建设。华为数据存储产品线总裁周跃峰于估算，截至2023/7/15，大模型的数据清洗和预处理成本（不含数据存储硬件成本）占总成本22%左右，已接近算力成本（占比25%）。

大模型训练需要高质量的数据。智源研究院副院长林咏华表示，数据质量的提升对于模型性能突破十分重要，模型的训练语料在一定程度上会影响 AIGC 应用、微调后模型等内容生成的合规、安全以及价值观等问题。清华大学副教授、聆心智能创始人黄民烈表示，当前国外大模型和部分国内模型采用国外开源数据集训练，然而互联网数据虽多，质量却参差不齐，数据清洗面临挑战。

中文大模型训练需要中文数据。智源分析 100 万条 Common Crawl 网页发现，中文网站共计 25842 个，其中仅 17% 的 IP 地址位于中国内地，中文数据的准确性和安全性都较低（AI 科技评论公众号于 2023/7/11 报道）。

1.4. 监管落地，正版数据价值有望重估

ChatGPT 破圈以来，国内外大模型竞赛持续走热，相关版权和数据纠纷案例频出，相关监管法律趋于完善。对于大模型而言，使用公开数据和盗版数据的风险上升，正版的、合规的数据得到更多重视。

海外，已经发生多件版权纠纷案例，AIGC 立法得到高度重视。1) 诉讼层面。美国 3 名漫画艺术家状告 Stability AI 等 3 家 AIGC 商业应用公司，认为其侵犯了数百万艺术家的权利；美国盖蒂图片社起诉 Stability AI 侵犯版权和商标保护权，认为 Stability AI 非法复制和处理了数百万受版权保护的图像。2) 立法层面。欧洲议会于 2023 年 5 月通过《人工智能法案》提案的谈判授权草案，其中包括“在使用受版权法保护的数据进行训练时，需要进行公开披露”。

国内，数据要素相关规范出台，正版数据有望实现价值重估。

2022 年 12 月国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，明确数据要素的确权授权、交易流通、收益分配制度。文件发布半年以来，已有北京、上海、深圳、福建、厦门等超 40 个省市出台数据要素政策，设定发展目标。

2023 年 3 月，中共中央、国务院印发《国务院机构改革方案》，提出足见国家数据局，统筹推进数字经济和数字社会建设。2023 年 4 月，网信办发布《生成式人工智能服

务管理办法（征求意见稿）》，要求 AI 生成内容真实准确，提供者应负责预训练数据来源合法性。2023 年 7 月 11 日，人民网面向全国正式发放数据要素市场“三证”——“数据资源持有权证”“数据加工使用权证书”及“数据产品经营权证书”。2023 年 7 月 13 日，网信办等七部门正式发布《生成式人工智能服务管理暂行办法》，要求预训练大模型所用的数据来源需合法合规，该办法自 2023 年 8 月 15 日起施行。

表2：2023 年上半年地方层面数据要素相关法规（部分）

发布日期	省市	政策名称	发布日期	省市	政策名称
2023/1/1	北京	《北京市数字经济促进条例》	2023/3/13	丽水	《丽水市数字孪生应用规划》
2023/1/4	陕西	《陕西省碳市场数据质量管理办法（试行）》	2023/3/15	甘肃	《促进数据要素市场发展的实施意见》
2023/1/11	辽宁	《辽宁省遥感影像数据共享使用管理规定（试行）》	2023/3/16	上海	《上海市数据交易所管理实施暂行办法》
2023/1/29	山东	《山东省数字政府建设实施方案》	2023/3/16	张家口	《张家口市一体化政务大数据体系建设托干措施》
2023/1/29	海南	《海南省部门数据共享制度》	2023/3/17	阜阳	《2023 年全市数据资源和政务服务管理工作要点》
2023/1/30	长春	《长春市数字政府建设三年行动计划（2023-2025 年）》	2023/3/23	唐山	《唐山市一体化政务大数据体系建设若干措施》
2023/2/6	长沙	《关于进一步加强新型智慧城市和数字政府“四梁八柱”建设的指导意见》	2023/3/29	云南	《2023 年数字云南工作要点》
2023/2/9	江西	《全省一体化政务大数据体系建设工作方案》	2023/3/30	广安	《2023 年广安市大数据发展工作要点》
2023/2/9	南昌	《南昌市数字经济促进条例》	2023/4/3	河南	《2023 年河南省大数据产业发展工作方案》
2023/2/21	南昌	《南昌市教育数据管理办法（试行）》	2023/4/12	哈尔滨	《哈尔滨市加快数字政府建设实施方案（2023-2025 年）》
2023/2/23	葫芦岛	《数字葫芦岛发展规划》	2023/4/13	江西	《江西省 2023 年数字政府建设工作要点》
2023/2/23	南昌	《南昌市数字政府规划建设方案》	2023/4/14	武汉	《武汉市数据要素市场化配置改革三年行动计划（2023-2025 年）》
2023/2/24	深圳	《深圳市数据商和数据流通交易第三方服务机构管理暂行办法》	2023/4/14	内蒙古自治	《全区一体化政务大数据体系建设工作方案》
2023/3/1	厦门	《厦门经济特区数据条例》	2023/4/26	河南	《河南省加强数字政府建设实施方案（2023-2025 年）》
2023/3/1	苏州	《苏州市数据条例》	2023/4/27	江苏	《江苏省数字政府建设 2023 年工作要点》
2023/3/1	沧州	《沧州市一体化政务大数据体系建设若干措施》	2023/5/1	广州	《广州市公共数据开放管理办法》
2023/3/2	深圳	《深圳市数据交易管理暂行办法》	2023/5/6	杭州	《杭州市数字经济创新提质“一号发展工程”实施方案》
2023/3/2	宁夏	《数字宁夏“1244+N”行动计划实施方案》	2023/5/8	青岛	《数字青岛发展规划（2023-2025 年）》
2023/3/2	郑州	《郑州市政务数据安全实施实施细则》	2023/5/30	广东	《广东省“数字政府 2.0”建设全面深化涉企政务服务若干措施》
2023/3/7	广东	《广东省数字政府改革建设 2023 年工作要点》	2023/5/31	甘肃	《关于促进数据要素市场发展的实施意见》

数据来源：中移智库，东吴证券研究所

“十四五”规划提出知识产权战略，强化产权保护要求。《知识产权强国建设纲要（2021-2035年）》提出，2025年知识产权强国建设取得明显成效，专利密集型产业增加值占GDP比重达到13%，版权产业占GDP比重达到7.5%；知识产权使用费年进出口总额达到3,500亿；到2035年，综合竞争力跻身世界前列，中国特色、世界水平的知识产权强国基本建成。截至2022年8月，北京、上海、广州、海口已设立知识产权法院，26个城市已设立知识产权法庭，国家知识产权局已批复设立57家知识产权保护中心，对于有效遏制侵权交易现象，改善权利人维权“举证难、周期长、成本高、赔偿低”的不利局面。

2. 内容壁垒：手握头部网文IP，多模态AI打开变现空间

2.1. 聚焦头部，经典IP价值经久不衰

中文在线拥有类型多样的优质网文IP。中文在线旗下作品《星辰与灰烬》《混沌剑神》《九星霸体诀》分别入选中国网络文学影响力榜“网络小说榜”“IP影响榜”“海外传播榜”。此外还有讲述创业的《探索者》、描绘粤绣的《天衣》、悬疑小说《五个失踪的少年》《解连环》、武侠小说《吾名玄机》《浪淘沙》等作品。

图3：中文在线重点IP



数据来源：中文在线公众号，东吴证券研究所

经典优质IP经久不衰，具有多元化变现潜力。公司头部IP《修罗武神》自2013年连载至今，长期位居17K小说网点击榜首。作者善良的蜜蜂是公司旗下17K小说网的大神作家，也是中国作协会员，曾获第二届橙瓜网络文学奖“五大至尊”称号。该IP已开发多种形式，改编漫画阅读指数破百万，收听人次超40亿。根据《修罗武神》改编的动画番剧是公司与企业影视联合出品，由原力动画制作，已发布预告片，将在腾讯视频

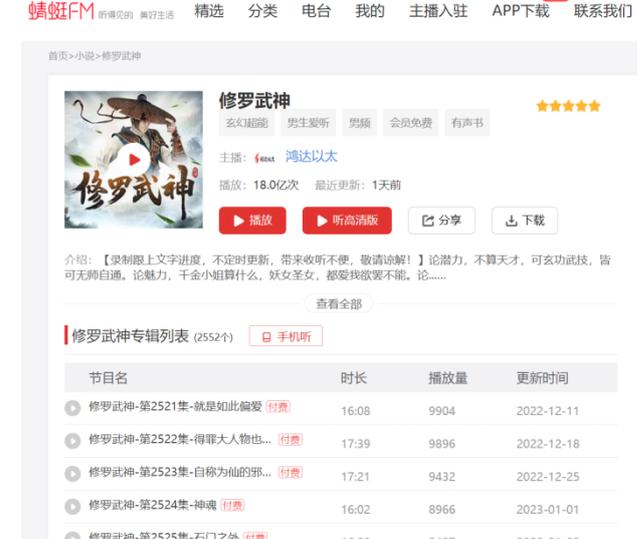
独家播出。

图4: 《修罗武神》小说



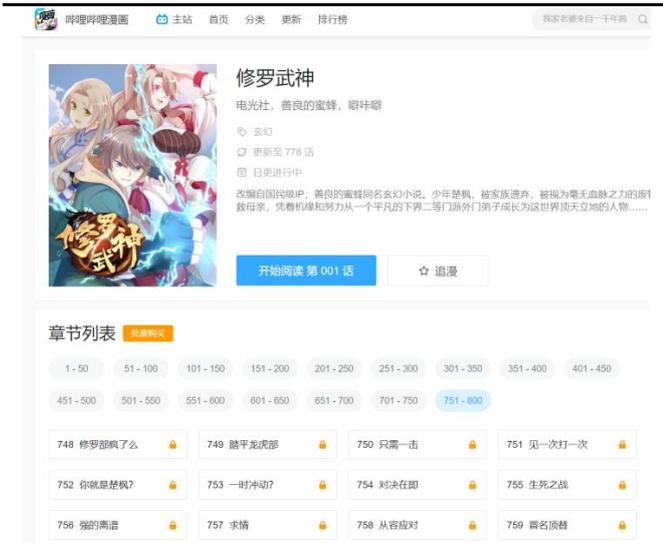
数据来源: 17K 小说网, 东吴证券研究所

图5: 《修罗武神》有声书



数据来源: 蜻蜓 FM, 东吴证券研究所

图6: 《修罗武神》漫画



数据来源: 哔哩哔哩漫画, 东吴证券研究所

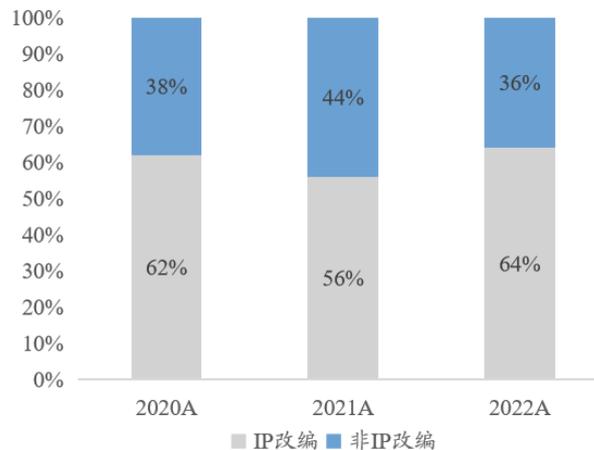
图7: 《修罗武神》动画预告片



数据来源: 腾讯视频, 东吴证券研究所

网络小说的 IP 转化路径多元, 延伸市场空间宽广。IP 改编是文学价值的放大器和产业转化的重要路径。根据易观分析, 2022 年中国网络文学的 IP 全版权运营市场规模(含出版、游戏、影视、动漫、音乐、音频等细分领域)超过 2520 亿元, 预计 2025 年将突破 3000 亿元。中国信息经济社编制的“中国文化产业 IP 价值综合榜 TOP50”中, 文学类 IP 占比超一半, 其中网络文学占比文学类 IP 超八成。2022 年网络剧播放量 Top50 中, IP 改编占比提升至 64%。

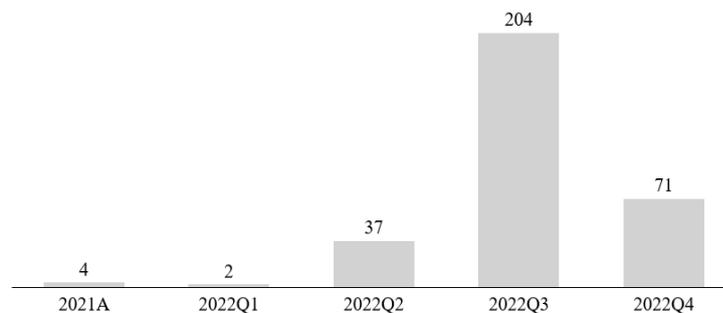
图8: 2020-2022 年网络剧 TOP50 IP 改编占比



数据来源: 《2022 中国电视剧与网络剧趋势报告》, 东吴证券研究所

影视剧方面, 公司已与爱奇艺合建中文奇迹, 与万年影业合建中文万年, 将优质网文 IP 改编为真人影视。

图9: 中文在线付费视频剧收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

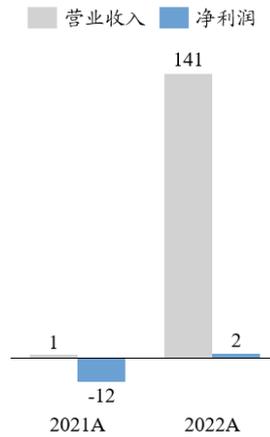
2020 年, 中文在线和爱奇艺共同成立中文奇迹影视公司, 注入各自在 IP 内容生产和影视化开发资源, 集中发力 IP 影视经营, 实现网络文学和影视联动。

2022 年, 中文在线与万年影业合资成立了海南中文万年影视文化传媒有限公司, 以真人影视开发制作等为主营业务, 持续推进公司优质 IP 影视化改编。

2023 年 3 月, 短剧《招惹》上线, 该剧改编自四月天小说网同名小说, 上线后 10 小时热度破 2 万, 创腾讯短剧最高纪录。《招惹》在“全网微短剧正片有效播放·霸屏榜”夺冠, 累计分账破 1800 万元。

后续值得关注的产品：中文在线出品的短剧《我家大人有点甜》《皎月流火》于4月开拍，预计年内上线。改编自17K小说网作品并中文万年承制的短剧《咕咚咕咚喜欢你》于6月开机。改编自四月天小说网作品并由中文在线自制的中短剧《佳偶天成》于8月开机。

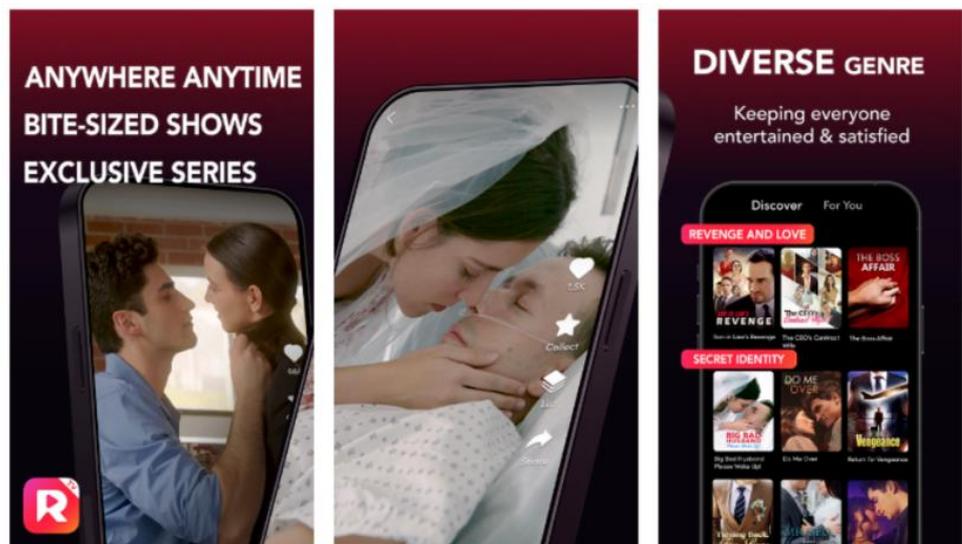
图10：中文奇迹营收及净利润（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中文在线2022年8月在海外推出ReelShort短剧App，主打1分钟竖屏短剧，节奏快于优爱腾、抖快，内容部分来自国内短剧直翻及欧美面孔的“本土化定制”。收入来自单集付费，每集10美分。根据Appmagic数据，ReelShort应用近一个月流水超200万美元，其中99%来自美国用户。

图11：ReelShort应用截图



数据来源：白鲸出海，东吴证券研究所

2.2. 战略扩张，控股动漫 IP“罗小黑战记”所属公司

6月28日中文在线发布公告，拟通过与原股东签署《股权转让协议》获得寒木春华51%股权，成为其控股股东。寒木春华以“罗小黑”IP为核心，通过动画番剧、动画电影、IP授权和衍生品销售变现。2022年寒木春华营收2832.07万元，净利润955.73万元，净利率33.75%；2023Q1营收253.70万元，净利润74.18万元，净利率29.24%。

动画番剧方面：创始人章平于2010年创作“罗小黑”形象，《罗小黑战记》动画番剧第一季于2011-2019年在B站陆续上线，第二季于2021年上线，全网播放量超10亿次，B站约15万人评分9.9分，豆瓣超10万人评分9.6分。

动画电影方面：《罗小黑战记》动画电影于2015年开始制作，2019年成功上映，票房超过3亿，豆瓣超50万人评分8.0分，并入围法国昂西国际动画节竞赛单元。目前，《罗小黑战记2》已经在制作中，预计将在2024年底完成。中文在线的美国和新加坡团队已开始筹备新电影的海外发行。

IP授权业务方面：“罗小黑”IP授权业务快速增长，年收入已达数千万元。合作品牌涵盖服饰、游戏、饮料、卡片、香水、主题壁纸等多个领域，包括浙江森马、手游“明日方舟”、和平精英、康师傅、光大银行、小米手环、ANIPLEX INC、PRIMANIACS、王饱饱等。中文在线的新加坡团队一直与全球艺术家合作，为IP全球授权加码。中文在线将利用其抖音、快手、淘宝等平台的资源，为罗小黑的衍生品销售提供支持。

图12：“罗小黑”联名款产品（从右至左依次是T恤、游戏角色、奶茶）



数据来源：森马京东旗舰店，明日方舟 ArkNights 公众号，康师傅奶茶公众号，东吴证券研究所

我们看好“罗小黑”IP与公司现有业务的良好协同效应。一方面，中文在线为“罗小黑”IP产品化、商品化和国际化提供了更大的平台；另一方面，寒木春华为中文在线提供IP、产品和产能补充，有助于提升动漫市场的竞争力、知名度、市场份额，吸引更多用户和合作伙伴。

2.3. AI 加持，网文 IP 改编成本有望降低

多模态大模型能综合处理文本、语音、图片、视频等内容，降低 IP 改编成本。2017 年谷歌提出 Transformer 架构，2022 年 OpenAI 推出 Dall·E-2，2023 年 3 月多模态大模型 GPT-4 问世，多模态技术驶入快车道，成为 AI 关键方向。

公司在多模态内容生成技术持续投入、已有进展。公司在有声书、漫画、动漫、视频等领域进行了技术探索和布局。目前，公司能够使用 TTS 技术将文本转换为高质量的仿真语音，并实现了基于文字小说内容的分析，半自动生成漫画、动态漫和角色扮演机器人等功能。

图13: 中文在线 AIGC 业务布局



数据来源：清华大学《AIGC 发展研究报告》，东吴证券研究所

有声书方面，听读一体成为阅读新趋势，AI 主播效果逼真。2021 年 5 月，公司投资于倒映有声——AI 音频科技企业，在音色模拟、情感展现、定制化服务、多语种方面达到领先水平。2020 年 9 月，倒映有声上线有声读物制作平台，AI 每日单机产量 500 万字。可协同真人主播录制，成本降低 90%以上，满足双播、多播、英文播等需求。2022 年，公司新增真人主播有声书约 150 部，新增 AI 主播有声书近千部。截至 2022 年末，公司音频资源超 46 万小时，其中 AI 主播录制的有声书时长超过 18 万小时，时长占比约 39%，2022 年收入占比约 5%。

漫画及动态漫方面，中文在线近期与 MangaToon 达成合作，MangaToon 为中国最大的出海漫画 APP，合作版权公司及作者遍布海内外，目前已上架各语种漫画作品 4 千余本，覆盖全球 80%的国家和地区。中文在线借助 AI 技术将自有网文 IP 改编为动漫，然后由 MangaToon 推向海外。首批作品《招惹》《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》正在译成 7 种语言，并发行到北美、欧洲、东南亚等数十个国家和地区。

图14: 《招惹》样章 (AI生成)



数据来源: 中文在线公众号, 东吴证券研究所

图15: 《激活天赋后, 我主宰了灵气复苏》样章 (AI生成)



数据来源: 中文在线公众号, 东吴证券研究所

5月1日, 公司出品的动态漫《混沌剑神》上线, 该作在制作过程中使用了AIGC技术。截至6月16日, 《混沌剑神》已在腾讯视频累计播放量超过1200万, 位居动态漫新作5月播放量榜首; 爱奇艺热度高达1300, 优酷热度高达2400。《混沌剑神》的动画、游戏版权也已售出, 后续将上线更多衍生作品。公司积极尝试开拓VR视频生态。2022年和PICO联合出品《灵笼》VR动画番外篇, 将于2023年下半年上线播出。

3. 财务表现: 2022年业绩承压, 2023有望实现收入利润双增长

3.1. 收入分析: 宏观不利因素逐渐淡化, 营收增速有望修复

2022年公司营业收入同比下降0.78%至11.80亿元。其中1) 网站授权业务收入同比下滑44.03%至1.72亿元, 主要由于2022年各大互联网平台公司实施降本增效, 公司

来自于各大音频平台、互联网阅读平台等的采购需求减少，致网站授权业务收入较上年同期下降。2) 版权衍生业务收入同比增长 115.12%至 6.77 亿元，其中付费视频剧业务收入同比增长 7666.96%至 3.15 亿元。3) 互动视觉阅读业务收入同比下滑 41.07%至 3.03 亿元，俄乌冲突、海外阅读宅经济红利期结束等因素带来不确定性，导致公司对海外广告投放更加谨慎，致该业务收入减少。

子公司 Crazy Maple Studio (简称“CMS”) 出表对归母净利影响有限。公司于 2023 年 4 月发布公告，对 CMS 的表决权从 50.9%调整为 47.8%，持股比例维持 49.16%不变，CMS 公司于 2023/5/1 出表后，改为权益法计量。我们认为该事项主要影响公司营收端，而对归母净利润影响有限。1) 收入端，2022 年 CMS 营收 3.66 亿元，占中文在线营业收入 31.04%；2023 年 CMS 收入仅 1-4 月计入合并报表。2) 利润端，出表前 CMS 净利润按照 47.8%持股比例确认为中文在线归母净利润；按照持股比例确认投资受益，对归母净利润整体影响有限。

我们认为 2023-2025 年公司营收增速有望改善，主要由于 1) 随着经济逐渐修复和国际局势的趋稳，前期不利因素的扰动逐步消散，数字阅读和互动视觉业务有望改善；2) 大模型训练热潮和版权保护监管落地，公司拥有的数据要素和版权储备的变现空间有望扩大；3) 公司的 AI 改编技术迭代，公司可进一步扩大 IP 改编产品供给，并提升用户体验，实现量价齐增。

3.2. 成本分析：教育业务减值已全额计提，AI 降本效果已初步显现

2022 年公司实现归母净利润-3.62 亿元，归母净利率-30.69%，主要由于 1) 营业成本折旧和摊销额占比收入从 2021 年的 29.1%提升至 2022 年的 50.1%；2) 计提资产减值损失 1.56 亿元，占比净利润 43.39%。

我们认为 2023 年归母净利率有望改善，主要由于 1) 版权成本逐年摊销，占收入的比例呈下降趋势；2) 2022 年资产减值项目主要为教育项目，已全额计提减值，不再影响未来财务表现；3) AIGC 有望降低运维成本，已在海外数据中得以初步反映，后续降本空间较大。具体分析如下。

第一，版权成本占比呈下降趋势，规模效益逐渐显现。公司的版权成本占营收之比，从 2019 年的 26%下降至 2022 年的 13%；无形资产摊销额占营收之比，从 2019 年的 21%下降至 2022 年的 7%。

表3: 公司版税成本、无形资产摊销及营收占比

百万元	2019A	2020A	2021A	2022A
营业收入	705.38	975.90	1,188.85	1,179.55
营业成本	394.21	364.17	346.51	591.11
版税成本	180.99	162.89	148.20	148.05
占比营收	26%	17%	12%	13%
无形资产摊销	146.92	140.30	62.89	88.37
占比营收	21%	14%	5%	7%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

第二, 2022 年净利润受资产减值拖累, 教育项目为主要因素。2022 年公司资产减值损失 1.56 亿元, 占净利润 43.39%。其中基础教育平台项目不再具备商业化条件, 全额计提 1.29 亿元减值准备; 鸿达以太业绩低于预期, 全额计提 1,610 万元商誉减值准备和 347 万元无形资产减值准备; 其他子公司计提减值准备共 5,040 万元。

教育项目减值主要系政策影响, 已全额计提减值准备, 不再影响未来财务表现。公司的基础教育平台项目旨在建立以数字教材为核心, 集出版、发行、应用于一体的教育服务体系, 以政府采购为主、个人用户采购为辅。2022 年教育部启动新版国家智慧教育平台体系, 汇集基础教育、职业教育、高等教育资源, 已接入 52.9 万所学校, 服务 1844 万教师、2.91 亿在校生。国家智慧教育平台提供免费数字教材阅读和应用, 原本在数字化转型先行探索的省市, 2022 年的教育数字化转型工作均发生重大方向性变化。公司教育项目的数字教材未纳入政府采购计划, 生均经费模式难以成立, 项目商业化条件不再具备, 因而于 2022 年全额计提减值准备。

表4: 基础教育平台近三年开发投入情况

百万元	2020 期初余额	2020 年度	2021 年度	2022 年度	累计投入
基础教育平台开发投入情况	101.25	20.80	4.36	2.43	128.84

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

第三, AIGC 的降本作用已初步体现。2022Q1-2023Q1 海外公司 Crazy Maple Studios (简称 CMS) 收入平稳, 版税和运维成本稳定, 运营制作成本节约带动营业成本下降。2023Q1 因开发 My Escape 等新品, 成本端较 2022Q4 增长。但较之 2022 年前三季度, 2023Q1 的毛利率已提升至 86%, 运营制作成本占收入下降至 9%。2022 年公司整体运营成本占比收入为 7%, 高于海外 CMS 的运维成本比例, 据此判断, 随着 AIGC 技术成熟和应用落地, 国内业务运营成本有望进一步降低, 带动整体毛利率改善。

表5: 海外公司 CMS 财务数据

百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023M9
CMS营业收入	96.66	90.22	90.85	88.38	91.26	277.73
CMS毛利率	83%	82%	82%	91%	86%	82%
CMS营业成本	16.32	16.63	15.92	7.72	12.49	48.87
CMS运营制作成本	11.61	12.41	11.63	3.44	8.55	35.64
占比CMS营业收入	12%	14%	13%	4%	9%	13%
占比CMS营业成本	71%	75%	73%	45%	69%	73%
CMS版税成本	2.71	2.45	2.44	2.38	1.98	7.61
占比CMS营业收入	3%	3%	3%	3%	2%	3%
CMS运维成本	2.01	1.77	1.85	1.90	1.95	5.63
占比CMS营业收入	2%	2%	2%	2%	2%	2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们预计中文在线 2023-2025 年营收增速分别为 26%、17%、22%，预测依据如下。

1) 随着 2023 年各大互联网平台采购需求修复, 公司的网站授权业务收入有望恢复增长。2) 公司积极拥抱 AI, 有望提升版权开发规模, 预计版权衍生及其他收入有望持续增长。3) 教育及其他业务占比公司营收较低, 且 2022 年已计提减值, 我们预计未来年度营收基本持平 2022 年。

4) CMS 出表对营收的影响: CMS 主要收入来自互动视觉阅读和海外付费视频剧业务, 我们预计 2023 年两块业务收入增速分别为 30%和 351%, 依据如下。互动视觉阅读业务收入主要来自 Chapters、MyEscape 等产品, 有望借助 AI 生成更多的、更个性化的内容。海外付费视频剧主要为 ReelShort 等产品, 由于是新发力业务, 预计增速较高。由于 CMS 于 2023/5/1 出表, 我们假设 2023 年 CMS 营收按照 $4/12=33.3\%$ 计入中文在线营收, 2024-2025 不计入中文在线营收。

考虑到 AI 研发投入对费用端影响, 我们将 2023-2025 年 EPS 预测从 0.22/0.30/0.36 元下调至 0.18/0.24/0.31 元。公司当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 83/62/48 倍, 我们看好公司的 IP+AI 业务布局和优质内容壁垒, 维持“买入”评级。

表6: 中文在线主营业务收入拆分及预测

百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中文在线营业收入	1,188.85	1,179.55	1,486.26	1,733.83	2,111.48
	yoy	-1%	26%	17%	22%
1 文化	1,137.62	1,152.83	1,459.54	1,707.11	2,084.76
	yoy	1%	27%	17%	22%
1.1 网站授权业务	308.19	172.48	258.72	362.21	470.88
	yoy	-44%	50%	40%	30%
1.2 版权衍生业务	314.73	677.06	1,069.39	1,344.90	1,613.88
	yoy	115%	58%	26%	20%
1.2.1 付费视频剧	4.06	315.01	598.73	756.57	907.89
	yoy	7667%	90%	26%	20%
国内付费视频剧	NA	252.19	504.38	756.57	907.89
	yoy		100%	50%	20%
CMS 付费视频剧	NA	62.82	283.03	566.06	849.09
	yoy		351%	100%	50%
计入中文在线的部分	NA	62.82	94.34	0	0
	计入比例	100%	33%	0%	0%
1.2.1 除付费视频剧以外	310.68	362.05	470.66	588.33	705.99
	yoy	17%	30%	25%	20%
1.3 CMS 互动视觉阅读	514.70	303.29	394.28	473.13	544.11
	yoy	-41%	30%	20%	15%
计入中文在线的部分	514.70	303.29	131.43	0	0
	计入比例	100%	33%	0%	0%
2 教育及其他业务	51.23	26.72	26.72	26.72	26.72
	yoy	-48%	0%	0%	0%
注:					
海外公司 CMS	599.25	366.11	677.31	1,039.19	1,393.20
	yoy	-39%	85%	53%	34%
计入中文在线的部分	599.25	366.11	225.77	-	-
	计入比例	100%	100%	33%	0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 蓝底为核心假设, 部分数据未披露, 用“NA”表示。

5. 风险提示

海外采集价格上涨风险: 若优质数字版权竞争加剧、版权采集价格上涨, 将对公司的盈利能力和成长性产生影响。

版权诉讼与盗版侵权风险: 现阶段我国数字出版的版权保护机制尚不完善, 市场上仍然存在部分以盗版方式取得并传播数字阅读内容的现象, 公司在一定时期内仍将面临被盗版侵权的风险。

AI 技术发展不及预期风险: AIGC 作为前沿新兴技术仍处于快速发展期, 项目未来的实施进度以及能否达到预期, 存在较大的不确定性。

中文在线三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,071	1,355	1,494	2,002	营业总收入	1,180	1,486	1,734	2,111
货币资金及交易性金融资产	612	734	949	1,191	营业成本(含金融类)	591	584	683	834
经营性应收款项	288	426	366	594	税金及附加	2	4	3	4
存货	1	6	0	9	销售费用	462	580	642	771
合同资产	11	10	14	16	管理费用	173	134	156	190
其他流动资产	158	179	164	192	研发费用	133	150	139	169
非流动资产	794	828	860	893	财务费用	6	(6)	(8)	(13)
长期股权投资	158	158	151	148	加:其他收益	11	15	17	21
固定资产及使用权资产	43	46	50	53	投资净收益	17	30	43	53
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	286	317	356	391	减值损失	(200)	(2)	(3)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	(360)	84	177	228
其他非流动资产	305	304	301	299	营业外净收支	0	50	2	2
资产总计	1,865	2,183	2,354	2,895	利润总额	(360)	134	180	231
流动负债	622	807	799	1,111	减:所得税	(1)	1	1	1
短期借款及一年内到期的非流动负债	277	347	394	453	净利润	(359)	133	179	230
经营性应付款项	107	183	105	279	减:少数股东损益	3	0	0	0
合同负债	143	158	175	220	归属母公司净利润	(362)	133	178	229
其他流动负债	95	118	124	159	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.50)	0.18	0.24	0.31
非流动负债	31	31	31	31	EBIT	(214)	50	129	165
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(104)	81	168	200
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.89	60.72	60.62	60.51
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	(30.69)	8.95	10.29	10.85
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	(0.78)	26.00	16.66	21.78
负债合计	653	837	829	1,141	归母净利润增长率(%)	(466.45)	136.75	34.14	28.36
归属母公司股东权益	1,154	1,287	1,465	1,694					
少数股东权益	59	59	59	60					
所有者权益合计	1,212	1,345	1,524	1,754					
负债和股东权益	1,865	2,183	2,354	2,895					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13	48	207	211	每股净资产(元)	1.57	1.76	2.01	2.32
投资活动现金流	(38)	13	(28)	(15)	最新发行在外股份(百万股)	730	730	730	730
筹资活动现金流	105	61	36	46	ROIC(%)	(12.68)	3.13	7.06	7.93
现金净增加额	92	122	215	242	ROE-摊薄(%)	(31.38)	10.34	12.18	13.52
折旧和摊销	110	31	39	35	资产负债率(%)	35.00	38.36	35.24	39.42
资本开支	(146)	(6)	(70)	(62)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	82.78	61.71	48.08
营运资本变动	69	(48)	22	(13)	P/B(现价)	9.62	8.56	7.52	6.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>