

中文在线 (300364)

# 23H1 中报点评：付费视频剧推动营收高速增长，看好中长期利润贡献

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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)	-	86.07	64.17	49.99

关键词: #新产品、新技术、新客户

## 投资要点

■ **事件:** 23H1/23Q2 公司营收 6.5/3.6 亿元, yoy+34.5%/+43.5%; 23H1 归母净利润-0.4 亿元(22H1 为-0.6 亿元), 扣非归母净利润-1.1 亿元(22H1 为-0.4 亿元)。营收增长迅速, 净利润有待修复。

■ **收入增长主要由付费视频剧推动, 中长期逐步贡献利润。**中文在线 22 年启动付费视频剧业务, 已贡献可观收入。国内视频剧业务于 22 年初启动, 将旗下 IP 改编为视频剧后, 在短视频平台进行投放。海外视频剧业务方面, 于 22 年 8 月推出 ReelShort 应用, 主打 1 分钟竖屏短剧, 含英语、印尼语、西班牙语、泰语、德语、葡萄牙语等版本。根据 SensorTower 数据, 23 年 7 月 ReelShort 在 Google Play 和 App Store 的总下载量达 190 万次, 月流水达 600 万美元。

由于该业务仍处于投流阶段, 短期内销售费用增长较快。22 年全年付费视频剧营收 3.2 亿元, 占总营收 27%; 22 年全年付费视频剧营业成本 2.2 亿元、毛利润 1.0 亿元、推广费用 0.9 亿元(占该业务营收的 28%)。我们认为随着付费视频剧从获客阶段步入变现阶段, 对费用端的压制将逐步减弱, 净利率亦将同步改善。

■ **CMS 出表对收入有一定影响, 对归母净利影响较小。**公司 4 月发布公告, 对海外子公司 Crazy MapSle Studio (简称 CMS) 的表决权从 50.9% 调整为 47.8%, 持股比例维持 49.16% 不变, 出表后改为权益法计量。1) 收入端, 2022 年 CMS 营收 3.7 亿元, 全部计入中文在线(占中文在线营收 31.0%), 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, 剩余 52.2% 属于少数股东权益; 出表后, CMS 净利润按照持股比例确认投资收益, 对归母净利润整体影响较小。

■ **较多产品有待上线, 后续增长值得期待。**公司已于上半年上线较多中短剧和有声书, 下半年有明确的产品上线, 其中 S 级动画《修罗武神》定档 9 月播出, 有望推动收入快速增长。

1) **中短剧方面,** 3 月已上线短剧《招惹》, 下半年将推出 IP 改编作品《咕咚咕咚喜欢你》《错位》, 此外《月上东宫》《仙君有劫》《过招》等数十部作品已拍摄完毕, 正在后期制作阶段, 将于年内陆续上线。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	15.69
一年最低/最高价	6.57/27.76
市净率(倍)	10.09
流通 A 股市值(百万元)	10,352.19
总市值(百万元)	11,452.75

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.56
资产负债率(% ,LF)	33.24
总股本(百万股)	729.94
流通 A 股(百万股)	659.80

## 相关研究

《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》

2023-08-23

- 2) **有声书方面**，2023 年已上线真人有声书 60 余部作品，其中重磅作品《修罗武神》、《九星霸体诀》累计播放量分别超 50 亿、超 19 亿。《重回 1990》《权利巅峰》《超级兵王》《都市全能高手》《混沌剑神》《网游之纵横天下》等多部作品累计亿级播放量。公司的 AI 主播已实现单播、双播、多人播制作方式，支持制作玄幻、悬疑、武侠、历史、言情等不同类型的作品，并能区分旁白、角色音。
- 3) **动画方面**，公司与企鹅影视联合出品的 S 级动画《修罗武神》预计九月份播出；《萌神》《吾名玄机》正在进行前期动画开发工作，此外有多部 IP 改编动画正在创作中，《罗小黑战记 2》预计 2024 年底完成。
- 4) **漫画方面**，动态漫《我在诡秘世界玩嗨了》、《混沌剑神》分别于 3 月、5 月上线，热度较高，《福宝三岁半》《斩月》等项目与海外成功签约。
- **盈利预测与投资评级**：公司拥有优质 IP 和海量正版数据，前沿布局 AI 技术，已在多个产品形态上投入应用。IP+AI 战略的积极影响已见于收入端，随着用户体验改善和用户规模增长，我们预计利润端亦将逐步反映。我们维持公司 23-25 年归母净利润 1.3/1.8/2.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 86/64/50 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧，知识产权保护风险，海外业务拓展风险。

## 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
<b>流动资产</b>	<b>1,071</b>	<b>1,355</b>	<b>1,494</b>	<b>2,002</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,180</b>	<b>1,486</b>	<b>1,734</b>	<b>2,111</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>794</b>	<b>828</b>	<b>860</b>	<b>893</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>(360)</b>	<b>84</b>	<b>177</b>	<b>228</b>
其他非流动资产	305	304	301	299	营业外净收支	0	50	2	2
<b>资产总计</b>	<b>1,865</b>	<b>2,183</b>	<b>2,354</b>	<b>2,895</b>	<b>利润总额</b>	<b>(360)</b>	<b>134</b>	<b>180</b>	<b>231</b>
<b>流动负债</b>	<b>622</b>	<b>807</b>	<b>799</b>	<b>1,111</b>	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	<b>净利润</b>	<b>(359)</b>	<b>133</b>	<b>179</b>	<b>230</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(362)</b>	<b>133</b>	<b>178</b>	<b>229</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>653</b>	<b>837</b>	<b>829</b>	<b>1,141</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,212</b>	<b>1,345</b>	<b>1,524</b>	<b>1,754</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,865</b>	<b>2,183</b>	<b>2,354</b>	<b>2,895</b>					

  

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)	-	86.07	64.17	49.99
营运资本变动	69	(48)	22	(13)	P/B(现价)	10.01	8.90	7.82	6.76

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>