

构筑原创内容护城河，元宇宙布局值得关注

投资要点

- **事件:** 中文在线发布 2021 年年度报告及 2022 年一季报: 2022 年 Q1, 公司实现营收 2.3 亿元, 同比增长 5.7%; 归母净亏损 1616 万元, 同比收窄 39.3%; 2021 年实现营收 11.9 亿元, 同比增长 21.8%; 实现归母净利润 1 亿元, 同比增长 101.9%, 为 2015 年以来最高水平; 扣非净利润 2344 万元, 同比增长 150.5%。
- **全品类+垂类齐头并进, 多维度持续创造优质内容。** 公司深耕内容创作领域, 旗下全品类平台 17K 小说网与万丈书城、四月天小说网、奇想宇宙、迷想计划等垂类平台齐头并进, 兼顾内容资源的覆盖广度以及在某一垂类方向的积累深度。目前公司当前拥有数字内容超 510 万种, 签约版权机构 600 余家, 原创驻站作家超过 440 万, 签约知名作家、畅销书作者 2000 余位, 内容生态发展护城河已现。
- **原创内容领域扎实积累, 延伸文学 IP 产业链条。** 公司以文学 IP 为核心, 从传统的网文连载, 逐步转向“网文连载+IP 轻衍生同步开发”的创作新模式。目前公司已培育开发包括音频、中短剧、动漫、影视等的 IP 衍生业务, 实现 IP 全生命周期经营, 不断拓宽 IP 变现路径, 同时投资多家产业链优质公司, 公司 IP 变现能力有望持续提高。
- **多产品多语言海外布局, 网络文学出海潜力可期。** 公司采用多产品多语言国际化布局, 推出互动式视觉阅读平台 Chapters、动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss 等多款产品, 并打造六大语言版本互动式视觉平台, 加速全球市场渗透。海外网络文学市场尚属蓝海市场背景下, 海外布局或将培育公司盈利新增长点。
- **积极推进元宇宙布局, 相关业务仍处探索阶段。** 1) 成立杭州中文元宇宙科技有限公司和海南中文在线元宇宙科技有限公司两个全资子公司, 专注元宇宙相关技术研发; 2) 支持建设“清华大学新闻与传播学院元宇宙文化实验室”, 产学研结合助力元宇宙探索; 3) 面向全球优秀作家推出“元宇宙征文大赛”, 迄今已收到超 10000 部元宇宙文学作品; 4) 与两点十分等多家公司签订《虚拟数字人联合开发合作协议》, 在虚拟人领域进行深度布局, 元宇宙布局前景值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2 亿元、2.1 亿元和 2.5 亿元, 归母净利润 CAGR 为 37%, 公司具备丰富的原创内容储备以及优质内容持续生产能力, 竞争壁垒或将得以巩固, 作为国内领先的数字版权供应商, 后续快速发展值得关注, 按 PEG 约等于 1 时估值, 我们给予公司 38 倍 PE, 对应目标价 10.30 元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业政策风险, 市场竞争加剧的风险, 业务发展不及预期的风险, IP 价值波动的风险, 核心内容创作者流失的风险。

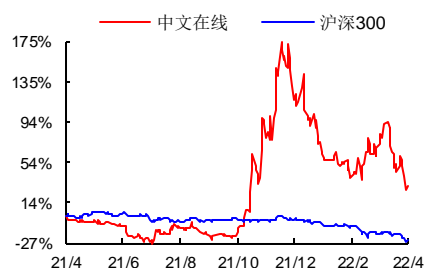
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1188.85	1421.51	1671.53	1932.95
增长率	21.82%	19.57%	17.59%	15.64%
归属母公司净利润(百万元)	98.79	197.29	208.43	252.38
增长率	101.93%	99.70%	5.65%	21.08%
每股收益 EPS(元)	0.14	0.27	0.29	0.35
净资产收益率 ROE	8.94%	11.47%	12.27%	13.04%
PE	64	32	30	25
PB	4.06	3.64	3.39	3.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.27
流通 A 股(亿股)	6.46
52 周内股价区间(元)	5.06-19.09
总市值(亿元)	65.60
总资产(亿元)	21.00
每股净资产(元)	2.09

相关研究

目 录

1 公司概况	1
2 主营业务分析	3
2.1 全品类+垂类齐头并进，多维度持续创造优质内容	3
2.2 服务数字内容销售渠道，引领知识产权保护体系建设	4
2.3 IP 全生命周期经营，拓展变现路径	6
2.4 多产品多语言海外布局，看好海外市场潜力	7
3 推进元宇宙布局，数字内容提供场景支撑	9
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司前五大股东	1
图 3: 公司 2015 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2015 年以来归母净利润及增速	2
图 5: 公司 2017 年以来主营业务结构情况	2
图 6: 公司 2017 年以来主营业务毛利情况	2
图 7: 全品类平台 17K 小说网.....	3
图 8: 网文大学持续培养优秀网文作者.....	4
图 9: 公司部分合作渠道	5
图 10: 权哨产权保护平台.....	5
图 11: 鸿达以太界面	6
图 12: IP 影视化作品	7
图 13: 2020、2021 年公司海外收入及增长率.....	8
图 14: Chapters 用户界面	8
图 15: 元宇宙实验室揭牌仪式.....	9
图 16: 元宇宙征文大赛公告	10
图 17: 中文在线优质 IP.....	10
图 18: 两点十分虚拟偶像“点赞仙”	10

表 目 录

表 1: 公司垂类平台目标领域和优秀项目.....	4
表 2: 北京中文奇迹文化科技有限公司投资人及其投资规模、持股比例.....	7
表 3: 元宇宙相关子公司情况.....	9
表 4: 分业务收入及毛利率	11
附表: 财务预测与估值	12

1 公司概况

北京中文在线数字出版股份有限公司是国内最大的正版数字内容提供商之一。公司确定了“夯实内容、服务产业、决胜 IP”，国内国际双轮驱动的发展战略，聚焦数字内容生产与授权、IP 培育与衍生开发，公司当前拥有数字内容超 510 万种，签约版权机构 600 余家，原创驻站作家超过 440 万，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位。未来十年，公司致力于成为“数字文化内容领跑者”，将深度参与新一代互联网的开发和建设，探索元宇宙领域的内容与 IP 开发和应用，发展前景广阔，未来可期。

公司发展历程：公司于 2000 年成立于清华园，2002 年将数字出版成功首次应用在基础教育领域，推出“中小数字图书馆”；2006 年成立原创文学 17K 小说网，奠定持续优质内容产出基础；2008 年与中国移动达成战略合作，2014 年战略投资中国电信天翼阅读，打开移动运营商内容分销渠道；2015 年登陆深交所创业板，成为“数字出版第一股”；2017 年成立海外公司并推出 Chapters，进军海外市场；2021 年引入腾讯、百度作为战略投资者，深化战略合作。

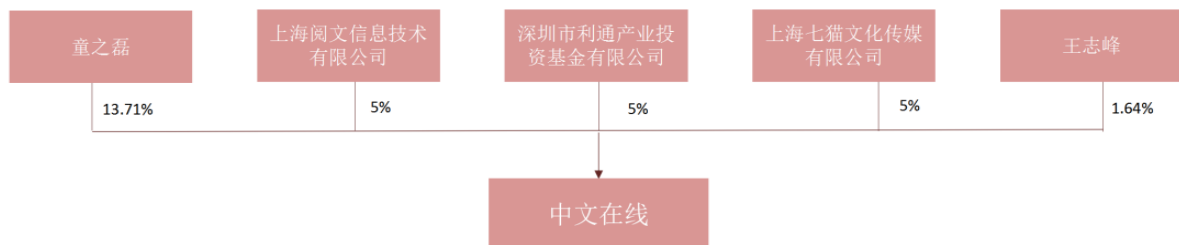
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

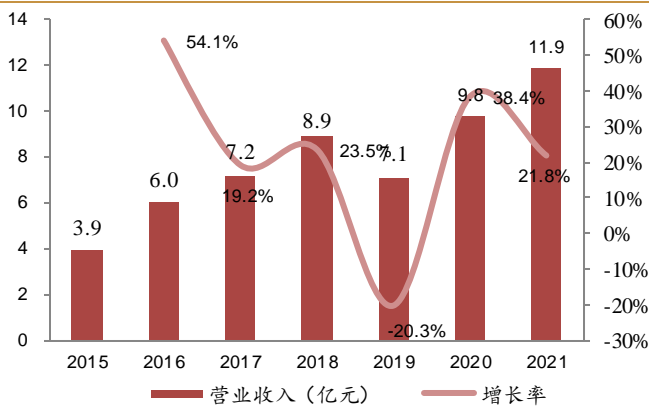
公司股权结构：公司实控人持股 13.7%，腾讯系、百度七猫为公司第二、三大股东。2021 年 1 月 25 日，公司原流通股股东文睿公司转让 5% 股份至百度七猫，原流通股股东启迪华创转让 10% 股份至上海阅文、深圳利通。其中，上海阅文是腾讯旗下 IP 内容平台，深圳利通为腾讯旗下产业基金，百度七猫为百度间接控股子公司。至此，腾讯系、百度系成为公司第二、三大股东，分别持股 10%、5%，公司实控人童之磊直接持股 13.7%。

图 2：公司前五大股东

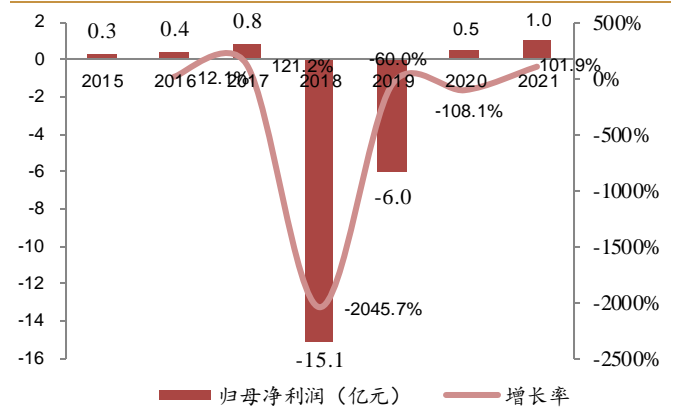


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：1) 营业收入方面：2015-2018 年公司营业收入稳步增长，复合增长率为 28.4%。2019 年因广告业务及游戏发行业务大幅下降，营业收入同比下降 20.3%至 7.1 亿元。2020 年和 2021 年，文化业务持续发力拉动公司营业收入逐步增长，2021 年实现营业收入 11.9 亿元，同比增长 21.8%。2) 归母净利润方面：2018 年公司归母净利润大幅下降至-15.1 亿元，主要因游戏版号停发，子公司晨之科未能完成业绩对赌计提大额资产减值所致。2019 年受营收下降和资产减值影响，归母净利润亏损 6 亿元。2020 年和 2021 年，受益于文化业务增长，公司实现扭亏为盈，2021 年归母净利润约 1 亿元，同比增长 101.9%，为 2015 年以来的最高水平。

图 3：公司 2015 年以来营业收入及增速


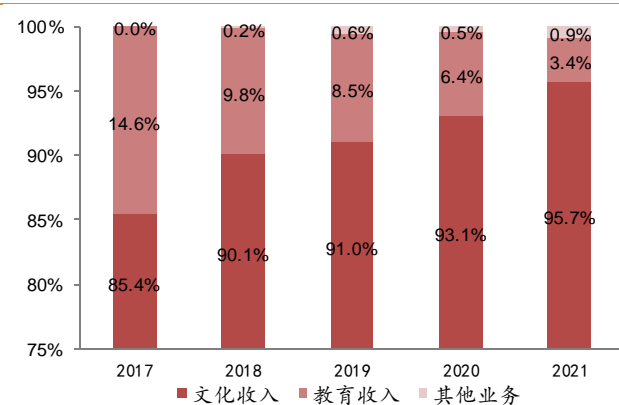
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来归母净利润及增速


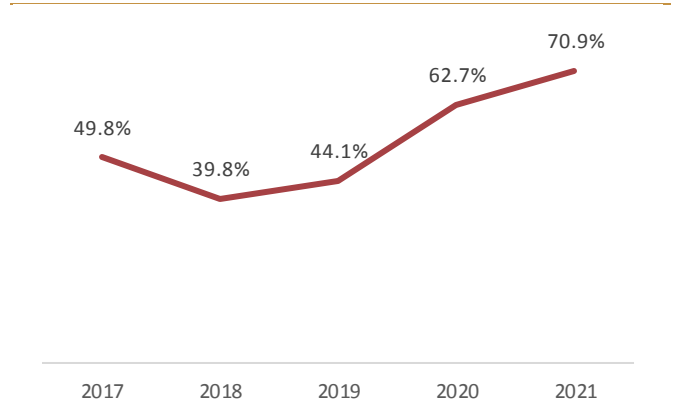
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司聚焦文化主业，主动收缩教育业务。近年来文化板块收入逐渐成为公司最主要的收入来源，2017 年以来，公司文化板块收入占比始终维持在 85%以上，且呈现逐年上涨的趋势，2021 年公司文化板块收入占比达 95.7%，已成为公司的支柱业务；教育板块收入占比逐年萎缩，由 2017 年的 14.6%下降至 2021 年的 3.4%。

毛利率：2017-2019 年公司毛利率水平基本保持稳定，近两年得益于文化收入占比提升，毛利率随之快速增长，2020 年毛利率达 62.7%，2021 年毛利率达 70.9%。

图 5：公司 2017 年以来主营业务结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2017 年以来主营业务毛利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 主营业务分析

2.1 全品类+垂类齐头并进，多维度持续创造优质内容

优质版权内容是公司的核心竞争力。公司深耕内容创作领域，旗下全品类平台 17K 小说网与万丈书城、四月天小说网、奇想宇宙、谜想计划等垂类平台齐头并进，兼顾内容资源的覆盖广度以及在某一垂类方向的积累深度。目前公司当前拥有数字内容超 510 万种，签约版权机构 600 余家，原创驻站作家超过 440 万，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位，内容生态发展护城河已现。

17K 小说网是公司核心的全品类原创内容生产平台。17K 小说网是公司原创内容的重要来源，涵盖玄幻奇幻、都市言情、武侠仙侠、青春校园等多种热门垂类内容，平台受众覆盖范围广泛，积累了大量优质原创内容。目前平台拥有《第九特区》、《修罗武神》、《九星霸体诀》、《超级兵王》、《混沌剑神》、《龙纹战神》等点击过亿的作品，以及如《长生》、《风起龙城》、《我是剑仙》、《万古第一神》等多部表现优异的作品，并与善良的蜜蜂、堵上西楼、风御九秋、风青阳、梦入洪荒、平凡魔术师、失落叶、伪戒、皇甫奇、关外西风、观棋等多位知名作家签约，预计未来仍将强势输出大量高品质原创内容。

图 7：全品类平台 17K 小说网



数据来源：17K 小说网，西南证券整理

垂类平台建设持续加强。公司持续加强垂类平台建设，深耕多个细分领域的内容积累，拥有万丈书城、四月天小说网、奇想宇宙、谜想计划等垂类平台。1) 万丈书城是公司打造的新媒体原创内容网站，拥有新媒体 A 级爆款作品《永不放弃》以及测试储备重点 S 级作品《少年青衣》等优质作品。2) 四月天小说网是聚焦古风女频的原创小说网站，《穿书后，我娇养了反派摄政王》、《摄政王的神医狂妃》、《农园锦绣》等多部表现优异的作品。3) 奇想宇宙以科幻 IP 培育和变现为目标，原创内容涵盖太空探索、智慧生命、机器人、生化医疗、虚拟现实、区块链、新材料等多种科幻主题。4) 谜想计划是公司旗下的泛悬疑站，以

喜爱悬疑推理内容的读者为目标客户，已推出“谜想故事奖”、“谜 X 档案”等项目。预计随着各垂类平台规模、原创能力逐渐提高，公司将拥有多个垂类领域的大量优质内容积累。

表 1：公司垂类平台目标领域和优秀项目

平台	目标领域	优秀项目
万丈书城	新媒体原创内容	《永不放弃》、《少年青衣》等
四月天小说网	古风女频	《穿书后，我娇养了反派摄政王》、《摄政王的神医狂妃》、《农园锦绣》等
奇想宇宙	科幻	组织元宇宙征文大赛科幻赛区
谜想计划	泛悬疑	“谜想故事奖”、“谜 X 档案”

数据来源：公司公告，西南证券整理

成立“网络文学大学”建设作者培育生态，强化内容持续输出能力。作者是内容创作的核心，公司 2013 年成立网文大学并邀请诺贝尔文学奖得主莫言教授担任首届名誉校长，为作者培训、选题策划、辅助编校和后期发布运营等全流程精细化服务。目前累计培训学员超过 6 万余人，覆盖全网超过 100 家原创文学网站。在此过程中，网文大学不仅培育作者，还与作者建立起深厚的情感连结，有助于公司吸纳优质作者资源、内容资源，进一步强化内容持续输出能力。

图 8：网文大学持续培养优秀网文作者



数据来源：网文大学官网，西南证券整理

2.2 服务数字内容销售渠道，引领知识产权保护体系建设

公司作为数字内容生产领域的“领头羊”，发展过程中始终坚持服务产业，促进行业各方发展共赢。一方面，公司兼顾合作头部平台及拓展新兴渠道，持续扩大数字内容业务合作。另一方面，公司重视知识产权保护工作，引领全行业逐步建立知识产权保护体系，保障广大创作者的合法权益。

渠道方面。在原有三大运营商、互联网及移动互联网平台合作渠道的基础上,公司于 2021 年引入上海阅文、深圳利通、百度七猫作为公司重要股东,进一步拓宽数字内容销售渠道。当前,公司已形成由移动、联通、电信三大运营商,微信读书、QQ 阅读、手机百度、七猫小说等互联网阅读平台,以及喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人畅听、酷我畅听、番茄畅听等音频平台构成的销售渠道矩阵,数字内容业务合作持续扩大。

图 9: 公司部分合作渠道



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

知识产权保护方面。公司秉承“先授权、后传播”的原则,从成立之初便高度重视知识产权保护工作,并持续提高知识产权保护能力。公司以“长安链”为底层建设联盟链生态开发了区块链存证平台,并推出“权哨”、“无抄”两大平台。1)“权哨”平台: 致力于对侵犯著作权、商标权等的图片、文字、音频、视频内容等进行维权并向权利人提供多方位咨询服务; 2)“无抄”平台: 致力于解决“发现侵权难、鉴定抄袭难、诉讼维权难”等版权保护痛点,助力原创内容保护。目前,公司维权诉讼近万起,涉案作品超过十万部,对行业发展产生一定的积极影响。

图 10: 权哨产权保护平台



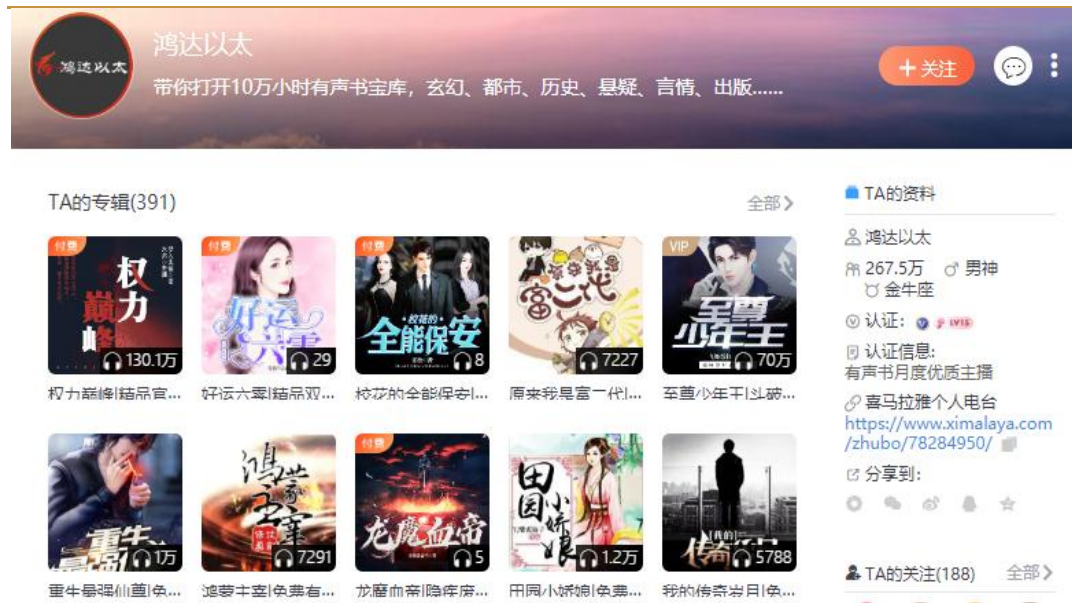
数据来源: 权哨官网, 西南证券整理

2.3 IP 全生命周期经营，拓展变现路径

公司凭借原创内容领域的扎实积累，延伸文学 IP 产业链条。公司以文学 IP 为核心，从传统的网文连载，逐步转向“网文连载+IP 轻衍生同步开发”的创作新模式。目前公司已培育开发包括音频、中短剧、动漫、影视等的 IP 衍生业务，实现 IP 全生命周期经营，不断拓宽 IP 变现路径，同时投资多家产业链优质公司，助力公司 IP 变现能力持续提高。

音频业务。公司在网络音频市场具有先发优势，旗下子公司鸿达以太是国内最大的有声内容生产出版社之一，也是全国最早的有声内容制作公司。鸿达以太拥有 45 万小时的音频资源，内容涵盖原创文学、传统文学、影视、教育、曲艺、管理、少儿等多个领域，受众范围广泛，拥有多部经典热门作品，例如音频平台累计播放量超 30 亿的《修罗武神》、喜马拉雅单平台播放量过亿的《重回 1990》、常居音频头部平台畅销榜单的《官途》和《九星霸体诀》。此外，公司应用 TTS 技术赋能音频作品生产，TTS 技术可以通过捕捉声纹，产出高质量仿真语音，从而实现文本到语音的快速转化，在提高音频作品生产效率的同时极大降低了生产成本。2021 年，公司使用 TTS 技术录制《正义的使命》、《西游：人在天庭，朝九晚五》等超两千部作品，一经上线便深受好评。

图 11：鸿达以太界面



数据来源：喜马拉雅，西南证券整理

中短剧、动漫、影视等衍生业务。公司注重影视化业务的发展，多部 IP 资源实现影视化，涵盖中短剧、动漫、影视剧等多种形式。1) 中短剧生产，公司与快手、抖音等短视频平台以及优酷、芒果 TV 等长视频平台展开合作，成功打造《每天都在拆官配》、《就想和你谈恋爱》、《夏虫可语冰》等优质中短剧，并拥有《别跟姐姐撒野》、《不妻而遇》等多个储备项目。2) 动漫生产，一方面《妖怪公寓》、《喜欢你我是狗》等作品陆续上线各大视频平台，与腾讯、原力动画合作的《修罗武神》正在制作中；另一方面，公司成功实现优质漫画出海，目前正与韩国、欧洲、北美、东南亚等地区采购公司洽谈 IP 改编权或 IP 作品。

图 12: IP 影视化作品


数据来源：公司公告，西南证券整理

3) 影视生产, 公司与爱奇艺、青梧成立合资公司, 进一步强化 IP 影视化变现能力。2020 年 5 月 20 日, 公司发布公告称, 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) 合资设立北京中文奇迹文化科技有限公司, 主要开展影视制作、影视项目投资业务, 目前已完成《陌上人如玉》、《超时空罗曼史》、《造作时光》的拍摄工作, 预计上线各大视频平台。爱奇艺是国内领先的影视剧制作和播放平台, 拥有规模庞大的会员用户群体, 预计能够为公司 IP 影视化变现提供强有力的渠道。

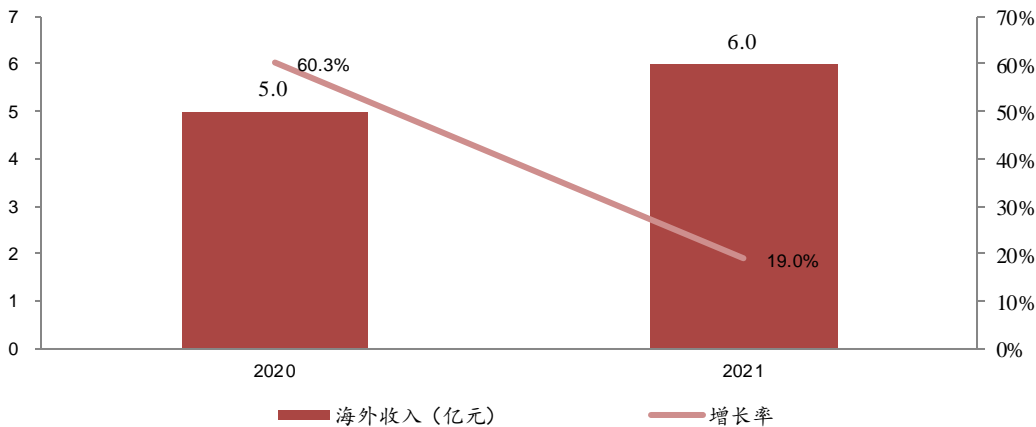
表 2: 北京中文奇迹文化科技有限公司投资人及其投资规模、持股比例

股东	注册资本 (万元)	持股比例
中文在线数字出版集团股份有限公司	3000	30%
北京爱奇艺科技有限公司	3400	34%
宁波青梧企业管理合伙企业 (有限合伙)	3600	36%

数据来源：公司公告，西南证券整理

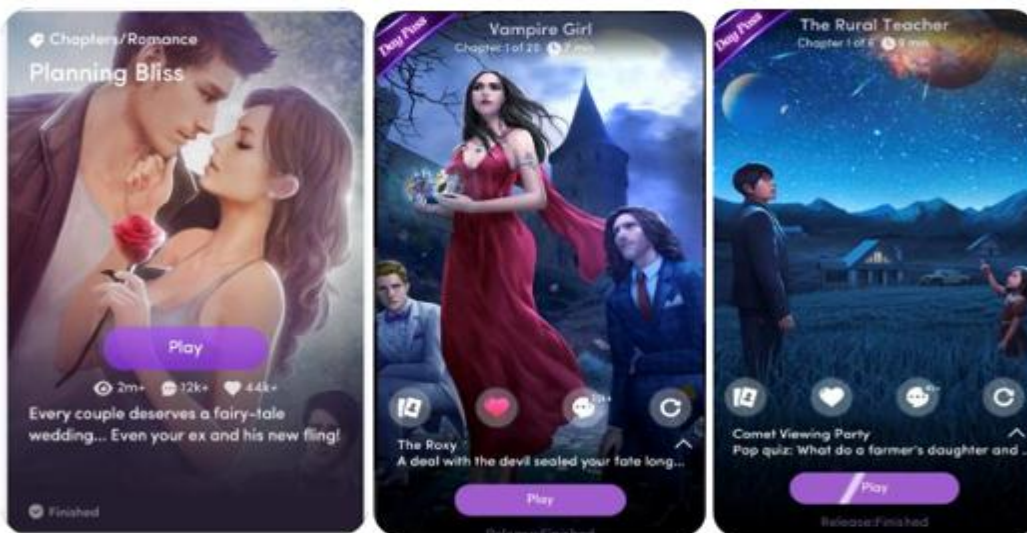
2.4 多产品多语言海外布局, 看好海外市场潜力

公司看准海外市场发展潜力, 采用多产品多语言的领先国际化布局加快海外市场渗透。2020 年和 2021 年, 公司采用多产品多语言的领先国际化布局加快海外市场渗透, 海外收入持续扩张, 2021 年实现海外营业收入约 6.0 亿元, 同比增长 19.0%。在“一带一路”、“走出去”等国家政策倡导下, 文化出海因其具有增强文化影响力、提升文化软实力的优势, 是“走出去”的重要一环。网络文学是中国文化的重要组成部分, 随着文化“走出去”战略持续推进, 预计公司海外收入将进一步增长, 海外市场发展潜力巨大。

图 13：2020、2021 年公司海外收入及增长率


数据来源：艾瑞网，西南证券整理

产品布局上，公司推出 Chapters、Spotlight、Kiss 多类型产品，满足不同偏好的用户需求。Chapters 是 2017 年推出的互动式视觉阅读平台。将交互体验和视觉小说相结合，满足海外用户的新阅读需求。现已推出浪漫、悬疑、魔幻、校园、科幻等多个题材，满足用户多元内容需求；同时发展连接读者和作者的短信小说平台，吸引更多作者、读者入驻 Chapters，扩大平台规模。Chapters 上线以来表现优异，2019 年排名不断提升，稳居美国 iPhone Top Grossing 榜单前列，位列全球视觉小说市场前两名；2019 年累计注册用户数超 1500 万，活跃作者增加超 30%。此外公司还拥有全新动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss。

图 14：Chapters 用户界面


数据来源：公司公告，西南证券整理

语言布局上，公司推出多语言版本的互动式视觉平台，包括英语、德语、西语、俄语、法语、韩语、日语、葡语、波兰语、意大利语、土耳其语等十几个语种，加速公司产品向全球更多国家渗透，深化公司国际化布局。目前，公司在海外市场细分领域居于行业领先地位。

3 推进元宇宙布局，数字内容提供场景支撑

公司加强内外协同合作，积极推进元宇宙布局。

1) 2021 年 11 月 25 日，中文在线全资子公司杭州中文宇宙科技有限公司成立，注册资本为人民币 1000 万元，公司经营范围包括虚拟现实设备制造、人工智能应用软件开发、人工智能基础软件开发，以及区块链技术相关软件和服务等。2022 年 4 月 1 日公司在海南成立全资子公司海南中文在线宇宙科技有限公司，注册资本 1000 万元，公司经营范围包括数字文化创意软件开发；数字内容制作服务；虚拟现实设备制造；人工智能公共服务平台技术咨询；人工智能应用软件开发；人工智能基础软件开发；区块链技术相关软件和服务等。公司内部设立公司元宇宙专项基金支持业务探索；成立了元宇宙相关团队约 65 人，包含文学事业部、IP 事业部、知识产权事业部以及研发中心相关人员。

表 3：元宇宙相关子公司情况

成立时间	公司名称	注册资本
2021 年 11 月 25 日	杭州中文宇宙科技有限公司	1000 万元
2022 年 4 月 11 日	海南中文在线宇宙科技有限公司	1000 万元

数据来源：企查查，西南证券整理

2) 支持建设“清华大学新闻与传播学院元宇宙文化实验室”，实验室将以产学研相结合的方式，在未来媒体技术发展、元宇宙文创、元宇宙指数、虚拟数字人指数等元宇宙领域展开研究，力图将实验室打造成国内行业前瞻性、理论开拓性、研发创新性兼具的元宇宙科研机构。

图 15：元宇宙实验室揭牌仪式



数据来源：清华大学新闻与传播学院官网，西南证券整理

公司海量优质数字内容，为元宇宙场景落地提供内容支撑。中文在线拥有海量优质数字内容积累和持续原创内容的生产能力，与元宇宙有着共同的虚拟现实交互属性，是元宇宙内容构建的绝佳渠道来源，而且以文学作品为基础可以衍生出游戏、动漫、音频、影视等多种业态的数字内容，可有效支撑起元宇宙多元化的场景需求。其拥有的优质 IP 可为元宇宙场景落地提供内容支撑，改变人与内容的体验方式，形成崭新的故事情境。目前已推出面向全

球优秀作家的“元宇宙征文大赛”，是全行业首次以元宇宙、区块链、虚拟现实等要素为主题的全新概念征文大赛。大赛评委涵盖文学界、产业界、科技界的资深专家，包括著名科幻作家韩松、何夕，网文顶级作家唐家三少、今何在，茅盾文学奖、鲁迅文学奖双奖得主毕飞宇等。大赛将评选出第一批具备元宇宙内容形态的故事 IP，迄今已收到超 10,000 部元宇宙文学作品。

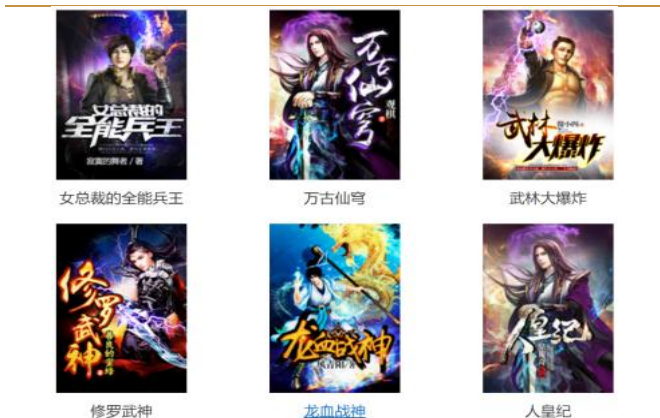
图 16：元宇宙征文大赛公告



数据来源：公司官网，西南证券整理

虚拟人领域深度布局，打造“不塌房”的优质虚拟 IP。中文在线在虚拟人领域开始进行深度布局，已与两点十分签订了《虚拟数字人联合开发合作协议》，共同探索内容 IP 领域的虚拟数字人应用场景及商业变现模式、虚拟数字人智能内容创作、虚拟 IP 打造、虚拟 IP 运营及孵化路径等。同时公司也与多家虚拟数字人技术公司和业内技术领先的 AR/VR/MR/XR 公司合作，开发基于内容 IP 领域的数字虚拟人、虚实结合等技术及应用场景。

图 17：中文在线优质 IP



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：两点十分虚拟偶像“点赞仙”



数据来源：百度百科，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着优质资源助力，公司各项业务步入发展快车道；

假设 2：文化业务保持较快增长态势，2022-2024 年预计业务增速为 20%/18%/16%，毛利率维持在 71% 以上；

假设 3：教育业务逐步企稳回升，2022-2024 年毛利率维持在 69% 以上。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
文化业务	收入	1137.6	1365.1	1610.9	1868.6
	增速	25.2%	20.0%	18.0%	16.0%
	毛利率	71.0%	71.2%	71.4%	71.6%
教育业务	收入	40.6	44.6	47.8	50.2
	增速	-34.8%	10.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	69.2%	69.0%	69.5%	70.0%
其他	收入	10.7	11.7	12.9	14.2
	增速	117.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	56.7%	56.0%	56.0%	56.0%
合计	收入	1188.9	1421.5	1671.5	1932.9
	增速	21.8%	19.6%	17.6%	15.6%
	毛利率	70.9%	71.0%	71.2%	71.4%

数据来源：Wind，西南证券

公司具备丰富的原创内容储备以及优质内容的持续生产能力，竞争壁垒或将进一步巩固，作为国内领先数字版权供应商，我们看好公司后续快速发展，按 PEG 约等于 1 时估值，给予公司 2022 年 38 倍 PE，对应目标价 10.3 元，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

行业政策风险，市场竞争加剧的风险，业务发展不及预期的风险，IP 价值波动的风险，核心内容创作者流失的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1188.85	1421.51	1671.53	1932.95	净利润	144.73	207.67	242.12	283.39
营业成本	346.51	412.16	480.95	551.97	折旧与摊销	72.10	70.45	70.45	70.45
营业税金及附加	3.03	3.62	4.26	4.93	财务费用	4.89	-1.42	-0.84	-0.97
销售费用	430.30	639.68	685.33	792.51	资产减值损失	-29.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	166.39	227.44	250.73	289.94	经营营运资本变动	-86.32	-78.05	-28.47	-16.91
财务费用	4.89	-1.42	-0.84	-0.97	其他	-74.73	-74.43	-0.19	0.06
资产减值损失	-29.50	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	31.18	124.22	283.08	336.02
投资收益	51.25	75.00	0.00	0.00	资本支出	203.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	17.76	0.00	0.00	0.00	其他	-274.34	205.83	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-71.22	205.83	0.00	0.00
营业利润	169.17	215.03	251.10	294.57	短期借款	118.13	-245.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.27	4.03	4.30	4.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	174.44	219.06	255.40	298.93	股权融资	16.60	0.00	0.00	0.00
所得税	29.70	11.39	13.28	15.54	支付股利	0.00	-41.31	-78.92	-83.37
净利润	144.73	207.67	242.12	283.39	其他	-50.87	16.75	0.84	0.97
少数股东损益	45.94	10.38	33.69	31.01	筹资活动现金流净额	83.86	-269.56	-78.08	-82.41
归属母公司股东净利润	98.79	197.29	208.43	252.38	现金流量净额	40.21	60.49	205.00	253.62
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	495.30	555.79	760.79	1014.41	成长能力				
应收和预付款项	283.64	310.67	374.67	427.53	销售收入增长率	21.82%	19.57%	17.59%	15.64%
存货	1.58	1.31	1.81	2.08	营业利润增长率	189.75%	27.11%	16.77%	17.31%
其他流动资产	539.61	406.14	407.86	409.66	净利润增长率	148.70%	43.49%	16.59%	17.04%
长期股权投资	172.11	172.11	172.11	172.11	EBITDA 增长率	16.72%	15.40%	12.90%	13.51%
投资性房地产	91.36	91.36	91.36	91.36	获利能力				
固定资产和在建工程	23.00	21.46	19.92	18.39	毛利率	70.85%	71.01%	71.23%	71.44%
无形资产和开发支出	382.47	313.94	245.41	176.88	三费率	50.60%	60.90%	55.95%	55.95%
其他非流动资产	206.08	205.70	205.32	204.93	净利率	12.17%	14.61%	14.49%	14.66%
资产总计	2195.14	2078.48	2279.25	2517.34	ROE	8.94%	11.47%	12.27%	13.04%
短期借款	245.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.59%	9.99%	10.62%	11.26%
应付和预收款项	167.51	214.99	249.09	283.59	ROIC	31.95%	38.98%	45.04%	55.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.70%	19.98%	19.19%	18.83%
其他负债	164.34	53.26	56.73	60.30	营运能力				
负债合计	576.84	268.25	305.81	343.89	总资产周转率	0.57	0.67	0.77	0.81
股本	727.30	727.30	727.30	727.30	固定资产周转率	39.28	63.95	80.78	100.91
资本公积	2498.45	2402.09	2402.09	2402.09	应收账款周转率	8.38	11.60	11.51	11.42
留存收益	-1637.35	-1481.37	-1351.86	-1182.86	存货周转率	77.42	238.04	235.96	234.15
归属母公司股东权益	1562.83	1744.37	1873.89	2042.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.93%	—	—	—
少数股东权益	55.47	65.86	99.54	130.56	资本结构				
股东权益合计	1618.30	1810.23	1973.43	2173.45	资产负债率	26.28%	12.91%	13.42%	13.66%
负债和股东权益合计	2195.14	2078.48	2279.25	2517.34	带息债务/总负债	42.47%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.43	5.40	5.65	5.95
					速动比率	2.42	5.40	5.65	5.95
					股利支付率	0.00%	20.94%	37.86%	33.04%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.27	0.29	0.35
					每股净资产	2.15	2.40	2.58	2.81
					每股经营现金	0.04	0.17	0.39	0.46
					每股股利	0.00	0.06	0.11	0.11
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	246.15	284.06	320.71	364.05					
PE	64.27	32.18	30.46	25.16					
PB	4.06	3.64	3.39	3.11					
PS	5.34	4.47	3.80	3.28					
EV/EBITDA	21.27	20.28	17.33	14.57					
股息率	0.00%	0.65%	1.24%	1.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn