

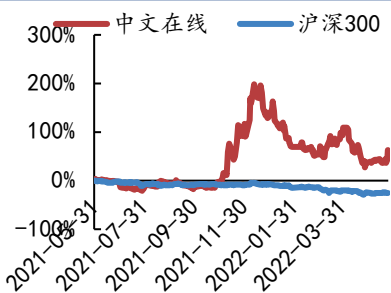
# 海内外双轮驱动，构建 IP+数字藏品生态驶入元宇宙赛道

## 投资评级：买入（首次）

报告日期： 2022-05-30

收盘价(元)	10.44
近12个月最高/最低(元)	19.09/5.06
总股本(百万股)	736
流通股本(百万股)	650
流通股比例(%)	88.35
总市值(亿元)	76.81
流通市值(亿元)	67.87

## 公司价格与恒生指数走势比较



## 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

## 相关报告

1. 携程集团 (S-9961.HK)：短期疫情扰动，短途出游与内容策略成为新驱动力 2022-05-18
2. 分众传媒 (002027.SZ)：梯媒先驱助力品牌崛起，长效经营开拓海外空间 2022-05-15
3. 芒果超媒 (300413.SZ)：内容飞轮与提价共推增长，IP 资产多元变现空间广阔 2022-05-14
4. 美团-W (3690.HK)：从社会责任及生产效率优化看美团的成长空间 2022-04-06
5. 互联网传媒行业深度点评：反垄断工作定调推动高质量发展，估值修复可期 2022-03-20
6. 互联网传媒行业腾讯专题研究之一：视频号的本心与野望 2022-01-28

## 主要观点：

### ● 深耕数字阅读领域二十余载，优质原创内容打造护城河

作为国内领先的数字版权供应商，中文在线拥有多个内容原创平台，包括综合性原创内容平台 17K 小说网和多个垂类内容平台，截至 2021 年，公司拥有数字内容资源 510 万+种，原创驻站作者 440 万名，已与 600+家版权机构合作，共签约 2,000+位知名作家，作品/作者资源在 A 股上市公司中位列第一。

### ● 海内外双核驱动，IP 多元化变现空间广阔

公司有文化业务和教育业务两大主营业务，其中文化业务是公司收入的中流砥柱，2021 年营收占比为 95.7%。文化业务中，主要包括 3 个细分业务：**1) 数字阅读业务**：公司拥有全品类+多垂类内容平台，手握大量优质内容资源；**2) IP 衍生业务**：以文学 IP 为核心，向下延展 IP 产业链，包括音频、中短剧、动漫、影视等，实现文学 IP 的全生命周期经营；**3) 海外业务**：海外业务表现抢眼，2021 年实现营收 6 亿元，占主营业务收入比例超过 50%，已成公司的重要现金牛业务。

### ● “文学 IP 矿山”+科技赋能，前瞻布局元宇宙

公司抢先布局，致力于打造文化产业的元宇宙，将从四个角度入手打造文化宇宙：**1) 新内容**：发布“中文元宇宙全球征文大赛”，打造元宇宙语境下的新内容；**2) 新形态**：重点探索虚拟人、数字藏品、IP 元宇宙三大形态；**3) 新技术**：产学研多方合作，关注元宇宙相关技术发展；**4) 新经济**：基于区块链，开启全新的版权保护模式。

### ● 投资建议

我们预计 22-24 年公司实现归母净利润 1.51 亿/1.94 亿/2.29 亿，EPS 为 0.20/0.26/0.31 元，给予公司 22 年 1.2 倍 PEG，对应合理市值为 92 亿人民币，合理股价 12.5 元，首次覆盖并予以“买入”评级。

### ● 风险提示

行业监管政策调整的风险；海外业务及元宇宙相关研发不及预期的风险；IP 衍生业务发展不及预期的风险

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1189	1530	1743	1886
收入同比 (%)	21.8%	28.7%	13.9%	8.2%
归属母公司净利润	99	151	194	229
净利润同比 (%)	101.9%	52.6%	28.4%	18.3%
毛利率 (%)	70.9%	66.8%	65.4%	64.8%
ROE (%)	6.3%	8.8%	10.1%	10.7%
每股收益 (元)	0.14	0.20	0.26	0.31
P/E	109.20	50.96	39.68	33.55
P/B	6.90	4.46	4.01	3.58
EV/EBITDA	48.70	44.07	34.14	28.31

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 行业分析：政策与需求双驱动，数字阅读占领更多用户心智.....	5
1.1 行业回顾：内容为核，宏观政策+微观需求共推行业繁荣发展.....	5
1.2 行业展望：知识产权保护为基，IP 资产多元化+IP 出海带来广阔增长空间.....	8
2 公司分析：深耕数字阅读领域二十余载，优质原创内容打造护城河.....	13
2.1 公司简介：以数字传承文明，以原创打造精品.....	13
2.2 公司主营业务：海内外双核驱动，IP 多元化变现空间广阔.....	14
2.2.1 数字阅读业务：全品类+垂类双管齐下，优质内容筑成护城河.....	15
2.2.2 IP 衍生业务：音频、中短剧、动漫、影视多点开花.....	17
2.2.3 海外业务：已成重要的现金牛业务，长期看有望继续释放市场空间.....	19
2.3 探索元宇宙：“文学 IP 矿山”协同科技赋能，前瞻布局元宇宙赛道.....	21
3 盈利预测与投资建议.....	24
3.1 财务指标分析.....	24
3.2 盈利预测及核心假设.....	26
3.3 估值及投资建议.....	27
风险提示：.....	28
财务报表与盈利预测.....	29

## 图表目录

图表 1 数字阅读产业链概览.....	5
图表 2 免费阅读 APP 月活跃用户规模及月人均使用时长.....	6
图表 3 2018-2022 年中国数字阅读行业市场规模及预测.....	6
图表 4 2017-2021 年网络文学用户规模及使用率.....	6
图表 5 数字阅读行业头部玩家情况.....	6
图表 6 免费阅读发展机遇、特征和运作模式.....	7
图表 7 2020 年中国超六成移动阅读用户支持免费阅读.....	7
图表 8 2021 年在线阅读 APP 月活用户规模 TOP10.....	7
图表 9 2020 年中国超六成移动阅读用户支持免费阅读.....	8
图表 10 2016-2020 年中国网络文学市场营收结构.....	8
图表 11 2020 年中国数字文娱化作品现存问题感知调研.....	8
图表 12 知识产权保护政策梳理.....	9
图表 13 各数字阅读企业版权保护措施.....	9
图表 14 IP 资产多元化变现.....	10
图表 15 中国在线音频产业链.....	10
图表 16 2018-2023 年中国有声书市场规模及增长率.....	11
图表 17 中国微短剧产业链.....	11
图表 18 2019-2021 年中国微短剧中 IP 改编占比.....	11
图表 19 2019-2021 年中国 IP 微短剧来源分布.....	11
图表 20 2016-2023 年中国漫画市场规模及增长率.....	12
图表 21 2016-2023 年中国动画播映市场规模及增长率.....	12
图表 22 2019-2021 上半年 IP 剧上线数量及口碑表现.....	12
图表 23 2021 上半年 IP 剧平台分布.....	12
图表 24 中国网络文学出海阶段示意图.....	13
图表 25 中文在线发展历程.....	14
图表 26 中文在线股权架构.....	14
图表 27 2017-2021 年中文在线营收结构.....	15
图表 28 中文在线商业模式.....	15
图表 29 中文在线两大主营业务.....	15
图表 30 全品类原创内容平台 17K 小说网.....	16
图表 31 17K 小说网代表作品.....	16
图表 32 中文在线渠道合作伙伴.....	16
图表 33 中文在线知识产权保护体系.....	17
图表 34 2017-2021 年中文在线数字阅读业务收入及增长率.....	17
图表 35 鸿达以太拥有海量有声版权.....	18
图表 36 鸿达以太音频渠道合作矩阵.....	18
图表 37 鸿达以太 AI 技术核心优势.....	18
图表 38 2020 年上半年中国数字阅读音频 CP 综合竞争力排行榜.....	18
图表 39 中文奇迹文化科技有限公司.....	19
图表 40 中文在线的投资项目概览.....	19
图表 41 2018-2021 海外业务收入及增长率.....	20

图表 42 CHAPTERS 界面 .....	20
图表 43 CHAPTERS 界面 .....	20
图表 44 中文元宇宙全球征文大赛 .....	21
图表 45 两点十分的知名虚拟偶像——点赞仙 .....	22
图表 46 倒映有声的无人驱动数字分身 .....	22
图表 47 第五镜面简介 .....	23
图表 48 第五镜面 6 月 1 日发售的数字藏品 .....	23
图表 49 第五镜面铜质创世徽章数字藏品 .....	23
图表 50 第五镜面铜质创世徽章数字藏品 .....	23
图表 51 2015-2021 年中文在线营业收入及增速 .....	24
图表 52 2017-2021 年中文在线营收结构 .....	24
图表 53 2018-2021 年中文在线各业务毛利率 .....	25
图表 54 2015-2021 年中文在线归母净利润 .....	25
图表 55 2018-2021 年三项费用 .....	25
图表 56 2018-2021 年三项费用率 .....	25
图表 57 数字阅读市场规模预估 (亿元) .....	26
图表 58 2019-2025 年中国网络文学海外市场用户规模及增长率测算 .....	26
图表 59 核心假设与盈利预测 (亿元) .....	27
图表 60 可比公司估值 .....	28

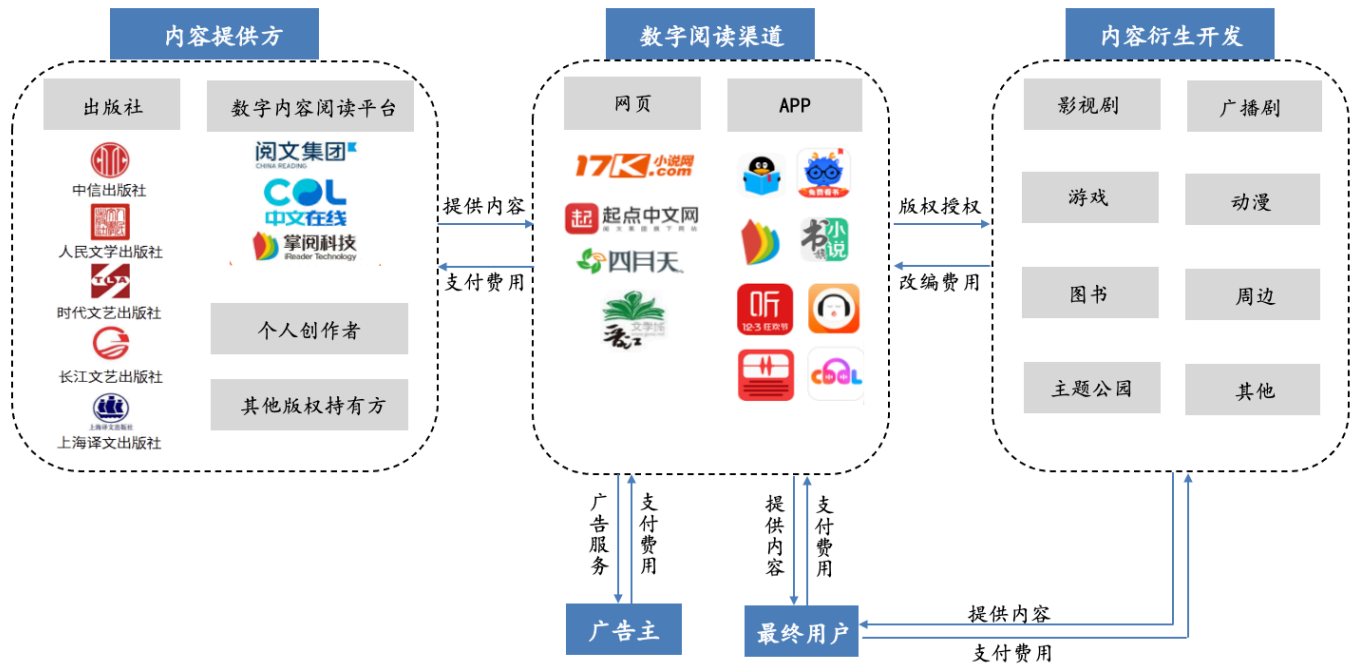
# 1 行业分析：政策与需求双驱动，数字阅读占领更多用户心智

## 1.1 行业回顾：内容为核，宏观政策+微观需求共推行业繁荣发展

数字阅读指的是阅读内容或阅读方式的数字化，所以广义上看，用手机/电脑等电子设备看/听电子书、网络小说、微博、网页等内容都可以被称为数字阅读。

**优质 IP 是产业链条得以延展的前提。**数字阅读产业链主要分为三个环节，产业链上游为内容提供方，包括出版社、数字内容阅读平台、个人创作者和其他版权持有方，其中数字内容阅读平台主要包括阅文集团、中文在线和掌阅科技；产业链中游为数字阅读渠道，包括数字阅读网站（如阅文集团旗下的起点中文网、中文在线旗下的 17K 小说网等）和数字阅读 APP（如阅文集团旗下的 QQ 阅读、掌阅科技的 iReader 掌阅、被腾讯音乐收购的懒人听书等）；产业链下游则是最终用户或衍生内容的开发商，这些开发商对内容进行改编，以影视剧、广播剧、游戏等形式触及最终用户。由此可见，优质的原创内容具有较长的生命周期，会以文字、音频、甚至影视剧、游戏等多种形式呈现，所以对于数字阅读行业来说，优质原创内容是十分宝贵的资源。

图表 1 数字阅读产业链概览

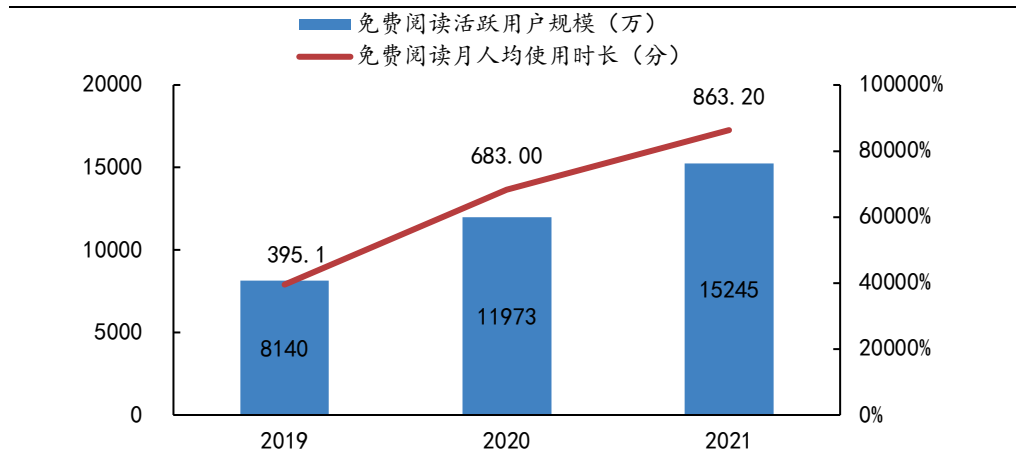


资料来源：华经情报网，华安证券研究所整理

**行业政策利好+疫情催生需求，共推数字阅读行业繁荣发展。**从 2014 年开始，倡导全民阅读已经连续九年被写入政府工作报告，其中，十三届全国人大四次会议《政府工作报告》中更是明确提出要加强互联网内容建设和管理，繁荣广播影视、文学艺术等事业；除此之外，疫情的爆发导致用户的休闲娱乐行为以线上为主，使免费阅读 APP 的月活跃用户数和月人均使用时长快速提升。在二者的共同作用下，中国数字阅读行业市场规模稳步扩大，2018-2020 年平均增速达 15%+，2022 年市

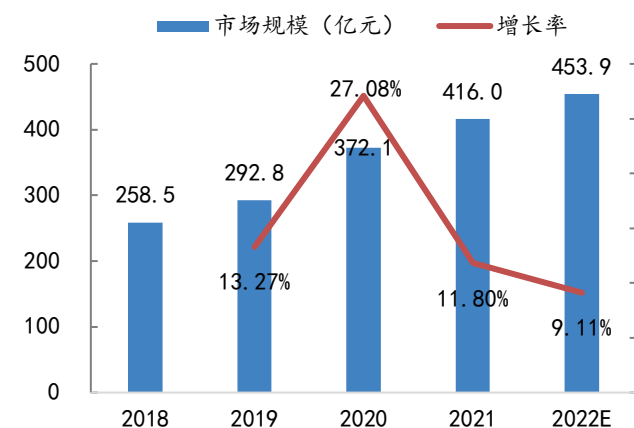
场规模有望达 453.9 亿元；网络文学用户规模也显著增加，截至 2021 年 12 月底，中国网络文学用户规模达 5.02 亿，同比增加 8.3%，占中国网民总数的 48.6%。

图表 2 免费阅读 APP 月活跃用户规模及月人均使用时长



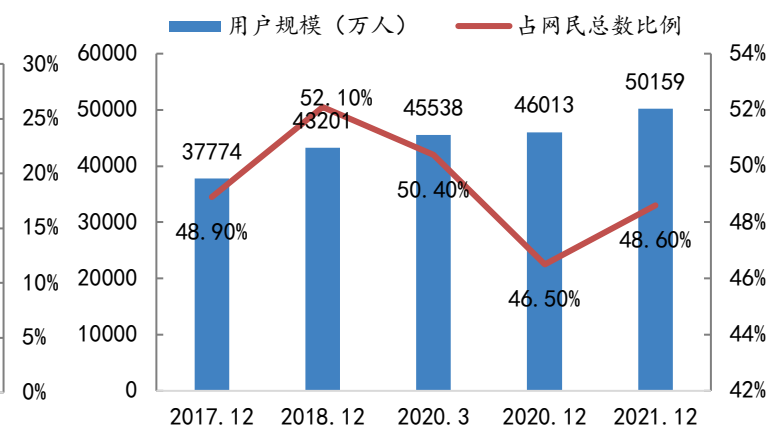
注：免费阅读用户规模是对免费阅读 APP 月活用户规模 TOP 10 的月活跃数去重后加总所得  
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 3 2018-2022 年中国数字阅读行业市场规模及预测



资料来源：iiMedia Research，华安证券研究所

图表 4 2017-2021 年网络文学用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

**数字阅读行业竞争格局：一超两强。**数字阅读行业最具代表性的三家公司是港股上市的阅文集团、A 股上市的中文在线和掌阅科技。其中，阅文集团在营收和资源方面领先于中文在线和掌阅科技，行业呈一超两强态势。

图表 5 数字阅读行业头部玩家情况

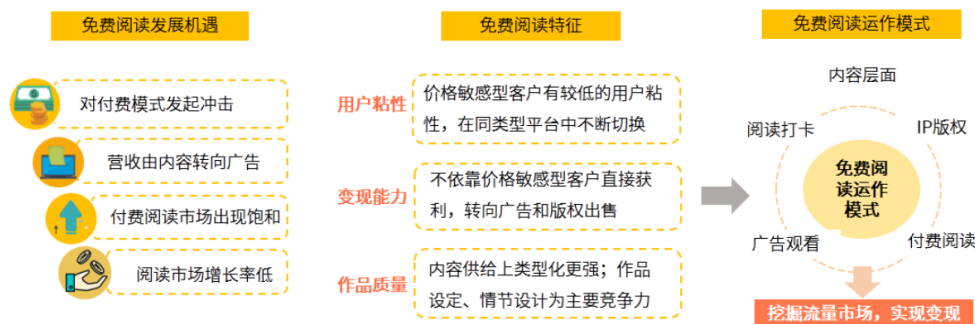
平台	旗下产品	2021 营收 (亿元)	yoy	2021 净利润 (亿元)	yoy	作者数	作品数
中文在线	17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网	11.89	21.8%	0.99	101.9%	440 万	510 万
阅文集团	QQ 阅读、起点中文网、新丽传媒等	86.68	1.6%	12.3	34.1%	970 万	1510 万
掌阅科技	掌阅 APP、有乐中文网、趣阅小说网等	20.71	0.5%	1.51	43%	6 万	50 万

资料来源：各公司年报，同花顺，华安证券研究所

**从付费到免费，数字阅读行业探索新的商业模式。**数字阅读行业的传统变现方式为用户付费阅读和收取 IP 运营授权费，但随着互联网的发展，越来越多互联网产品（抖音、快手、百度搜索引擎等）的商业模式建立在庞大用户量的基础之上：通过免费内容吸引用户，通过算法了解用户喜好，再将广告定向推送给用户来赚取收入。这种变现模式慢慢的也渗透进数字阅读行业，于是 2019 年免费阅读应运而生。

类似于互联网产品的经典变现手段，免费阅读的核心收入也是广告流量收入，由于其不直接向用户收费，免费阅读可以顺利打入下沉市场，获取更多新用户。2020年，中国移动阅读用户中有超六成支持免费阅读，在庞大支持群体的作用下，2021年在线阅读APP月活用户规模排行榜上，免费小说APP番茄和七猫排在榜首，分别拥有9327万和6346万月活跃用户。

图表 6 免费阅读发展机遇、特征和运作模式



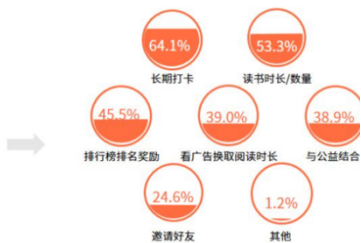
资料来源：iiMedia Research, 华安证券研究所

图表 7 2020 年中国超六成移动阅读用户支持免费阅读

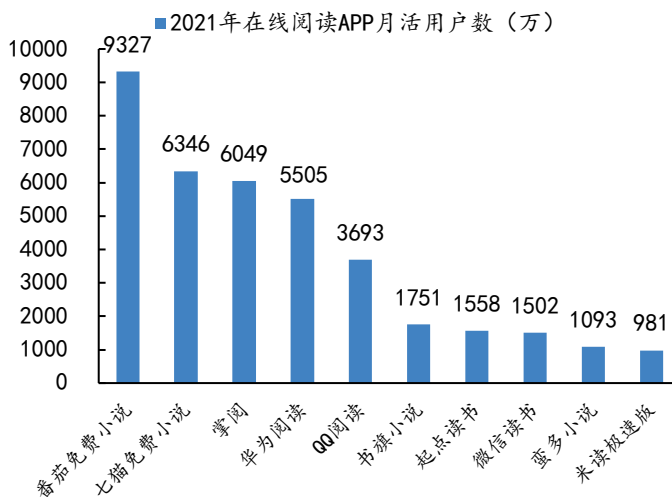
2020年中国移动阅读用户阅读收费形式偏好调查  
Preference Survey of Charging Structure among Chinese Mobile Reading Platform Users in 2020

收费形式	占比
完成平台任务后免费	42.9%
月卡/季卡/年卡	35.9%
按次数或章节收费	31.9%
整部作品收费	29.1%
完全免费	20.2%

免费阅读激励任务中偏好类型  
Preference Survey of Type of Tasks in Charging Structure



图表 8 2021 年在线阅读 APP 月活用户规模 TOP10



资料来源：iiMedia Research, 华安证券研究所

资料来源：QuestMobile, 华安证券研究所

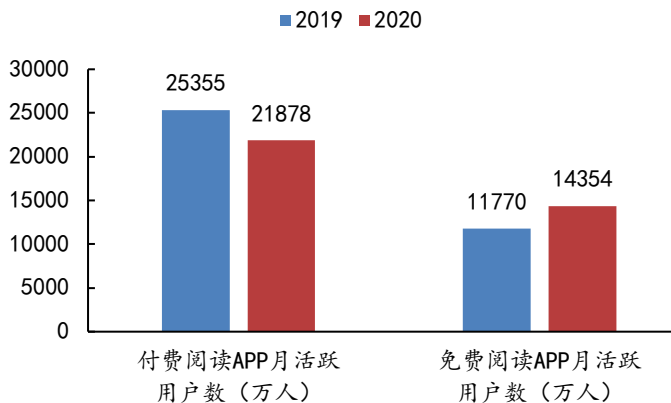
**付费模式巩固存量，免费模式打开增量。**由于免费阅读+内置广告模式契合了价格敏感性用户的需求，因此免费阅读 APP 的用户规模迅速提升，从而给付费阅读 APP 的用户规模造成冲击：2020 年中国付费阅读 APP 月活用户数同比下降 13.7%，而免费阅读 APP 月活用户数则同比上升 22%。用户规模的变化使得 2020 年中国网络文学市场的营收结构也出现了一些新变化：广告收入占比从 2016 年的 1.9% 提升至 15%、版权运营收入占比从 2016 年的 8.6% 小幅提升至 11.0%、付费订阅收入占比则从 2016 年的 84.2% 降至 74.0%。

不过由于免费阅读获取的用户通常为价格敏感性用户，忠诚度不够，即使看完小说也较难沉淀粉丝经济，从而难以带来后端衍生品的商业化，所以提供更高质量内容与更优用户体验的订阅付费模式仍是网络文学的主要变现手段。因此，付费阅读和免费阅读的定位存在差异，前者旨在打造高质量内容、巩固存量用户、从而延长 IP 衍生内容链条，后者则旨在提供免费内容、获取更多流量、从而获取广告收

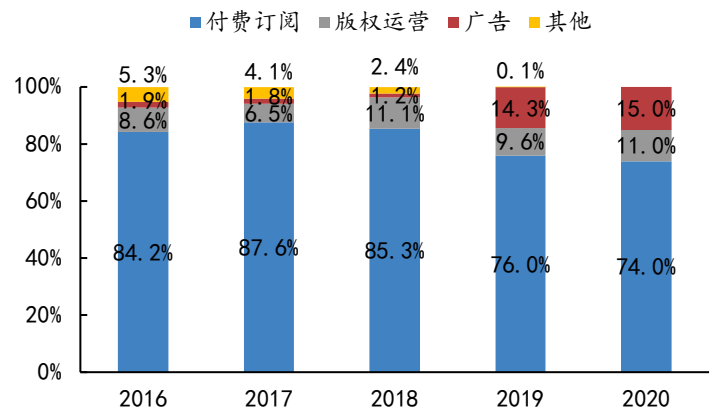
入，二者并存不仅丰富了网文内容的变现方式，也为行业增长提供了多元化动能。

图表 9 2020 年中国超六成移动阅读用户支持免费阅读

图表 10 2016-2020 年中国网络文学市场营收结构



资料来源：网络版权产业研究基地，华安证券研究所



资料来源：网络版权产业研究基地，华安证券研究所

## 1.2 行业展望：知识产权保护为基，IP 资产多元化+IP 出海带来广阔增长空间

**加强知识产权保护，为优质内容保驾护航。**《中国网络文学版权保护白皮书 2021》数据显示，2020 年中国网络文学盗版损失规模达 60.28 亿元，同比增加 6.9%，盗版损失规模占中国网络文学市场总规模的 21%，并且有 85.4% 的作家表示曾遭遇过侵权盗版事件。可见，现阶段我国数字出版的版权保护机制尚不完善，市场上仍然存在以盗版方式取得并传播数字阅读内容的现象。艾媒咨询数据也显示，50.3% 的用户认为目前数字文娱化作品存在版权混乱、归属不明确等问题。这些问题的存在不仅侵犯了版权所有者和正版授权方的利益，还会影响作者的创作积极性，从而破坏行业生态。

图表 11 2020 年中国数字文娱化作品现存问题感知调研

现存问题	占比	现存问题	占比
版权归属不明确	50.30%	群众关注度低	36.10%
缺乏原创保护措施	46.70%	形式丰富度不足	33.70%
价值输出较为薄弱	43.20%	内容无吸引力，原著贴合度低	27.70%

资料来源：各公司年报，同花顺，华安证券研究所

**基于当前的数字文化产业的情况，版权保护已经受到高度重视：**

**第一，政策层面十分重视知识产权保护：**2021 年知识产权保护被纳入到国家层面的战略规划，并出台了若干对知识产权领域影响深远的纲领性文件，并且已在北京、上海、广州、海口四地设立知识产权法院，在 26 个城市设立知识产权法庭，强化对知识产权的专门司法管辖；

**第二，企业层面也积极采取相关政策进行版权保护：**中文在线发起成立“在线反盗版联盟”，推出知识产权维权平台，阅文发布“正版联盟”公告，推出五大举措打击盗版。未来知识产权保护仍是国家和平台的重点关注方向，以保证创作者的积极性，从而为更多优质内容的诞生保驾护航。

图表 12 知识产权保护政策梳理

时间	文件	要点
2021.3	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	纲要明确指出健全知识产权保护运用体制，实施知识产权强国战略，实行严格的知识产权保护制度，完善知识产权相关法律法规，加快新领域新业态知识产权立法。
2021.6	《中华人民共和国著作权法》	著作权法着力解决制约著作权发展和保护的瓶颈问题，特别是针对以往侵权惩治力度不够的问题，修订之后对损害赔偿额的计算方式进行了优化，增加了惩罚性赔偿，提高了法定赔偿的上限，提高了违法成本，对盗版侵权行为产生了威慑力，也从国家层面对广大作者以及整个行业起到了最权威和专业的保护作用。
2021.9	《知识产权强国建设纲要（2021-2035年）》	纲要围绕国家战略纲要提出了两个明确的阶段性目标。到2025年，知识产权强国建设取得明显成效，知识产权保护更加严格，社会满意度达到并保持较高水平，知识产权市场价值进一步凸显，品牌竞争力大幅提升，专利密集型产业增加值占GDP比重达到13%，版权产业增加值占GDP比重达到7.5%，知识产权使用费年进出口总额达到3,500亿元。到2035年，知识产权综合竞争力跻身世界前列，知识产权制度系统完备，知识产权促进创新创业蓬勃发展，全社会知识产权文化自觉基本形成，全方位、多层次参与知识产权全球治理的国际合作格局基本形成，中国特色、世界水平的知识产权强国基本建成。
2021.10	《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	文件提出，“十四五”时期，要做好知识产权工作要统筹国内国际两个大局，增强机遇意识和风险意识，在危机中育先机、于变局中开新局，充分发挥知识产权制度在推动构建新发展格局中的重要作用，为全面建设社会主义现代化国家提供有力支撑。

资料来源：国务院网站，新华社，华安证券研究所

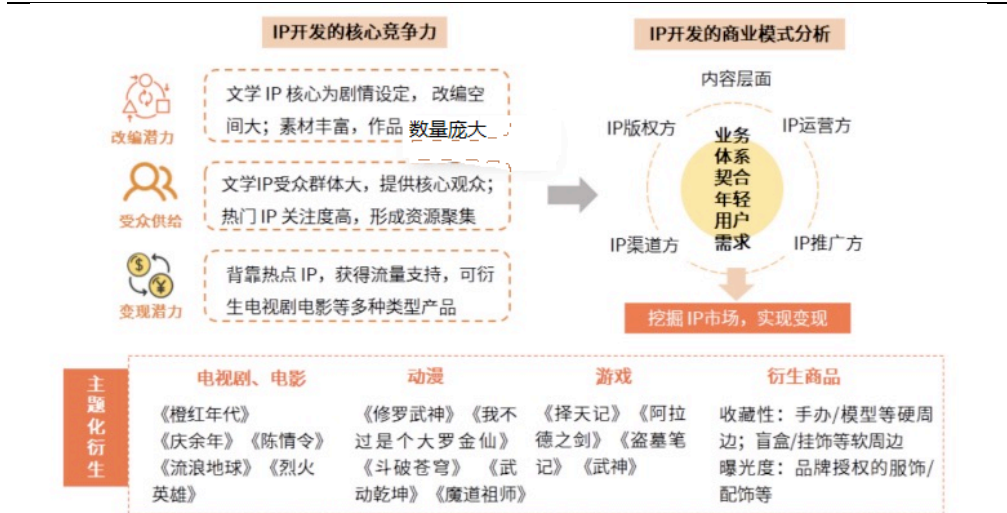
图表 13 各数字阅读企业版权保护措施



资料来源：iiMedia Research，华安证券研究所

用户获取成本攀升导致免费阅读用户规模增长面临瓶颈，IP资产多元化变现助力打开广阔市场空间。随着互联网行业的发展进入稳态，流量红利增速不断放缓，无论是短视频赛道还是数字阅读赛道，用户获取成本都有所提升，这就意味着对存量用户的精细化运营将有更高的要求，要推出更丰富、更多元的优质IP或衍生内容，持续吸引各个细分垂类下的目标用户。例如将优质IP改编为有声书、微短剧、漫画、影视剧等形式，延长优质内容的生命周期，从而反哺文字作品、沉淀粉丝经济、打开市场空间。

图表 14 IP 资产多元化变现



资料来源：iiMedia Research, 华安证券研究所

1) 有声书市场：IP 改编的起点。相比于其它衍生形式，音频内容具有制作成本低、周期短、付费转化率高的特点，因此有声书往往是 IP 改编的起点，可以帮助 IP 释放长尾效应，扩大粉丝基础。

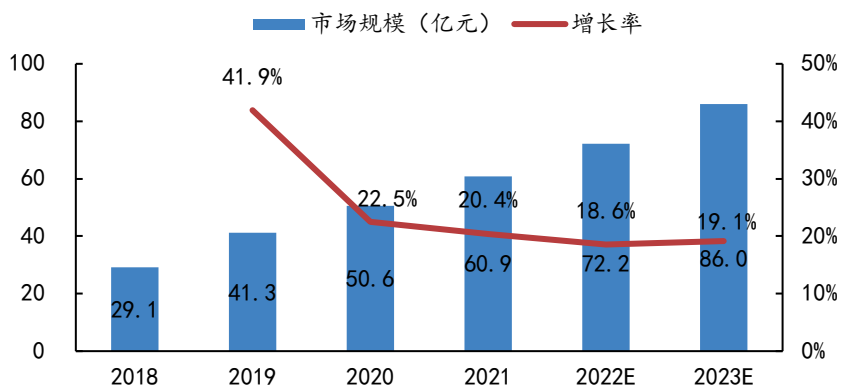
图表 15 中国在线音频产业链



资料来源：iiMedia Research, 华安证券研究所

有声书/广播剧用户粘性高、付费意愿强。艾瑞咨询数据显示，每天听一次以上的有声书/广播剧人数占比达到 23.79%，每周收听 5-6 次有声书/广播剧的听众占比最大，达到 29.88%；除此之外，有 26.50%受访者表示每月愿意为有声书/广播剧花费 11-20 元，20.70%受访者表示每月愿意为有声书/广播剧花费 6-10 元。在较高用户粘性和付费意愿的影响下，2021 年中国有声书市场规模有望超 60 亿，未来两年仍将以超 18%+ 的增长率持续增长。随着有声书行业的逐渐完善、AI 技术的逐渐成熟、有声书质量的逐渐提升，相信用户的付费意愿也会不断攀升，为有声书市场的长足发展提供动力。

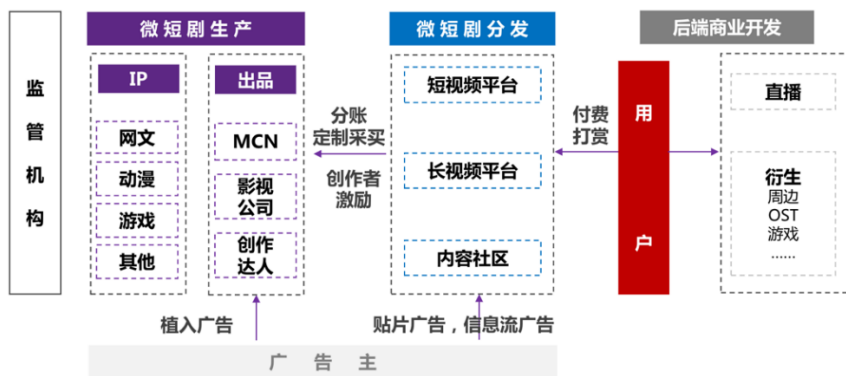
图表 16 2018-2023 年中国有声书市场规模及增长率



资料来源: iResearch, 华安证券研究所

2) 微短剧市场: IP 衍生内容的新兴业态。头豹研究院数据显示, 截至 2022 年 1 月, 中国短视频用户规模约为 9 亿人。随着短视频行业的发展及消费者生活节奏逐渐加快, 微短剧凭借其单集时长短、剧情密度高、制作成本低等特点迅速兴起, 并已形成相对完善的产业链。

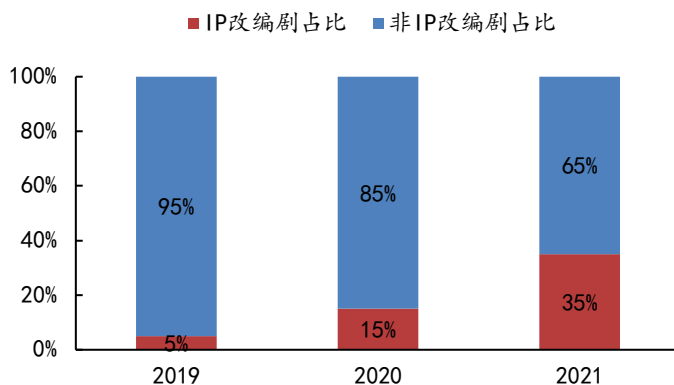
图表 17 中国微短剧产业链



资料来源: ENDATA, 华安证券研究所

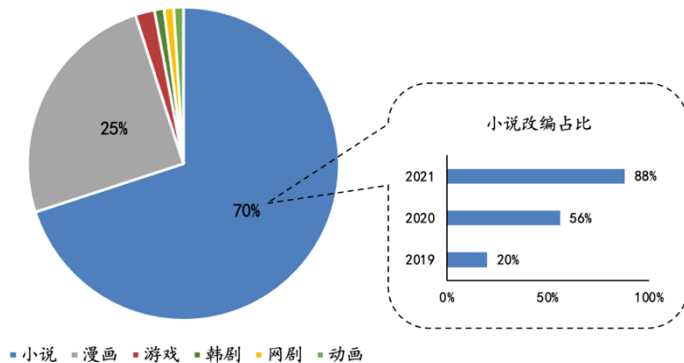
随着微短剧市场的不断规范化, IP 改编内容占比持续走高。2021 年微短剧中有 35% 的内容为 IP 改编, 其中 88% 的 IP 来自小说, 可见微短剧已成数字阅读内容的重要衍生内容。

图表 18 2019-2021 年中国微短剧中 IP 改编占比



资料来源: ENDATA, 华安证券研究所

图表 19 2019-2021 年中国 IP 微短剧来源分布

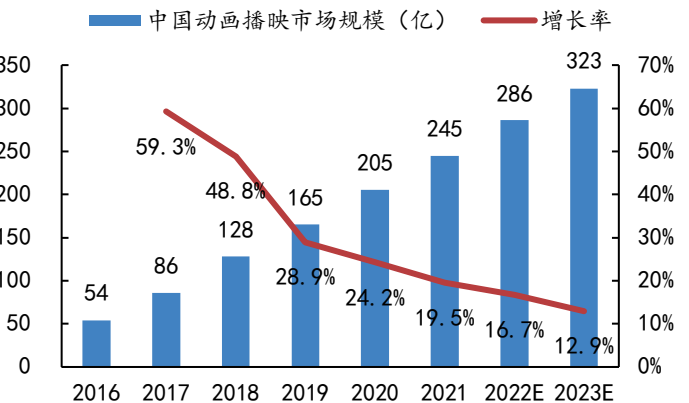
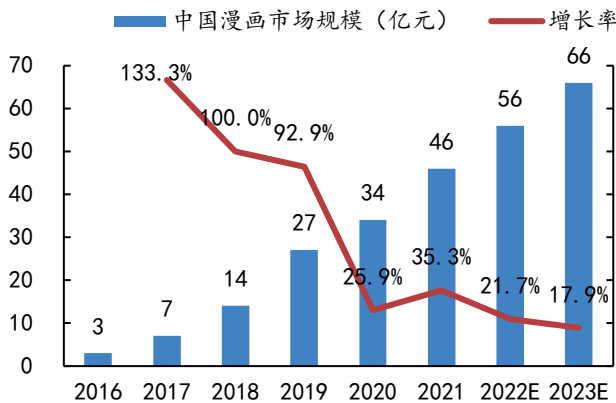


资料来源: ENDATA, 华安证券研究所

**3) 漫画&动画市场：网文漫改趋势正热。**随着国内漫画/动画创作群体的日趋扩大和用户群体的扩大，中国漫画市场规模在2020年达到34亿元，中国动画市场规模在2020年更是高达205亿元，并在二者在未来3年都将保持15%+的年复合增长率高速增长。较大的市场规模、较低的制作成本，使得越来越多的网文被改编成动漫。2020年动漫热度榜TOP10中有半数改编自网文IP，2020年底，腾讯旗下的腾讯动漫联合阅文，启动了“300部网文漫改计划”，于2021年内进行100余部作品的同步开发工作。

图表 20 2016-2023 年中国漫画市场规模及增长率

图表 21 2016-2023 年中国动画播映市场规模及增长率



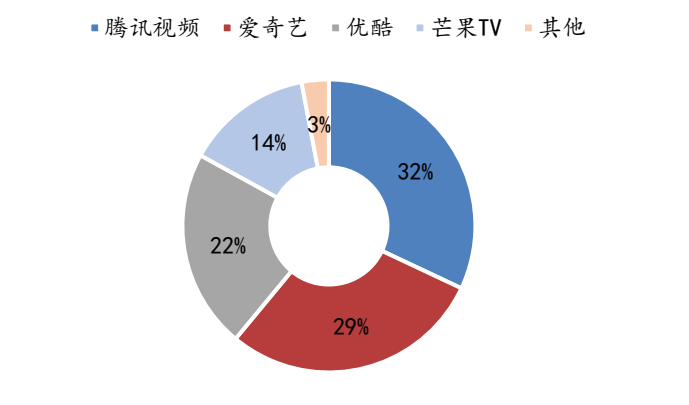
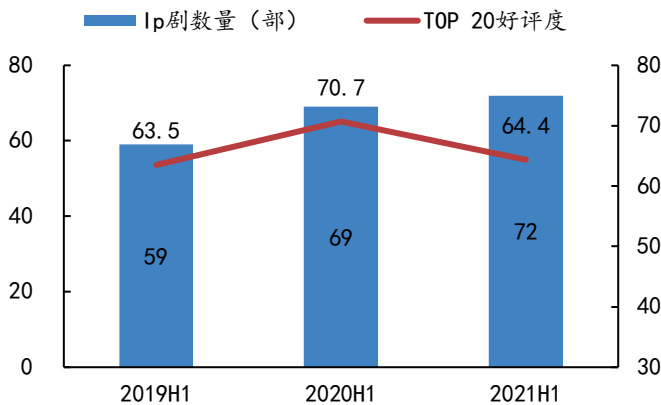
资料来源：iResearch, 华安证券研究所

资料来源：iResearch, 华安证券研究所

**4) 影视剧市场：文影联动双向赋能。**影视剧向来是IP改编的重要阵地，2021年上半年共上线185部剧，其中IP改编剧有72部，占比39%，不过头部改编剧口碑较上年有所下滑；在各大播出平台中的IP改编剧占比也普遍较高，腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果TV的IP改编剧占比分别为32%、29%、22%、14%。

图表 22 2019-2021 上半年 IP 剧上线数量及口碑表现

图表 23 2021 上半年 IP 剧平台分布

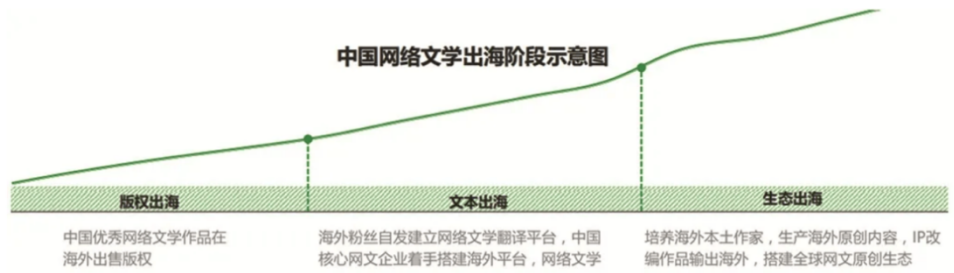


资料来源：ENDATA, 华安证券研究所

资料来源：ENDATA, 华安证券研究所

**网文出海已有阶段性成果。**从在海外出售授权到海外阅读平台的搭建，再到培养海外本土作家、开启海外原创、搭建全球网文原创生态，中国网络文学出海主要包括版权出海、文本出海和生态出海三个阶段。经过多年耕耘，中国网文出海现已取得阶段性成果。《中国网络文学国际传播发展报告》数据显示，截至2021年，中国共向海外传播10000+部网络文学作品，中国网络文学的海外网站/APP用户数高达1亿+，可见，中国网文国际传播成效显著，已实现文本出海，即将步入生态出海阶段，海外市场规模有望持续扩大。

图表 24 中国网络文学出海阶段示意图



资料来源：iResearch，华安证券研究所

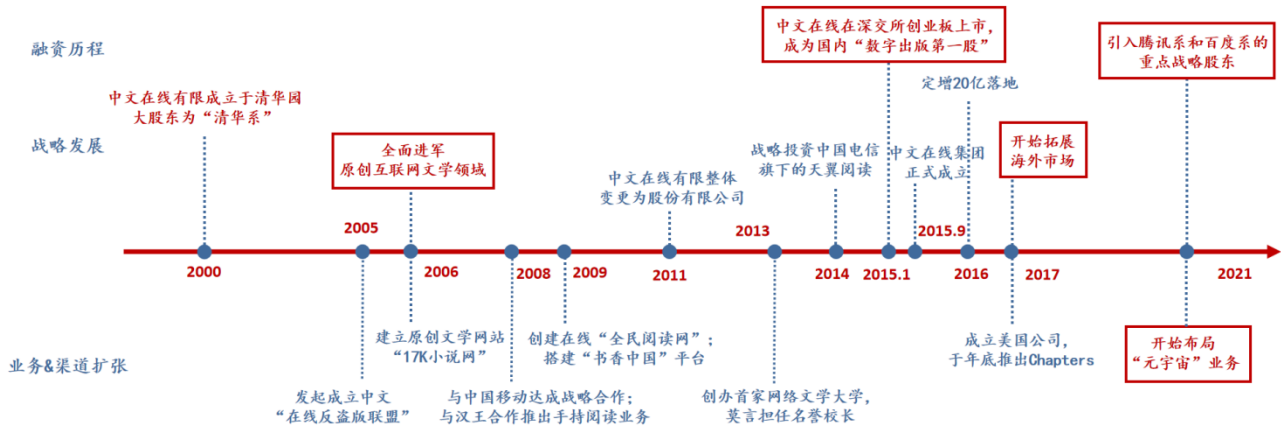
## 2 公司分析：深耕数字阅读领域二十余载，优质原创内容打造护城河

### 2.1 公司简介：以数字传承文明，以原创打造精品

2000 年于清华大学成立的中文在线数字出版集团是国内最大的正版数字内容提供商之一，公司以“数字传承文明”为使命，致力于成为世界级的文化教育集团。

**发展历程：数字出版第一股，深耕领域二十余载。**2000 年，公司前身中文在线有限成立于清华科技园；2005 年，公司成立中文“在线反盗版联盟”，得到了国家版权局和中国出版协会大力支持；2006 年，建立原创文学网站“17K 小说网”，全面进军原创互联网文学领域；2008 年，与中国移动达成战略合作，成为中国移动手机阅读基地运营合作伙伴，助力打造亚洲最大的中文无线阅读平台；2009 年，创建“全民阅读网”、搭建“书香中国”全国基础教育数字图书馆，得到中宣部、国家新闻出版总署大力支持；2011 年，公司变更为股份有限公司；2013 年，创办首家网络文学大学；2015 年，在深交所创业板上市，成为国内“数字出版第一股”，同年 9 月，中文在线集团正式成立，成为中国首家数字出版集团；2017 年，开始拓展海外市场业务，并于年底推出 Chapters；2021 年，引入腾讯系和百度系股东（百度七猫、上海阅文和深圳利通等），全面加强公司与头部平台多维度合作，同年，开始布局元宇宙业务。

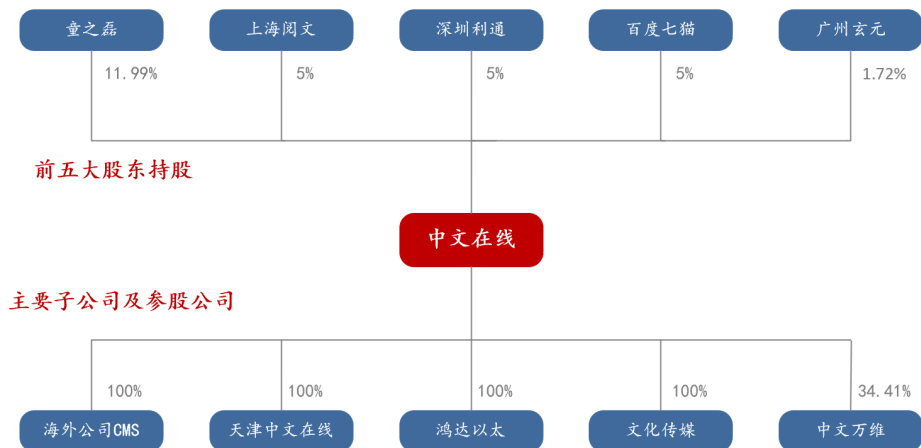
图表 25 中文在线发展历程



资料来源: 公司官网, 公司年报, 华安证券研究所

**股权结构: 实际控制人及其一致行动人持股 13.71%, 腾讯系和百度系为第二、三大股东。**2021 年 1 月, 原流通股股东启迪华创将其持有的 10% 股份转让至上海阅文和深圳利通, 二者为腾讯控股公司; 原流通股股东文睿公司将其持有的 5% 股份转让至百度间接控股子公司百度七猫; 2022 年 3 月, 公司实际控制人童之磊先生将其持有的 1.72% 转让至其一致行动人玄元元定 6 号私募基金。截至 2022 年 5 月, 公司实控人童之磊为公司最大股东, 持股 11.99%, 腾讯系和百度系为第二、三大股东, 分别持股 10%、5%。

图表 26 中文在线股权架构

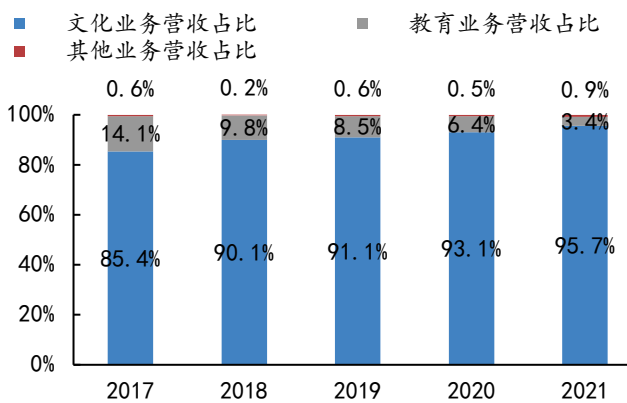


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

## 2.2 公司主营业务: 海内外双核驱动, IP 多元化变现空间广阔

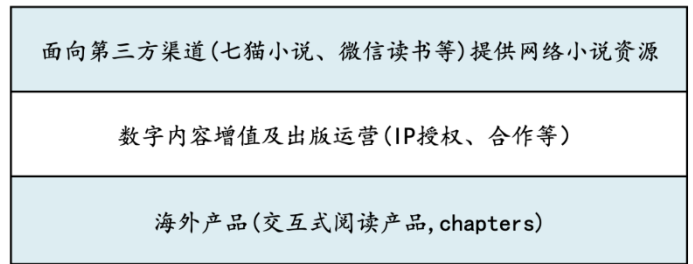
文化业务为公司第一大收入来源。公司有两大主营业务, 分别是文化业务和教育业务, 其中教育业务营收占比逐年下降, 2021 年占比为 3.4%, 文化业务营收占比则逐年上升, 2021 年占比为 95.7%, 是中文在线收入的中流砥柱。文化业务中, 则主要包括 3 个细分业务: 数字阅读业务、IP 衍生业务和海外业务。

图表 27 2017-2021 年中文在线营收结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 28 中文在线商业模式



资料来源：公开资料，公司年报，华安证券研究所

图表 29 中文在线两大主营业务



资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 2.2.1 数字阅读业务：全品类+垂类双管齐下，优质内容筑成护城河

全品类+垂类平台打造的大量优质内容是公司的核心壁垒。深耕数字阅读领域 20 载，中文在线拥有多个内容原创平台，积累了海量内容资源。公司旗下拥有综合性原创内容平台 17K 小说网和多个垂类内容平台，包括四月天小说网、万丈书城后、奇想宇宙科幻站、谜想计划悬疑站等，分别聚焦古风女频、新媒体、科幻领域、悬疑领域。截至 2021 年，公司拥有数字内容资源 510 万+种，原创驻站作者 440 万名，已与 600+家版权机构合作，共签约 2,000+位知名作家，作品/作者资源仅次于阅文集团，在 A 股上市公司中位列第一。

综合性平台 17K 小说网是公司原创内容的重要来源。作品侧，平台涵盖玄幻奇幻、都市言情、武侠仙侠、青春校园等多类内容，多款作品点击过亿，如《第九特区》、《修罗武神》等；作者侧，平台拥有海量的知名签约作者，包括平凡魔术师、善良的蜜蜂、风青阳、堵上西楼、皇甫奇、风御九秋等。同时，17K 小说网还积极布局免费市场，

图表 30 全品类原创内容平台 17K 小说网



资料来源：17K 小说网官网，华安证券研究所

图表 31 17K 小说网代表作品

类型	代表作品
点击过亿的作品	《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》
新增重点作品	《西游之 开局拒绝大闹天宫》、《网游：我的剑士亿点猛》、《玄幻：我的宗门亿点强》
其余佳作	《长生》、《风起龙城》、《我是剑仙》、《万古第一神》、《朝仙道》、《仙穹彼岸》、《大国上医》、《重回 1990》（又名《重返 1988》）、《公子凶猛》

资料来源：17K 小说网官网，华安证券研究所

深化行业合作，积极布局付费+免费渠道。2019 年数字阅读行业出现免费阅读模式之后，中文在线也积极响应用户免费的需求，布局免费阅读市场。在把握新兴渠道机会获取下沉市场用户的同时，公司还与行业内的其他头部平台进行合作，来增强自身的渠道销售能力，从而推动渠道营收规模显著增长。截至 2021 年底，公司的渠道合作伙伴不仅包括移动、联通、电信三大运营商，还包括 QQ 阅读、微信读书、微博阅读、手机百度、七猫小说、番茄小说等付费/免费互联网阅读平台和喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人畅听、酷我畅听、番茄畅听等音频平台，实现数字阅读内容多渠道覆盖，扩大数字内容业务合作。

图表 32 中文在线渠道合作伙伴



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**科技赋能知识产权保护，优质内容传播无后顾之忧。**知识产权保护始终是公司的关注重点，早在 2005 年，公司便成立中文“在线反盗版联盟”打击盗版。发展到今天，中文在线已经形成规模化、专业化的法律团队，先后协助作者处理近万件维权案件。近些年来，公司更是积极探索，以科技赋能知识产权保护，现已推出“权哨”、“无抄”两大平台以维护作者合法权益，而且还以“长安链”为底层建设联盟链生态开发区链存证平台，为文创行业提供数字资产确权服务、交易服务，为构建健康的数字版权生态添砖加瓦。

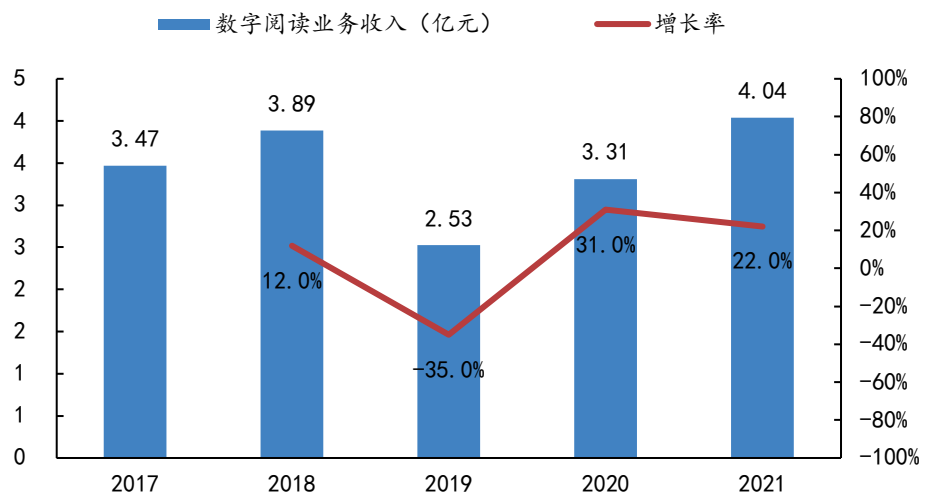
图表 33 中文在线知识产权保护体系



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**数字阅读业务收入整体呈上升态势。**得益于公司积极布局各个阅读渠道、提升分销能力，再加上全品类+多垂类以实现阅读用户全覆盖的打法，从 2019 年以来，数字阅读业务收入便保持稳步增长，2021 年数字阅读业务营收达 4.04 亿，同比增加 22%。由于疫情反复、政策支持，数字阅读行业整体向好，公司数字阅读业务未来有望继续释放增长空间。

图表 34 2017-2021 年中文在线数字阅读业务收入及增长率



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 2.2.2 IP 衍生业务：音频、中短剧、动漫、影视多点开花

以原创内容为起点，向下延展 IP 产业链。公司以文学 IP 为核心，向下游衍生多元化内容，包括音频、中短剧、视频漫剧、动漫、影视以及文创周边等，实现了文学 IP 的全生命周期经营。

1) **音频领域：**中文在线旗下子公司鸿达以太不仅是全国最早的有声内容提供

商之一，更是全国最早的有声内容制作公司，发展到今天，鸿达以太拥有的音频资源总时长达 45 万小时，内容包括原创文学、影视、传统文学、教育、曲艺、管理、少儿等多个种类。其中，《修罗武神》在音频平台累计播放量超 30 亿，《重回 1990》在喜马拉雅单平台播放量过亿，《官途》、《九星霸体诀》等优质作品也是常居音频头部平台畅销榜单。除此之外，鸿达以太还具备全面的分发渠道，包括喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人听书、酷我畅听、番茄畅听等，几乎实现音频渠道全覆盖。

图表 35 鸿达以太拥有海量有声版权



图表 36 鸿达以太音频渠道合作矩阵



资料来源：鸿达以太官网，华安证券研究所

资料来源：鸿达以太官网，华安证券研究所

与此同时，公司积极利用科技赋能音频发展。例如，公司应用 TTS 技术产出高质量的 AI 仿真语音，而且能够区分旁白和不同角色的音色，显著提升了将网络文学转为音频内容的生产效率。2021 年，AI 主播录制了 2000+ 部作品，包括《正义的使命》、《西游：人在天庭，朝九晚五》、《唐朝地主爷》等，作品一经上线便深受好评。

图表 37 鸿达以太 AI 技术核心优势



全球领先的神经网络设计，端到端的架构体系



独创的情绪、情感控制模块，数万级别的参数调校，真实还原角色情感



高性能低成本，高可用可伸缩的部署方案，提供丰富的 API 接口



复杂庞大的内核运算逻辑，先进的语音深度学习、合成技术

资料来源：公司官网，华安证券研究所

行业领先的内容储备、全面的音频合作渠道、再加上 AI 和 TTS 等技术的应用，三力助推鸿达以太在 2020 年上半年中国数字阅读音频 CP 综合竞争力排行榜中位列榜首。

图表 38 2020 年上半年中国数字阅读音频 CP 综合竞争力排行榜

数字阅读音频CP	运营实力	内容储备	技术实力	渠道拓展能力	综合竞争力
鸿达以太	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
阅文听书	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★	★★★★
广东畅读	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
中广影音	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
黑岩听书	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★

资料来源：iiMedia Research，华安证券研究所

**2) 中短剧领域:** 公司与快手、抖音等短视频平台和优酷、芒果 TV、B 站等中视频平台进行合作, 打造多部 IP 改编中短剧, 其中《每天都在拆官配》、《就想和你谈恋爱》、《皇妃在娱乐圈当顶流》、《特工房东俏房客》等作品的单部播放量过亿; 除此之外, 还有多部优质中短剧在筹备中, 包括《不妻而遇》等。

**3) 动漫领域:** 一方面, 公司与腾讯、B 站、爱奇艺等国内头部平台开展深度合作, 将文字 IP 改编成动漫, 包括《妖怪公寓》、《喜欢你我是狗》等, 2021 年公司授权的动画番剧获得近 20 亿播放量, 并且公司还与企鹅影视、原力动画里; 联合开发动画《修罗武神》, 将于腾讯视频独家播出; 另一方面, 公司还将积极推动优质 IP 出海, 拟进军韩国、欧洲、北美、东南亚等地区, 其中, 漫画《混沌剑神》已成功登陆日本 TOP 级动漫平台 Piccoma。

**4) 影视领域:** 公司与爱奇艺、青梧合资设立中文奇迹文化科技有限公司, 主营影视制作、影视项目投资等业务, 此举帮助公司搭建了从网文 IP 到影视改编再到平台播放的最短路径。目前, 已完成《陌上人如玉》、《超时空罗曼史》、《造作时光》等作品。

图表 39 中文奇迹文化科技有限公司



资料来源: iiMedia Research, 华安证券研究所

**积极投资, 深化产业链协同效应。**公司对 IP 产业链条上的多家优质公司进行投资, 投资领域涵盖音频、动画、动漫、短剧等, 从内容制作、技术、渠道等方面为公司业务提供助力, 大幅提升公司 IP 多元变现的能力。

图表 40 中文在线的投资项目概览

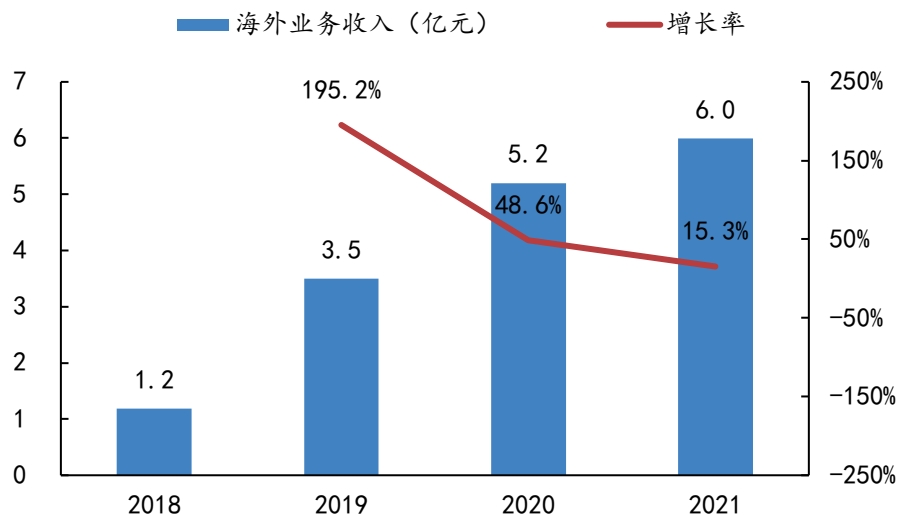
投资领域	投资公司	公司简介及业务协同
音频	倒映有声	倒映有声为 TTS 和数字虚拟人制作公司
	麦克风	麦克风为头部音频平台, “蜻蜓 FM” 运营主体
动画/动漫	两点十分	两点十分为动漫 IP 研发运营的全产业链公司, 中文在线将与其进行虚拟数字人联合开发
	熊小米	熊小米为儿童动画及衍生品制作运营公司
	壹周动漫	壹周动漫为中国知名漫画家周洪斌创办的动漫公司
短剧	达盛传媒	达盛传媒为视频内容制作公司

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

### 2.2.3 海外业务: 已成重要的现金牛业务, 长期看有望继续释放市场空间

海外业务强劲，已成公司的现金牛业务。从 2018 年公司披露海外业务收入以来，海外业务便一直保持强劲增长，2021 年公司海外业务实现营收 6 亿元，同比增长 15%，占主营业务收入比例超过 50%，是公司收入的首要来源。截至 2021 年底，公司海外用户近 3000 万，出海文学作品数千种，且作品已被翻译成包括英文、韩文、泰文、德文、俄文和法文等在内的 10+ 语种。

图表 41 2018-2021 海外业务收入及增长率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

始终关注需求变化，持续推出新产品。公司始终关注海外市场在阅读领域的新需求，陆续推出了互动式视觉阅读平台 Chapters、动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss 多个产品。其中，Chapters 将交互体验和视觉小说进行结合，以“玩家选择选项来控制剧情走向”为主要互动方式，将单线文字作品转化为图文并茂的呈现方式，打破了传统小说固有的单向阅读模式，丰富了文学作品的表现力和感染力，也成功满足了海外用户的新阅读需求，自上线来便稳居在美国 iPhone Game Top Grossing（收入排行榜）前列。

图表 42 Chapters 界面



资料来源：篝火营地，华安证券研究所

图表 43 Chapters 界面



资料来源：篝火营地，华安证券研究所

开启海外业务 2.0 战略，注重海外市场本土化布局。2021 年，公司在美国注册 COL MEDIA CORP，此举不仅使公司可以结合海外本土市场特征，针对性的输出符合当地文化背景的优质 IP，还可以强化国际业务之间的信息与资源协同，为未来

大规模的海外业务开展保驾护航。

## 2.3 探索元宇宙：“文学 IP 矿山”协同科技赋能，前瞻布局元宇宙赛道

元宇宙时代将依旧以内容为核心，公司海量的文学 IP 经典有望成为元宇宙时代的 IP 源泉。未来 3-5 年最能承载增长想象力的赛道大概是元宇宙。简单来说，元宇宙是在 XR 智能终端上的下一代互联网，但是，无论是 PC、移动手机还是 XR 智能终端，都只是呈现内容、进行交互的载体，内容始终是核心。因此，元宇宙和文学的关系十分紧密，连“元宇宙”这个概念都是来自于 1992 年的科幻作品《雪崩》。基于此，中文在线以元宇宙为战略，并于 2022 年成立中文在线元宇宙委员会，致力于打造文化产业的元宇宙，即文化宇宙。公司认为，文化宇宙具备新内容、新形态、新技术、新经济四个特点。

**1) 新内容：开辟内容创作大陆，打造元宇宙语境下的新内容。**内容是元宇宙的核心，因此文学作品与元宇宙天然有相通属性。中文在线拥有的优质 IP 可为元宇宙场景提供强有力的内容支撑、形成崭新的故事情境，从而助力推动元宇宙的落地。除了已有的海量资源外，公司还积极打造元宇宙语境下的新内容，于 2021 年 11 月发布了全球首个以元宇宙为主题的全新概念征文大赛“中文元宇宙全球征文大赛”，迄今已收到超 11000 部元宇宙文学作品，内容范围包含元宇宙、区块链、人机交互等要素。

随着科技的不断发展，几十年前的科幻小说中的内容被步步验证成真：各类简易机器人随处可见、VR/AR 等沉浸式设备也触手可及，因此，如果说科技将引领人类走向未来，那么科幻则是人类在初期构想未来的重要方式。而“元宇宙”作为一个全新的故事之源，未来将培育出更多优质的新故事、新内容，公司也将持续探索元宇宙内容与 IP 的开发与应用，并且元宇宙相关征文内容也将成为公司 IP 矿山的一部分，为后续元宇宙的应用打下坚实的内容基石。

图表 44 中文元宇宙全球征文大赛



资料来源：中文在线官网，华安证券研究所

**2) 新形态：重点探索虚拟人、数字藏品、IP 元宇宙。**

**虚拟人领域：**通过投资联合开发虚拟人，并将用虚拟人演绎相关作品。2021 年 9 月，公司对国内知名的动画公司两点十分进行战略投资，并与其签订协议，将联合开发虚拟数字人。两点十分累计创作 100 余部作品，拥有《银之守墓人》、《我是江小白》等十余个优质原创热门 IP，并为《英雄联盟》、《阴阳师》、《王者荣耀》、《哈利波特》等数十个国内外游戏提供高品质数字 CG 服务。同时，两点十分拥有多类虚拟数字人，包括二次元虚拟 up 主、国潮虚拟偶像、脱口秀虚拟主播以及超写实数字虚拟偶像等，分别应用在综艺直播、形象代言、品牌联名，直播带货、虚拟互动等场景。未来，中文在线海量的内容资源将与两点十分的虚拟数字人系统、CG 技术等全链条技术相结合，比如用虚拟人演绎相关作品等，共同打造基于元宇宙的应用和内容 IP。除了两点十分，公司还对 TTS 和数字虚拟人制作公司倒映有声进行投资，目前倒映有声也在为公司相关产品制作虚拟人。

图表 45 两点十分的知名虚拟偶像——点赞仙



资料来源：百度百科，华安证券研究所

图表 46 倒映有声的无人驱动数字分身



资料来源：倒映有声官网，华安证券研究所

**数字藏品领域：IP+数字藏品，用故事开启数藏新未来。**2022 年 5 月 29 日，公司上线数字藏品平台 APP “第五镜面”，平台定位为“有内容生态的 IP 数藏平台”。该平台将通过对优质内容/IP 的二次创作，让内容/IP 与数字艺术形式深度融合，为公司既有内容及 IP 版权库提供了数字应用及商业变现的新场景，并将与公司在元宇宙场景入口、前端设备、底层技术等方面的布局形成耦合联动效应，完善公司元宇宙业务布局，助力战略业务发展。同时，该平台还秉持开放原则，吸引更多站外的优质创作者、艺术家及优质 IP 加入，丰富平台的内容及 IP 生态。可见，“第五镜面”的推出旨在将国内外一线 IP 资源与数字艺术结合起来，共同打造新一代的数藏生态圈。

“第五镜面”将于 2022.06.01-06.02 的中午 11:00 开售首批数字藏品，包括艺术家原创数字藏品、平台创世徽章数字藏品。其中，艺术家原创数字藏品共五幅，由五位中国漫画界顶流画手设计，以“童年”为主题，每幅限量 1000 份；创世徽章数字藏品由 Max Mara 合作艺术家 illusion maker 操刀设计，包括金质、银质、铜质，其中铜质徽章为免费发放，持有徽章的用户将被赋予平台开创者身份，在五年内均可享受相应专属权益。

图表 47 第五镜面简介



资料来源：第五镜面 APP，华安证券研究所

图表 48 第五镜面 6 月 1 日发售的数字藏品



资料来源：公司官方微信，华安证券研究所

图表 49 第五镜面铜质创世徽章数字藏品



资料来源：第五镜面 APP，华安证券研究所

图表 50 第五镜面铜质创世徽章数字藏品



资料来源：第五镜面 APP，华安证券研究所

**IP 元宇宙：将 IP 元宇宙化。**中文在线将把元宇宙作为 IP 产品化的全新赛道，将 IP 元宇宙化，不仅包括常规的人物、场景、道具、情节设定，还包括宏大的世界观。相信有影响力的 IP 结合元宇宙，在未来会创造出巨大的影响力。

**3) 新技术：产学研多方合作，关注元宇宙相关技术发展。**一来，中文在线与清华大学联合成立“元宇宙文化实验室”，不仅是清华大学第一个元宇宙相关的实验室，更是国内高校最早的元宇宙实验室之一，将跳脱出单一元宇宙应用维度，立足元宇宙整个内容生态进行研究，从而加速公司元宇宙战略的商业化进程和应用场景延伸，有望为公司带来增量空间；二来，公司已与 AR/VR 领域的技术领先公司合作，将公司在内容 IP 产业链的优势及合作方的技术优势深度结合，在基于元宇宙应用的 VR/AR、沉浸式体验、数字化等方向开展合作，探索虚拟现实新生态。

**4) 新经济：基于区块链，开启全新的版权保护模式。**由于区块链具有去中心化特质，因此，区块链上的交易信息不可篡改、交易记录集体维护，这些特征均有利于货币体系的安全稳健运行。公司正在开发以“长安链”为底层建设联盟链的区块链存证平台，致力于构建一个健康的数字版权生态。

**政策释放良好信号，文化数字化领域大有可为。**2022 年 5 月 22 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，意见明确指出要以搭建文化数据服务平台、促进文化机构数字化转型升级、发展数字化文

化消费新场景、加快文化产业数字化布局等为重点任务，鼓励文化机构/企业使用全息呈现、数字孪生、多语言交互等新型体验技术，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验。该政策的推出，无疑为整个文化数字化领域的发展提供了保障，而公司的元宇宙业务也将整个行业的水涨船高中持续提升增长动能。

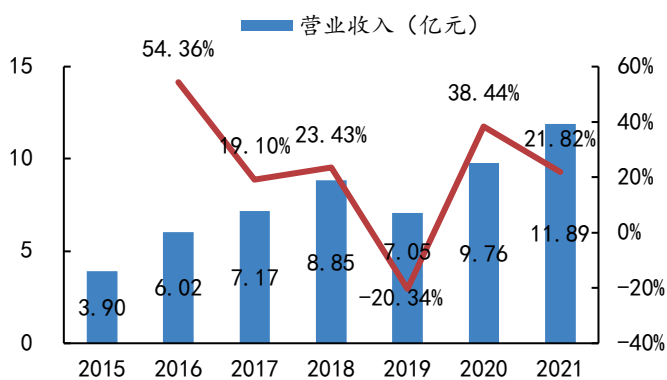
### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 财务指标分析

**营业收入侧：**2015-2018 年公司营业收入稳步增长，CAGR 达 28.4%。2019 年，受监管政策影响，子公司晨之科游戏发行业务压缩，营业收入大幅下降至 7.05 亿元。2020 年，公司出售晨之科，解决遗留问题，轻装上阵，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 11.89 亿元，同比增长 21.82%。得益于数字阅读用户规模的持续扩大，IP 衍生内容和海外业务均将得到繁荣发展，我们预计 2022-2024 年营收同比增加 28.6%/13.9%/8.2%。

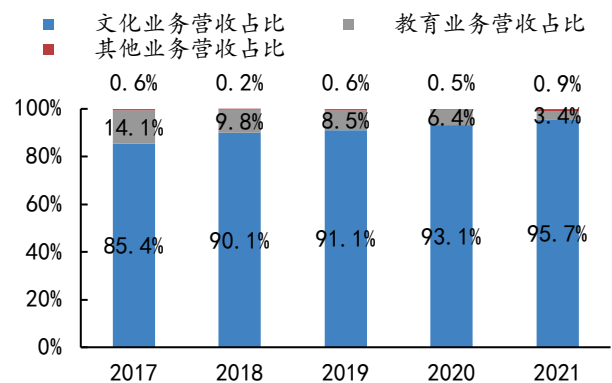
**营收结构侧：**公司聚焦文化主业，全面布局数字文化内容行业，缩减教育业务。2018 年以来，公司文化板块收入占比逐年加大，占比始终维持在 90%以上，2021 年占比达 95.69%，已成为公司的支柱业务；教育板块收入占比逐年缩减，由 2018 年的 9.76%下降至 2021 年的 3.41%。

图表 51 2015-2021 年中文在线营业收入及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

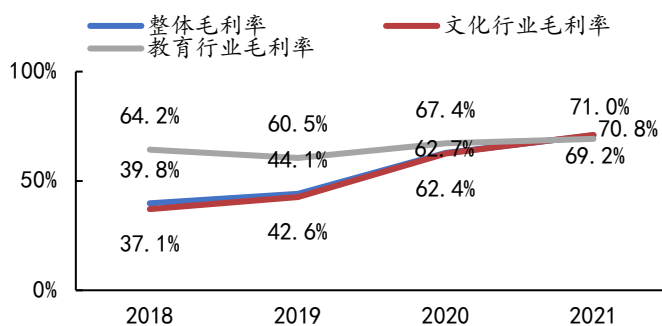
图表 52 2017-2021 年中文在线营收结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

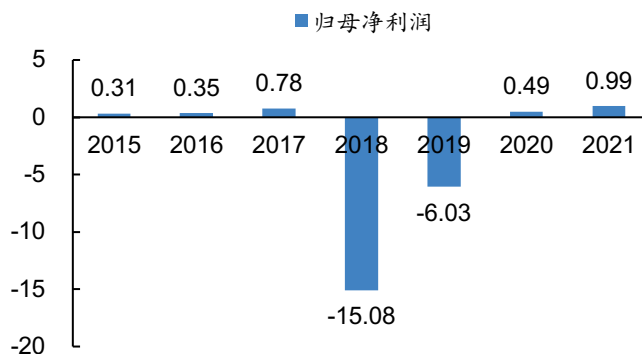
**毛利率侧：**2018-2019 年公司主营业务毛利率较为稳定，2019 年起，占比最大的文化板块毛利率快速增长带动整体毛利率实现较大增长。得益于文化业务的持续增长，毛利率将持续维持较高水平，我们预计 2022-2024 年毛利率为 66.8%/65.4%/64.8%。

图表 53 2018-2021 年中文在线各业务毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

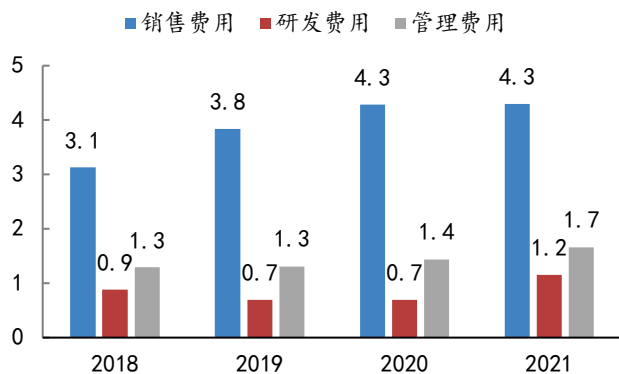
图表 54 2015-2021 年中文在线归母净利润



资料来源：公司年报，华安证券研究所

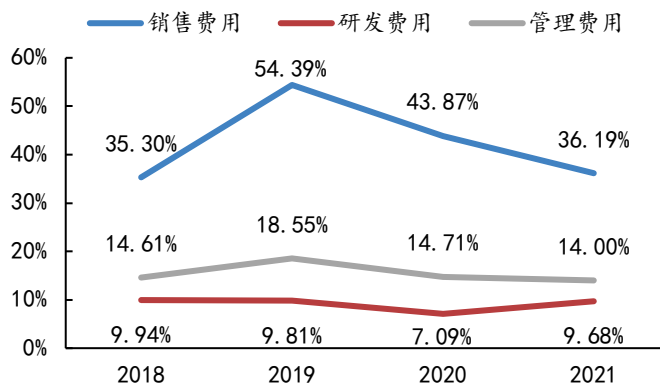
**费用侧：1) 销售费用显著下降：**2019-2021 年公司销售费用率占比持续下降，从 2019 年的 54.39% 下降到 2021 年的 36.19%，这是由于公司主要面向大客户进行分销，营销费用较低，而且腾讯、百度两大股东的入股也发挥了重要的协同效应，对渠道、分销等方面有着重要作用，由于随着合作的不断深化，协同效应将愈发显著，因此我们预计未来销售费用率仍将小幅下降，2022-2024 年销售费用率为 32%/31%/30%；**2) 研发费用呈上升趋势：**2021 年研发费用为 1.15 亿元，同比上年增加 66.26%，主要是由于海外公司研发投入增加以及开始布局元宇宙，研发费用率也从 2020 年的 7.09% 上升至 2021 年的 9.68%，由于目前元宇宙仍处于早期，我们预计未来公司将持续保持研发投入，研发费用率将保持在 9% 的水平；**3) 管理费用小幅下降：**2018-2021 年公司管理费用率维持小幅下降至 14%，预计未来管理费用率仍将保持下降趋势，2022-2024 年管理费用率为 12%/11%/10%。

图表 55 2018-2021 年三项费用



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 56 2018-2021 年三项费用率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**归母净利润侧：**2018 年由于监管环境发生变化，游戏版号暂停发放导致子公司晨之科相关业务遭受亏损，未能完成业绩对赌计提大额资产减值，公司归母净利润大幅下降至 -15.08 亿元；2019 年受营收下降和资产减值影响，归母净利润为 -6.03 亿元；受益于文化业务增长，2020 年公司实现扭亏为盈，2021 年归母净利润创新高，约 1 亿元，同比增长超过 100%。得益于文化业务的稳步增长，公司归母净利润将持续走高，我们预计 2022-2024 年归母净利润将达 1.51 亿/1.94 亿/2.29 亿元。

### 3.2 盈利预测及核心假设

公司业绩主要由文化板块的产品或服务驱动，总量上由数字阅读业务（面向第三方渠道，诸如 QQ 阅读、微信读书、百度七猫等）、海外业务驱动，边际增长上受到版权运营业务（IP 授权、合作等）驱动。

1) **数字阅读业务**：CNNIC 数据显示，2017 年数字阅读市场规模为 46.51 亿，2021 年市场规模则上升到 105.01 亿，复合年均增长率达 22.6%，由于国内疫情反复，再加上政府大力倡导文化数字化战略，我们预计未来 4 年数字阅读市场规模仍将以 15% 的复合年均增长率继续增长，在 2025 年数字阅读市场规模有望达 183.5 亿元。持续向好的行业基本面结合公司丰富的作者/作品资源，数字阅读业务将持续为公司收入增长贡献动能，我们预计 22-24 年公司数字阅读业务收入将达 5.68 亿/6.43 亿/7.29 亿元。

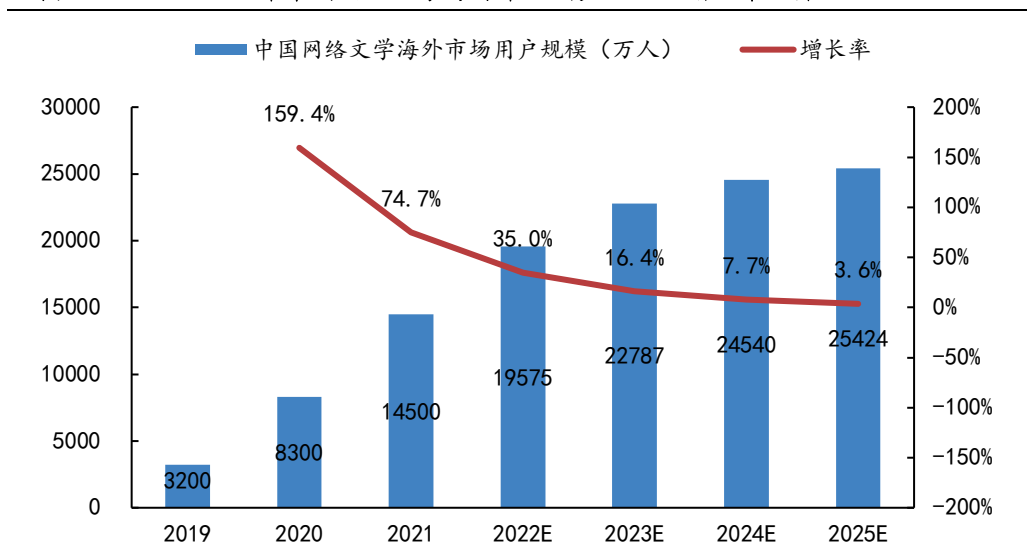
图表 57 数字阅读市场规模预估 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
网民规模	77,198	82,851	90,359	98,899	103,195	106,291	109,480	112,764	116,147
YoY		7.32%	9.06%	9.45%	4.34%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
网文阅读率	48.90%	52.10%	50.40%	46.50%	48.60%	49.30%	49.30%	49.30%	49.30%
网络文学用户规模 (万人)	37,774	43,201	45,538	46,013	50,159	52,401	53,973	55,593	57,260
YoY		14.37%	5.41%	1.04%	9.01%	4.47%	3.00%	3.00%	3.00%
人均年付费金额 (元)	12.31	13.55	15.17	17.45	20.94	24.08	26.48	29.13	32.04
YoY		10.00%	12.00%	15.00%	20.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
数字阅读市场规模 (亿元)	46.51	58.52	69.08	80.27	105.01	126.16	142.94	161.95	183.5

资料来源：CNNIC，中国音像与数字出版协会，公开资料整理，华安证券研究所

2) **海外业务**：艾瑞咨询数据显示，2019 年中国网络文学出海用户规模为 3200 万，2021 年用户规模为 1.45 亿，复合年均增长率为 112.9%。随着中国精品数字阅读产品不断出海并加强本地化，我们预计未来 4 年中国网络文学出海用户规模将以 15.1% 的年复合增长率继续增长，2025 年有望超 2.5 亿。得益于公司海外阅读产品在细分领域里的龙头地位，海外业务未来也将持续为公司的收入贡献增量，我们预计 22-24 年公司海外业务收入将达 6.88 亿/8.00 亿/8.34 亿元。

图表 58 2019-2025 年中国网络文学海外市场用户规模及增长率测算



资料来源：iResearch，华安证券研究所

**3) 版权运营业务:** 得益于公司不断发展 IP 衍生、授权、合作等业务, 版权业务也将进一步提高进而促进文化板块营收边际改善, 我们预计 22-24 年公司版权运营业务收入将达 2.40 亿/2.70 亿/2.98 亿元。

**公司总体营收情况:** 根据测算, 预计 2022-2024 年, 公司总营收将达 15.3 亿/17.4 亿/18.9 亿元, 文化板块收入将达 15.0 亿/17.1 亿/18.6 亿, 教育板块收入将达到 0.3 亿/0.25 亿/0.2 亿元, 其他业务收入将达 0.04 亿/0.05 亿/0.05 亿元。

图表 59 核心假设与盈利预测 (亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	7.05	9.76	11.89	15.30	17.43	18.86
YoY	-20.3%	38.35%	21.84%	28.64%	13.94%	8.22%
文化业务	6.42	9.09	11.38	14.96	17.13	18.61
YoY	-19.5%	41.61%	25.23%	31.44%	14.53%	8.64%
教育业务	0.60	0.62	0.41	0.30	0.25	0.20
YoY	-30.9%	4.24%	-34.81%	-26.08%	-16.67%	-20.00%
其他业务	0.04	0.05	0.11	0.04	0.05	0.05
YoY	127%	25.32%	117.3%	-64.27%	23.87%	4.27%
营业成本	3.94	3.64	3.47	5.08	6.02	6.65
YoY	-26%	-7.62%	-4.85%	46.66%	18.55%	10.31%
文化业务	3.68	3.41	3.29	4.98	5.77	6.45
YoY	-27%	-7.31%	-3.51%	51.08%	16.03%	11.62%
教育业务	0.209	0.203	0.142	0.105	0.250	0.200
YoY	-31%	-2.82%	-30.08%	-26.08%	138.10%	-20.00%
其他业务	0.049	0.024	0.029	0.019	0.024	0.025
YoY	380%	-50.65%	18.26%	-34.12%	23.87%	4.27%
毛利率	44.1%	62.7%	70.9%	66.8%	65.4%	64.8%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3.3 估值及投资建议

综合公司历史和可比公司两个角度进行公司估值:

1) 公司历史, 回顾公司 2015 年上市至今的 PE (TTM), 公司历史 PE 的 30 分位值约为 47.54X; 2) 根据相对估值法, 选取传媒和元宇宙相关标的: 芒果超媒、中国电影、视觉中国、掌阅科技作为可比标的, 当前市盈率(TTM)中位数为 72.97, 2022/2023 年, 可比标的万得一致预期对应平均 PEG 为 0.9/0.86; 其中, 芒果超媒和视觉中国作为积极布局元宇宙的前瞻性传媒公司, 2022 年 PEG 分别为 1.57/1.20。基于中文在线行业优势地位、良好的创作者生态、丰富的 IP 储备, 同时考虑到元宇宙处于发展早期, 而公司数字内容资源丰富、壁垒强, 提前布局元宇宙赛道具有先发优势, 将持续受益于数字经济政策鼓励。预计 2022 年归母净利润增速较高达 50.9%, 我们给予一定估值溢价。给予中文在线 2022 年 1.2 倍 PEG, 对应 2022 年 PE 61X, 对应合理市值为 92 亿人民币, 对应合理股价为 12.5 元, 首次覆盖并给予“买入”评级。

**图表 60 可比公司估值**

代码	证券简称	总市值(亿元)	21-22E 归母净利润同比增长%	市盈率PE			PEG	
				TTM	22E	23E	22E	23E
<b>平均值</b>				<b>72.97</b>	<b>35.67</b>	<b>25.48</b>	<b>0.90</b>	<b>0.86</b>
300413.SZ	芒果超媒	698.34	18%	37.79	28.03	23.63	1.57	1.27
600977.SH	中国电影	199.21	95%	95.47	43.25	23.35	0.46	0.27
000681.SZ	视觉中国	96.00	38%	67.70	45.55	36.09	1.20	1.38
603533.SH	掌阅科技	65.70	69%	90.90	25.85	18.86	0.38	0.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 风险提示:

行业监管政策调整; 海外业务及元宇宙相关业务研发和业绩不及预期; IP 衍生业务发展不及预期的风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1320	1692	1963	2310	<b>营业收入</b>	1189	1530	1743	1886
现金	495	488	503	632	营业成本	347	508	602	665
应收账款	112	168	181	186	营业税金及附加	3	5	6	6
其他应收款	21	25	24	21	销售费用	430	520	558	585
预付账款	151	168	199	219	管理费用	166	199	209	207
存货	2	7	8	9	财务费用	5	-5	-5	-5
其他流动资产	540	836	1047	1243	资产减值损失	-29	0	0	0
<b>非流动资产</b>	875	850	898	884	公允价值变动收益	18	0	0	0
长期投资	172	187	202	217	投资净收益	51	23	26	28
固定资产	23	23	23	23	<b>营业利润</b>	169	188	242	287
无形资产	240	255	270	285	营业外收入	8	5	6	6
其他非流动资产	440	385	403	359	营业外支出	3	2	3	3
<b>资产总计</b>	2195	2542	2861	3194	<b>利润总额</b>	174	191	245	290
<b>流动负债</b>	544	706	796	860	所得税	30	13	17	20
短期借款	245	245	245	245	<b>净利润</b>	145	177	228	269
应付账款	95	139	165	182	少数股东损益	46	27	34	40
其他流动负债	204	322	386	433	<b>归属母公司净利润</b>	99	151	194	229
<b>非流动负债</b>	33	33	33	33	EBITDA	217	169	218	258
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.20	0.26	0.31
其他非流动负债	33	33	33	33					
<b>负债合计</b>	577	738	829	893					
少数股东权益	55	82	116	157					
股本	727	736	736	736					
资本公积	2498	2498	2498	2498					
留存收益	-1663	-1512	-1319	-1090					
归属母公司股东权益	1563	1722	1916	2145					
<b>负债和股东权益</b>	2195	2542	2861	3194					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	31	244	245	298
净利润	99	151	194	229
折旧摊销	82	10	12	14
财务费用	8	0	0	0
投资损失	-51	-23	-26	-28
营运资金变动	-172	82	35	46
其他经营现金流	336	92	190	221
<b>投资活动现金流</b>	-71	-259	-231	-169
资本支出	-90	-12	-12	-12
长期投资	-6	-270	-245	-185
其他投资现金流	25	23	26	28
<b>筹资活动现金流</b>	84	8	0	0
短期借款	118	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	8	0	0
资本公积增加	17	0	0	0
其他筹资现金流	-51	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	40	-7	15	129

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.8%	28.7%	13.9%	8.2%
营业利润	189.7%	10.9%	28.9%	18.5%
归属于母公司净利润	101.9%	52.6%	28.4%	18.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	70.9%	66.8%	65.4%	64.8%
净利率 (%)	8.3%	9.9%	11.1%	12.1%
ROE (%)	6.3%	8.8%	10.1%	10.7%
ROIC (%)	5.9%	7.2%	8.4%	8.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	26.3%	29.0%	29.0%	28.0%
净负债比率 (%)	35.6%	40.9%	40.8%	38.8%
流动比率	2.43	2.40	2.46	2.69
速动比率	1.90	1.96	2.03	2.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.60	0.61	0.59
应收账款周转率	10.65	9.13	9.61	10.14
应付账款周转率	3.63	3.65	3.65	3.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.14	0.20	0.26	0.31
每股经营现金流	0.04	0.33	0.33	0.40
每股净资产	2.15	2.34	2.60	2.91
<b>估值比率</b>				
P/E	109.20	50.96	39.68	33.55
P/B	6.90	4.46	4.01	3.58
EV/EBITDA	48.70	44.07	34.14	28.31

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。