

中文在线

300364.SZ

审慎增持 (首次)

内容产业链多元变现，元宇宙版图扩张可期

2022年11月07日

## 市场数据

市场数据日期	2022-11-4
收盘价(元)	8.01
总股本(百万股)	735.75
流通股本(百万股)	650.05
总市值(百万元)	5893.33
流通市值(百万元)	5206.91
净资产(百万元)	1571.92
总资产(百万元)	2179.76
每股净资产(元)	2.06

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1189	1471	1901	2412
同比增长	21.8%	23.7%	29.2%	26.9%
归母净利润(百万元)	99	133	172	216
同比增长	101.9%	34.6%	29.2%	25.7%
毛利率	70.9%	68.7%	68.8%	68.9%
净利率	12.2%	12.4%	12.7%	12.5%
			9.2%	10.4%
每股收益(元)	0.13	0.18	0.23	0.29
每股经营现金流(元)	0.04	0.44	0.30	0.40

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

李阳

liyanyang@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

## 投资要点

- **全品类+垂类平台并驾齐驱，多维内容生态构筑内容护城河。**公司聚焦文化业务，深耕数字阅读内容，以全品类平台+垂类平台的方式，形成多维度发展的内容平台矩阵，内容护城河逐渐稳固。
- **网文连载+IP 衍生同步开发，发掘成熟的商业变现模式。**公司凭借优质 IP 内容积累，向下游延伸进行 IP 培育与衍生开发，着力打造“网文连载+IP 轻衍生同步开发”的创作模式。积极拓展音频、中短剧、动漫、影视等衍生业务领域，升级 IP 衍生孵化链条，实现了从单一网文的生产和经营向文学 IP 全生命周期生产和经营的进化，打开长期业绩增长空间。
- **推进海外 2.0 战略，扩大海外业务规模。**公司充分利用既有优势、深度结合自有海量内容和优质 IP，在全球范围内多点布局。结合所在国的强势产业与海外本土市场特征，输出符合当地文化背景的优质 IP。10 月 8 日在北美上映的《岛上书店》，为公司“国际化 2.0 战略”打出了高水平开局。
- **拓展元宇宙创新边界，持续挖掘内容增量空间。**公司重视元宇宙业务开展，从四大方面开启文化宇宙新范式。**新内容：**依托垂类平台聚集优势，推出“首届全球元宇宙征文大赛”，挖掘优质元宇宙内容 IP，为推动元宇宙业务字藏品平台上线，虚拟数字人持续开发，战略合作布局 VR 产业，持续探索虚拟现实经济新生态。**新技术：**产学研多方发力，助力公司“元宇宙”赛道具备前瞻优势，加速元宇宙商业化进程和应用场景延伸，为公司发展带来增量空间。**新经济：**依托“长安链”开发区块链存证平台，技术赋能知识产权保护；筹备设立“下一代互联网科技发展基金”，持续寻找业务新增长点。
- **盈利预测：**中文在线深耕数字阅读领域，打造内容护城河，基于 IP 领先优势全链路衍生开发，进一步纵深打造内容资源开发多形态，发力海外市场开拓和元宇宙前瞻布局。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.33/1.72/2.16 亿元，对应当前股价（2022 年 11 月 4 日）的 PE 分别为 44.3/34.3/27.3 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

**风险提示：优质版权竞争加剧风险、作品被盗版的风险、应收款项回收风险、元宇宙业务发展不达预期的风险。**

## 目 录

1、公司概况：深耕数字阅读生态，持续打造精品原创内容.....	- 4 -
1.1、夯实文化主业，释放数字内容价值 .....	- 4 -
1.2、战略股东引进优势资源，股权激励赋能长期发展.....	- 5 -
1.3、费用率稳步下降，盈利空间逐渐修复 .....	- 7 -
2、数字阅读：海内外双轮驱动，IP 衍生打造新增长点 .....	- 8 -
2.1、数字阅读行业：政策利好助推行业发展，网文 IP 改编已成趋势 .....	- 8 -
2.2、数字阅读业务：打造多维平台矩阵，构筑内容 IP 壁垒 .....	- 11 -
2.3、知识产权保护：专业维权平台与技术赋能，提高创作保护效能.....	- 13 -
2.4、IP 衍生：网文连载+IP 衍生同步开发，拓展文学 IP 全生命周期.....	- 14 -
2.5、海外业务：出海 2.0 战略开局，创新形式空间广阔.....	- 18 -
3、元宇宙：拓展元宇宙创新边界，持续挖掘内容增量空间.....	- 20 -
3.1、依托优质内容 IP 优势，打造文化宇宙新范式 .....	- 20 -
3.2、数字藏品赋能文化传承，“第五境面”产品迭出丰富多元 .....	- 23 -
3.3、战略投资发挥协同效应，虚拟数字人应用持续探索 .....	- 28 -
3.4、技术成熟催化内容供给，优势互补布局 VR 内容领域 .....	- 30 -
4、盈利预测与估值 .....	- 33 -
5、风险提示 .....	- 34 -

## 图目录

图 1、中文在线业务体系 .....	- 4 -
图 2、公司发展历程 .....	- 5 -
图 3、2015-2022H1 中文在线营收结构 .....	- 5 -
图 4、公司股权结构（截至 2022 年 11 月 1 日） .....	- 6 -
图 5、2017-2022 前三季度公司营业收入及增长率 .....	- 7 -
图 6、2017-2022 前三季度公司归母净利润及增长率 .....	- 7 -
图 7、2017-2022 前三季度公司毛利率、净利率情况 .....	- 8 -
图 8、2017-2022 前三季度公司期间费用率情况 .....	- 8 -
图 9、2020-2021 年上架作品数量（万部） .....	- 9 -
图 10、2021 年上架作品数量（万部）及占比 .....	- 9 -
图 11、2017-2021 年数字阅读市场规模及增长率 .....	- 9 -
图 12、2017-2021 年数字阅读用户规模及增长率 .....	- 9 -
图 13、2017-2021 网络文学用户规模及使用率 .....	- 9 -
图 14、数字阅读产业链 .....	- 10 -
中文在线全品类平台 17K 小说网 .....	- 11 -
图 16、中文在线垂类平台四月天小说、万丈书城、奇想宇宙、谜想计划 .....	- 11 -
图 17、中文在线渠道合作伙伴 .....	- 12 -
图 18、网大公开课网页 .....	- 12 -
图 19、“权哨”平台功能 .....	- 13 -
图 20、“无抄”使用攻略 .....	- 13 -
图 21、中文在线知识产权保护体系 .....	- 14 -
图 22、鸿达以太有声版权 .....	- 15 -
图 23、鸿达以太分发渠道 .....	- 15 -
图 24、鸿达以太 AI 语音技术优势 .....	- 15 -
图 25、中文在线部分单部播放过亿的中短剧 .....	- 16 -
图 26、中文在线 IP 改编动漫作品 .....	- 16 -

图 27、中文在线成立合资影视公司 .....	- 17 -
图 28、中文在线影视作品 .....	- 17 -
图 29、2017-2023 年全球数字阅读市场收入规模（百万美元） .....	- 18 -
图 30、2017-2021 年公司海外业务收入及增长率 .....	- 19 -
图 31、2018-2021 年公司海外业务及整体毛利率 .....	- 19 -
图 32、公司海外产品 Chapters、Spotlight、Kiss 界面 .....	- 19 -
图 33、《混沌剑神》上线日本漫画平台 Piccoma .....	- 20 -
图 34、《岛上书店》宣传海报 .....	- 20 -
图 35、中文在线元宇宙布局 .....	- 22 -
图 36、首届全球元宇宙征文大赛元宇宙奖入围作品 .....	- 22 -
图 37、中文在线元宇宙“新形态” .....	- 23 -
图 38、央数藏“YSC”系列藏品 .....	- 25 -
图 39、2012-2022 年 7 月中国数字藏品企业数量 .....	- 25 -
图 40、2021 年 12 月-2022 年 6 月各月份国内数字藏品发行数量及发行总额 .....	- 26 -
图 41、2021 年 12 月-2022 年 6 月各月份国内数字藏品单件平均价格 .....	- 26 -
图 42、2021-2026 年中国数字藏品行业市场规模 .....	- 26 -
图 43、第五境面界面 .....	- 27 -
图 44、第五境面盈利模式 .....	- 27 -
图 45、第五境面数字藏品发售时间线 .....	- 27 -
图 46、国内公司推出的部分虚拟数字偶像 .....	- 29 -
图 47、两点十分旗下虚拟偶像 IP .....	- 29 -
图 48、著名评书表演艺术家袁阔成虚拟数字人 .....	- 30 -
图 49、VR 动画《灵笼》宣传海报 .....	- 31 -
图 50、VeeR 发行渠道 .....	- 32 -
图 51、VeeR App 已登陆的 VR 平台 .....	- 32 -
图 52、公司与为快科技战略合作模式 .....	- 32 -

## 表目录

表 1、2020 年股票期权激励业绩考核要求 .....	- 6 -
表 2、2021 年限制性股票各年度业绩考核要求 .....	- 6 -
表 3、中文在线战略投资产业链公司 .....	- 18 -
表 4、2022 年以来各地元宇宙政策 .....	- 21 -
表 5、我国数字藏品相关政策 .....	- 24 -
表 6、虚拟数字人三大典型特征 .....	- 28 -
表 7、国内&国际 VR 头显设备对比 .....	- 31 -
表 8、公司盈利预测假设 .....	- 33 -
盈利预测结果（PE/PB 对应 2022 年 11 月 4 日收盘价） .....	- 33 -

## 1、公司概况：深耕数字阅读生态，持续打造精品原创内容

### 1.1、夯实文化主业，释放数字内容价值

坚守文化数字化使命，积极布局数字文化内容行业。中文在线是国内最大的正版数字内容提供商之一，深耕数字阅读行业，以“更好内容，更好数字生活”为公司使命，贯彻并实施“夯实内容、服务产业、决胜 IP”，国内国际双轮驱动的发展战略。公司以自有原创平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源，积累海量内容资源，形成了以数字内容生产与授权、IP 培育与衍生开发为核心，知识产权保护及元宇宙探索为两翼的业务体系，全面布局数字文化内容行业。

图 1、中文在线业务体系



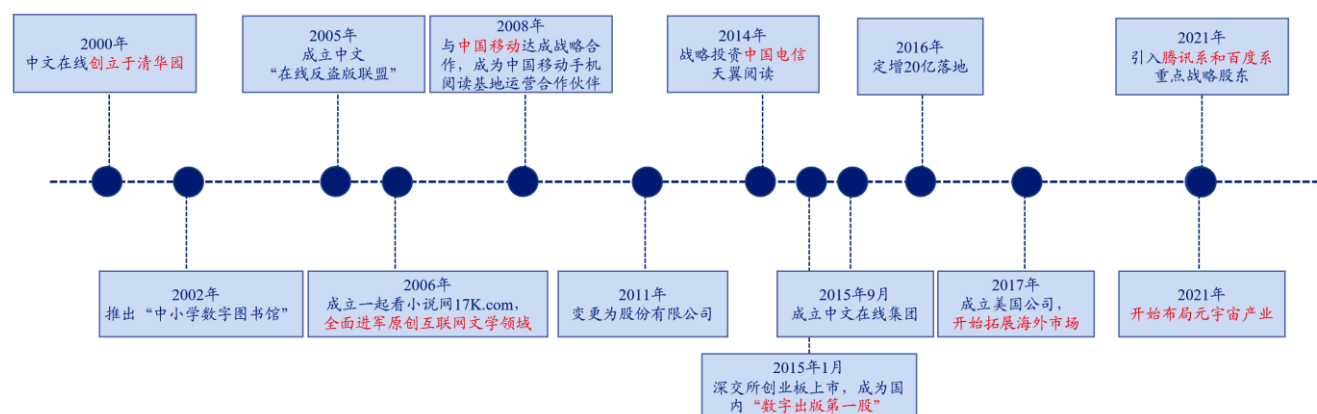
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

领跑中文数字文化内容产业，围绕数字出版核心稳步发展，持续开拓业务，推动数字内容高质发展。中文在线于 2000 年成立于清华园；2002 年在国内率先推出“中小学数字图书馆”，实现数字出版行业发展成果首次应用于中国基础教育领域；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，公司成立一起看小说网 17K.com，全面进军原创互联网文学领域，打造全球华语小说综合阅读门户网站；2008 年，与中国移动达成战略合作，

成为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；2011 年，北京中文在线文化发展有限公司折合股份变更设立为北京中文在线数字出版股份有限公司；2014 年，战略投资中国电信天翼阅读，成为除中国电信外的第一大股东；2015 年 1 月，公司在深交所创业板上市，成为国内“数字出版第一股”；2015 年 9 月成立国内首家数字出版集团中文在线集团，2016 年，定增 20 亿元落地；2017 年，开始拓展海外市场，成立美国公司；2021 年，引入腾讯系和百度系重点战略股东（上海阅文、深圳利通和百度七猫等），持续深化与头部平台的合作；同年，开始布局元宇宙产业，致力于利用元宇宙的经营理念和区块链技术，帮助数字文化内容的价值释放。

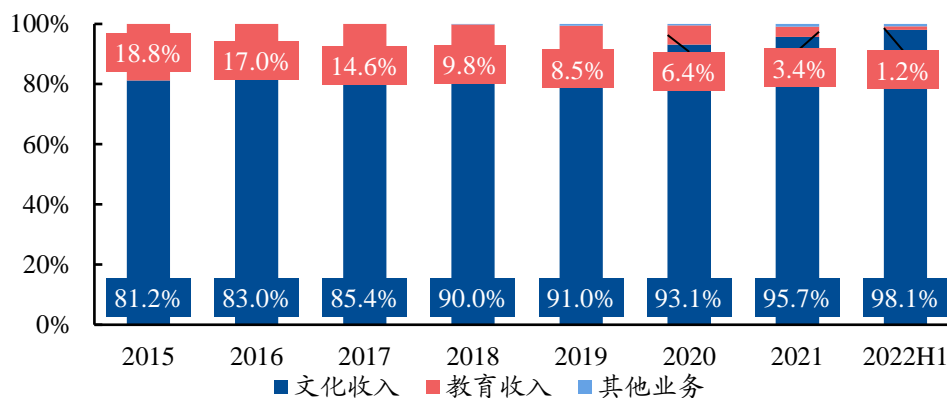
图 2、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**聚焦文化主业，拓展 IP 衍生业务。**公司业务根据业务性质主要分为文化业务和教育业务两大板块，其中文化业务板块包括数字阅读业务、IP 轻衍生业务、IP 深度运营业务、知识产权业务、游戏业务与海外业务等；教育业务板块包括教育阅读业务、教育服务业务。公司文化业务营收占比逐年上升，自 2018 年起文化业务收入占比均在 90% 以上，2022 上半年文化收入占比 98.1%。公司主动收缩教育业务，在线教育平台及资源建设等项目延期推进，2022 上半年教育收入占比仅为 1.2%。

图 3、2015-2022H1 中文在线营收结构



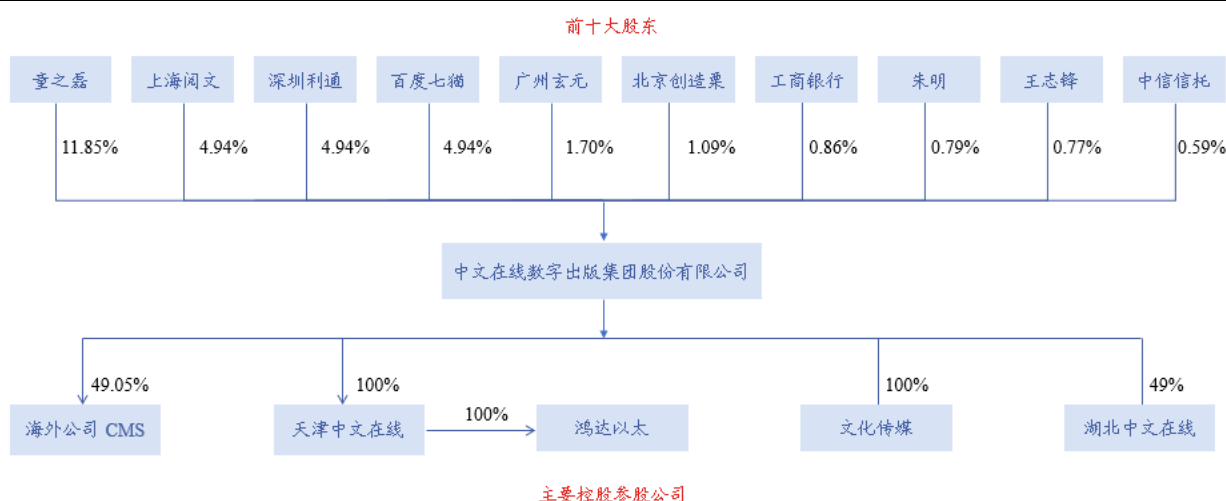
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、战略股东引进优势资源，股权激励赋能长期发展

股权结构保持稳定，腾讯系、百度系战略股东资源优势显著。截至 2022 年 11 月 1 日，公司实际控制人、董事长童之磊直接持股 11.85%，其一致行动人广州玄元持有公司 1.70% 股份。2021 年 1 月，公司原股东启迪华创分别与上海阅文、深圳利通签署《股份转让协议》，将其持有股份转让至上海阅文和深圳利通；原股东文睿公司将其持有股份转让至百度七猫，上海阅文和深圳利通皆为腾讯旗下公司，百度七猫为百度间接控股子公司，新股东加入助力公司引进优势资源。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 4、公司股权结构（截至 2022 年 11 月 1 日）



资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

**长效激励机制严谨，助力企业长远发展。**为了吸引并留存核心骨干和专业人才，

2020 年和 2021 年连续两年推出了股票期权激励计划及限制性股票激

励计划，期权激励及限制性股票激励总额合计 5111.48 万股，占公司总股本的 7.03%，行权及激励股票授予价格为 3 元/股。公司激励业绩考核严谨，以 2020 年为基数，2021、2023、2025、2027 年净利润增长率不低于 40%、80%、150%、200%。限制性股票激励在净利润增长率的目标上，要求公司市值分别在 2023、2025、2027 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 100 亿元，激励计划时间跨度大，激励长远发展。2021 年 10 月，公司向 120 名激励对象授予 1500 万股限制性股票。2021 年净利润增长率达 148.70%（以 2020 年为基期），20 名激励对象于 2022 年 5 月行权，行权的股票数量占公司总股本的 1.16%。

表 1、2020 年股票期权激励业绩考核要求

行权期	业绩考核目标	最低净利润（亿元）
第一次行权	以 2020 年为基数，2021 年净利润增长率不低于 40%	0.81
第二次行权	以 2020 年为基数，2023 年净利润增长率不低于 80%	1.05
第三次行权	以 2020 年为基数，2025 年净利润增长率不低于 150%	1.45
第四次行权	以 2020 年为基数，2027 年净利润增长率不低于 200%	1.75

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2021 年限制性股票各年度业绩考核要求

归属期	业绩考核目标	归属权益数量占授予权益总量的比例
第一个归属期	以 2020 年为基数，2023 年净利润增长率不低于 80%，且公司市值在 2023 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 100 亿元；	25%
第二个归属期	以 2020 年为基数，2025 年净利润增长率不低于 150%，且公司市值在 2025 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 100 亿元；	25%
第三个归属期	以 2020 年为基数，2027 年净利润增长率不低于 200%，且公司市值在 2027 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 100 亿元；	25%
第四个归属期	以 2020 年为基数，2029 年累计净利润增长率不低于 220%，且公司市值在 2029 年度任意连续 20 个交易日达到或超过 100 亿元。	25%

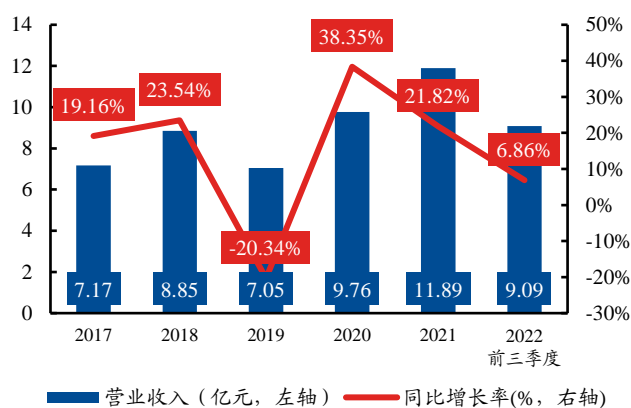
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、费用率稳步下降，盈利空间逐渐修复

文化业务带动营收改善，盈利空间逐渐修复。2018、2019 年公司分别实现营业收入 8.85、7.05 亿元，归母净利润分别亏损 15.08、6.03 亿元，主要由于 2018 年公司以现金收购了游戏公司晨之科剩余 80% 的股权，受游戏版号停发、总量调控等影响，全资子公司晨之科游戏、广告、直播收入下滑，晨之科未完成业绩对赌承诺，计提大额资产减值所致。2020 年起，公司终止运营晨之科游戏业务，并出售晨之科 100% 股权，聚焦核心数字文化内容领域。文化业务发力带动营收改善，2020、2021 年分别实现收入 9.76、11.89 亿元，同比分别增长 38.35%、21.82%，归母净利润分别达 0.49 亿元和 0.99 亿元，扭亏为盈，同比分别增长 108.1% 和 101.9%，盈利空间逐渐修复。

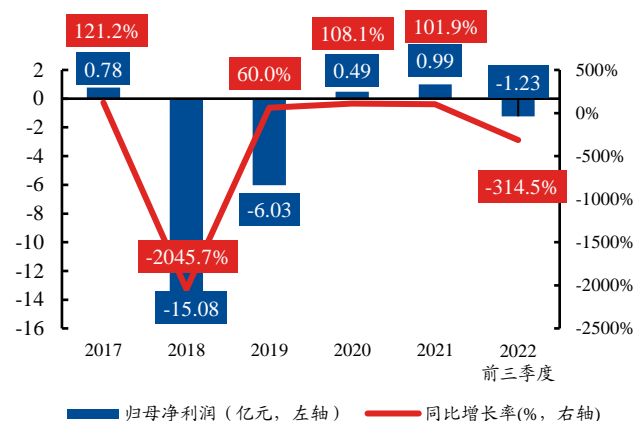
2022 前三季度公司业绩承压，实现收入 9.09 亿元，同比增长 6.86%，归母净利润亏损 1.23 亿元，主要由于公司大力拓展业内付费及免费销售渠道合作，渠道成本大幅增加。随着公司海外业务持续推进，分销渠道合作趋于稳定，业绩有望改善。

图 5、2017-2022 前三季度公司营业收入及增长率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

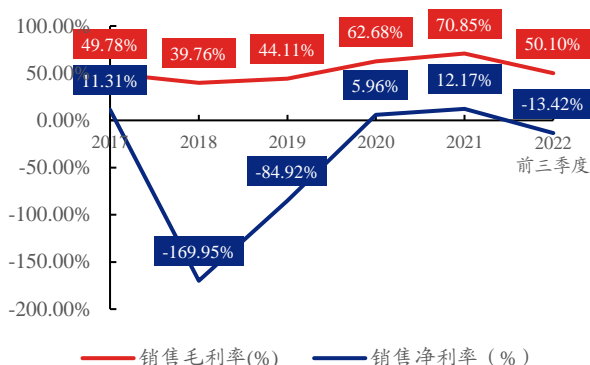
图 6、2017-2022 前三季度公司归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

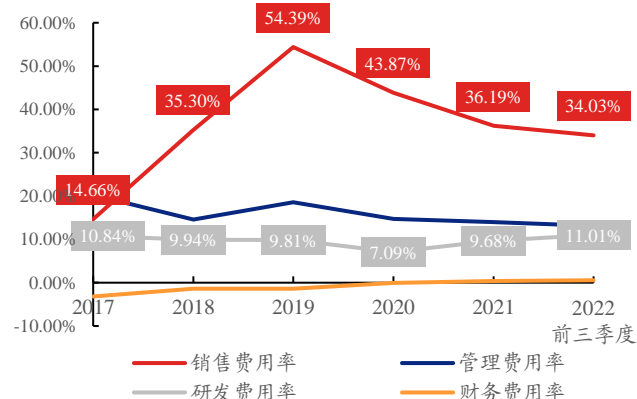
毛利率受渠道成本影响短暂承压，销售费用率逐步下降。2017 至 2019 年，公司毛利率在 39%-50% 区间波动，受游戏行业政策以及游戏子公司晨之科经营持续亏损影响，2018 年、2019 年公司销售净利率为负。受益于盈利能力逐渐加强的文化收入占比持续提升，2020 年、2021 年毛利率快速增长至 62.68%、70.85%，同时 2020 年公司出售晨之科 100% 股权，晨之科不再纳入公司报表范围，公司净利率扭亏为盈。2022 前三季度受渠道成本增加影响，公司毛利率有所回落至 50.10%。2017 至 2022 前三季度，公司管理费用率、财务费用率基本稳定，研发费用率呈上升趋势。2019 年公司大力发展海外业务，对互动式视觉阅读平台 Chapters 营销推广费用大幅增加导致 2019 年销售费用率激增。近年来，销售费用率逐步下降，2022 前三季度销售费用率回落至 34.03%，低于 2018 年水平。

图 7、2017-2022 前三季度公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2017-2022 前三季度公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

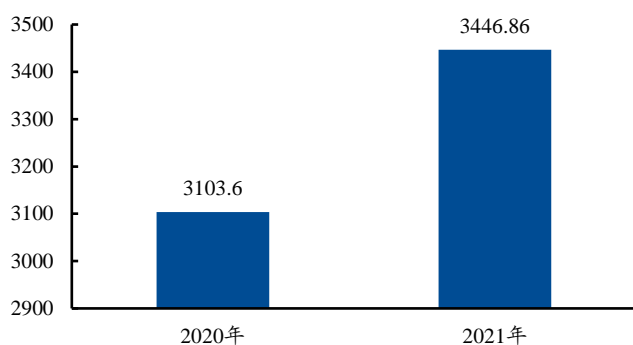
## 2、数字阅读：海内外双轮驱动，IP 衍生打造新增长点

### 2.1、数字阅读行业：政策利好助推行业发展，网文 IP 改编已成趋势

文化发展政策利好，助推文化产业蓬勃发展。2014 年至 2022 年，全民阅读连续九年被写入政府工作报告，2022 年政府工作报告提出“深入推进全民阅读”。《“十四五”文化发展规划》提出，明确鼓励文化内容原创生产、推动网络文化创作、健全现代文化产业体系、版权保护、鼓励文化出海等主基调。《规划》中表明，国家将大力扶持文化文艺创作源头，创作重心及资源向前端、源头倾斜，建立滚动式、可持续的创作生产机制，提高原创能力和工业化水平，推动优秀文学作品向剧本转化，鼓励文化单位和广大网民进行网络文化创作生产。《规划》进一步明确了文化建设在全局工作中的突出位置，激活了中国文化企业的发展动能及发展品质，有力助推文化产业蓬勃发展。

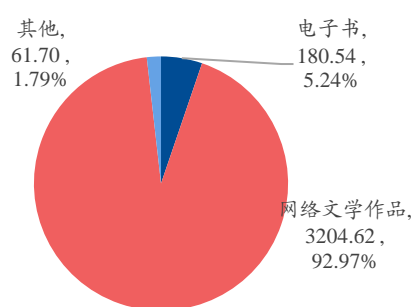
精品原创内容稳定输出，数字阅读市场规模增长。根据中国音像与数字出版协会 2022 年发布的《2021 年度中国数字阅读报告》，我国数字阅读内容供给充足，截至 2021 年底上架作品约 3446.86 万部，同比增长 11.06%，其中网络文学作品约为 3204.62 万部，已是全民阅读的重要组成部分。行业规模增长迅速，2021 年我国数字阅读产业总体规模达 415.7 亿元，同比增长 18.23%。用户规模持续增长，2021 年我国数字阅读用户规模达 5.06 亿，同比增长 2.43%。

图 9、2020-2021 年上架作品数量（万部）



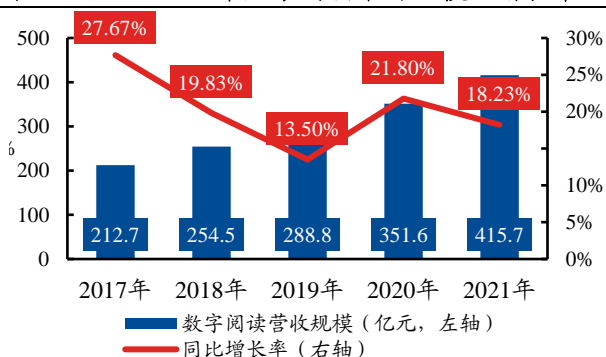
资料来源：音数协《2021 年度中国数字阅读报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2021 年上架作品数量（万部）及占比



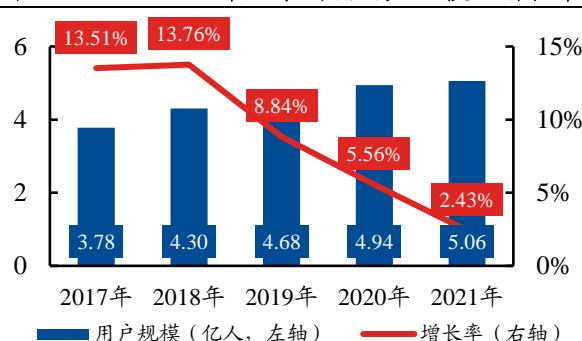
资料来源：音数协《2021 年度中国数字阅读报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2017-2021 年数字阅读市场规模及增长率



资料来源：音数协《2021 年度中国数字阅读报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

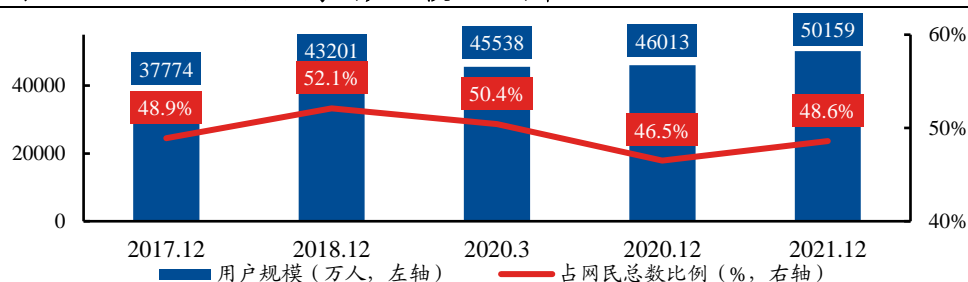
图 12、2017-2021 年数字阅读用户规模及增长率



资料来源：音数协《2021 年度中国数字阅读报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

网络文学市场前景广阔，网文 IP 改编持续升温。网络文学用户规模显著增加，根据中国互联网络信息中心发布的第 49 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2021 年底，我国网络文学用户规模达 5.02 亿人，同比增加 4146 万人，占中国网民人数的 48.6%，读者数量达到近年来最高水平。网络文学多元开发蓬勃发展，依托原创网络文学 IP，在影视、动漫、有声、短剧以及线下文旅和衍生品等方面全方位、全链路运营转化，促进网络文学多形态输出。根据中国版权协会《2021 年中国网络文学版权保护与发展报告》，2021 年我国网络文学的 IP 全版权运营涉及影视、游戏、动漫、音频、音乐等领域，带动约 3037 亿元市场，占数字文化产业规模近 40%。

图 13、2017-2021 网络文学用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

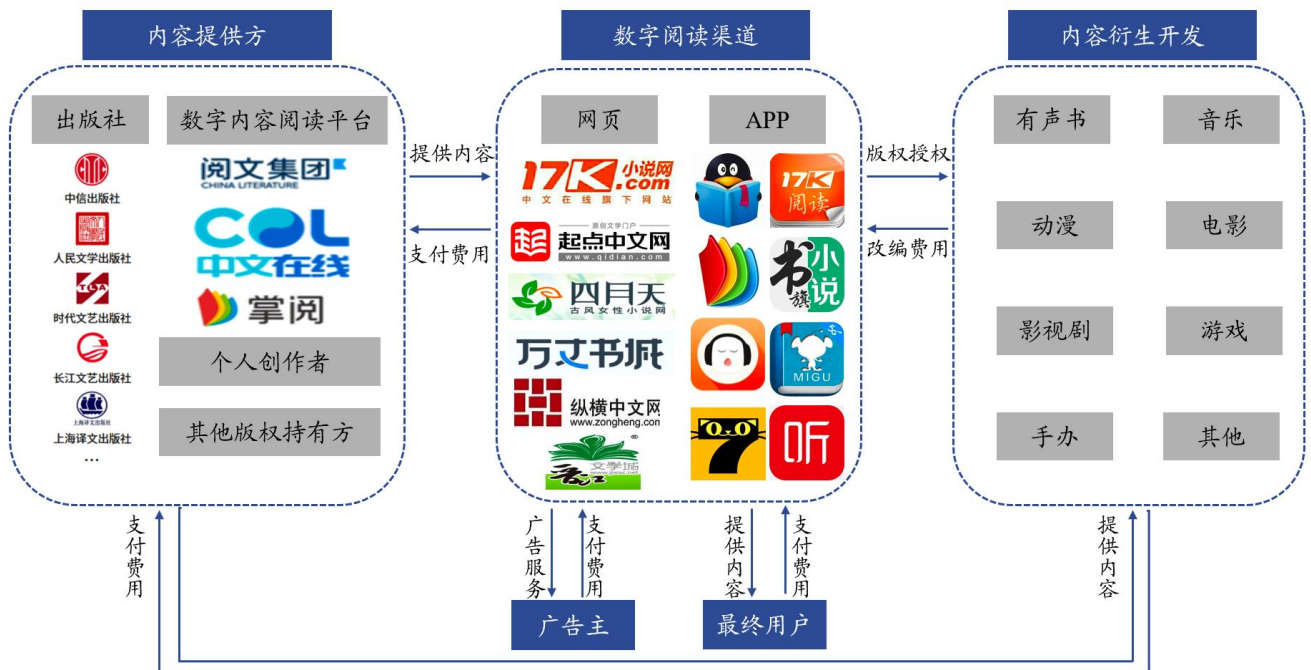
数字阅读产业链上、中、下游分别为内容版权提供方、数字阅读渠道、用户或内容衍生开发。

**上游：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。网络文学是数字阅读的重要组成部分，根据《2021 年度中国数字阅读报告》，2021 年我国网络文学上架作品约 3204.62 万部，占数字阅读作品逾九成。**优质网络文学内容的沉淀积累是数字阅读平台生存的核心，也是竞争力的重要体现。**

**中游：数字阅读渠道**，包括数字阅读网站（如中文在线旗下的 17K 小说网、四月天小说网、万丈书城、阅文集团旗下的起点中文网等）和数字阅读 APP（如中文在线旗下的 17K 阅小说、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）。**中游数字阅读网站/APP 是数字阅读行业的核心环节，是内容提供方和用户、内容衍生开发商之间的重要纽带。**

**下游：最终用户或衍生内容的开发商**，包括 To C 的个人用户和 To B 的广告主以及有声书、动漫开发商等。下游用户、广告主通过向中游支付订阅费用或广告费用，衍生内容开发商通过向上游支付版权费用或收入分成来参与数字阅读市场。**优质的原创 IP 内容具有较长的生命周期，会以音频、短剧、游戏等多种形式呈现，并在 IP 衍生转化过程中反哺 IP。**

图 14、数字阅读产业链

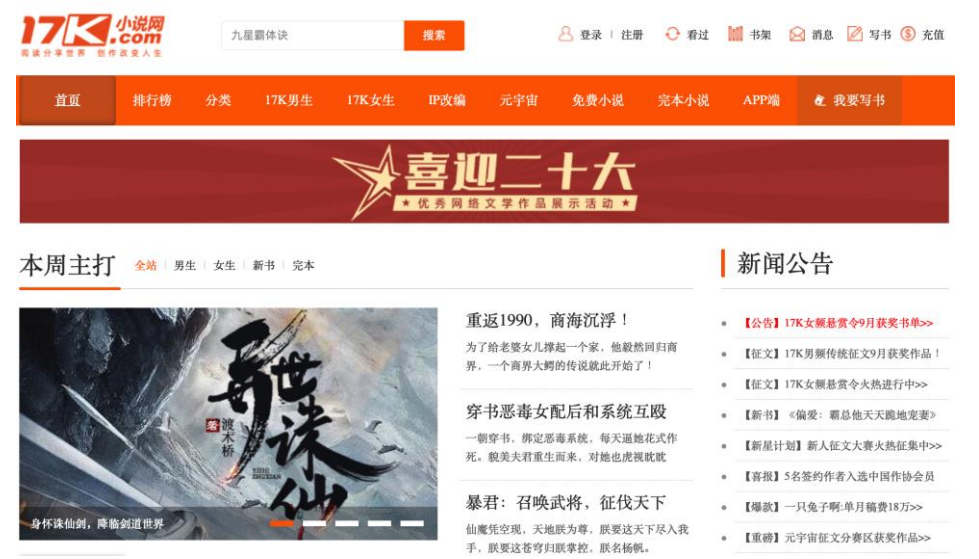


资料来源：iiMedia Research, MobTech, 头豹研究院, 华经情报网, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、数字阅读业务：打造多维平台矩阵，构筑内容 IP 壁垒

全品类+垂类平台并驾齐驱，构建多维内容生态。公司聚焦文化业务，深耕数字阅读内容，以全品类平台+垂类平台的方式，形成多维度发展的内容平台矩阵。17K小说网是公司核心的全品类原创内容生产平台，提供玄幻奇幻、都市言情、武侠仙侠、青春校园等全品类内容。公司旗下垂类平台四月天小说网、万丈书城、奇想宇宙、谜想计划分别聚焦古风女频、新媒体、科幻、泛悬疑文化领域。全品类及垂类平台结合的方式，兼顾内容的综合性与独特性。截至2022上半年，公司累积数字内容资源超510万种，网络原创驻站作者440余万名；与600余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者2000余位，内容护城河逐渐稳固。

图 15、中文在线全品类平台 17K 小说网



资料来源：17K 小说官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中文在线垂类平台四月天小说、万丈书城、奇想宇宙、谜想计划



资料来源：四月天小说网官网，万丈书城官网，奇想宇宙官网，谜想计划官网，兴业证券经济与金融研究院整理

深化行业内头部平台合作，拓宽数字内容销售方式。公司除了通过自有平台向用户直接收费以外，还向包括头部阅读平台、音频平台、三大运营商以及手机厂商等销售渠道做分销，与业内付费及免费销售渠道广泛合作，合作渠道覆盖了微信

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

读书、QQ 阅读、手机百度、七猫小说、番茄小说、追书神器、阳光书城、掌中云、掌读等重点互联网阅读平台，以及喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人畅听、酷我畅听、番茄畅听、华为音乐等音频平台。实现了数字内容的多渠道分销，协同效应明显。

图 17、中文在线渠道合作伙伴



资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

网文公开课坚持作家培育，构建可持续发展网文 IP 生态。公司建立职业作家创作基地，并于 2013 年发起并创立了中国首个“网大公开课”，着力培养作家的创作能力，培育网络文学新人。2022 年上半年，“网大公开课”完成全阶课招生培训 8400 人次，同比增长 105%；作家垂直社群突破 5 万人次，累计培训学员超过 7 万人次，覆盖全网超过 100 家原创文学网站，培养出一批优秀的网络文学作家，促进优质内容资源提质增量。依托内容编辑团队和网文公开课，公司形成了包含线下创作基地、职业作家计划、内容编辑培养体系等全网独有的 PUGC 内容生产方法论，坚持“以服务作家为中心”，不断夯实优质原创内容生产，推动网文行业内容与市场双向扩容。

图 18、网大公开课网页



资料来源：网大公开课官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、知识产权保护：专业维权平台与技术赋能，提高创作保护效能

搭建高效维权平台，为优质原创内容保驾护航。公司高度重视知识产权保护工作以及相关能力建设，通过组建专业团队、利用先进技术、建立广泛合作、多地布局维权基地、打造专业化维权平台。公司推出了“权哨”、“无抄”两大平台，“权哨”平台拥有覆盖全国的知识产权律师团队、专业的维权调查团队，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全方位咨询服务；“无抄”为原创保护平台，面向各类权利人主体和大众提供线索举报的便捷服务，已形成公众号普法宣传、C端社群培养核心调查用户、H5一键举报应用服务三位一体的联动。公司在知识产权保护的技术创新方面积极探索，处于行业领先地位。截至2022上半年，公司起诉了盗版网站上千家，运作维权案件近万件，涉案作品超过十万余部，切实维护了作者的合法权益。

图 19、“权哨”平台功能



资料来源：权哨官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、“无抄”使用攻略



资料来源：无抄微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

**打造区块链存证平台，保障创作者合法权益。**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，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。针对互联网上的各类数据和内容、企业内部知识产权、个人数据产权等提供确权、取证，并通过“权哨”平台提供后续的维权等服务，拟构建对数据权益进行线上管理和保护的全环节、全维度的开放式系统平台，未来将针对各类应用场景解决数据权益保护的问题。

图 21、中文在线知识产权保护体系



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.4、IP 衍生：网文连载+IP 衍生同步开发，拓展文学 IP 全生命周期

**深入布局 IP 衍生，持续开拓业务形态。**公司凭借优质 IP 内容积累，向下游延伸进行 IP 培育与衍生开发，着力打造“网文连载+IP 轻衍生同步开发”的创作模式。公司积极拓展音频、中短剧、动漫、影视等衍生业务领域，升级 IP 衍生孵化链条，实现了从单一网文的生产和经营向文学 IP 全生命周期生产和经营的进化，助力打造新利润增长点，打开长期业绩增长空间。

**1) 音频领域：有声业务优势显著，海量独家内容打造内容护城河。**公司全资孙公司鸿达以太是全国最早的有声内容制作、有声内容提供商之一，**依托中文在线百万量级版权储备内容，30 余部点击过亿顶级优质作品，强大的版权优势，形成业竞争力，制作超 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、少儿等音频版权。其中，《修罗武神》在音频平台累计播放量达 40 亿次；《重回 1990》喜马拉雅单平台播放量过亿次；《九星霸体诀》《修罗武神》《残袍》改编的粤语作品上线后获得用户广大好评，进入喜马拉雅单平台新品榜、畅销榜；《九星霸体诀》常居音频头部平台畅销榜单，多部作品进入新品榜。在分发渠道方面，鸿达以太与各大音频平台建立了良好合作关系，合作平台包括喜马拉雅、懒人听书、酷我听书、蜻蜓 FM 等。

图 22、鸿达以太有声版权



资料来源：鸿达以太官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、鸿达以太分发渠道



资料来源：鸿达以太官网，兴业证券经济与金融研究院整理

TTS 技术赋能音频内容生产，“AI 主播”实现降本增效。公司应用 TTS 技术，通过捕捉声纹，人工智能做情感标识，产出高质量仿真语音，快速完成文本到语音的转化过程，极大加速了网络文学到音频内容的生产能力，扩充了内容传播的渠

AI 主播技术支持单播、双播、多人播制作场景，对于玄幻、悬疑、武

侠、历史、言情等不同类型的作品，实现旁白、角色音的区分，满足多样内容音频化需要。2021 年，AI 主播录制作品有《正义的使命》《西游：人在天庭，朝九晚五》《唐朝地主爷》《原来我早就无敌了》《从我是特种兵开始崛起》等超两千部作品，作品在喜马拉雅、蜻蜓 FM 等平台上线后深受好评。

图 24、鸿达以太 AI 语音技术优势



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：鸿达以太官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 中短剧领域：携手视频平台推动 IP 改编，持续发力中短剧赛道。公司与快手、优酷、芒果 TV、抖音、哔哩哔哩等平台合作，多部根据公司四月天平台 IP 改编的中短剧取得了单部播放量过亿次的佳绩，如《别跟姐姐撒野》《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，其中《别跟姐姐撒野》全网话题播放量破 20 亿，猫眼全网热度 TOP5。此外，公司储备数十部中短剧正在积极制作中，未来将在各大视频平台陆续播出。

图 25、中文在线部分单部播放过亿的中短剧



资料来源：快手短剧，兴业证券经济与金融研究院整理

**3) 动漫领域：持续加码动漫布局，打开公司长期业绩空间。**一方面，公司与腾讯、哔哩哔哩、爱奇艺等平台展开深度合作，头部 IP 改编漫剧《妖怪公寓》和《喜欢你我是狗》在全网粉丝超过 800 万。由公司与企鹅影视联合出品、原力动画制作 2022 年 8 月发布，《修罗武神》频获家视出品，已于 2022 年 1 月正式上线日本 Piccoma 动漫平台。

图 26、中文在线 IP 改编动漫作品

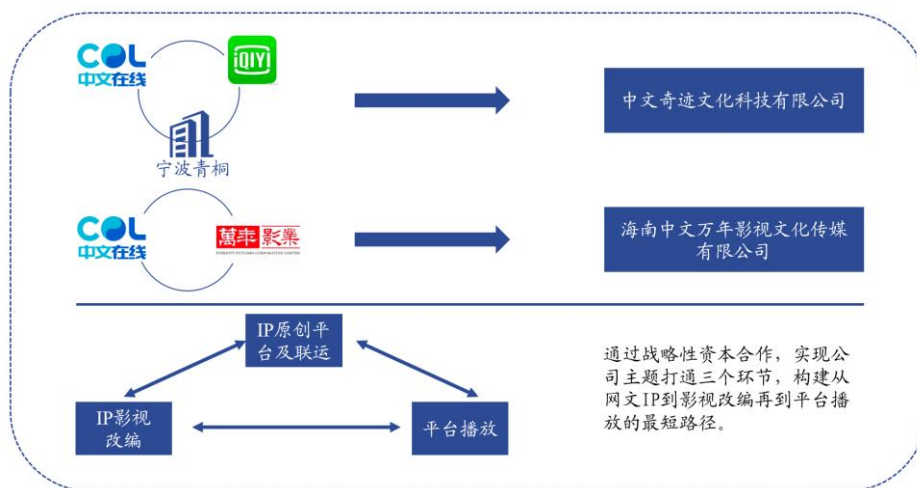


研究院整理

**4) 影视领域：公司通过设立合资公司、全资子公司等方式深度参与影视制作，推进 IP 影视多元化开发，增强公司在 IP 下游的变现能力。**公司与万年影业（《隐秘的角落》《无证之罪》制作拍摄单位）合资成立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。由公司联合出品的军事动作网络电影《排爆手》已于 7 月 30 日在爱奇艺、腾讯视频、优酷三平台全网首播，并得到国家广电总局、北京广电总局的大力支持，上线三小时占据飙升榜首位，热度不断飙升，位居 7 月骨朵网络电影热度指数排行榜第一名。根据淘梦数据，截至 2022 年 10 月 7 日，《排爆手》总播放量达 1479.2 万次。由公司与爱奇艺、宁波青梧合资设立中文奇迹文化科技有限公司拍摄制作的

《陌上人如玉》《超时空罗曼史》已经完成全部制作，其中《超时空罗曼史》已于9月5日在爱奇艺恋恋剧场独家开播，开播首日占据平台飙升榜第一，截至9月9日，抖音全网短视频播放量超1.7亿。公司全资子公司中文光之影承制的《造作时光》已完成制作，将在腾讯视频独家播出。

图 27、中文在线成立合资影视公司



资料来源：iiMedia Research，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、中文在线影视作品



资料来源：腾讯视频，爱奇艺，兴业证券经济与金融研究院整理

**战略投资产业链公司，协同提高 IP 变现能力。**公司战略投资多家产业链优质公司，助力多形态发展，发挥产业链协同效应，聚焦力量扩大市场规模。公司在音频领域投资 TTS 和数字虚拟人制作公司倒映有声，头部音频平台麦克风（“蜻蜓 FM”运营主体）；在动画领域投资了动漫 IP 研发运营的全产业链公司两点十分，儿童动画及衍生品制作运营公司的熊小米；在视频漫剧领域投资中国知名漫画家周洪斌创办的动漫公司壹周动漫；在短剧领域投资视频内容制作公司达盛传媒。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。

表 3、中文在线战略投资产业链公司

领域	时间	投资主体	投资金额	持股比例 (截至 2022 年 9 月)
音频	2021 年 4 月 26 日	杭州倒映有声	800 万元	10.00%
	2021 年 9 月 29 日	麦克风	5000 万元	1.14%
短剧	2021 年 7 月 8 日	达盛传媒	500 万元	10.07%
	2017 年 4 月 19 日	壹周动漫	2000 万元	20.00%
动漫	2021 年 9 月 13 日	两点十分	-	2.17%
	2022 年 7 月 19 日	熊小米	1100 万元	11.00%

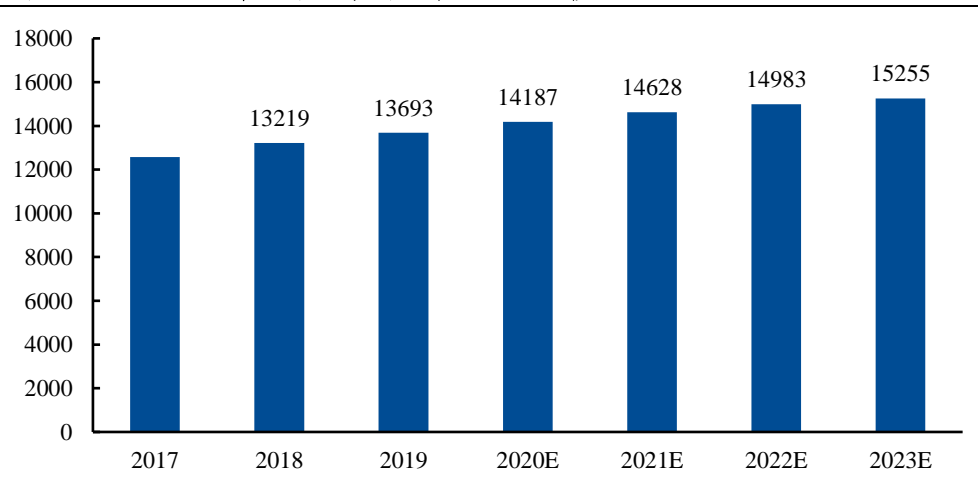
资料来源：公司公告，爱企查，兴业证券经济与金融研究院整理

**全链路 IP 改编延长作品生命周期，反哺数字内容阅读。**一方面，公司在音频、中短剧、动漫、影视等全方位、全链路的运营转化，为用户提供了 IP 内容“放大效应”，不同艺术形式联动促进网络文学内容多形态输出的破圈之旅，延长作品生命周期。另一方面，全链路 IP 开发可以在转化探索中反哺 IP。网文 IP 改编作品的蓬勃发展，可以为网文平台、IP 和作者带来更多流量，发掘成熟的商业变现模式。

## 2.5、海外业务：出海 2.0 战略开局，创新形式空间广阔

**海外市场发展空间广阔。**2022 年 7 月商务部等 27 个部委发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，提出推进实施国家文化数字化战略，积极培育网络文学、数字出版等领域出口竞争优势，提升文化价值，打造具有国际影响力的中华文化符号。在一带一路及国家文化数字化战略背景下，国内数字阅读企业积极将优质文化内容通过数字出版的方式走向世界。根据 Statista 统计数据，2017 至 2019 年全球数字阅读用户规模分别为 8.31 亿人、8.99 亿人、9.57 亿人，并预计相关规模在 2023 年可以达到 11.19 亿人。2017 至 2019 年全球数字阅读市场收入规模分别为 125.77 亿美元、132.19 亿美元和 136.93 亿美元，预计 2023 年相关规模可以达到 152.55 亿美元。全球数字阅读市场的收入和用户已具备相当规模且处于上升态势。

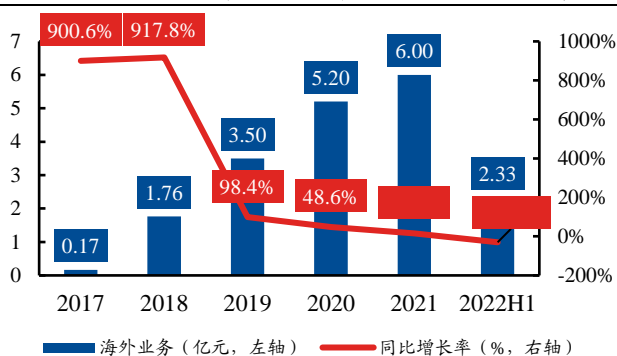
图 29、2017-2023 年全球数字阅读市场收入规模 (百万美元)



资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

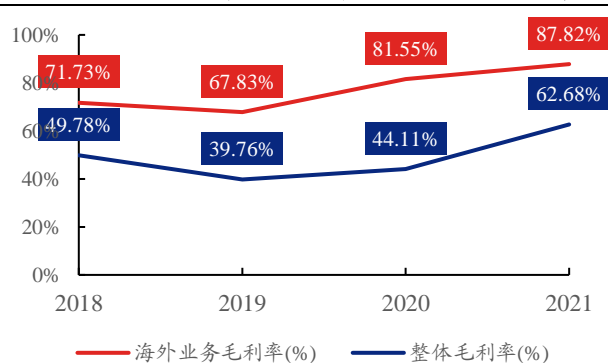
海外业务持续发展，毛利率稳步提升。自 2017 年成立美国公司，公司开启海外业务拓展，海外业务收入保持增长态势。2021 年海外业务收入 6.00 亿元，同比增长 15.3%，海外业务收入占比高达 50.46%。海外业务成本主要为营运成本、版税成本及运维成本，随着平台内容不断更新迭代、多语种版本陆续落地以及推广力度逐步加大，海外业务收入规模持续扩大，盈利能力稳步提升，2019、2020、2021 年公司海外业务毛利率分别为 67.83%、81.55%、87.82%，均高于公司整体毛利率，海外业务盈利能力强劲。2022 上半年，公司整体海外收入 2.33 亿元，同比下降 30.1%，公司出海迎来战略调整，开启海外业务 2.0 战略布局，下半年海外收入增长可期。

图 30、2017-2021 年公司海外业务收入及增长率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

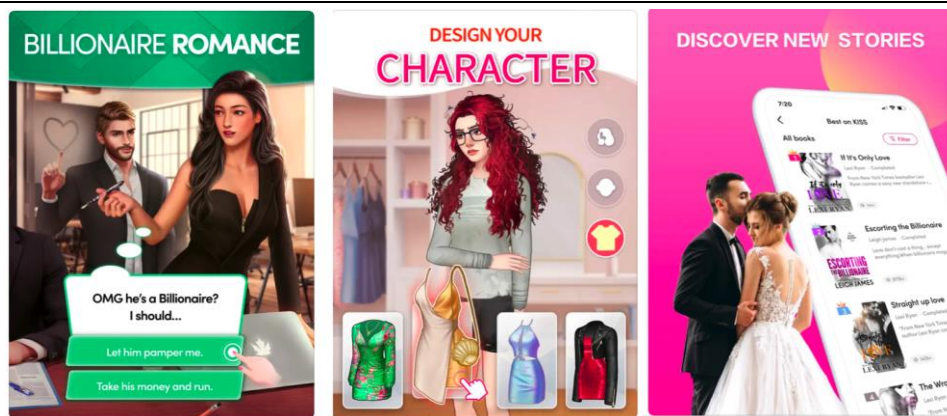
图 31、2018-2021 年公司海外业务及整体毛利率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

聚焦新阅读需求变化，产品多样化加速全球市场渗透。公司持续聚焦新阅读的需求变化，陆续推出互动式视觉阅读平台 Chapters、动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss 等覆盖多种类型用户群体的产品，公司连续多年位居中国书籍漫画应用发行商海外收入冠军。Chapters 上线以来表现优异，在海外市场细分领域居于领先地位，位列 2022 年 1-8 月中国书籍漫画应用海外收入榜第 1 名，知名科幻作家刘慈欣作品《流浪地球》《乡村教师》等也通过 Chapters 平台为更多海外用户所熟知。Chapters 打造多语言版本，已推出英语、德语、西语、俄语、法语、日语、韩语、波兰语等 13 大语种版本。

图 32、公司海外产品 Chapters、Spotlight、Kiss 界面



资料来源：App Store，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**海外业务 2.0 战略，扩大海外业务规模。**公司开启海外业务 2.0 战略，利用既有优势、深度结合自有海量内容和优质 IP，**在全球范围内多点布局**。2021 年，公司子公司香港公司于美国投资新设成立 COL MEDIA CORP；公司三级子公司海外公司分别于美国德拉瓦、BVI 投资新设 Maple House、BVI 两家子公司；四级子公司海外公司 CMSC 投资新设海外公司 Canada 公司。在海外投资新设公司，一方面结合所在国的强势产业与海外本土市场特征，输出符合当地文化背景的优质 IP，另一方面也强化国际业务之间信息与资源协同，为更大规模海外业务开展保驾护航。

除阅读内容出海以外，公司积极向海外推出精品影视、漫画等多元形式的内容。2022 年 1 月，根据中文在线旗下 17K 小说网同名作品改编的漫画《混沌剑神》上线日本 TOP 级漫画平台 Piccoma，反响热烈，公司成功孵化的《万古第一神》《九星霸体诀》《修罗武神》等头部小说的同名漫画作品也在布局漫画海外出版和发行；10 月 8 日，公司联合出品、与好莱坞某主流片厂达成发行合作的《岛上书店》改编同名影片于北美地区上映，该影片由不久前加盟中文在线集团的好莱坞著名制片人 Kunal Nayyar 担任影片导演兼制片，男主角 Kunal Nayyar 曾在美剧《生活大爆炸》中饰演 Raj 一角被观众熟知，阵容强大。此次参与《岛上书店》的联合出品，通过与国际一线影视公司及头部流媒体平台的合作，为中文在线“国际化 2.0 战略”项目打出了高水平开局。

图 33、《混沌剑神》上线日本漫画平台 Piccoma



资料来源：中文在线官方公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、《岛上书店》宣传海报



资料来源：中文在线官方公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、元宇宙：拓展元宇宙创新边界，持续挖掘内容增量空间

#### 3.1、依托优质内容 IP 优势，打造文化宇宙新范式

支持政策陆续落地，元宇宙有望创造互联网业态新增长。2022 年以来，我国上海、北京、武汉、成都等多地政府纷纷出台元宇宙相关政策，加强元宇宙底层技术研

发，培育元宇宙重点企业，NFT、虚拟人应用价值凸显。在政策催化下，元宇宙作为整合多种新技术而产生的新型虚实相融的互联网应用和社会形态，可解决目前互联网业态的流量见顶与内容单一的问题，有望创造新的经济增长模式。

**表 4、2022 年以来各地元宇宙政策**

时间	部门	文件	重点内容
2022 年 1 月	合肥	《2022 年合肥市政府工作报告》	未来五年，合肥将前瞻布局未来产业， <b>瞄准元宇宙、超导技术、精准医疗等前沿领域</b> ，打造一批领航企业、尖端技术、高端产品，用未来产业赢得城市未来。
2022 年 1 月	武汉	《2022 年武汉市政府工作报告》	加快壮大数字产业， <b>推动元宇宙、大数据、云计算、区块链、地理空间信息、量子科技等与实体经济融合</b> ，建设国家新一代人工智能创新发展试验区，打造小米科技园等 5 个数字经济产业园。
2022 年 1 月	成都	《2022 年成都政府工作报告》	大力发展数字经济，用好网络信息安全、超算中心等优势赛道，加快发展人工智能、大数据、云计算等新兴赛道， <b>主动抢占量子通信、元宇宙等未来赛道</b> ，力争数字经济核心产业增加值占地区生产总值 12.8% 以上。
2022 年 2 月	上海	《上海市电子信息产业发展“十四五”规划》	<b>加强元宇宙底层核心技术基础能力的前瞻研发</b> ，推进深化感知交互的新
2022 年 3 月	厦门	《厦门市元宇宙产业发展三年行动计划（2022-2024 年）》	立足厦门实际， <b>抢抓数字经济和元宇宙发展新机遇</b> 。推动三维数字空间、 <b>虚拟数字人和 NFT 数字资产</b> 在城市管理、民生服务等领域的开发应用。 <b>力争到 2024 年，元宇宙产业生态初具雏形</b> 。
2022 年 3 月	安徽	《安徽省“十四五”软件和信息服务业发展规划》	将元宇宙列为新兴业态创新工程之一。 <b>支持企业开展虚拟现实、增强现实、3D 引擎、物联网等技术创新</b> ，引导企业积极布局元宇宙新兴业态，开展元宇宙平台建设，加速数字技术融合赋能实体经济。
2022 年 6 月	上海	《上海市数字经济发展“十四五”规划》	<b>支持龙头企业探索 NFT（非同质化代币）交易平台建设</b> ，研究推动 NFT 等资产数字化、数字 IP 全球化流通、数字确权保护等相关业态在上海先行先试。
2022 年 7 月	上海	《培育“元宇宙”新赛道行动方案（2022—2025 年）》	创新生态培育行动任务， <b>加强 IP 培育与保护</b> ，做优做强动画动漫、影视影音、网络文学、潮流周边、游戏电竞等原创品牌，加强数字产品、数字创意知识产权保护。
2022 年 8 月	北京	《北京市促进数字人产业创新发展行动计划（2022—2025 年）》	目标在 2025 年数字人产业规模突破 500 亿元， <b>培育 1 至 2 家营收超 50 亿元的头部数字人企业、10 家营收超 10 亿元的重点数字人企业</b> 。
2022 年 8 月	武汉	创新发展实施方案（2022—2024 年）（征求意见稿）	产业孵化基地， <b>聚焦 10 个行业领域打造 30 个以上元宇宙场景应用示范项目，培育集聚 100 家以上元宇宙核心企业</b> 。

资料来源：政府官网，财经网、投资界、华夏时报网、百度，兴业证券经济与金融研究院整理

中文在线海量内容积累具备天然优势，优质 IP 提供元宇宙落地支撑。公司拥有海量优质数字内容积累和持续原创内容的生产能力，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。公司重视元宇宙业务开展，提出“新内容、新形态、新技术、新经济”的文化宇宙新范式，先后于 2021 年、2022 年投资设立全资子公司杭州中文宇宙科技、海南中文在线宇宙科技，经营范围涉及虚拟现实设备制造、人工智能基础软件开发、区块链技术相关软件服务等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 35、中文在线元宇宙布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**新内容：**依托垂类平台聚集优势，发掘优质元宇宙内容。公司累积数字内容资源超 510 万种，与 600 余家版权机构合作，2021 年以“奇想宇宙科幻站”和“谜想计划悬疑站”等垂类兴趣站为前哨，重点培育与元宇宙天然强关联的优势品类。公司推出了“首届全球元宇宙征文大赛”，评选出第一批具备元宇宙内容形态的故事 IP，截至 2022 年 6 月收到超 11000 部元宇宙文学作品，成为国内领先的元宇宙内容储备和创作平台之一。征文大赛等活动构建了深度沉浸的元宇宙世界，与创作者产生深度交互，优质的元宇宙内容 IP 为推动元宇宙业务落地奠定坚实基础。

图 36、首届全球元宇宙征文大赛元宇宙奖入围作品



资料来源：中文在线公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

**新形态：**优质内容与先进数字技术有机结合，推进探索虚拟人、数字藏品、IP 元宇宙三大要素的内容新形态。截至 2022 年 6 月，公司投资的倒映有声已经发布了**虚拟数字人**，正在为公司相关作品开发数字虚拟人产品，已故艺术家袁阔成的虚拟数字人于 7 月在 2022 全球数字经济大会亮相。公司**数字藏品平台“第五境界”**已于 5 月上线，通过国家互联网信息办公室备案审核，并开启数字藏品发售。2022 年 9 月，公司与为快科技签订战略合作协议，加码 VR 内容布局，并将与 PICO 联合出品 VR 影片《灵笼》。

图 37、中文在线元宇宙“新形态”



资料来源：倒映有声官网、上海证券报、第五境界 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

**新技术：产学研多方发力，深度挖掘元宇宙发展机遇。**公司内部设立了“元宇宙曲率驱动探索基金”以此探索更好的内容与技术融合方式。2022 年 4 月，公司支持建设了国内首个带有文化属性的元宇宙实验室“清华大学新闻与传播学院元宇宙文化实验室”，整合清华大学校内各学院研究力量充分进行产、学、研的结合，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，探索元宇宙落地的更多方案。公司与国内顶级高校一同合作探索元宇宙的前沿方向，一流科研实力与文化内容深度融合互动，跳脱出单一元宇宙应用维度，立足整个元宇宙的内容生态繁荣，助力公司在“元宇宙”赛道具备前瞻先发优势，加速元宇宙商业化进程和应用场景延伸，为公司战略进化带来增量空间。

**新经济：技术赋能知识产权保护，持续探索业务新增长点。**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，平台已与北京东方公证处、北京知识产权保护协会、中国科学技术法学会达成合作，依托国家级数字文创规范治理生

进知识产权数字服务和治理体系建设。同时公司正在发起设立“下一代互联网科技发展基金”，凭借公司元宇宙概念项目优势与投资优势，进一步发挥产业资金孵化和撬动作用，挖掘下一代新兴企业并充分赋能，逐步实现产业链上下游延伸和新领域布局，持续寻找业务新增长点。

### 3.2、数字藏品赋能文化传承，“第五境界”产品迭出丰富多元

**政策为数字藏品指明方向，引导行业健康发展。**区块链作为支撑数字藏品发展的底层技术，被写入“十四五”规划，培育壮大区块链等新兴数字产业成为国家发展战略。2021 年，工信部和网信办发布文件，推动区块链与数字藏品等领域的融合

发展。同时，业内相关协会与企业联合发布行业自律条款，推动行业健康发展。2022年8月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《“十四五”文化发展规划》，指出将“**引导和鼓励文化企业运用大数据、5G、云计算、人工智能、区块链、超高清等新技术，改造提升产业链，促进内容生产和传播手段现代化，重塑文化发展模式**”。

表 5、我国数字藏品相关政策

时间	颁布主体	政策文件	主要内容
2022.8	国务院办公厅	《“十四五”文化发展规划》	推动科技赋能文化产业，引导和鼓励文化企业运用大数据、5G、云计算、人工智能、区块链等新技术，改造提升产业链，促进内容生产和传播手段现代化，重塑文化发展模式。
2022.6	上海市人民政府办公厅	《上海市数字经济发展“十四五”规划》	<b>地方政策首次明确支持数字藏品。</b> 支持龙头企业探索 NFT（非同质化代币）交易平台建设，研究推动 NFT 等资产数字化、数字 IP 全球化流通、数字确权保护等相关业态在上海先行先试。
2022.5	国务院办公厅	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	文化产权交易机构要充分发挥在场、在线交易平台优势， <b>推动标识解析与区块链、大数据等技术融合创新，为文化资源数据和文业服务。</b>
2022.4	中国互联网金融协会、中国银行业协会、中国证券业协会	《关于防范 NFT 相关金融风险的倡议》	针对我国数字藏品市场中存在的炒作投机行为进行规范， <b>为未来数字藏品的发展做出引导。</b>
2021.10	国家版权交易中心联盟，中国美术学院、湖南省博物馆等	《数字文创行业自律公约》	<b>建立以数字藏品为主的数字文创行业公约</b> ，助力数字藏品行业的良性发展。
2021.6	工业和信息化部、中央网络安全和信息化委员会办公室	《关于加快推动区块链技术应用和产业发展的指导意见》	我国将推动区块链技术的应用和相关产业发展。 <b>其中，数字藏品可赋能实体经济发展，传承文化。</b>

资料来源：36 氪研究院，中国政府网，工信部，上海市人民政府官网，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

**数字藏品赋能文化产业数字化，“国家队”入局坚定行业信心。**2022年5月，中共中央政治局第三十九次集体学习强调，要积极推进文物保护利用和文化遗产保护传承，挖掘文物和文化遗产的多重价值，传播更多承载中华文化、中国精神的价值符号和文化产品。2022年6月，《人民日报》刊文《善用数字藏品 拓展应用场景》，文章肯定了数字藏品的正向价值，博物馆、景区等创作生成数字藏品，**激活数字文化遗产，拓展文化消费的新场景。**2021年至2022年9月，官方媒体优质

进大众视野。2021年12月，新华社发行中国首套“新闻数字藏品”，记

载了2021年许多重要历史时刻。随着人民日报、新华社分别于2022年1月和4月推出数字藏品平台灵境·人民艺术馆和新华数藏以来，央视网也于2022年9月正式上线数字藏品平台央数藏，并同步首发创世“YSC系列藏品”。拥有大量优质资源的官方媒体积极开拓数字藏品领域，让整个行业迎来了空前繁荣。

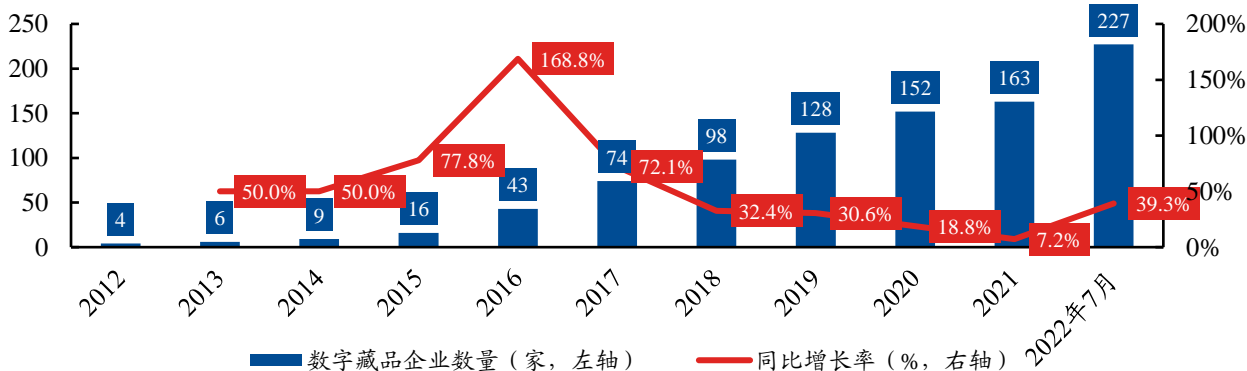
图 38、央数藏“YSC”系列藏品



资料来源：央数藏平台，兴业证券经济与金融研究院整理

基于区块链技术的 NFT 全面兴起，数字藏品发行平台及企业陆续涌现。随着数字技术的高速发展，架构在区块链技术上的 NFT 数字藏品全面兴起。数字藏品是 NFT 的一种应用形式，通过加密运算技术，将图片、音频、模型等数字资产或实体写入智能合约，具有独立认证代码和元数据，可供收藏、交易、流通。在保护其数字版权的基础上，实现真实可信的数字化发行、购买、收藏。根据艾媒咨询数据，截至 2022 年 7 月 11 日，2022 年新增的数字藏品企业数量为 64 家，总企业数量达 227 家。大量数字藏品平台开始涌现，优质文化 IP 成为数字藏品市场的关键资源，也将成为不同数字藏品平台竞争的主要阵地。

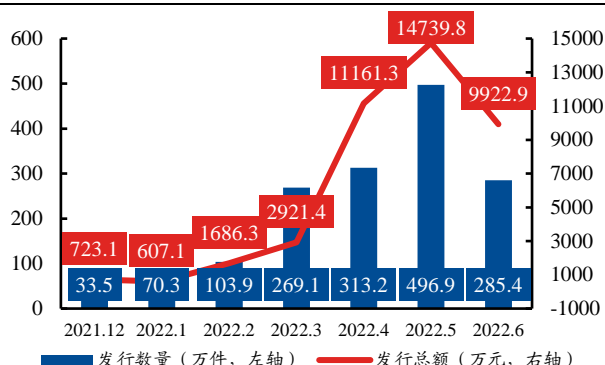
图 39、2012-2022 年 7 月中国数字藏品企业数量



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

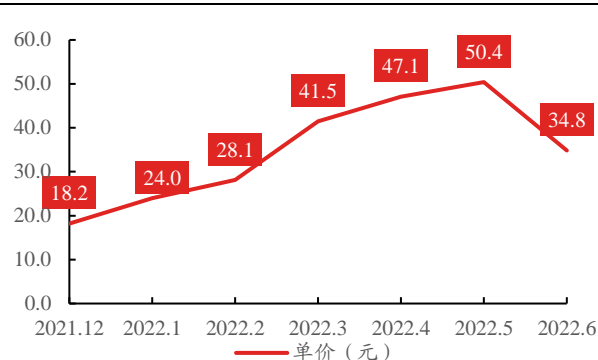
数字藏品发行数量增长态势迅猛，市场规模持续扩大。根据艾瑞咨询，国内数字藏品发行数量及总额半年间大幅增长。从数字藏品每月发行数量来看，从 2022 年 2 月起，单月发行数量突破百万级别。其中 5 月发行数量最高达 496.9 万件。发行数字藏品平均单价呈总体上升趋势，2022 年 5 月达到最高，为 50.4 元。从市场规模来看，2021 年中国数字藏品市场规模达 2.8 亿元，随着元宇宙行业爆发，2026 年数字藏品市场规模预计可达 23.9 亿元。

图 40、2021 年 12 月-2022 年 6 月各月份国内数字藏品发行数量及发行总额



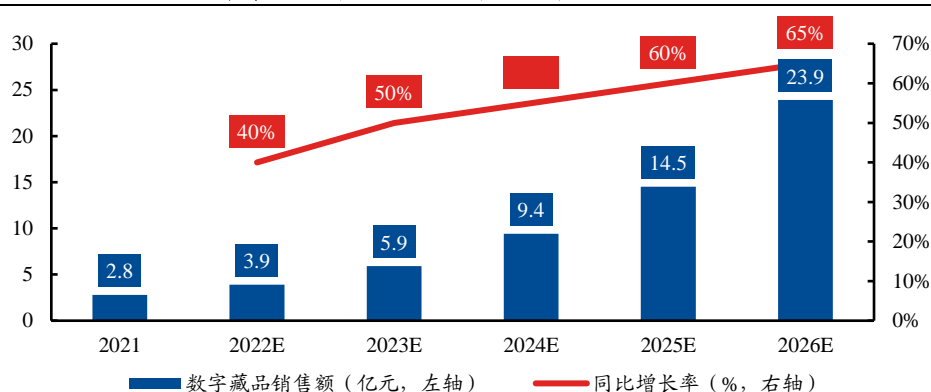
资料来源：iResearch, Forechain, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、2021 年 12 月-2022 年 6 月各月份国内数字藏品单件平均价格



资料来源：iResearch, Forechain, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、2021-2026 年中国数字藏品行业市场规模



资料来源：iResearch, 国家统计局兴业证券经济与金融研究院整理

依托与区块链技术耦合的庞大内容基础，打造全流程数字藏品平台。公司于 2022 年 5 月 29 日上线公司面向元宇宙的第一个数字藏品平台“第五境面”。平台定位为“有内容生态的 IP 数藏平台”，依托公司累积的海量数字内容库及多业态 IP 开发体系等优势，应用区块链技术，打通平台内外部资源，为数字藏品全流程赋能，为 IP 方提供数字藏品的合约铸造、产品营销、用户管理等解决方案，对数字版权

保护、交易、IP 衍生开发提供更多衍生价值场景。2022 年 6 月，第五境

面已加入由上海文交所、新华网等联合发起的国家级数字文创规范治理生态矩阵，数字藏品可在国家级版权交易保护联盟链上存证并在获得相关“数字登记证明”后，可依法依规通过“数字文化产权登记托管流转专区”进入国家级版权交易保护联盟链超级节点等平台进行转让流通。2022 年 7 月，第五境面通过网信办区块链服务备案，促进业务合规化长远发展。9 月，第五境面发布基于文交所国版链的数字藏品系列《狩魔手记》。

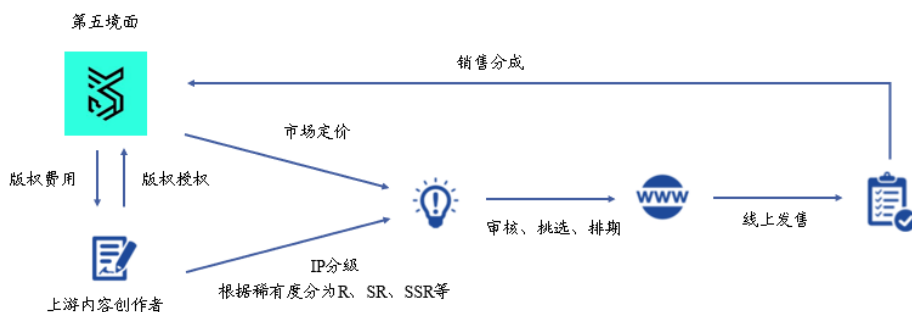
图 43、第五境面界面



资料来源：APP Store，兴业证券经济与金融研究院整理

依据 IP 分级定价，上线发售收取销售分成。目前第五境面已启动新一轮的升级优化，致力于打造成为一个连接线上与线下、声漫影游、实体周边、虚拟产品等为用户提供价值赋能新平台，为用户、藏家、IP 创作者提供更丰富的链接体验。数字藏品的定价机制根据市场情况和 IP 情况综合考虑，IP 根据稀缺度分为 R、SR、SSR 等级别，不同级别的 IP 定价不同。公司与上游内容创作者签署授权协议，采取作品版权授权金与作品销售分成相结合的方式进行合作，并且按照协议约定支付版权费用后，再经过审核、挑选、排期将数字作品上线发售。数字藏品在平台销售后，再按照协议支付相应比例的销售分成。

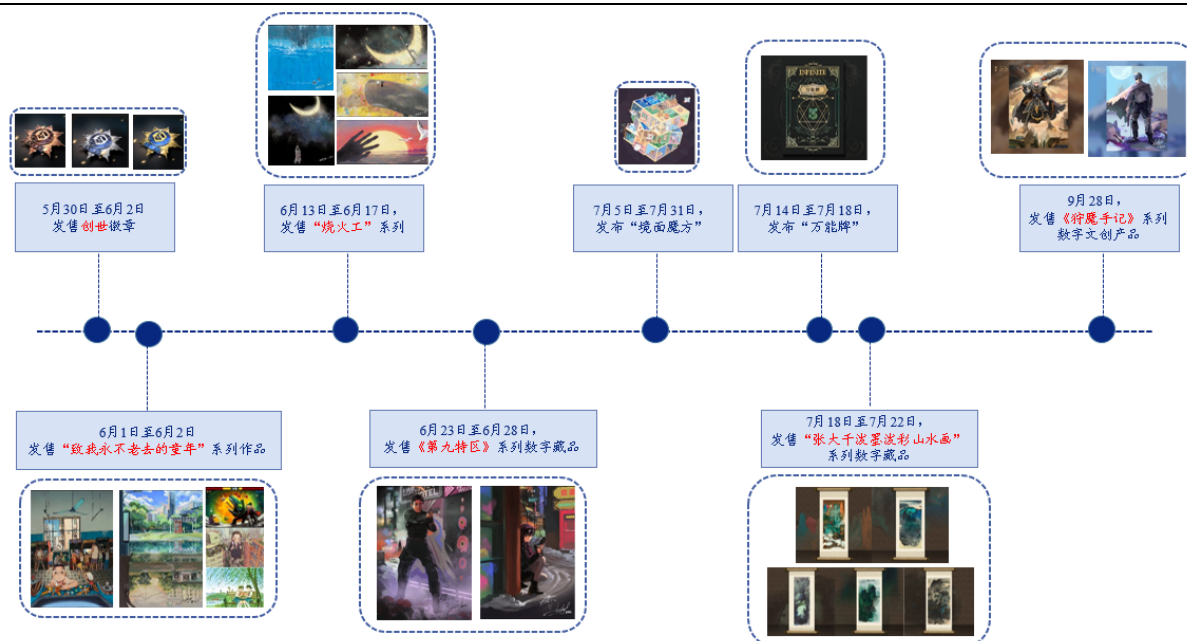
图 44、第五境面盈利模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

内容+数字藏品出圈，故事生命力重塑商业价值。“第五境面”自上线以来，已发布丰富的数字藏品系列。6月1日，平台首批数字藏品“童年”主题藏品上线即售罄，印证了“内容+数字藏品”所具有的商业和艺术双重潜力。目前平台已发售刘慈欣首部科幻童话《烧火工》、张大千泼墨泼彩山水画、第九特区等系列数字藏品，并推出基于国家级版权交易保护联盟链铸造的首个数字藏品《狩魔手记》系列数字文创产品，该系列在未来可进入国版链“超际”平台进行合规流转。

图 45、第五境界面数字藏品发售时间线



资料来源：第五境界面 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、战略投资发挥协同效应，虚拟数字人应用持续探索

虚拟数字人创造的价值主要是打破物理的空间限制，提供更多沉浸感、参与感与互动感。虚拟数字人能否提供足够自然逼真的相处体验是检验虚拟数字人能否在各个应用场景中取代真人、完成语音交互升级的重要标准。高度拟人化的外表、行为、感知交互能力是虚拟数字人典型特征。

表 6、虚拟数字人三大典型特征

#### 1、外表

- 面部长相和整体形象;
- 拥有人的外观，具有特定的相貌、性别和性格等人物特征;
- 会受到数字虚拟人类别、制作细节、渲染水平、设计审美等影响

#### 2、行为

- 面部表情、形体表达、语音表述等;
- 虚拟数字人拥有人的行为，具有用语言、面部表情和肢体动作表达的能力;
- 精度等影响

#### 3、感知交互

- 与现实世界的交互水平;
- 虚拟数字人拥有人的思想，具有识别外界环境、并能与人交流互动的能力;
- 会受到语音识别能力、自然语言理解及处理水平、知识图谱、预先设置知识库等影响

资料来源：量子位《数字虚拟人深度产业分析报告（简明版）》，亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

大量开发商涌入虚拟数字人赛道，营销商业价值显现。虚拟人物“阿喜”于2020年7月初具雏形，同年10月首次在网络亮相，在抖音获得大量粉丝。2021年6月1日，东方彩妆品牌花西子正式对外公布了品牌虚拟形象——“花西子”，是首个由国货彩妆品牌打造的超写实虚拟形象。2021年9月8日，阿里推出国内首个超写

实数字人 AYAYI，成为天猫超级品牌日的数字主理人。2021 年 10 月 15 日，杭州李未可科技有限公司成立，致力于打造中国第一个真正有情感连接的 AI 虚拟数字人，在智能语音系统独树一帜。2021 年 10 月 31 日，“柳夜熙”——会捉妖的虚拟美妆达人出世，爆红网络。2022 年 3 月 8 日，蓝色光标子公司蓝色宇宙发布全新虚拟人形象——K，是继首个创意复现型虚拟古代人物“苏小妹”后的第二个超写实虚拟人。这些虚拟数字人团队会在抖音、小红书等平台进行立体化运营来打造 IP，积累粉丝群体，再根据不同场景需求完成商业合作。

图 46、国内公司推出的部分虚拟数字偶像



资料来源：腾讯网、搜狐网、中文网、中国日报网，兴业证券经济与金融研究院整理

战略投资最大化协同效应，持续探索虚拟数字人应用。公司于 2021 年 9 月投资了动漫 IP 研发运营公司两点十分，并签订了《虚拟数字人联合开发合作协议》，两点十分是《英雄联盟》《阴阳师》《王者荣耀》《哈利波特》等游戏的数字 CG 服务提供商，已有二次元虚拟 up 主、国潮虚拟偶像、脱口秀虚拟主播等虚拟数字人产品，未来双方将基于公司海量的内容 IP 资源及两点十分的虚拟数字人系统、CG 技术等全链条技术，共同制订基于元宇宙的应用、服务于内容 IP 产业的产品战略，包括内容 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。

图 47、两点十分旗下虚拟偶像 IP



资料来源：搜狐网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

此外,公司投资 TTS 和数字虚拟人制作公司**倒映有声**,持续投入开发虚拟数字人。倒映有声通过基于对抗生成网络的人脸、人体重建技术,富情感的语音合成技术,100%还原目标人的形象、声音、特点,从而**省时省力且高标准地应用于无人播报、演讲、解说、授课、短视频制作等多个内容生产场景,为公司深度布局虚拟数字人产业奠定了坚实的基础**。在 2022 全球数字经济大会上,公司对外发布了已故艺术家的虚拟数字人,根据历史影音资料,通过 AI 驱动复活 3D 模型虚拟数字人,从而实现文化 Icon 的复活和传承。同时,倒映有声为公司打造的 AI 数字分身也在大会上亮相,并将正式投入使用。

图 48、著名评书表演艺术家袁阔成虚拟数字人



资料来源：界面新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、技术成熟催化内容供给，优势互补布局 VR 内容领域

**VR 硬件迭代探索成熟，国内 VR 内容空间广阔。**硬件方面：国内头部 VR 硬件厂商产品成熟，将 Pico、DPVR、爱奇艺奇遇产品与国际 Oculus、HTC 旗下产品进行对比可以发现，国内国际先进硬件产品的参数相差已不大，我国 VR 硬件头部企业的产品性能已经接近国际先进水平。**内容方面：**对比国际先进企业的内容生态，国内 VR 行业内容商业化变现能力较弱，国内 VR 内容生态仍有完善的空间。2022 上半年，国内头部 VR 内容平台 Pico Store 仅上线 42 款新作，且大部分 VR 内容来自海外引入，国内作品仅占 7 款（含一款中国台湾作品），占比仅为 16.67%。新上线的 VR 作品中 IP 作品较少。目前，国内 VR 内容数量相对较少，大部分内容靠海外引进，主要原因系国内 VR 开发者数量较少，且以创业公司居多，头部企业尚未完全发力，导致国内 VR 内容生态相对不完善。

表 7、国内&国际 VR 头显设备对比

产品	Oculus Quest2	HTC Vive Flow	Pico 4	大朋 P1 Pro 4K	爱奇艺奇遇 3	PANCAKE 1
外观						
类别	一体机	分体式	一体机	一体机	一体机	一体机
重量	503g	189g	295g	350g	340g	主机 189g
屏幕刷新率	120Hz	75Hz	90Hz	90Hz	90Hz	90Hz
Fov	85°-97°	100°	105°	100°	115°	95°-105°
内存	6G	4G	8G	3G/6G	8G	6G
存储	128G	64G	128G/256G	32G/128G	128G	128G
CPU	骁龙 XR2	骁龙 XR1	骁龙 XR2	骁龙 XR1	骁龙 XR2	骁龙 XR2
分辨率	1832*1920*2	1600*1600*2	4320*2160	3840*2160	4320*2160	2280*2280*2
Dof	6Dof	6Dof	6Dof	6Dof	6Dof	6Dof
价格	US\$299/399	US\$499	¥ 2999	¥ 2299- ¥ 3699	¥ 3499	¥ 3999

资料来源：各公司官网，VR Compare，兴业证券经济与金融研究院整理

**VR 重磅产品发布，内容端有望再掀热潮。**2022 年 9 月 27 日，Pico 举行国内新品发布会，介绍新品 Pico4 在硬件上的升级更新以及内容生态的补强。在内容建设视频与超过 30 家 VR 原生内容公司、新域、坞制片公司、国内流媒体平台建立了合作关系，持续引进大量优质视频内容。其中，公司中文在线参与打造的《灵笼》VR 动画番外篇也将于明年登录 PICO 平台。

图 49、VR 动画《灵笼》宣传海报



资料来源：网易新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

**联手 VR 内容企业，推动 VR 产业发展。**2022 年 9 月 26 日，公司与为快科技签订了《战略合作框架协议》，布局 VR 领域展开深度合作。基于公司海量的优质内容和为快科技在 VR 领域的技术优势，双方以文化内容为基础，在 IP 商业开发、VR 内容制作、VR 内容发行、VR 线上活动运营等多个领域进行深度合作。为快科技(VeeR)作为全球虚拟现实 VR 内容行业领军企业，专注虚拟现实内容领域，具备专业 VR 内容策划及制作能力。VeeR 为优质 VR 内容提供线上平台、线下门店、转授权等多渠道发行服务，资源覆盖中国、欧美、日韩等多个地区，与 Pico、Meta Quest、华为等平台形成长期战略合作关系，VR 发行网络覆盖广阔。

图 50、VeeR 发行渠道



资料来源：为快科技 VeeR 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

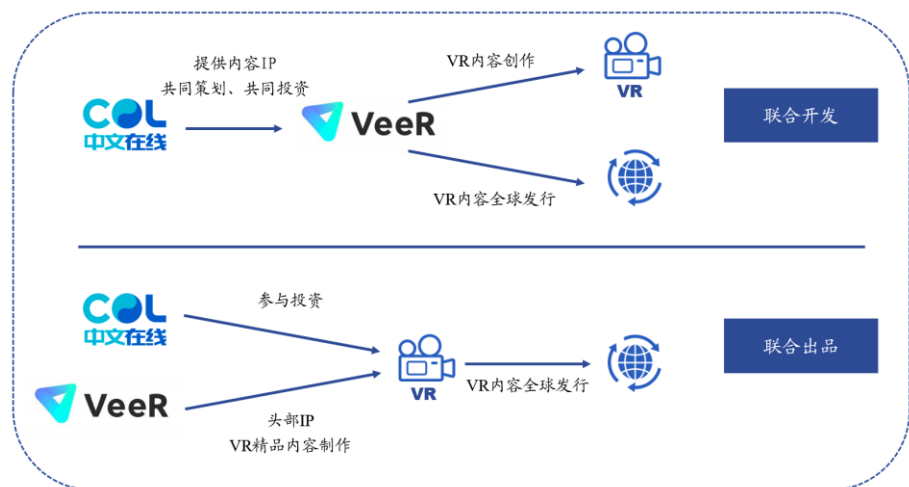
图 51、VeeR App 已登陆的 VR 平台



资料来源：为快科技 VeeR 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

在本次合作中，公司负责提供优质 IP，基于“全球元宇宙征文大赛”获奖作品、“奇想宇宙”系列科幻作品、“谜想计划”系列推理悬疑作品等 IP 资源，与为快科技共同策划、共同投资发行 VR 内容，由 VeeR 制作并全球发行 VR 内容；对于为快科技基于精品 IP 开发的 VR 作品，公司可作为联合出品方参与为快科技 VR 作品出品。为快科技负责 VR 内容制作技术支持以及 VR 内容多渠道、全球发行，在每年产能中预留不低于 2 部双方合作 VR 影视作品项目；同时，为快科技对于每年头部 IP 的 VR 作品，需为公司预留一定比例投资份额。

图 52、公司与为快科技战略合作模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**拓宽 IP 变现途径，加速构建“文化元宇宙”内容生态。**公司与为快科技达成战略合作，是公司卡位 VR 内容赛道、加码“文化元宇宙”业务的深度布局，通过全沉浸、强互动的内容形态，与受众建立更深的情感连接，拓展内容形态。通过合作开发与投资，探索虚拟场景、沉浸内容体验和数字商品等多元营收形式，拓宽海量“新内容”IP 的变现途径。合作双方发挥各自的领域优势，加速构建“文化元宇宙”内容生态。

#### 4、盈利预测与估值

公司海内外文化业务双轮驱动，推进海外 2.0 战略，全链路 IP 衍生开发，深度布局元宇宙领域，进一步打开未来增长空间：**1）**中文在线作为国内领先数字版权供应商，深耕数字阅读生态，持续打造精品原创内容，具备优质原创内容生产能力，内容护城河逐渐稳固。**2）**基于优质内容 IP 积累，向下游延伸进行 IP 培育与衍生开发，公司积极拓展音频、中短剧、动漫、影视等衍生业务领域，打造利润新兴增长点。**3）**推进海外 2.0 战略，扩大海外业务规模。公司充分利用既有优势、**IP，在全球范围内多**矩矩阵，加速全球市场渗透。**4）**“新内容、新形态、新技术、新经济”多领域发力，打造文化宇宙新范式。深入布局数字藏品平台、虚拟数字人以及 VR 领域，拓宽 IP 变现途径，加速构建“文化元宇宙”内容生态。

**表 8、公司盈利预测假设**

年份		2021	2022E	2023E	2024E
文化业务	营业收入(百万元)	1137.62	1425.78	1858.65	2372.19
	同比增长率	25.19%	25.33%	30.36%	27.63%
	毛利率	71.04%	68.89%	68.92%	69.02%
教育业务	营业收入(百万元)	40.59	32.48	26.02	20.88
	同比增长率	-34.81%	-19.97%	-19.89%	-19.76%
	毛利率	69.23%	68.30%	68.76%	68.53%
其他业务	营业收入(百万元)	10.65	12.67	15.84	18.91
	同比增长率	117.35%	18.93%	25.02%	19.39%
	毛利率	56.71%	53.46%	55.09%	54.27%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利预测：**中文在线深耕数字阅读领域，打造内容护城河，基于 IP 领先优势全链路衍生开发，进一步纵深打造内容资源开发多形态，发力海外市场开拓和元宇宙前瞻布局。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.33/1.72/2.16 亿元，对应当前股价（2022 年 11 月 4 日）的 PE 分别为 44.3/34.3/27.3 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

**表 9、公司盈利预测结果（PE/PB 对应 2022 年 11 月 4 日收盘价）**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1189	1471	1901	2412
增长率	21.8%	23.7%	29.2%	26.9%
营业利润(百万元)	169	215	285	357
增长率	189.7%	27.2%	32.6%	25.3%
归母净利润(百万元)	99	133	172	216

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

增长率	101.9%	34.6%	29.2%	25.7%
最新摊薄每股收益(元)	0.13	0.18	0.23	0.29
每股净资产(元)	2.12	2.30	2.54	2.83
动态市盈率(倍)	59.7	44.3	34.3	27.3
市净率(倍)	3.8	3.5	3.2	2.8

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、风险提示

### (1) 优质版权竞争加剧风险

优质数字内容是吸引客户阅读的重要因素，随着数字出版行业盈利模式的逐渐成熟，优质版权竞争加剧，同时版权所有者要求的买断价格和版税分成比例也逐年上升。未来若优质数字版权竞争持续加剧，版权采集价格持续上涨，但却未能带来预期收入的增加，将对公司的持续盈利能力和成长性产生影响。

### (2) 作品被盗版的风险

打击盗版侵权行为、规范市场秩序是一个长期的过程，公司在一定时期内仍将面临被盗版侵权的风险。

### (3) 应收款项回收风险

受公司数字阅读和音频业务渠道收款账期影响，最近三年一期（2022 年上半年、2021 年、2020 年、2019 年）各期末应收款项金额较大。如果未来公司客户持续扩大应收款项数额，延迟付款时间，可能会给公司扩大相应风险。

### (4) 元宇宙业务发展不达预期的风险

公司已经进行元宇宙的布局，但仍处于探索尝试阶段。创新业务的开拓需要一定规模的前期投入，且受行业、管理、团队经验等因素影响，面临较高的风险，业务进展可能不及预期。

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1320	1818	2233	2707
货币资金	495	1042	1364	1716
交易性金融资产	396	433	415	424
应收票据及应收账款	112	137	177	225
预付款项	151	168	231	286
存货	2	3	3	5
其他	165	34	43	52
<b>非流动资产</b>	875	670	593	484
长期股权投资	172	167	169	168
固定资产	23	17	11	6
在建工程	0	0	0	0
无形资产	240	138	56	-36
商誉	16	16	16	16
长期待摊费用	4	-0	-4	-8
其他	420	331	344	338
<b>资产总计</b>	2195	2488	2826	3191
<b>流动负债</b>	544	619		
短期借款	245	186	215	201
应付票据及应付账款	95	230	296	375
其他	204	203	204	205
<b>非流动负债</b>	33	68	68	68
长期借款	0	0	0	0
其他	33	68	68	68
<b>负债合计</b>	577	687	784	848
股本	727	736	736	736
资本公积	2498	2490	2490	2490
未分配利润	-1668	-1535	-1364	-1148
少数股东权益	55	105	174	259
<b>股东权益合计</b>	1618	1801	2042	2343
<b>负债及权益合计</b>	2195	2488	2826	3191

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	99	133	172	216
折旧和摊销	72	111	92	102
资产减值准备	31	9	9	13
资产处置损失				
公允价值变动损失	-18	-9	-13	-11
财务费用	8	7	1	-2
投资损失	-51	-61	-58	-59
少数股东损益	46	50	69	85
营运资金的变动	-184	80	-49	-44
<b>经营活动产生现金流量</b>	31	323	221	298
<b>投资活动产生现金流量</b>	-71	291	72	66
<b>融资活动产生现金流量</b>	84	-66	28	-12
现金净变动	40	547	322	351
现金的期初余额	361	495	1042	1364
现金的期末余额	401	1042	1364	1716

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1189	1471	1901	2412
营业成本	347	460	593	750
税金及附加	3	4	5	6
销售费用	430	460	583	724
管理费用	166	252	333	434
研发费用	115	134	158	201
财务费用	5	7	1	-2
其他收益	9	8	9	9
投资收益	51	61	58	59
公允价值变动收益	18	9	13	11
信用减值损失	-2	-0	-1	-1
资产减值损失	-29	-20	-23	-22
资产处置收益	0	3	2	2
<b>营业利润</b>	169	215	285	357
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	3	3	3	3
所得税	30	38	49	62
净利润	145	183	241	301
少数股东损益	46	50	69	85
<b>归属母公司净利润</b>	99	133	172	216
<b>EPS(元)</b>	0.13	0.18	0.23	0.29

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	21.8%	23.7%	29.2%	26.9%
营业利润增长率	189.7%	27.2%	32.6%	25.3%
归母净利润增长率	101.9%	34.6%	29.2%	25.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	70.9%	68.7%	68.8%	68.9%
净利率	12.2%	12.4%	12.7%	12.5%
ROE	6.3%	7.8%	9.2%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.3%	27.6%	27.7%	26.6%
流动比率	2.43	2.94	3.12	3.47
速动比率	2.42	2.93	3.11	3.46
<b>营运能力</b>				
资产周转率	56.9%	62.8%	71.5%	80.2%
应收帐款周转率	669.7%	956.5%	975.0%	967.3%
存货周转率	6499.2%	9077.2%	8432.4%	8634.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.13	0.18	0.23	0.29
每股经营现金	0.04	0.44	0.30	0.40
每股净资产	2.12	2.30	2.54	2.83
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	59.7	44.3	34.3	27.3
PB	3.8	3.5	3.2	2.8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

“本公司”指兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）及其全资子公司。本报告仅供客户参考，不构成投资建议，也不构成任何要约或要约邀请，客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属

本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn