



拥抱 AIGC 新时代，坚定开拓布局谋新篇

2023 年 07 月 24 日

深耕数字文化，多业务拓展前行

➤ 公司股权结构清晰，股东资源优势明显。创始人童之磊先生具备创新精神和广阔视野，高管团队经验丰富。公司战略为“夯实内容，服务产业，决胜 IP，双轮驱动”，经过多年业绩波动后现已积极调整迈向新起点。

数字阅读业务：免费+付费共生，内容+渠道构建壁垒

➤ 国内数字阅读市场潜力广袤，免费付费共生于市场。公司凭借全品类+垂类平台共同打造丰富且独特的内容供给，结合海量正版数字内容及广泛合作渠道构成核心壁垒，助推业务发展。

IP 衍生业务：全链路拓展，AI 促质效提升

➤ 文学 IP 为数字阅读企业的核心资产，衍生方式丰富，高价值精品输出能力强。公司近年加大 IP 衍生投入，不断推进各赛道的渠道合作，基本实现音频、动漫、动态漫、中短剧、影视等衍生形态的全链路拓展，并已成功打造许多衍生精品：1) 音频赛道：有声资源、分发渠道、AI 语音技术三重优势叠加；2) 中短剧赛道：作品表现优异，业务增长迅速；3) 影视赛道：积极入局，成果亮眼；4) 漫画赛道：布局初见成效，AI 赋能小说改漫质效双提升。

海外业务：海外 2.0 战略开启，构建 AIGC 新产品矩阵

➤ 公司形成内容+产品出海布局，2022 年开启海外业务 2.0 战略，AIGC 新产品矩阵如“my escape”“kiss”等逐步扩充。

定增+收购：加码 IP 业务，决胜 IP 战略

➤ 公司于 2023 年 6 月 9 日披露定增预案，拟向不超过 35 名特定对象发行股票募资不超过 25.1 亿元，发行股票数量不超过 2.19 亿股，募集资金将用于 IP 采购及衍生 (61.87%)、AI 技术研发 (29.11%)、数据中台基础建设 (5.03%) 及改善公司财务状况 (3.98%)。公司于 2023 年收购豆瓣原创动漫评分第一 IP 罗小黑。定向增发将丰富 IP 储备，缩短制作周期，延长 IP 生命周期，收购头部 IP 罗小黑加强公司在动漫布局，提升公司国际化水平，加持公司“决胜 IP 战略”。

投资建议：目前市场对 AIGC 未来发展空间给予较高期待，并且公司将持续扩充 IP 资源，我们看好公司在 AIGC 领域的投入决心和信心，经过多年业绩波动后现已积极调整迈向新起点。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 1.26 亿元、1.75 亿元、2.35 亿元，同比增长 135%、39%、34%，分别对应 PE 97x、70x、52x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：AIGC 技术发展不及预期，行业竞争加剧的风险，产品测试效果和上线时间不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1180	1805	2328	2870
增长率 (%)	-0.8	53.0	29.0	23.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-362	126	175	235
增长率 (%)	-466.4	134.7	39.3	34.2
每股收益 (元)	-0.50	0.17	0.24	0.32
PE	/	97	70	52
PB	10.6	9.5	8.4	7.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 21 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

16.68 元

分析师 陈良栋

执业证书：S0100523050005

邮箱：chenliangdong@mszq.com

目录

1 深耕数字文化，多业务拓展前行	3
1.1 股权架构清晰，创始人深耕行业多年经验丰富	3
1.2 数字阅读、IP 衍生及海外业务相辅相成	5
2 数字阅读业务：免费+付费共生，内容+渠道构建壁垒	8
2.1 市场潜力广袤，竞争格局稳定，免费付费共生	8
2.2 内容+渠道构建壁垒，AI 赋能创作效率提升	9
3 IP 衍生业务：全链路拓展，AI 促质效提升	12
3.1 文学 IP 衍生方式丰富，高价值精品输出能力强	12
3.2 发力 IP 衍生市场，实现衍生全链路拓展	13
3.3 跨模态内容布局初见成效，AI 赋能质效双提升	15
4 海外业务：海外 2.0 战略开启，构建 AIGC 新产品矩阵	18
5 定增+收购，坚定开拓布局发展新篇章	21
6 盈利预测与投资建议	23
6.1 盈利预测假设与业务拆分	23
6.2 估值分析与投资建议	25
7 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 深耕数字文化，多业务拓展前行

公司自 2000 年从教育行业起家并逐步成长为国内领先数字文化内容产业集团，其发展大致可以分以下 3 个阶段：**第一阶段 (2000-2005)**：公司于 2000 年成立于清华大学，通过将数字出版引入教育行业，并在国内率先推出“中小学数字图书馆”进入教育领域。**第二阶段 (2006-2015)**：文化、教育业务并驾齐驱。2006 年成立 17k 小说网进军原创互联网文学领域，自此公司形成文化、教育业务并驾齐驱的业务模式，且文化业务逐步覆盖包括内容提供、阅读渠道、IP 衍生开发的数字阅读全链路，并于 2015 年在深交所创业板上市，成为国内“数字出版第一股”。**第三阶段 (2016 至今)**：聚焦文化业务。上市后由于国家政策原因，公司逐步缩减教育业务，聚焦文化业务。于 2017 年推出面向海外的视觉小说平台“Chapters”，进军国际市场，并于 2022 年宣布开启海外业务 2.0 战略。同时，公司重点加码 IP 业务，于 2021 年引入腾讯系及百度系作为股东，打造多形态 IP 产品矩阵并积极开展元宇宙和 AIGC 相关技术战略布局。

图1：中文在线发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

1.1 股权架构清晰，创始人深耕行业多年经验丰富

公司股权架构清晰，股东资源优势明显。截至 2023 年 7 月 10 日，公司前四大股东分别为：公司创始人 实控人兼董事长童之磊(11.95%)、上海阅文(4.98%)、深圳利通 (4.98%)、百度七猫 (4.98%)。上海阅文为腾讯旗下 IP 内容平台，深圳利通为腾讯旗下产业基金，百度七猫旗下的七猫小说为免费阅读市场头部平台，股东资源禀赋丰富。

公司创始人具备创新精神和广阔视野：童之磊先生为中国数字阅读行业领军人物，潜心数字阅读行业 20 余年，2000 年创立中文在线时推出“中小学数字图书馆”，成为将数字阅读引入教育行业的先驱，建立 17k 小说平台，成为网络文学平台的开拓者，随后又不断开拓海外业务和 IP 衍生业务进一步拓宽公司的业务边界。

高管团队经验丰富，激励机制业绩导向：高管团队深耕互联网传媒行业，新

老融合、促进协同，致力于提升团队领导力推动企业发展。公司激励政策清晰，助力企业业绩发展，公司于 2020、2021 年接连推出股票期权激励计划及限制性股票激励计划，限制性股票激励合计 0.15 亿股，约占 2021 年 10 月 15 日激励计划公告日公司股本总额 7.27 亿股的 2.06%。

图2：中文在线股权穿透图


资料来源：Wind，民生证券研究院（数据截至：2023 年 7 月 10 日）

表1：公司现任高管及介绍

姓名	职务	任职起始	年龄	介绍
童之磊	总经理	2014	48	1999 年创立“易得方舟”，2000 年创立“中文在线”。北京市第十六届人大代表、教科文卫委员会委员，东城区第十七届人大 常委，中国音像与数字出版协会副理事长，中国编辑学会副会长。
王京京	副总经理 董事会秘书	2017	43	曾任职北京数码视讯科技股份有限公司证券投资部。
杨锐志	副总经理 财务总监	2020	48	2014 年 10 月至 2016 年 9 月担任艺龙旅行网(eLong,Inc.)首席财务官,2016 年 10 月至 2018 年 9 月担任广东奥马电器股份有限公司董事和财务总监,2019 年 5 月至 2019 年 10 月担任第一摩码资产管理(北京)有限公司首席财务官。
张伟丽	副总经理	2020	49	曾在硅谷创业公司、知名互联网企业担任人力资源负责人；2007 年至 2012 年,在阿里巴巴旗下中国雅虎担任人力资源总监;2012 年至 2014 年,在亚马逊中国有限公司担任资深人力资源经理,2014 年至 2017 年,在阿里影业任首席人力资源官。
谢广才	常务副总经理	2014	46	任中国文物保护基金会理事、北京市文化产业投融资协会副理事长、北京东城区第十三届政协委员、东城区人民法院陪审员、中国音像与数字出版协会大众数字出版工作委员会秘书长。
李凯	高级副总经理	2021	48	自 2016 年 5 月至 2020 年 11 月担任万达文化产业集团总裁助理、万达影视传媒有限公司副总经理,此前历任华视传媒副总裁,CGV 中国区副总裁,乐视影业 COO。

资料来源：Wind，民生证券研究院

表2：2020 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，民生证券研究院

表3：2021 年限制性股票激励业绩考核要求

归属期	业绩考核目标	归属权益数量占比
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，民生证券研究院

1.2 数字阅读、IP 衍生及海外业务相辅相成

数字阅读、IP 衍生及海外业务相辅相成：

1) **数字阅读业务：为公司的传统业务**，主要依托公司旗下全品类平台 17k 小说网及 4 个垂类平台，主要包括自有平台阅读业务和版权渠道分销业务。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，在对数字内容进行聚合和管理后，向多终端、多平台、全媒体分发数字阅读产品与行业内 B 端客户合作，目前公司拥有数字内容资源超过 550 万种，驻站作者 450 万名，并与 600 多家版权机构建立良好合作关系；

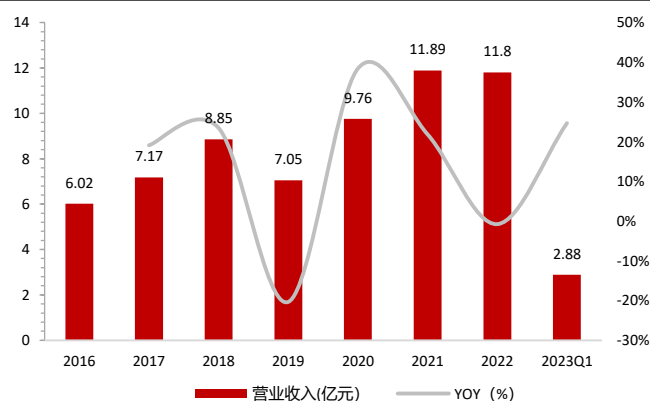
2) **IP 衍生业务：是公司中长期利润增量的重要抓手**。通过将小说衍生为音频、动漫、影视等产品延长 IP 寿命，攫取 IP 潜在价值，目前已经实现音频、漫画、动态漫、动画、中短剧、影视及文创周边等衍生形态的全模态开发，其中包括中短剧《别跟姐姐撒野》、动漫《喜欢你我是狗》、漫画《混沌剑神》等；

3) **海外业务：为公司的差异化竞争力来源**。公司在海外推出“Chapters” “Kiss” “Spotlight” “My Escape” 等互动型阅读平台，其中“Chapters” 常年稳居 iPhone 免费榜及畅销榜前列，同时出海 IP 衍生产品，在日本 TOP 漫画平台 Piccoma 及中国最大的出海漫画平台 MangaToon 等上线小说改编漫画。

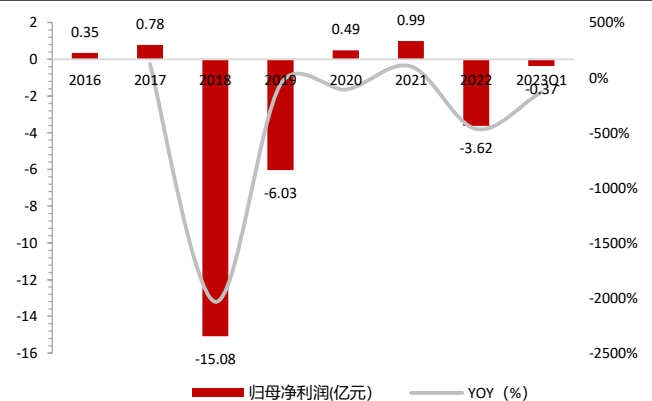
图3：中文在线业务体系


资料来源：公司官网，民生证券研究院

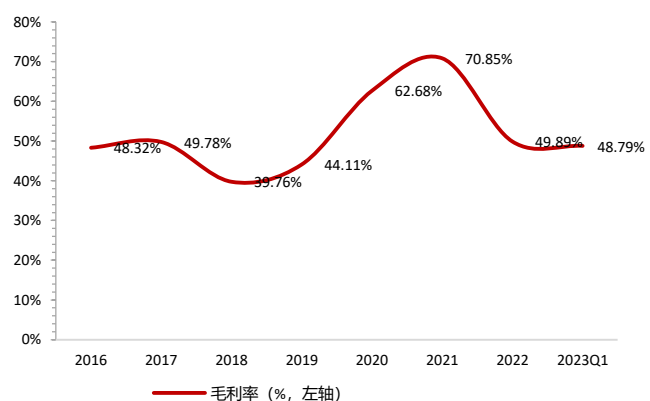
公司 18-22 年业务调整使得短期业绩波动，积极调整迈向新起点：公司过去五年的营收和利润出现了较大的波动。2018 年，公司收购的晨之科游戏业务亏损导致了公司业绩的大幅下滑。2020 年公司出售晨之科的全部股权后营收恢复并且归母净利润转正。2022 年，由于教育部“国家中小学智慧教育平台”上线，导致公司教育项目不再具备商业化条件，公司再次由盈转亏。公司通过两次业务大幅调整成功实现业务减负，以全新的姿态投入市场。2023Q1，公司经营明显好转，实现营收 2.88 亿元（YOY+24.8%）、归母净利润-0.37 亿元。

图4：2016-2023Q1 中文在线营收


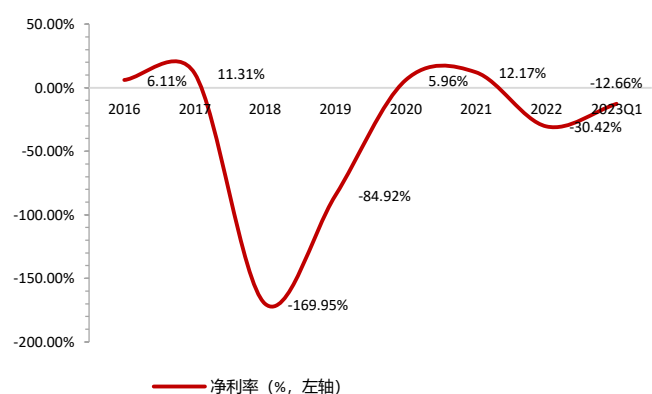
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：2016-2023Q1 中文在线归母净利


资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2016-2023Q1 中文在线毛利率


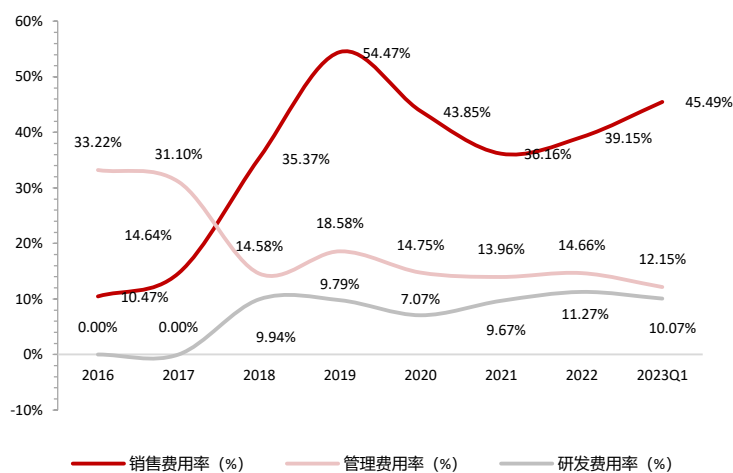
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：2016-2023Q1 中文在线净利率


资料来源：Wind，民生证券研究院

管理费用稳定，研发费用上升，付费视频剧业务推动销售费用与相关收入增长。公司管理费用支出保持稳定，研发费用整体呈现上升趋势，系公司持续投入于研发领域所致。销售费用承压，公司业务不断扩张所导致，2017-2020 年期间由于开辟海外业务，营销推广费用大幅增加，使得销售费用明显上涨；而 2022 年，由于公司开拓付费视频剧业务，并加大相关推广力度，导致销售费用增加，但相应的付费视频剧业务也取得了快速增长，实现营收 3.15 亿元。

图8：2016-2023Q1 中文在线各费用率情况



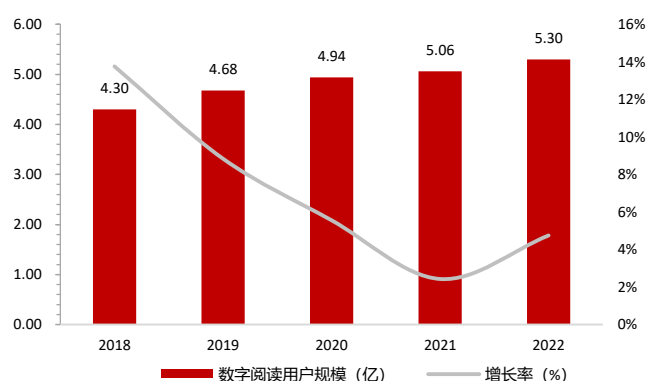
资料来源：wind，民生证券研究院

2 数字阅读业务：免费+付费共生，内容+渠道构建壁垒

2.1 市场潜力广袤，竞争格局稳定，免费付费共生

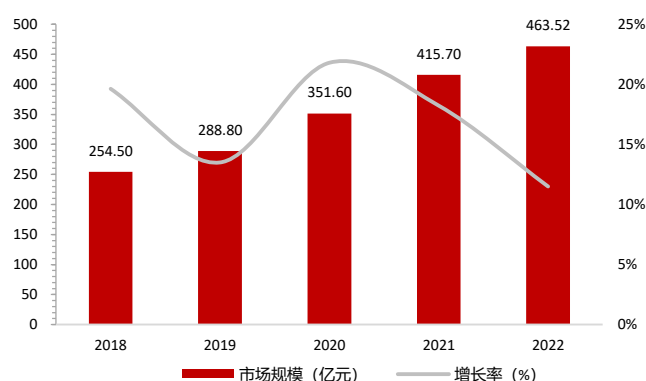
我国数字阅读行业规模持续扩大，2022 年我国数字阅读用户规模为 5.30 亿人，市场规模为 463.5 亿元，且 2018 至 2022 年四年 CAGR 分别为 5.37%、16.17%，市场增长前景广阔。

图9：2018-2022 年中国数字阅读用户规模



资料来源：中国音像与数字出版协会，《2022 年度中国数字阅读报告》，民生证券研究院

图10：2018-2022 年中国数字阅读市场规模



资料来源：中国音像与数字出版协会，《2022 年度中国数字阅读报告》，民生证券研究院

数字阅读行业的传统创收方式为付费阅读，即按章节收取费用或收取会员费，但 2018 年起免费阅读模式逐渐兴起，该模式主要靠广告流量创收，由于不向用户收取费用因此迅速抢占市场，ios 图书免费排行榜前 10 中有半数以上均为免费阅读平台。中文在线也入局免费阅读，在 17k 小说网站和 APP 中增设“免费”栏目。

图11：17K 小说网、17K 小说 APP 免费入口



资料来源：17K 小说网，17K 小说 APP，民生证券研究院

2.2 内容+渠道构建壁垒，AI 赋能创作效率提升

全品类+垂类平台，打造丰富且独特内容供给：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、言情、武侠等全品类内容。除此之外，公司旗下还有**四月天小说网**聚焦于古风女频，网站涵盖多类型女性向小说；**奇想宇宙**和**谜想计划**则为社区化科幻小说及悬疑小说平台，致力于通过社区化运营打破作者与读者的壁垒，同时降低写作门槛、提高用户粘性。公司目前点击过亿作品包括《第九特区》、《修罗武神》、《混沌剑神》等，签约作者包括《公子凶猛》的作者堵上西楼、《大周皇族》的作者黄埔奇、《九星霸体诀》的作者平凡魔术师、《修罗武神》、《修罗战神》的作者善良的蜜蜂等。

表4：中文在线旗下平台定位及突出作品

平台	定位	突出作品
17k 小说网	全品类平台	《公子凶猛》超 536 万人阅读、稿费月入百万 《修罗武神》17K 小说网自平台总点击突破 69 亿，同名 H5 游戏上市大卖，年流水近亿 《大梦山海之史诗战役》获得网文圈首个 2 亿盟，一举刷新网络文学历史新纪录 《第九特区》多次获得 17k 小说网总订阅榜第一
四月天小说网	古风女频垂类平台	古言小众：《穿成农家小福宝，逃荒路上开挂了》 微短剧原著：《霸婚：蓄谋已久》 古言萌宝：《锦鲤妹妹三岁半，我是全京城的大佬团宠》
奇想宇宙	科幻 IP 社区平台	《蝴蝶信使》《方舟》《鸦语者》《上帝计划》《鸦语者》《机器人的死亡实验》
谜想计划	泛悬疑文化兴趣站	《生与死和杀戮山脉》《淹没》《命运轮》《遗骸拼图》《出山》《须弥游戏》

资料来源：公司官网、民生证券研究院

图12：中文在线主要平台



资料来源：各平台官网，民生证券研究院

海量正版数字内容构成核心壁垒：公司拥有数字内容资源超过 550 万种，驻站作者 450 万名，并与 600 多家版权机构建立良好合作关系，为国内仅次于阅文集团的头部数字阅读企业。同时公司还重视扶持青年作家，具有可持续生产高质量数字内容能力。公司发起并创立的“网大公开课”累计培训学员超过 8 万人次，覆盖全网超过 100 余家原创文学网站。

表5：17k 小说网作品点击榜前十大作品于七猫小说网表现

排名	作品	作者	七猫小说网评分	七猫小说网人气值（万）
1	修罗武神	善良的蜜蜂	9.5	1020
2	九星霸体诀	平凡魔术师	9.5	1225.1
3	万古第一神	风青阳	9.2	787.8
5	混沌剑神	心星逍遥	9.1	377.6
7	龙纹战神	苏月夕	9.4	496.6
8	长生	风御九秋	9.6	157.4
9	百炼飞升录	虚真	9.4	189

资料来源：七猫小说网、民生证券研究院（数据截至 2023 年 7 月 10 日）

图13：网大公开课导师目录



资料来源：网大公开课官网，民生证券研究院

图14：网大公开课课程设置



资料来源：网大公开课官网，民生证券研究院

免费+付费双模式，广泛合作渠道助推业务发展：公司旗下 17K 小说网兼具免费阅读与付费阅读模式，四月天小说网为付费阅读模式，而奇想宇宙和谜想计划内的文学作品均为免费。公司的营销渠道主要包括自有渠道和分销渠道，其中自有渠道即公司自有平台，网文及衍生品均有合作相关头部平台，网文分销的合作伙伴有三大运营商、微信读书、QQ 阅读、七猫阅读等；网文改编音频的合作伙伴有喜马拉雅、蜻蜓 FM 等；网文改编影视动漫中短剧方面，公司也积极与快手、腾讯、Bilibili、爱奇艺等视频平台开展深度合作。中文在线的免费阅读作品可用于打开下沉市场，其高质量付费作品可用于留住新用户并创造收入，结合公司丰富的渠道优势，助力公司数字阅读业务持续增长。

图15：中文在线主要合作平台



资料来源：公司公告，民生证券研究院

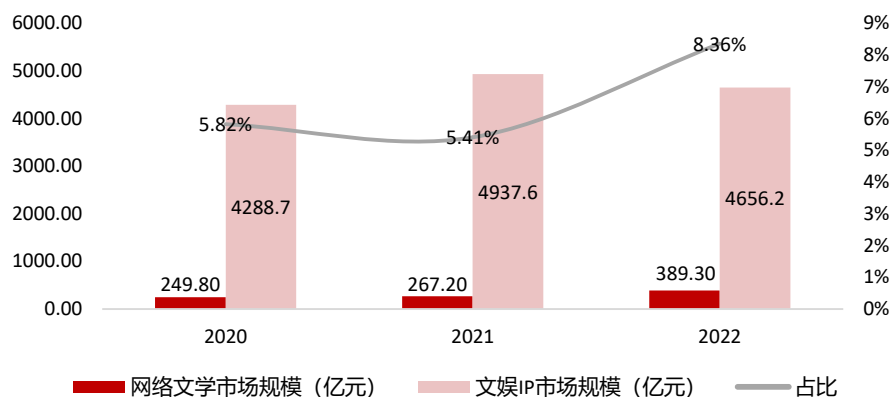
AI 自动续写功能赋能创作端效率提升：公司于 2023 年 5 月 5 日答投资者称公司技术团队正在基于自己的数据训练自有的文学领域的垂类模型，可理解一本小说中的故事主线，人物关系，关键情节，作者可通过聊天的方式设定人物角色、小说大纲，完成数千字的续写小说。该功能可缩减作者创作时间，使作者能专注于内容和剧情创作，提升网文产出效率及效果。

3 IP 衍生业务：全链路拓展，AI 促质效提升

3.1 文学 IP 衍生方式丰富，高价值精品输出能力强

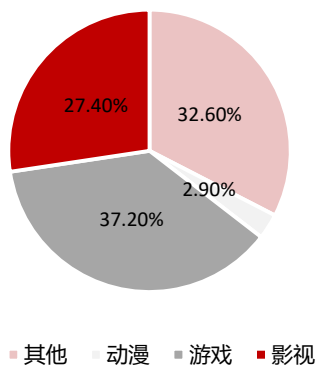
文学 IP 为数字阅读企业的核心资产，而音频、漫画、影视的衍生则是 IP 价值的引爆器。2022 年文娱 IP 市场规模为 4656.2 亿元，但网文市场规模仅有 389.3 亿元，占比不足 10%。且截至 2022 年数据，我国文娱 IP 市场中有 52% 的文学 IP，但文娱 IP 市场的主要收入却来自游戏 (37.2%)、影视 (27.4%)、动漫 (2.9%)，而并非文学作品。且 IP 衍生有利于 IP 生命周期的延长，例如此前的《庆余年》与《赘婿》，完结时间已经超过 10 年。

图16：网文市场占文娱 IP 市场占比



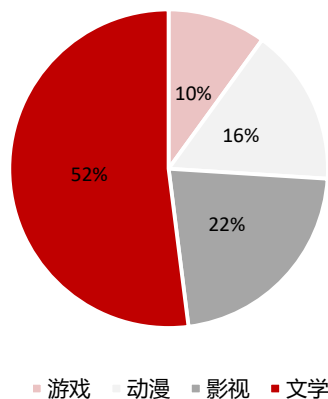
资料来源：中国互联网络信息中心 (CNNIC)、伽马数据、民生证券研究院

图17：2022 年中国文娱 IP 市场收入来源分布 (%)



资料来源：伽马数据《2022-2023 移动游戏 IP 市场发展报告》，民生证券研究院

图18：2022 年 IP 原生类型分布 (%)



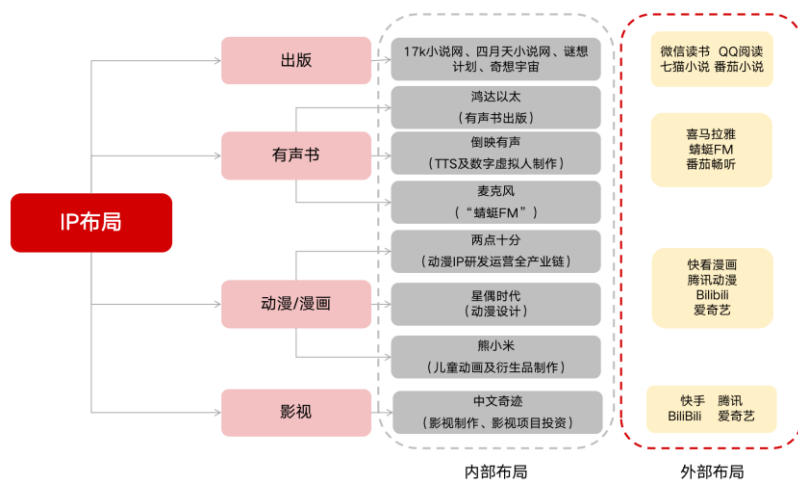
资料来源：伽马数据《新华文化产业 IP 指数报告 (2022)》，民生证券研究院

文学 IP 的衍生方式主要有音频、漫画、动画、影视、游戏，其带给观众的沉浸度从音频、动漫、影视、游戏逐一递增，音频一般是文学 IP 衍生的首发站，而动漫/漫画产品则可赋能二次文学创作，影视衍生可发挥明星效应打造优质作品，游戏衍生则是变现能力最强且生命周期最长的产品，IP 周边产品虽可直接变现，但仅有高知名度 IP 才可取得可观收入。网络文学输出高价值精品能力强。在音频方面，2022 年有声书市场规模为 93.7 亿元，膨胀至 2014 年的近 7 倍；在动漫/漫画方面，有超过半数的国产动画番剧改编自网文 IP；在影视方面，2022 年爱奇艺、腾讯、优酷等各大视频平台的热度榜单中，《雪中悍刀行》《苍兰诀》《天才基本法》等根据网络小说改编的剧集占 50%。

3.2 发力 IP 衍生市场，实现衍生全链路拓展

公司近年加大 IP 衍生投入，不断推进各赛道的渠道合作，且已通过战略投资相关产业公司，实现音频、动漫、动态漫、中短剧、影视等衍生形态的全链路拓展，并已成功打造许多衍生精品。

图19：中文在线 IP 市场布局



资料来源：公司公告，爱企查，民生证券研究院

1) 音频赛道：有声资源、分发渠道、AI 语音技术三重优势叠加。中文在线通过投资全资子公司鸿达以太入局音频市场，鸿达以太为全国最早的有声内容制作商之一，分发渠道覆盖各大有声书平台，截至 2022 年末公司音频资源超 46 万小时，产出多部小说改有声书超亿作品。公司 2021 年推出 AI 主播，截至 2022 年 AI 主播录制的有声书时长已经超过 18 万小时，收入达 200 万元。目前喜马拉雅平台“中文听见”账号播放量前 15 作品中，10 部为 AI 制作。题材包括经商种田、古风言情、都市生活、神话修仙。目前平台包含 2 种性别的音色，听者对 AI 主播评价较好，多部作品评价在 8.0+，订阅量 700 万+。

图20：鸿达以太有声版权



资料来源：鸿达以太官网，民生证券研究院

图21：鸿达以太合作渠道



资料来源：鸿达以太官网，民生证券研究院

图22：喜马拉雅 AI 主播有声书播放量前三

<p>神医小农民 免费有声小说 医术高超</p> <p>中文听见 北京鸿达以太科技有限公司</p> <p>8.2分 33条评价</p> <p>161 月票</p> <p>910.4万 播放量</p> <p>3513 订阅量</p> <p>有声书 > 都市 > 男频小说 > AI ></p>	<p>种田从全家穿越开始 免费有声小说 古言</p> <p>中文听见 北京鸿达以太科技有限公司</p> <p>9.1分 147条评价</p> <p>359 月票</p> <p>844.3万 播放量</p> <p>5137 订阅量</p> <p>有声书 > 经商种田 > 种田文 > 古风言情 > AI ></p>	<p>山野小神农 免费有声小说 完结</p> <p>中文听见 北京鸿达以太科技有限公司</p> <p>7.8分 21条评价</p> <p>20 月票</p> <p>714.9万 播放量</p> <p>4611 订阅量</p> <p>有声书 > 都市 > 金手指 > 男频小说 > AI ></p>
--	--	--

资料来源：喜马拉雅 APP，民生证券研究院

图23：喜马拉雅中文在线小说改优质有声书



资料来源：喜马拉雅 APP，民生证券研究院

2) 中短剧赛道：作品表现优异，业务增长迅速。 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的佳绩，如《别跟姐姐撒野》（上线首月播放量破 20 亿，分账 500 万元）《每天都在拆官配》（上线 3 个月累计分账达 700 万元，位居 2022 年短剧分账票房 Top 10）《就想和你谈恋爱》《皇妃在娱乐圈当顶流》《特工房东俏房客》等，以及民国爱情悬疑剧《招惹》是由中文在线旗下四月天小说网同名小说改编，中文在线携手腾讯视频、飞扬文化等多家出品方联合打造，中

文在线与无糖文化联合制作。截至 2023 年 6 月 1 日，该剧累计分账已破 1500 万。此外，公司储备数十部作品正在积极制作中，未来将在各大视频平台陆续播出。

图24:《每天都在拆官配》、《别跟姐姐撒野》



资料来源：优酷视频，快手短剧，民生证券研究院

图25:《招惹》累计分账破 1500 万



资料来源：腾讯视频，民生证券研究院

3) 影视赛道：积极入局，成果亮眼。公司与爱奇艺、青梧合资设立中文奇迹文化科技有限公司，布局影视制作和投资业务。此外，公司联合出品网剧《他跨越山海而来》首播登陆爱奇艺；由公司全资子公司光之影打造的《花琉璃轶闻》在腾讯视频独家播出。此外，公司积极尝试开拓新的 IP 衍生形态，如 VR 视频。公司和 PICO 联合出品、VeeR 制作的《灵笼》VR 动画番外篇预计将于 23 年下半年上线播出，用户可在 VR 平台进行沉浸式观看。

图26:《花琉璃轶闻》腾讯视频站内热度破 24000



资料来源：腾讯视频，民生证券研究院

图27:《灵笼》VR 动画



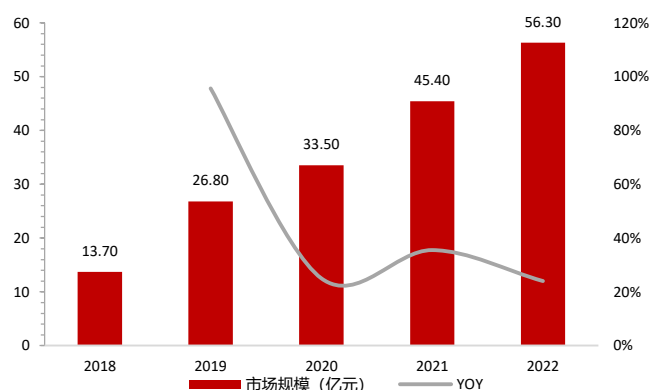
资料来源：VeeR，民生证券研究院

3.3 跨模态内容布局初见成效，AI 赋能质效双提升

网文改编渐成主流，漫画赛道布局初见成效：我国在线漫画市场规模年增速常年保持在 20% 以上。用户规模从 2018 年的 1.67 亿人增加了近 1 倍至 2022 年的 3.04 亿人。网文改编漫画近年成为漫画行业的主流选择，快看漫画平台人气榜

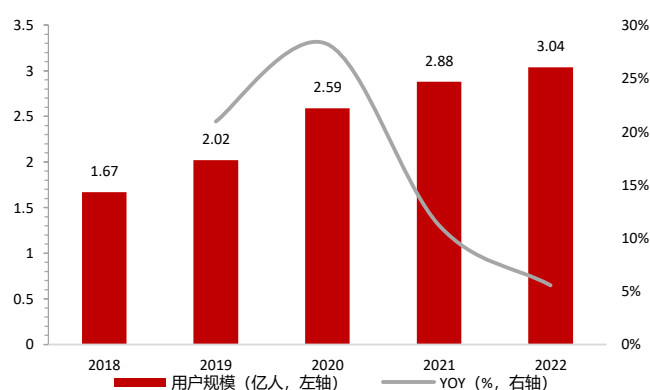
前 10 的作品中前 9 部均为小说改编，腾讯动漫年度 TOP100 漫画中也有超半数
为小说改编。公司积极布局漫画赛道，与头部漫画平台快看漫画、腾讯动漫等，
头部视频平台爱奇艺、Bilibili 等达成合作，目前已打造数部优秀 IP 衍生漫画/动
漫作品：截至 2023 年 7 月 10 日，《混沌剑神》漫画在快看漫画、腾讯动漫人气
均超 7 亿，且《混沌剑神》还推出了动态漫；《甜心教练》、《妖怪公寓》漫画
在腾讯动漫分别获得 2.2 亿，4800 万人气；《喜欢你我是狗》动漫在 B 站单集最
高获得 5.5 万播放量。

图28：2018-2022 年中国在线漫画市场规模



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图29：2018-2022 年中国在线漫画用户规模



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图30：《混沌剑神》动态漫画



资料来源：爱奇艺，民生证券研究院

图31：《甜心教练》、《妖怪公寓》



资料来源：腾讯动漫，民生证券研究院

AI 生成漫画技术赋能小说改编漫画质效双提升：公司凭借其丰富的内容和数
据优势，通过不断数据投喂和训练，形成了一款能够将小说自动生成漫画的垂类
模型，该技术将压缩小说改编漫画的制作时间和成本，结合网文本身的优质内容
优势，将在质量和数量两方面共同提升漫画市场供给。中文在线目前已成功产出
AI 漫画生成产品《招惹》《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》，并与中国最大的

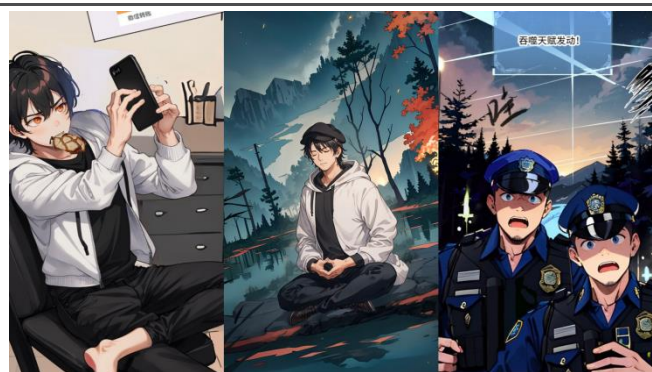
出海漫画平台 MangaToon 达成合作，这两款漫画将在海外数十个国家上线。2023 年 5 月 1 日正式发布的《混沌剑神》动态漫中部分场景、特效、道具、动作采用了 AI 技术。随着技术的不断成熟，AI 将大幅提升漫画及动漫的产能及质量，大幅缩短 IP 改动漫及漫画的制作周期，延长 IP 生命周期。

图32：《招惹》样章



资料来源：中文在线公众号，民生证券研究院

图33：《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》样章

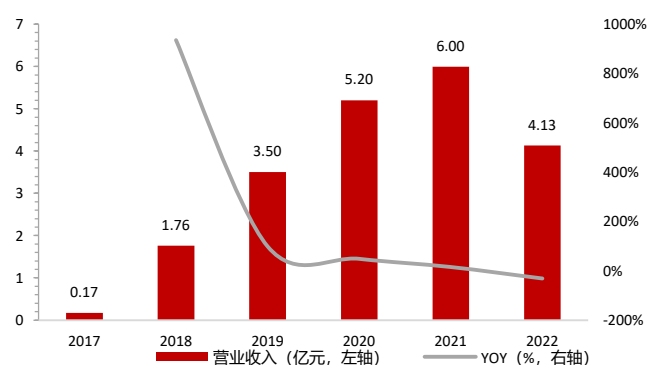


资料来源：中文在线公众号，民生证券研究院

4 海外业务：海外 2.0 战略开启，构建 AIGC 新产品矩阵

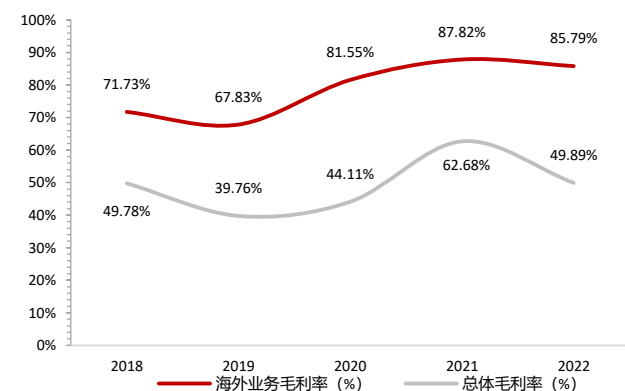
数字阅读加速出海，内容+产品出海布局形成：2022 年我国数字阅读出海作品高达 61.81 万部（种），年增速超过 50%，且北美、日韩以及东南亚地区是“出海”作品投放量最大区域。公司自 2017 年开展海外业务以来，海外业务收入及占比总体呈现上升趋势，5 年 CAGR 为 89.25%，2021 年占总收入超 50%。海外业务毛利率稳定并显著高于整体毛利水平。公司出海业务主要包括：1) 内容出海，即网文、网文改编漫画/动漫/影视于海外上线；2) 产品出海，涉及产品有“Chapters”互动式阅读平台、“Chapters”、“spotlight”、“my escape”等互动阅读游戏及“kiss”漫画阅读平台。

图34：2017-2022 年中文在线海外业务收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：2017-2022 年中文在线海外业务毛利率



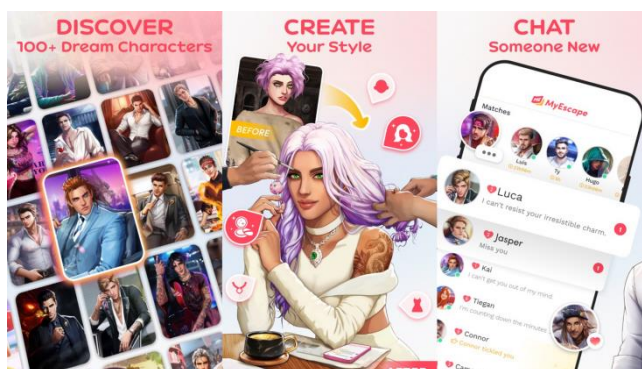
资料来源：wind，民生证券研究院

图36：Chapters 界面示意



资料来源：Chapters APP，民生证券研究院

图37：My escape 界面示意



资料来源：My Escape APP，民生证券研究院

表6：中文在线海外产品类型及 ios 排行榜排名

APP	产品类型	iphone 免费榜	iphone 畅销榜
Chapters	角色扮演	51	27
spotlight	角色扮演	315	-
myescape	角色扮演	102	159
kiss	图书	71	21

资料来源：七麦数据、民生证券研究院（数据截至：2023 年 7 月 10 日）

内容出海初步试水，开启海外业务 2.0 战略：在漫画方面，2022 年 1 月，网文改编漫画《混沌剑神》上线日本 TOP 漫画平台 Piccoma，上线首日即获得人气榜第 1 名，首周流水达 160 万日元；漫画《招惹》、《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》也将上线于中国最大的出海漫画平台 MangaToon；在影视方面，公司与好莱坞某主流片厂达成发行合作的小说改编影片《岛上书店》于 2022 年 10 月 8 日在北美地区上映；公司设立美国子公司 COL MEDIA、COL PICTURE、COL STUDIOS 及新加坡子公司 COL WEB 深化布局全球，致力于输出符合当地文化背景的优质 IP。

图38：《混沌剑神》获得 Piccoma 人气榜第 1 名

人气急上昇！

もっと見る >

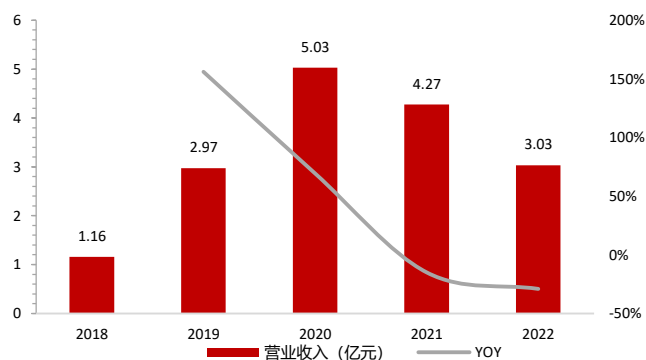


资料来源：Piccoma APP，民生证券研究院

出海互动式阅读游戏产品成熟，AIGC 产品矩阵逐步扩充：以“Chapters”为代表的公司互动型阅读游戏营收占公司海外收入绝大部分比重，该游戏的互动模式为“玩家选择选项，控制剧情走向”，创收方式是由个人用户充值购买平台虚拟代币，公司互动型阅读游戏利润率保持在 80%以上。“Chapters”为公司旗下最大的出海产品，主要面向欧美女性，常年稳居 iphone 免费榜前 100 及畅销榜前 50，目前已经拥有 16 大语种版本，覆盖全球大部分国家和地区。“Chapters”中的“章节”会持续更新以留住用户，且会不断增加新的独特题材以覆盖更多群体。“My escape”为类似的虚拟恋爱互动游戏，玩家可以与多个虚拟角色互动约会。“Chapters”与“My Escape”正在与 ChatGPT 进行集成测试，以实现 AI 故事生成及互动聊天功能，AIGC 将在故事创作方面大幅提高创作效率及剧情多

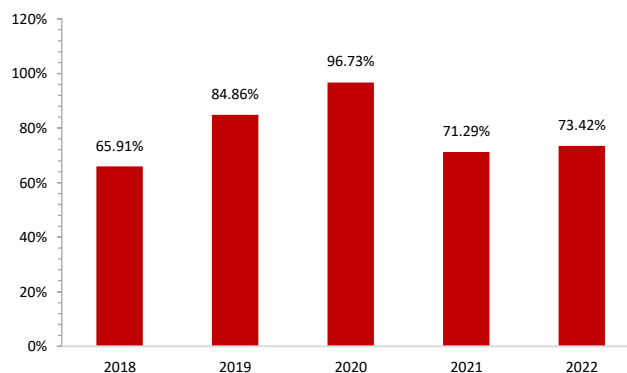
样性，在人机交互层面提升用户体验及沉浸感，赋能公司产品降本的同时提升产品商业价值。

图39：互动式阅读游戏营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图40：互动式阅读游戏占海外收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院

5 定增+收购，坚定开拓布局发展新篇章

定向增发丰富 IP 储备，缩短制作周期，延长 IP 生命周期：公司于 2023 年 6 月 9 日披露定增预案，公司拟向不超过 35 名特定对象发行股票募资不超过 25.1 亿元，发行股票数量不超过 2.19 亿股，目前尚未确定该次发行的发行对象。募集资金将用于 IP 采购及衍生（61.87%）、AI 技术研发（29.11%）、数据中台基础建设（5.03%）及改善公司财务状况（3.98%）。投资于 IP 采购及衍生将丰富公司 IP 资源，投资于 AI 文字续写及 AI 生成漫画技术的研发可缩短 IP 衍生制作周期，提升作品质量，初步实现 IP 衍生内容创作标准化；投资于数据中台基础建设可提升公司内容处理能力，加快内容数据更新速度，通过打通各业务线数据库提升业务协同效率；补充公司流动资金及偿还银行借款可帮助公司优化债务结构，增加营运资金储备，提升公司盈利能力及竞争能力。

表7：拟募集资金投入项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	IP 内容资源升级建设项目	155,290.36	155,290.36
2	基于新技术的数字内容智能化升级建设项目	73,060.00	73,060.00
3	数据中台及全面信息系统技术升级建设项目	12,637.00	12,637.00
4	补充流动资金及偿还银行借款	10,000.00	10,000.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院

收购头部 IP 罗小黑 决胜 IP 战略重举：公司于 2023 年收购动漫 IP 罗小黑，该 IP 为豆瓣原创动漫评分第一，且已经实现了从漫画、番剧、动画电影、衍生品几个阶段的跨越，具备成熟的 IP 运营及开发经验。动画番剧《罗小黑战记》全网播放量超 10 亿次；《罗小黑战记》动画电影位居 2019 年 9 月中国大陆票房榜第 3，累积票房 3.15 万；《罗小黑战记 2》已经在制作中，预计将在 2024 年底完成，同时公司也在推进新电影的海外发行；IP 衍生周边年收入达数千万元，已覆盖服饰、游戏、快消、金融、美妆、数码等多个领域。由于罗小黑 IP 在角色设计、场景描绘上兼具中国传统韵味与现代审美，天然具备出海优势。此后公司将深化罗小黑 IP 的海外运营，持续挖掘并弘扬中国元素，利用公司丰富的技术、资源和渠道，全方位赋能罗小黑的海外发展，助力其成为全球知名的中国动漫 IP。同时，罗小黑的加入将提升公司知名度和影响力，加强公司在动漫布局，提升公司国际化水平，加持公司“决胜 IP 战略”。

图41：罗小黑 IP 形象



资料来源：罗小黑微博，民生证券研究院

图42：《罗小黑战记》漫画与内页



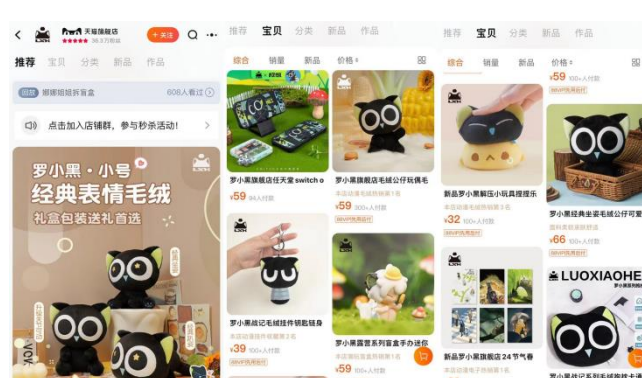
资料来源：罗小黑微博，民生证券研究院

图43：《罗小黑战记》电影及票房排行



资料来源：猫眼电影，民生证券研究院

图44：罗小黑周边淘宝旗舰店及产品



资料来源：淘宝 APP，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

收入增速预测：根据公司年报，目前公司主要业务板块分为文化业务和教育业务。我们预计 2023-2025 年实现营业总收入分别为 18.05 亿元、23.28 亿元和 28.70 亿元，分别同比增长 53%、29%、23%。其中，**文化业务具体来看：**公司深耕数字文化内容行业，盈利模式主要是以数字内容为基础进行多种形式的开发并销售变现。我们根据公司 6 月 12 日发布的问询函回复，将**文化业务分为国内业务和海外业务**。

其中，国内业务主要包含：

1) **网站授权业务。**2022 年各大互联网平台公司实施降本增效，公司来自于各大音频平台、互联网阅读平台等的采购需求减少，使得网站授权业务收入较上年同期下降较多，同时由于版权费用刚性使得毛利率下降。今年互联网平台公司相较于去年在内容采购需求上逐步恢复，我们预计 2023-2025 年网站授权业务同比增长 25%、20%和 18%，同时版权采购与授权相匹配，毛利逐步向 21 年恢复提升，预计 2023-2025 年网站授权业务毛利率为 63%、70%、75%。

2) **版权衍生业务及其他。**公司版权衍生业务以文学 IP 为核心，向下游延伸进行版权衍生开发，呈现方式涵盖音频、动漫、动态漫、中短剧、影视、游戏以及文创周边等衍生形态的全模态开发。同时顺应行业发展趋势，2022 年度公司新增开拓**付费视频剧业务**，将优质内容改编制作作为视频短剧在微信、抖音等平台推广获得用户，用户在公司小程序等客户端上为观看视频剧而付费，2022 年付费视频剧业务收入为 3.15 亿元（去年同期为 405 万元），该业务收入增长对应渠道成本大幅增加。业务收入结构产生较大变化，使得文化业务整体毛利率在 2022 年下降明显，但随着优质内容持续供应，以及用户在小程序等客户端的积累，该业务毛利率有望持续提升。我们预计 2023-2025 年付费视频剧业务同比增长 80%、45%和 30%，毛利率为 45%、47%、50%。**其他业务**中，公司在 7 月 13 日在投资者互动平台表示，公司拥有的高质量正版数据总量超过 60TB，已跟多家模型公司签署协议，数据资料正在交付中，交易金额数千万元。**另外还有合作意向正在洽谈中的大模型公司有数十家**，此部分收入如果计入版权衍生业务及其他业务中，使得其他业务今年收入和毛利均会提升。我们预计其他业务 2023-2025 年同比增长 40%、15%和 15%，毛利率为 62%、55%、55%。

综上，我们预计版权衍生业务及其 2023-2025 年同比增长 59%、31%和 24%，毛利率为 53%、50%、52%。

海外业务：主要是子公司 CRAZY MAPLE STUDIO, INC. (已于 2023 年 5 月 1 日出表)推出以互动式视觉阅读平台 Chapters 等为代表的一系列互动产品，2022 年度，**互动视觉阅读业务**收入为 3.0 亿元，同比下降 41.07%。主要是受俄

乌冲突等国际形势变化等影响，公司对海外推广投放更为谨慎。今年整体形势相对有所缓解，公司结合 AIGC 技术能力，提升 Chapters 中作品的沉浸感和互动效果，我们预计互动视觉阅读业务有望将逐步恢复到 21 年水平，并且保持稳定增长，预计 2023-2025 年互动视觉阅读业务同比增长 60%、30%和 25%，同时海外产品生命周期较长，海外业务毛利率较为稳定，预计 2023-2025 年互动视觉阅读业务毛利率为 85%、85%、85%。

综上所述，我们预计文化业务 2023-2025 年实现营业收入 17.75 亿元、22.95 亿元、28.33 亿元，同比增长 53.9%、29.3%、23.5%。毛利率分别为 63%、62%、64%。

教育及其他业务来看，目前收入贡献占比较小，且业务发展模型相对成熟，业务增长保持稳健，毛利率小幅波动，因此毛利率我们采用过去 3 年平均值。我们预计教育业务 2023 年实现营业收入 0.21 亿元、0.23 亿元、0.25 亿元，同比增长 10%、10%、10%，毛利率分别为 68.24%、68.53%、68.30%。

表8：公司主要业务收入预测

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	1,180	1,805	2,328	2,870
YoY-%	-0.8%	53.0%	29.0%	23.3%
文化业务	1,152.83	1,774.76	2,294.65	2,833.02
YoY-%	1.34%	53.9%	29.3%	23.5%
毛利率	49.58%	62.98%	62.07%	63.62%
网站授权业务	172.48	215.60	258.72	305.30
YoY-%	-44.03%	25.0%	20.0%	18.0%
毛利率	47.41%	63.00%	70.00%	75.00%
版权衍生及其他	677.06	1,073.89	1,405.08	1,739.17
YoY-%	115.12%	58.6%	30.8%	23.8%
毛利率	35.91%	53.02%	50.32%	51.93%
互动视觉阅读	303.29	485.27	630.85	788.56
YoY-%	-41.07%	60.0%	30.0%	25.0%
毛利率	81.34%	85.00%	85.00%	85.00%
教育业务	18.96	20.85	22.94	25.23
YoY-%	-53.29%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	68.12%	68.24%	68.53%	68.30%
其他	7.76	9.16	10.53	11.90
YoY-%	-27.13%	18.00%	15.00%	13.00%
毛利率	50.94%	52.58%	53.41%	52.31%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

费用率预测：

销售费用率：公司付费视频剧业务推广费用在去年增加明显，今年预计公司优化投放推广策略和节奏，收入回报更为匹配，预计今年销售费用仍然有一定增长，但费用率相较于去年将会有所降低，并且后续有望相对控制费用率水平，我

们预计 2023-2025 年公司销售费用率为 31.5%、31.0%、31.0%；

管理费用率：公司人员和组织架构相对稳定，管理费用率保持稳定,并随着收入增长有所下降，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率为 14%、14%、14%；

研发费用率：公司在 AIGC 等新技术领域将持续加大研发费用的投入，但跟随公司收入增长，预计今年研发费用率将有所降低，后续保持稳定。我们预计 2023-2025 年公司研发费用率为 9.8%、9.5%、9.5%；

财务费用率：公司财务费用主要来自借款利息,随着 23 年公司业绩稳步增长，盈利逐步释放，借款金额逐步下降，2023-2025 年公司财务费用率为 0.21%、0.13%、0.01%。

表9：公司主要费用率预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	39.2%	31.5%	31.0%	31.0%
管理费用率	14.6%	14.0%	14.0%	14.0%
研发费用率	11.3%	9.8%	9.5%	9.5%
财务费用率	0.49%	0.21%	0.13%	0.01%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

6.2 估值分析与投资建议

公司深耕数字文化内容行业，以“夯实内容、服务产业、决胜 IP，双轮驱动”的发展战略，推动业务发展。盈利模式主要是以数字内容为基础进行多种形式的开发并销售变现。因此我们选取同业代表性的在线阅读公司和 IP 运营公司，掌阅科技（公司主要通过互联网市场化获取流量并精细化运营的数字阅读平台，免费阅读业务是公司增长主要驱动力），奥飞娱乐（以“发展民族动漫文化产业，让快乐与梦想无处不在”为使命，打造以 IP 为核心，集动漫、玩具、婴童、授权、媒体、影视、游戏等一体的泛娱乐业务链），上海电影（是国内老牌电影集团上影集团旗下的专业电影公司，拥有《中国奇谭》《庐山恋》《大闹天空》等 60 部 IP 的许可授权）作为同行业可比公司。采用 wind 一致预期，同行业可比公司 2023-2024 年平均 PE 为 89x 和 54x。

考虑公司坚持推进“夯实内容，服务产业，决胜 IP，双轮驱动”的战略，经过多年业绩波动后现已积极调整迈向新起点。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 1.26 亿元、1.75 亿元、2.35 亿元，同比增长 135%、39%、34%，分别对应 PE 97x、70x、52x，公司估值高于可比公司均值。

但考虑到：1) 目前市场对 AIGC 未来发展空间给予较高期待，AI 重塑内容

行业底层模式，公司在 AIGC 方面走在前列，已有部分内容面向市场并率先实现一定收入。公司与 MangaToon 达成合作，将一系列由 AI 辅助创作完成的漫画作品推向海外市场，首批推出的漫画作品《招惹》《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》均改编自中文在线自有网络文学 IP，由 AI 实现文字生成漫画；同时公司出品的动态漫《混沌剑神》（第一季全 60 集），在其制作过程中已应用 AIGC 技术，目前正在腾讯视频、爱奇艺、优酷等平台上线热播，预计也将产生收入。2) **公司内容资源丰富，且还在持续扩充 IP 资源。**公司旗下拥有原创网站 17K 小说网、四月天小说网、奇想宇宙科幻站、谜想计划悬疑站等原创平台，累积数字内容资源超 550 万种，驻站作者 450 万名。且拥有 46 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、少儿等领域；同时，公司**收购头部 IP 罗小黑，将持续扩充优质 IP 资源。**

我们看好公司在 AIGC 领域的投入决心和信心，且公司在 AIGC 内容方面快速生产，有望率先实现一定量级商业化变现。公司探索有望重塑内容产业在 AI 赋能下的新模态商业模式，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603533.SH	掌阅科技	24.90	0.13	0.36	0.48	192	70	52
002292.SZ	奥飞娱乐	11.29	-0.12	0.11	0.24	-	101	47
601595.SH	上海电影	26.20	-0.75	0.27	0.42	-	96	62
		平均值				192	89	54
300364.SZ	中文在线	16.68	-0.50	0.17	0.24	-	97	70

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 7 月 21 日

7 风险提示

1) AIGC 技术发展不及预期。目前 AI 相关技术正在处于发展阶段，AIGC 的技术能力目前还有待进一步提升，存在技术发展不及预期的风险。

2) 行业竞争加剧的风险。IP 行业格局充满变动，存在行业竞争加剧，从而导致业务发展受到影响的风险。

3) 产品测试效果和上线时间不及预期的风险。新品产品表现具有不确定性，存在告诉开发的新品内容正式上线后表现不及预期的风险，以及上线时间延后的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1180	1805	2328	2870
营业成本	591	668	882	1044
营业税金及附加	2	4	5	6
销售费用	462	569	722	890
管理费用	173	253	326	402
研发费用	133	177	221	273
EBIT	-214	149	190	279
财务费用	6	4	3	0
资产减值损失	-156	0	0	0
投资收益	17	58	95	100
营业利润	-360	203	282	379
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-360	203	283	380
所得税	-1	35	48	65
净利润	-359	168	235	315
归属于母公司净利润	-362	126	175	235
EBITDA	-104	277	318	423

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	510	581	821	1138
应收账款及票据	106	160	206	254
预付款项	182	206	272	322
存货	1	2	2	3
其他流动资产	271	343	354	365
流动资产合计	1071	1292	1656	2082
长期股权投资	158	158	158	158
固定资产	26	26	25	23
无形资产	286	278	268	258
非流动资产合计	794	783	784	768
资产合计	1865	2075	2440	2850
短期借款	268	268	268	268
应付账款及票据	106	120	158	187
其他流动负债	248	286	366	437
流动负债合计	622	673	792	892
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	31	25	36	32
非流动负债合计	31	25	36	32
负债合计	653	698	828	924
股本	736	730	730	730
少数股东权益	59	101	161	241
股东权益合计	1212	1377	1611	1926
负债和股东权益合计	1865	2075	2440	2850

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.78	53.00	29.00	23.28
EBIT 增长率	-259.43	169.24	27.84	46.87
净利润增长率	-466.45	134.70	39.33	34.22
盈利能力 (%)				
毛利率	49.89	62.99	62.10	63.61
净利率	-30.69	6.96	7.52	8.19
总资产收益率 ROA	-19.41	6.06	7.17	8.24
净资产收益率 ROE	-31.38	9.85	12.07	13.94
偿债能力				
流动比率	1.72	1.92	2.09	2.33
速动比率	1.17	1.28	1.46	1.71
现金比率	0.82	0.86	1.04	1.28
资产负债率 (%)	35.00	33.65	33.96	32.41
经营效率				
应收账款周转天数	32.65	33.00	33.00	33.00
存货周转天数	0.91	0.91	0.91	0.91
总资产周转率	0.58	0.92	1.03	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	-0.50	0.17	0.24	0.32
每股净资产	1.58	1.75	1.99	2.31
每股经营现金流	0.02	0.21	0.38	0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	97	70	52
PB	10.6	9.5	8.4	7.2
EV/EBITDA	-116.90	43.96	38.37	28.82
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-359	168	235	315
折旧和摊销	110	129	128	144
营运资金变动	69	-101	-3	-15
经营活动现金流	13	151	277	358
资本开支	-146	-100	-109	-120
投资	74	0	0	0
投资活动现金流	-38	-45	-14	-19
股权募资	26	0	0	0
债务募资	23	-3	-6	0
筹资活动现金流	105	-36	-23	-22
现金净流量	92	71	240	317

插图目录

图 1: 中文在线发展历程	3
图 2: 中文在线股权穿透图	4
图 3: 中文在线业务体系	5
图 4: 2016-2023Q1 中文在线营收	6
图 5: 2016-2023Q1 中文在线归母净利润	6
图 6: 2016-2023Q1 中文在线毛利率	6
图 7: 2016-2023Q1 中文在线净利率	6
图 8: 2016-2023Q1 中文在线各费用率情况	7
图 9: 2018-2022 年中国数字阅读用户规模	8
图 10: 2018-2022 年中国数字阅读市场规模	8
图 11: 17K 小说网、17K 小说 APP 免费入口	8
图 12: 中文在线主要平台	9
图 13: 网大公开课导师目录	10
图 14: 网大公开课课程设置	10
图 15: 中文在线主要合作平台	11
图 16: 网文市场占文娱 IP 市场占比	12
图 17: 2022 年中国文娱 IP 市场收入来源分布 (%)	12
图 18: 2022 年 IP 原生类型分布 (%)	12
图 19: 中文在线 IP 市场布局	13
图 20: 鸿达以太有声版权	14
图 21: 鸿达以太合作渠道	14
图 22: 喜马拉雅 AI 主播有声书播放量前三	14
图 23: 喜马拉雅中文在线小说改优质有声书	14
图 24: 《每天都在拆官配》、《别跟姐姐撒野》	15
图 25: 《招惹》累计分账破 1500 万	15
图 26: 《花琉璃轶闻》腾讯视频站内热度破 24000	15
图 27: 《灵笼》VR 动画	15
图 28: 2018-2022 年中国在线漫画市场规模	16
图 29: 2018-2022 年中国在线漫画用户规模	16
图 30: 《混沌剑神》动态漫画	16
图 31: 《甜心教练》、《妖怪公寓》	16
图 32: 《招惹》样章	17
图 33: 《激活天赋后, 我主宰了灵气复苏》样章	17
图 34: 2017-2022 年中文在线海外业务收入	18
图 35: 2017-2022 年中文在线海外业务毛利率	18
图 36: Chapters 界面示意	18
图 37: My escape 界面示意	18
图 38: 《混沌剑神》获得 Piccoma 人气榜第 1 名	19
图 39: 互动式阅读游戏营业收入	20
图 40: 互动式阅读游戏占海外收入占比	20
图 41: 罗小黑 IP 形象	22
图 42: 《罗小黑战记》漫画与内页	22
图 43: 《罗小黑战记》电影及票房排行	22
图 44: 罗小黑周边淘宝旗舰店及产品	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司现任高管及介绍	4
表 2: 2020 年股票期权激励业绩考核要求	4

表 3: 2021 年限制性股票激励业绩考核要求.....	5
表 4: 中文在线旗下平台定位及突出作品	9
表 5: 17k 小说网作品点击榜前十大作品于七猫小说网表现	10
表 6: 中文在线海外产品类型及 ios 排行榜排名	19
表 7: 拟募集资金投入项目	21
表 8: 公司主要业务收入预测	24
表 9: 公司主要费用率预测	25
表 10: 可比公司 PE 数据对比	26
公司财务报表数据预测汇总.....	28

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026