

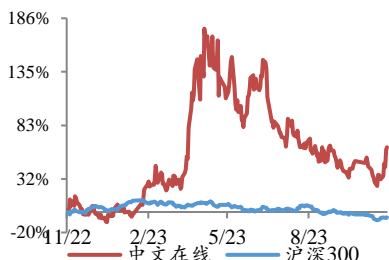
“互动影游”和“微短剧”带来重大产业机遇

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-06

收盘价（元）	15.59
近 12 个月最高/最低（元）	26.52/8.68
总股本（百万股）	730
流通股本（百万股）	660
流通股比例（%）	90.39
总市值（亿元）	114
流通市值（亿元）	103

公司价格与沪深 300 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.AIGC 催化公司成长，文学和出海业务提供基本面支撑 2023-03-27

主要观点：

● 23Q3 业绩解读：

23Q3 收入 3.69 亿元(yoy -13.26%)，归母净利润 0.39 亿元(yoy 163.03%)。收入下滑主要是由于 Crazy Maple Studio 出表，该工作室核心产品包括 Chapters；利润改善是由于公司费用持续优化。公司持续与各下游渠道方合作，包括微信读书/QQ 阅读/七猫阅读/喜马拉雅等。依托公司 IP 资源改编的重要短剧作品包括《招惹》、《月上东宫》和《仙君有劫》等。采用 AIGC 技术的动态漫《混沌剑神》获得了较多关注。公司中文逍遥大模型持续赋能文化产品生产环节。

● 行业的新变化：“互动影游”、“微短剧”和“小程序”带来产业机遇

1) 互动视频游戏成功出圈，进入用户视野：近期，视频互动类游戏《完蛋！我被美女包围了》上线后就进入 Steam 中国区下载榜第一名，获得了游戏玩家和游戏消费市场极大的关注度。

2) 微短剧商业模式跑通，处于快速增长阶段早期：同时，23 年下半年以来，微短剧快速发展，通过买量的形式不断触达新用户，处于快速成长的早期。微短剧“内容爽点”密集，带给用户快速的情绪满足，内容适合普罗大众，回报率验证周期短，制作成本低。

3) 腾讯微信小程序增长：微信不断加大小程序商业化力度，文化产品处于依托小程序快速触达用户的红利期。

● 公司面对行业新变化的成长逻辑：IP 和渠道作为抓手

我们判断“微短剧”和“互动视频游戏”赛道成长的早期，即使产品数量将快速增长，但早期产品仍然会有一定程度的同质化，所以产品的成功与否将很大程度依赖是否有“IP 加持”和“足够的渠道曝光”。所以，我们判断在当前产业机遇下，具有“IP 资源”和“分发渠道”优势的厂商将最先受益：

1) IP 侧：公司具有海量核心文学 IP 资源(在国内公司的网文 IP 储备中，阅文集团第一，中文在线第二)；公司社区中网络原创作者超过 450 万名，与全国 600 余家版权机构有合作，签约作者超过 2000 位。公司庞大的 IP 资源将成为“微短剧”和“互动视频游戏”内容创意的上游源泉。

2) 渠道侧：中文在线旗下的 ReelShort 微短剧平台自 22 年 8 月上线海外后，一直保持增长态势。公司于 23 年 6 月之后加大投放与运营力度，产品收入环比大幅提升，根据 Data AI 显示，23 年 9 月该款产品在 IOS 和 Google Play 渠道共获得 482.7 万美元月收入。公司海外产品 Chapters 采用互动式动漫游戏玩法，吸引了欧美较多女性玩家用户，该产品目前持续稳健运营为公司贡献海外地区收入。

● 投资建议

预计 23/24/25 年归母净利润，1.32/1.83/2.23 亿元（前值：23/24 年对应 1.6/2.07 亿元），yoy 136.4%/39.1%/21.9%。公司面对“微短剧”和“互动视频游戏”的重要产业机遇下，具有深厚的积累。维持“买入”评级。

● 风险提示

海外汇兑损益波动; IP 版权分成不确定性; 行业政策监管不确定性

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,180	1,639	2,135	2,472
收入同比 (%)	-0.8%	39.0%	30.3%	15.7%
归属母公司净利润	-362	132	183	223
净利润同比 (%)	-466.4%	136.4%	39.1%	21.9%
毛利率 (%)	49.89%	49.25%	51.18%	53.83%
ROE (%)	-31.4%	10.2%	12.5%	13.2%
每股收益 (元)	-0.49	0.18	0.25	0.31
P/E	N/A	86.47	62.17	51.00
P/B	6.33	8.85	7.75	6.73
EV/EBITDA	N/A	66.85	37.08	31.41

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1071	1445	1893	2357
现金	510	793	1150	1550
应收账款	106	120	129	137
其他应收款	13	18	23	27
预付账款	182	253	330	382
存货	1	1	1	1
其他流动资产	259	259	260	260
非流动资产	794	806	818	833
长期投资	158	176	195	216
固定资产	26	26	25	25
无形资产	286	280	275	269
其他非流动资产	324	324	323	322
资产总计	1865	2251	2712	3190
流动负债	622	875	1151	1405
短期借款	268	448	644	844
应付账款	106	147	192	222
其他流动负债	248	280	315	338
非流动负债	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31
负债合计	653	905	1182	1435
少数股东权益	59	60	62	63
股本	736	736	736	736
资本公积	2538	2538	2538	2538
留存收益	-2030	-1899	-1716	-1493
归属母公司股东权益	1154	1285	1468	1691
负债和股东权益	1865	2251	2712	3190

现金流量表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13	160	216	256
净利润	-359	133	184	225
折旧摊销	110	44	43	43
财务费用	12	-	-	-
投资损失	-17	-	-	-
营运资金变动	51	-8	-10	-9
其他经营现金流	216	-9	-2	-2
投资活动现金流	-38	-55	-54	-55
资本支出	146	55	54	55
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-184	-111	-108	-111
筹资活动现金流	105	178	196	199
短期借款	268	209	246	271
债券融资	-	-	-	-
股权融资	26	-	-	-
其他筹资现金流	-189	-31	-51	-72
汇率变动影响	12	-	-	-
现金净增加额	92	283	357	400

利润表(百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1180	1639	2135	2472
营业成本	591	832	1042	1141
营业税金及附加	2	3	7	8
销售费用	462	577	662	791
管理费用	173	136	148	159
财务费用	6	7	8	9
资产减值损失	-156.1	0.7	1.6	1.7
公允价值变动收益	-1	-0	-	-
投资净收益	17	111	105	98
营业利润	-360	114	242	288
营业外收入	3	51.4	12.6	-
营业外支出	2	1.3	1.6	2.0
利润总额	-360	165	253	286
所得税	-1	31	68	61
净利润	-359	133	184	225
少数股东损益	3	2	1	2
归属母公司净利润	-362	132	183	223
EBITDA	-244	165	294	340
EPS (元)	-0.49	0.18	0.25	0.31

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力(yoy,%)				
营业收入	-0.8%	39.0%	30.3%	15.7%
营业利润	-313.0%	-131.8%	111.3%	19.1%
归母净利润	-466.4%	136.4%	39.1%	21.9%
获利能力				
毛利率(%)	49.9%	49.3%	51.2%	53.8%
净利率(%)	-30.4%	8.1%	8.6%	9.1%
ROE(%)	-31.4%	10.2%	12.5%	13.2%
ROIC(%)	-16.5%	7.5%	9.9%	10.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	35%	40%	44%	45%
净负债比率(%)	54%	67%	77%	82%
流动比率	1.72	1.65	1.64	1.68
速动比率	1.37	1.32	1.32	1.38
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.73	0.79	0.77
应收账款周转率	11.2	13.6	16.5	18.0
应付账款周转率	5.6	5.6	5.4	5.1
每股指标(元)				
每股收益	-0.49	0.18	0.25	0.31
每股经营现金流	0.02	0.22	0.30	0.35
每股净资产	1.57	1.76	2.01	2.32
估值比率				
P/E	N/A	86.47	62.17	51.00
P/B	6.33	8.85	7.75	6.73
EV/EBITDA	N/A	66.85	37.08	31.41

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。