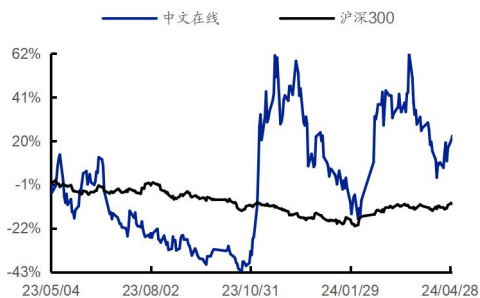


研究所:
 证券分析师: 姚蕾 S0350521080006
 yaol02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 方博云 S0350521120002
 fangby@ghzq.com.cn

短剧高速发展, 全面拥抱 AI

——中文在线(300364)公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
中文在线	-4.3%	44.3%	17.1%
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	25.81
52周价格区间(元)	11.95-35.98
总市值(百万)	18,839.74
流通市值(百万)	17,029.33
总股本(万股)	72,993.96
流通股本(万股)	65,979.56
日均成交额(百万)	2,497.11
近一月换手(%)	11.78

事件:

(1) 2024年4月21日, 中文在线公告2023年年报, 2023年营收14.1亿元(YOY+19.44%), 归母净利润0.89亿元(YOY+124.7%), 扣非归母净利润-0.38亿元(YOY+90.25%)。

(2) 2024年4月29日, 中文在线公告2023年度社会责任报告。

投资要点:

■ 2023年业绩回暖。

(1) 2023年公司营收14.1亿元(YOY+19.44%), 归母净利润0.89亿元(YOY+124.7%), 扣非归母净利润-0.38亿元(YOY+90.25%)。2023年非经常性损益1.3亿元(2022年0.31亿元), 主要为应收款项减值准备转回3250万元、诉讼赔偿等营业外收支3915万元等; 投资收益0.71亿元, 主要来自金融资产及股权投资。

(2) 2023年净利率6.4%(2022年-30.4%), 毛利率44.7%(2022年49.9%); 期间费用率48.05%(同比下滑17.6pct), 其中销售费用率34.2%, 同比下滑5.0pct, 费用控制较好。

■ 数字内容授权稳健, IP衍生业务快速发展。

(1) 数字内容授权: 2023年营收7.1亿元(YOY-12.2%), 毛利率44.53%。公司累积数字内容资源超560万种, 网络原创驻站作者450万+名。

(2) IP衍生开发: 2023年营收6.6亿元(YOY+94.4%), 毛利率44.2%(同比提升12.1pct)。①音频&短剧: 2021年布局中短剧市场, 拥有丰富短剧剧本积累、短剧爆款编剧团队、短剧投放运营团队等。在平台短剧方面, 出品《招惹》分账票房2000万元; 在小程序短剧方面, 国内孵化了短剧平台“野象剧场”, 推出多款爆款, 实现规模收益; 子公司鸿达以太拥有超48万小时音频资源。②动漫: 推出多部AI+动态漫作品; 收购寒木春华51%股权, 推进动漫产品化, 《罗小黑战记2》将在2024年底完成制作; 和PICO联合出品的《灵笼》VR动画番外篇上线播出。

■ 持续深化出海业务, ReelShort流水屡创新高。

(1) 海外公司CMS于2023年5月1日出表, 公司目前持有49.2%股份。2023年CMS收入6.86亿元(YOY+87.4%), 上下半年分别为

2.03/4.83 亿元)，净利润 24.4 万元（2022 年为 760 万元），海外短剧在初创期有较大成本投入。

(3) 据 Sensor Tower，2024Q1 海外短剧市场规模超 1 亿美元（2023 年全年为 5826 万美元），实现爆发式增长。CMS 旗下 ReelShort 为短剧出海龙头，2022/2023 年净流水 0.6/3578 万美元，2024Q1 为 3415 万美元，接近 2023 年全年水平。

■ **积极布局 AI，助力 IP 释放价值。**

(1) 拥有海量 IP，2023 年推出了 AI 大模型“中文逍遥”，实现小说辅助创作、续写以及基于角色设定的聊天机器人等功能；同时在 AI 生成漫画、动态漫方面实现了降本增效，且在积极探索 AI 在动画、短剧、短视频等多应用场景领域的赋能。

(2) 可用于 AI 大模型训练的数据集已超过 60TB，已跟多家模型公司签署数据内容合作合同，单家合同金额达到千万元级别。

■ **盈利预测和投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 17.13/20.22/23.04 亿元，归母净利润为 1.21/1.53/1.77 亿元，EPS 为 0.17/0.21/0.24 元，对应 PS 为 11.00/9.32/8.18X。公司拥有海量 IP，AI+短剧双轮驱动，盈利能力有望持续提升。基于此，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧，估值中枢下移，监管风险，其他娱乐形态竞争，短剧开发进程及表现不及预期，广告投放成本上升，资产减值风险，信用减值风险，资金不足，业绩不及预期，AI 技术演进不及预期等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1409	1713	2022	2304
增长率(%)	19	22	18	14
归母净利润（百万元）	89	121	153	177
增长率(%)	125	35	27	16
摊薄每股收益（元）	0.12	0.17	0.21	0.24
ROE(%)	7	9	10	10
P/E	210.04	156.17	123.25	106.40
P/B	15.08	13.70	12.33	11.05
P/S	13.33	11.00	9.32	8.18
EV/EBITDA	228.62	83.88	74.98	70.04

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中文在线盈利预测表

证券代码:	300364				股价:	25.81				投资评级:	买入				日期:	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	7%	9%	10%	10%	EPS	0.12	0.17	0.21	0.24										
毛利率	45%	45%	45%	46%	BVPS	1.71	1.88	2.09	2.34										
期间费率	42%	40%	39%	38%	估值														
销售净利率	6%	7%	8%	8%	P/E	210.04	156.17	123.25	106.40										
成长能力					P/B	15.08	13.70	12.33	11.05										
收入增长率	19%	22%	18%	14%	P/S	13.33	11.00	9.32	8.18										
利润增长率	125%	35%	27%	16%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.76	0.90	0.98	1.02	营业收入	1409	1713	2022	2304										
应收账款周转率	11.51	10.82	10.06	9.41	营业成本	779	941	1103	1252										
存货周转率	40.38	24.66	25.90	25.52	营业税金及附加	3	3	4	5										
偿债能力					销售费用	481	565	647	733										
资产负债率	31%	29%	28%	27%	管理费用	104	123	142	161										
流动比	1.41	1.68	1.95	2.20	财务费用	5	-2	-7	-11										
速动比	0.95	1.16	1.37	1.59	其他费用/(-收入)	86	108	130	149										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	50	122	162	190										
现金及现金等价物	341	421	525	658	营业外净收支	39	21	20	20										
应收款项	142	177	225	265	利润总额	88	143	182	210										
存货净额	37	39	46	52	所得税费用	-2	22	27	32										
其他流动资产	229	266	309	348	净利润	90	122	154	179										
流动资产合计	749	904	1104	1323	少数股东损益	1	1	2	2										
固定资产	20	19	17	17	归属于母公司净利润	89	121	153	177										
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	803	768	733	708	经营活动现金流	-10	63	52	55										
长期股权投资	265	285	305	325	净利润	89	121	153	177										
资产总计	1836	1975	2159	2373	少数股东损益	1	1	2	2										
短期借款	235	185	155	135	折旧摊销	89	81	72	63										
应付款项	96	116	136	154	公允价值变动	12	0	0	0										
预收帐款	1	0	0	0	营运资金变动	-106	8	-17	-16										
其他流动负债	198	237	277	313	投资活动现金流	-90	67	90	105										
流动负债合计	530	538	567	602	资本支出	-108	-22	-13	-16										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-60	-20	-20	-20										
其他长期负债	40	40	40	40	其他	77	110	123	141										
长期负债合计	40	40	40	40	筹资活动现金流	-63	-60	-38	-27										
负债合计	570	578	607	642	债务融资	-33	-50	-30	-20										
股本	730	730	730	730	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	1266	1397	1552	1730	其它	-30	-10	-8	-7										
负债和股东权益总计	1836	1975	2159	2373	现金净增加额	-163	71	104	133										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，方博云，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。