

2024 年 05 月 07 日

中文在线（300364.SZ）

内容及 IP 产业多元化发展，迎接产业 AI 时刻

投资要点

- ◆ **事件：** 2023 年公司实现营收 14.09 亿元，同比增长 19.44%；归母净利润 0.89 亿元，由亏转盈。不转增，不分红。2024Q1 公司实现营收 2.23 亿元，同比下降 22.81%；归母净利润-0.68 亿元，同比下降 83.94%，主要受子公司 Crazy Maple Studio 出表影响。
- ◆ **海量原创内容储备且兼备内容持续生产能力。**公司深耕数字文化内容行业，持续夯实数字内容基底，围绕全渠道网络内容生态需求，服务内容产业上下游，探索多元化内容经营方式。目前，公司平台阅读业务：以自有原创内容平台、知名作家、版权机构为正版数字内容的资源超 560 万种，网络原创驻站作者 450 余万名；与 600 余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位。在原创内容平台方面，公司以全品类平台+垂类平台的方式，形成多维度发展的内容平台矩阵，兼顾内容的综合性与独特性，构建内容生态。公司通过优质内容向 C 端用户直接收费，同时为头部阅读平台、音频平台、三大运营商以及手机厂商等销售渠道分销内容。
- ◆ **丰富内容储备及庞大受众群体成为 IP 及相关衍生品发展基础。**公司 IP 衍生业务以文学 IP 为核心，以“网文连载+IP 衍生同步开发”为创作模式，通过对网文进行音频、漫画、动态漫、动画、短剧、影视、游戏以及文创周边等衍生形态全模态开发。其中，音频方面，子公司鸿达以太拥有超 48 万小时的音频资源。动漫方面，公司与腾讯、哔哩哔哩、爱奇艺、快看漫画等平台开展合作，动画《修罗武神》2023 年 9 月在腾讯视频独播，实现动漫热搜榜及热播榜 top2 等，且多部作品已发行至海外。2023 年 6 月公司发布公告称拟收购寒木春华 51.04% 股权，寒木春华核心 IP《罗小黑战记》已实现从漫画、番剧、动画电影、衍生品几个阶段的跨越，具备成熟 IP 运营及开发经验。动画番剧《罗小黑战记》推出后广受好评，全网播放量超 10 亿次；2019 年上映《罗小黑战记》动画电影票房收入超 3 亿元，并入围法国昂西国际动画节的官方长片 Contrechamp 竞赛单元；目前，《罗小黑战记 2》动画电影已经在制作中，预计将在 2024 年底完成，系列化 IP 大电影将持续为 IP 价值放大增值。除传统动漫外，公司积极尝试开拓新的 IP 衍生形态，由公司和 PICO 联合出品、VeeR 制作的《灵笼》VR 动画番外篇于 2023 年 12 月上线播出。短剧、影视等衍生业务方面：公司 2021 年布局短剧，借助公司剧本积累、爆款编剧团队及投放运营团队等丰富短剧资源，小说改编剧《招惹》2023 年 3 月底在腾讯视频播出，以分账票房 2000 万元成为年度短剧 TOP1。
- ◆ **出海业务因地制宜，形成新增长点。**根据《2023 中国网络文学发展研究报告》显示，网文出海市场规模超过 40 亿元，海外访问用户约 2.3 亿，覆盖全球 200+ 国家及地区，其中美国用户最多。海外子公司 CMS 已于 2023 年 5 月 1 日出表，目前系公司参股公司，公司持有 CMS 49.16% 股份。CMS 面向 C 端用户推出以互动式视觉阅读平台 Chapters、动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss、真人短剧平台 ReelShort 等系列产品。公司已设立美国子公司 COL MEDIA、新加坡子公司 COL WEB、日本子公司 COL JAPAN，在全球范围内多点布局，结合所在国的强势产业

公司快报

传媒 | 出版III

增持-A(首次)

投资评级

股价(2024-05-06)

25.39 元

交易数据

总市值（百万元）	18,533.17
流通市值（百万元）	16,752.21
总股本（百万股）	729.94
流通股本（百万股）	659.80
12 个月价格区间	31.87/12.52

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.11	27.16	35.32
绝对收益	-4.58	37.62	26.38

分析师

倪爽

SAC 执业证书编号：S0910523020003  
nishuang@huajinsec.cn

相关报告

与海外本土市场特征，输出符合当地文化背景 IP。

- ◆ **AI 相关应用涵盖多种形式内容生成，将成为内容生产新趋势。**2024 年政府工作报告提到深化大数据、人工智能（AI）等研发应用，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。公司依托由小说和出版物所组成超过 60TB 的数据集，于 2023 年 10 月发布 AI 大模型“中文逍遥”1.0 版本，实现一键生成万字小说、一张图写一部小说、一次读懂 100 万字小说等。帮助作者大幅提升内容生产效率，将更多精力投入到内容创意和构思生成工作。自 2021 年以来，公司使用“AI 主播”进行内容生产，录制有声书时长超过 18 万小时，超过 2500 万字小说 IP 内容转化为外语版本并推向海外市场；AI 生成漫画及动态漫方面已取得阶段性成果，部分由 AI 辅助制作漫画已上线腾讯动漫、快看漫画、哔哩哔哩漫画等平台，有望成为今年重要的业绩增长点。
- ◆ **投资建议：**公司具备海量优质内容与 IP 的储备及制作能力，以内容为基础在音频、动漫、短剧等领域拓展其 IP 价值，并与 AI 等相关技术构建内容产业生态。我们预测公司 2024 至 2026 年归母净利润为 1.43/2.05/2.75 亿元；EPS 为 0.20/0.28/0.38 元；PE 为 129.9/90.6/67.3；首次覆盖，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**AIGC 相关技术发展不及预期、版权相关政策不确定性、宏观经济下行、商誉及资产减值的风险、海外业务的经营风险、市场竞争加剧相关风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,180	1,409	1,557	1,723	1,911
YoY(%)	-0.8	19.4	10.5	10.7	10.9
归母净利润(百万元)	-362	89	143	205	275
YoY(%)	-466.4	124.7	59.5	43.5	34.5
毛利率(%)	49.9	44.7	49.9	50.5	51.3
EPS(摊薄/元)	-0.50	0.12	0.20	0.28	0.38
ROE(%)	-29.6	7.1	10.2	12.8	14.6
P/E(倍)	-51.2	207.2	129.9	90.6	67.3
P/B(倍)	16.1	14.9	13.4	11.6	9.9
净利率(%)	-30.7	6.3	9.2	11.9	14.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-2026 年公司整体营收 1556.74/1723.20/1910.83 百万元，综合毛利率 49.86%/50.54%/51.25%。根据中国社科院《中国网络文学发展研究报告》显示，2023 年阅读市场规模达 404.3 亿，同比增长 3.8%，用户数量达 5.37 亿，同比增长 9%。公司数字内容授权业务作为公司传统主业，经过多年高速发展，目前业务增长稳定，我们预计 2024-2026 年该业务实现营收 755.30/800.62/848.66 百万元。

公司 IP 衍生业务以文学 IP 为核心，围绕其开发音频、漫画、动态漫、动画、短剧、影视、游戏以及文创周边等衍生形态，同时大量融合 AI 相关技术，是公司收入增长的核心来源，尤其动漫与海外业务。我们预计 2024-2026 年实现营收 763.19/877.67/1009.32 百万元。由于公司今年减少微短剧业务投入，持续增加 AI 动漫业务投入，使得毛利率快速提升，2023 年第 4 季度综合毛利率已升至 51.42%。其他产品+教育产品中，教育业务增速较高其业务占比逐步提升，受其毛利率较高影响，整体毛利率有所提升。

表 1：分产品预测表

营业收入（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
数字内容授权及其他相关产品	712.55	755.30	800.62	848.66
yoy	/	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	44.53%	46.00%	46.00%	46.00%
IP 衍生开发产品	663.65	763.19	877.67	1009.32
yoy	/	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	44.22%	53.00%	54.00%	55.00%
其他产品+教育产品	32.66	38.25	44.91	52.85
yoy	/	17.11%	17.41%	17.68%
毛利率	59.38%	63.58%	63.83%	64.07%
合计	1408.86	1556.74	1723.20	1910.83
yoy	/	10.50%	10.69%	10.89%
毛利率	44.69%	49.86%	50.54%	51.25%

资料来源：wind、华金证券研究所

## 二、可比公司估值

目前公司业务为数字内容版权分发销售和 IP 衍生开发实现版权的增值。结合公司产品特点、我们选取在细分行业、业务模式、产品类型等方面相似或相近的公司进行对比分析。掌阅科技（移动阅读分发平台）与视觉中国（为内容生态中的生产者与使用者提供全方位的版权交易和增值服务）以及奥飞娱乐（围绕 IP 授权到原创进行全产业链开发）。公司基于自身内容储备及持续创造力，发挥其在内容产业上的优势。围绕 IP 深耕其衍生品开发音频、短剧、动漫等作品同时与相关 AI 模型及应用结合，助力海外市场扩张。涉及到 IP 与版权业务相关的公司，估值普遍较高。公司海外与 AI 业务增长迅速，但由于新兴业务处在初期扩张阶段，扩张用户规模为主要衡量指标，因此未到利润释放期，导致公司估值较高。后续随着相关业务逐步成熟，我们预计利润增长可消化估值。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	公司简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
000681.SZ	视觉中国	13.74	96	0.21	0.24	0.28	70.7	57.7	49.9
603533.SH	掌阅科技	24.38	107	0.08	0.26	0.33	250.4	90.1	69.2
002967.SZ	奥飞娱乐	6.83	105	0.06	0.15	0.21	138.2	48.3	33.3
平均				0.12	0.22	0.27	153.1	65.3	50.8
688283.SH	中文在线	25.39	185	0.12	0.20	0.28	207.2	129.9	90.6

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截止日期 2024 年 5 月 6 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1071	749	919	1050	1312
现金	510	341	518	563	821
应收票据及应收账款	106	142	131	171	164
预付账款	182	176	220	218	268
存货	1	37	2	41	5
其他流动资产	271	53	48	57	53
<b>非流动资产</b>	794	1087	1113	1172	1252
长期投资	158	265	422	579	736
固定资产	26	20	21	21	20
无形资产	286	337	218	103	2
其他非流动资产	324	466	453	469	495
<b>资产总计</b>	1865	1836	2032	2221	2564
<b>流动负债</b>	622	530	582	565	630
短期借款	268	235	235	235	235
应付票据及应付账款	106	96	106	115	127
其他流动负债	248	199	241	215	268
<b>非流动负债</b>	31	40	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	40	40	40	40
<b>负债合计</b>	653	570	622	605	670
少数股东权益	59	21	22	24	27
股本	736	730	730	730	730
资本公积	2538	2484	2484	2484	2484
留存收益	-1999	-1910	-1766	-1559	-1282
归属母公司股东权益	1154	1245	1388	1592	1868
<b>负债和股东权益</b>	1865	1836	2032	2221	2564

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	13	-10	260	135	366
净利润	-359	90	144	207	277
折旧摊销	97	80	92	71	62
财务费用	6	5	7	10	14
投资损失	-17	-71	-50	-50	-50
营运资金变动	51	-105	67	-103	62
其他经营现金流	235	-10	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-38	-90	-68	-79	-93
<b>筹资活动现金流</b>	105	-63	-15	-10	-14
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.50	0.12	0.20	0.28	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	-0.01	0.36	0.18	0.50
每股净资产(最新摊薄)	1.58	1.71	1.90	2.18	2.56

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1180	1409	1557	1723	1911
营业成本	591	779	780	852	931
营业税金及附加	2	3	4	4	4
营业费用	462	481	483	500	516
管理费用	173	104	106	112	122
研发费用	133	86	87	95	103
财务费用	6	5	7	10	14
资产减值损失	-200	29	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-12	0	0	0
投资净收益	17	71	50	50	50
<b>营业利润</b>	-360	50	140	201	269
营业外收入	3	40	14	16	18
营业外支出	2	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	-360	88	152	215	286
所得税	-1	-2	8	8	8
<b>税后利润</b>	-359	90	144	207	277
少数股东损益	3	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	-362	89	143	205	275
<b>EBITDA</b>	-262	172	245	283	341

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.8	19.4	10.5	10.7	10.9
营业利润(%)	-313.0	113.8	182.6	43.2	34.4
归属于母公司净利润(%)	-466.4	124.7	59.5	43.5	34.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.9	44.7	49.9	50.5	51.3
净利率(%)	-30.7	6.3	9.2	11.9	14.4
ROE(%)	-29.6	7.1	10.2	12.8	14.6
ROIC(%)	-24.7	6.2	8.8	11.0	12.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.0	31.0	30.6	27.2	26.1
流动比率	1.7	1.4	1.6	1.9	2.1
速动比率	1.2	0.9	1.1	1.3	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	10.9	11.4	11.4	11.4	11.4
应付账款周转率	5.9	7.7	7.7	7.7	7.7
<b>估值比率</b>					
P/E	-51.2	207.2	129.9	90.6	67.3
P/B	16.1	14.9	13.4	11.6	9.9
EV/EBITDA	-69.9	107.3	74.7	64.4	52.8

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)