

中文在线 (300364)

深耕内容核心业务，全面加速 AI 布局

◆ 国内领先数字文化内容产业集团，抢占 AIGC 赛道布局。公司成立于 2000 年，以自有原创平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源，积累数字内容资源超 560 万种，网络原创驻站作者超过 450 万名。积极布局国际化，陆续推出互动式视觉阅读平台 Chapters 等多类型产品，在海外市场细分领域居于行业领先地位。正在积极布局 MWA (Metaverse、Web3.0、AI) 技术变革下的全新内容生态。

◆ 业绩迎来复苏，费用优化提振公司盈利能力。

1) 业绩方面：2023 年公司实现营收 14.09 亿元，同比+19.44%；归母净利润 0.89 亿元，同比+124.71%。分季度看，Q1-Q4 分别实现营收 2.88/3.63/3.69/3.89 亿元，分别同比+24.79%/+43.45%/-13.26%/+43.81%，归母净利润分别为-3722/16/3949/8700 万元，分别同比-130.32%/+100.37%/+163.07%/+136.42%，海外公司 CMS 出表导致 Q3 营收下滑但归母净利润提升明显，Q4 经营业绩明显改善。分产品看，2023 年数字内容授权及其他相关产品实现营收 7.13 亿元/同比-12.19%，占总营收 50.58%；IP 衍生开发产品实现营收 6.64 亿元/同比+94.41%，占总营收 47.11%，2024 年有望继续维持高增速，贡献更多业绩新增量；教育产品实现营收 0.26 亿元/同比+39.05%；其他产品实现营收 0.06 亿元/同比-18.78%。

2) 盈利能力方面：①毛利率方面，23 年公司整体毛利率 44.69%/同比-5.20pct，主要系海外公司 CMS2023 年 5 月出表且毛利率较低的短剧业务（渠道成本和推广费用占营业收入的 80%-90%）收入占比大幅提升所致；②费率方面，整体费用率为 48.04%/同比-17.58pct，其中销售费用率为 34.15%/同比-5.05pct，销售费用率变动可能系公司业绩增长所致；管理费用率为 7.4%/同比-7.24pct，主要系本年度合并范围变更带来管理费用中职工薪酬减少所致；研发费用率为 6.12%/同比-5.17pct，系公司合并范围变更带来研发费用职工薪酬减少所致；财务费用率为 0.37%/同比-

投资评级

买入

首次评级

2024年05月07日

收盘价(元):

25.14

公司基本数据

总股本(百万股)	729.94
总市值(百万)	18,350.68
流通股本(百万股)	659.80
流通市值(百万)	16,587.26
12月最高/最低价(元)	35.98/11.95
资产负债率(%)	32.47
每股净资产(元)	1.62
市盈率(TTM)	315.33
市净率(PB)	15.56
净资产收益率(%)	-5.80

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC 执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

0.12pct, 保持稳定; ③净利率方面, 公司净利率为 6.39%/同比+36.81pct。

- 3) 24Q1 营收同比减少, 盈利能力有所下降。24Q1 实现营收 2.23 亿元/同比-22.81%, 归母净利润同比-83.94%至-0.68 亿元, 整体费用率 55.44%, 同比-12.41pct, 主要系原控股子公司 Crazy Maple Studio 不再纳入合并报表范围, 文化业务收入、相关费用减少所致。毛利率同比-25.61pct 至 23.18%, 环比-28.24pct, 净利率同比-17.62pct 至-30.28%, 环比-52.73pct, 主要系本期经营亏损所致, 在费用率管控良好的基础上, 后续有待改善经营业绩。

◆ **手握优质 IP 资源, 海内外持续深化布局短剧业务。**目前大部分短剧由网文 IP 进行改编, 公司拥有大量优质网文 IP 资源, 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 560 万种, 有望持续提供剧本创意并改编成短剧及时变现。①国内方面, 公司成功孵化短剧平台“野象剧场”, 小程序微短剧深受用户喜爱。依托公司 IP 资源改编的重要短剧作品《招惹》以分账票房 2000 万元成为 2023 年度荣登短剧 TOP1, 《掌中独宠》《一吻存档》等数十部精品短剧制作完成并在各大平台播出。②海外方面, 参股公司 CMS 推出的 ReelShort 的多部短剧如《Fated To My Forbidden Alpha》和《Never Divorce a Secret Billionaire Heiress》上线后成为爆款, 直接带动 ReelShort 的下载量和流水。据 Sensor Tower, 截至 2024 年 2 月底, 已有多达 40 多款短剧应用试水海外市场, 累计下载量近 5500 万次, 内购收入达到 1.7 亿美元, 其中 ReelShort 贡献了短剧出海赛道 52% 的下载量和 48% 的收入。我们认为, 国内外微短剧行业呈现爆发式增长, 同质化产品终将被市场淘汰, 精品化趋势愈加明显, “IP+渠道”才是制胜短剧未来市场的关键。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, 签约知名作家、畅销书作者超过 2000 位, 且网文 IP 储备仅次于阅文集团, 叠加“野象剧场+优爱腾抖快”的全面分发渠道加持以及短剧全链路的内容编辑、审核、评测及制作能力, 有望率先占领国内市场, 并依靠 Reelshort 的先发优势在北美率先立住脚跟, 未来或将成熟业务模式拓展至世界其他地区。

◆ **创作大模型发布, AI 多模态布局加速。**①目前公司自研的“中文逍遥”数字内容智能生成模型, 可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，已经应用到短剧剧本创作，凭借超过 60TB 的训练数据集，AI 模型发展有望更进一步。②公司基于各类 IP 衍生品制作技术的基础以及海量数字内容的优势，在有声书、漫画、动漫、视频等多模态领域持续进行技术布局 and 商业化落地。

“AI 主播”录制的有声书时长已超过 18 万小时；通过 AI 技术，提高翻译效率，已成功将超过 2500 万字的小说 IP 内容转化为外语版本，并成功推向海外市场；AI 辅助创作《我主宰了灵气复苏》《我的徒弟居然是女帝》《我真不想当圣仙》《全民转职：我的技能全是禁咒》等漫画作品，已上线各大平台。我们认为，在积累海量优质正版资源、内容 IP 的基础上，结合文学领域的语料数据，凭借大模型和 AI 技术将有助于推动更多产品落地，未来在 AI 多模态的加持下，IP 开发制作难度大幅下降，制作周期大幅缩短，有望大幅提升公司 IP 的商业化变现速度。

- ◆ **投资建议：**公司核心业务稳步推进，AI 布局和 IP 战略逐步落地，创作大模型发布叠加与华为云战略协同合作，看好公司在 AIGC 领域的前瞻性和执行力，有望为公司带来估值和业绩提升。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.16/1.31/1.53 亿元，EPS 分别为 0.16/0.18/0.21 元，对应目前 PE 分别为 147/129/111 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、AIGC 技术发展不及预期、知识产权保护风险、海外业务拓展风险、行业竞争加剧的风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1179.55	1408.86	1654.37	1903.41	2144.16
增长率 (%)	-0.78%	19.44%	17.43%	15.05%	12.65%
归属母公司股东净利润	-362.02	89.44	115.53	131.21	153.13
增长率 (%)	-466.45%	124.71%	29.17%	13.58%	16.70%
每股收益 EPS(元)	-0.50	0.12	0.16	0.18	0.21
PE	-46.90	189.84	146.96	129.39	110.87

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,179.55	1,408.86	1,654.37	1,903.41	2,144.16
yoy	-0.78%	19.44%	17.43%	15.05%	12.65%
毛利率	49.89%	44.69%	49.26%	49.82%	50.40%
1、数字内容授权及其他相关产品					
收入	0.00	712.55	819.43	942.34	1,083.70
yoy	-	-	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	0.00%	44.53%	48.00%	49.00%	50.00%
2、IP 衍生开发产品					
收入	0.00	663.65	796.37	915.83	1,007.41
yoy	-	-	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	0.00%	44.22%	50.00%	50.00%	50.00%
3、教育收入					
收入	18.96	26.36	31.63	37.96	45.55
yoy	-53.29%	39.05%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	68.12%	59.25%	62.00%	65.00%	68.00%
4、其他业务					
收入	7.76	6.30	6.93	7.28	7.50
yoy	-27.13%	-18.78%	10.00%	5.00%	3.00%
毛利率	55.24%	51.20%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1585.51	2423.93	2779.19	3648.87	4313.44	4733.21	营业收入	28105.72	40526.89	40077.91	36488.68	43134.41	47332.07
应收票据及账款	7508.99	9608.65	7012.91	8261.58	9766.27	10716.68	营业成本	25599.73	37922.41	37537.70	34726.53	40369.96	44109.50
预付账款	284.42	106.31	103.93	186.53	220.50	241.96	税金及附加	21.30	14.12	23.32	20.53	24.27	26.63
其他应收款	368.58	393.69	263.60	357.66	422.80	463.94	销售费用	804.35	755.16	868.01	729.77	992.09	1135.97
存货	0.00	0.00	1.25	0.38	0.45	0.49	管理费用	857.92	955.66	825.91	729.77	905.82	1041.31
其他流动资产	95.92	618.43	1384.90	1442.52	1470.28	1487.81	研发费用	31.99	46.82	65.42	47.44	64.70	71.00
流动资产总计	9843.42	13151.01	11545.78	13897.54	16193.74	17644.09	财务费用	140.40	158.30	97.16	111.02	165.18	163.90
长期股权投资	889.51	766.85	1506.10	1554.42	1602.75	1651.07	资产减值损失	-26.04	-1.47	0.01	-1650.00	4.00	4.00
固定资产	332.04	401.97	110.57	93.25	75.93	58.60	信用减值损失	-126.04	-114.23	-154.36	-100.00	-100.00	-100.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1418.21	1291.89	666.63	555.53	444.42	333.32	投资收益	81.01	340.83	269.66	-71.68	98.32	98.32
长期待摊费用	59.42	43.37	25.53	12.77	0.00	0.00	公允价值变动损益	314.09	-114.70	-247.78	-300.00	100.00	100.00
其他非流动资产	6508.73	5863.87	4079.29	4080.62	4080.62	4080.62	资产处置收益	0.29	-16.11	-2.64	-6.15	1.00	1.00
非流动资产合计	9207.92	8367.96	6388.13	6296.59	6203.72	6123.62	其他收益	49.08	77.20	122.81	83.03	83.03	83.03
资产总计	19051.34	21518.97	17933.91	20194.13	22397.46	23767.71	营业利润	942.44	845.94	648.11	-1921.17	798.74	970.12
短期借款	1446.66	1695.66	1597.46	3973.35	4242.23	4027.54	营业外收入	37.96	75.76	10.95	41.55	41.55	41.55
应付票据及账款	6065.28	8127.55	5585.01	6945.68	8074.42	8822.37	营业外支出	35.00	35.61	4.84	25.15	25.15	25.15
其他流动负债	1490.04	1681.49	1048.98	1492.15	1747.51	1913.20	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9001.98	11504.69	8231.44	12411.17	14064.16	14763.11	利润总额	945.40	886.09	654.22	-1904.77	815.14	986.53
长期借款	635.13	608.82	30.08	15.35	2.36	-8.10	所得税	222.09	143.22	136.13	0.00	164.29	198.83
其他非流动负债	587.25	421.07	269.24	269.24	269.24	269.24	净利润	723.31	742.86	518.09	-1904.77	650.86	787.70
非流动负债合计	1222.39	1029.89	299.32	284.59	271.60	261.14	少数股东损益	12.86	18.63	-3.72	-22.65	7.74	9.37
负债合计	10224.37	12534.58	8530.76	12695.76	14335.77	15024.26	归属母公司股东净利	710.45	724.24	521.81	-1882.12	643.12	778.33
股本	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	EBITDA	1313.76	1215.93	894.81	-1652.56	1121.52	1278.85
资本公积	3697.10	3456.89	3500.25	3500.25	3500.25	3500.25	NOPLAT	587.92	966.24	839.34	-1526.38	689.01	824.82
留存收益	2505.87	3030.48	3411.62	1529.50	2085.08	2757.47	EPS(元)	0.29	0.29	0.21	-0.76	0.26	0.31
归属母公司权益	8694.01	8978.41	9402.91	7520.79	8076.37	8748.76							
少数股东权益	132.96	5.97	0.23	-22.42	-14.68	-5.31							
股东权益合计	8826.97	8984.39	9403.14	7498.37	8061.69	8743.45							
负债和股东权益合计	19051.34	21518.97	17933.91	20194.13	22397.46	23767.71							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	723.31	742.86	518.09	-1626.38	412.31	549.15
折旧与摊销	227.96	171.54	143.44	141.20	141.20	128.43
财务费用	140.40	158.30	97.16	111.02	165.18	163.90
投资损失	-81.01	-340.83	-269.66	71.68	-98.32	-98.32
营运资金变动	-183.12	313.22	-242.81	321.76	-247.52	-116.95
其他经营现金流	-128.18	189.08	384.72	26.43	197.76	197.76
经营性现金净流量	699.36	1234.17	630.94	-954.30	570.61	823.96
资本支出	13.66	233.96	184.73	0.00	-0.00	0.00
长期投资	138.29	409.06	-938.58	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	31.24	179.35	1282.72	-426.15	90.79	90.79
投资性现金净流量	155.87	354.45	159.41	-426.15	90.79	90.79
短期借款	593.32	249.00	-98.20	2375.89	268.89	-214.69
长期借款	-1079.68	-26.31	-578.74	-14.73	-12.99	-10.46
普通股增加	308.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1061.30	-240.21	43.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1663.23	-693.70	26.95	-111.02	-252.72	-269.84
筹资性现金净流量	-779.37	-711.22	-606.63	2250.14	3.18	-494.98
现金流量净额	101.17	767.09	135.13	869.68	664.57	419.77

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	21.65%	44.19%	-1.11%	-8.96%	18.21%	9.73%
营业利润增长率	91.34%	-10.24%	-23.39%	-396.43%	141.58%	21.46%
EBITDA增长率	44.15%	-3.81%	-28.06%	-338.73%	154.65%	17.35%
EBITDA增长率	40.75%	-7.45%	-26.41%	-284.68%	167.87%	14.03%
归母净利润增长率	82.66%	1.94%	-27.95%	-490.69%	134.17%	21.02%
经营现金流增长率	-63.05%	76.47%	-48.88%	-251.25%	159.79%	44.40%
盈利能力						
毛利率	8.92%	6.43%	6.34%	4.83%	6.41%	6.81%
净利率	2.57%	1.83%	1.29%	-5.22%	1.51%	1.66%
营业利润率	3.35%	2.09%	1.62%	-5.27%	1.85%	2.05%
ROE	8.17%	8.07%	5.55%	-25.03%	7.96%	8.90%
ROA	3.73%	3.37%	2.91%	-9.32%	2.87%	3.27%
ROIC	7.38%	10.00%	8.18%	-16.94%	7.28%	8.02%
估值倍数						
P/E	30.50	29.92	41.53	-11.51	33.70	27.84
P/S	0.77	0.53	0.54	0.59	0.50	0.46
P/B	2.49	2.41	2.30	2.88	2.68	2.48
股息率	0.00%	0.69%	0.48%	0.00%	0.40%	0.49%
EV/EBIT	13.85	15.54	35.05	-13.17	24.36	20.57
EV/EBITDA	11.45	13.34	29.43	-14.29	21.29	18.51
EV/NOPLAT	25.58	16.79	31.38	-15.47	34.66	28.69

数据来源: 同花顺iFind, 中航证券有限公司

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637