

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：23.27 元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

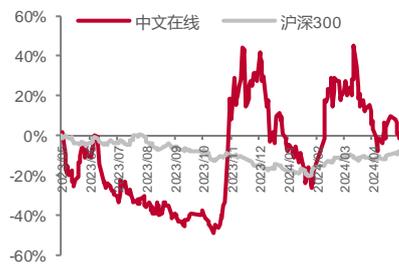
电话：021-20315097

Email: kangyw@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	730
流通股本(百万股)	660
市价(元)	23.27
市值(百万元)	16,986
流通市值(百万元)	15,353

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,180	1,409	1,465	1,627	1,815
增长率 yoy%	-1%	19%	4%	11%	12%
净利润(百万元)	-362	89	132	178	240
增长率 yoy%	-466%	125%	48%	34%	35%
每股收益(元)	-0.50	0.12	0.18	0.24	0.33
每股现金流量	0.02	-0.01	0.25	0.21	0.33
净资产收益率	-30%	7%	10%	13%	16%
P/E	-46.92	189.92	128.27	95.62	70.68
P/B	14.73	13.64	13.51	13.25	12.38

备注：股价取自 2024 年 05 月 10 日收盘

报告摘要

- 公司概要：数字文化内容开创者代表，多元挖掘 IP 价值。**中文在线随着以 AI 为前沿的科技飞速发展和全球化的深入，以“夯实内容、决胜 IP、国际优先、AI 赋能”为发展方向，不断推动文化与科技的深度融合，涉及数字内容生产、版权分发销售、IP 衍生与知识产权保护等领域，全面布局数字文化内容行业。公司通过业务调整，聚焦文化行业的发展，实现业务减负，经营明显好转，2023 年公司营收达 14.1 亿元，同比增长 19.4%。
- 行业分析：数字阅读稳增，AI 赋能 IP 价值挖掘，海外泛娱乐空间广阔。**
 - 数字阅读规模稳步增长，用户付费习惯成熟，商业生态良好。另外，AI 赋能 IP 全生态开发，助力释放商业价值，IP 改编价值凸显。在海外业务领域，海外泛娱乐需求较强，短剧市场空间广阔，即时付费快速形成短剧商业闭环。
- 经营分析：数字内容生态运转良好，拥抱 AI，多元运营 IP 释放价值。**
 - 内容优势明显，数字内容生态运转良好。**公司内容储备丰富，形成多维内容平台矩阵。此外，公司持续深化与头部平台的合作，拓宽数字内容合作渠道，增强销售能力，并重视创作者培育及权益维护，内容后备力量雄厚。
 - 积极拥抱 AI 技术，赋能 IP 运营释放价值。**公司基于数字资源优势，在 AI 大模型、AI 多模态（涵盖文本、音频、图像等形式）方面已积极开展技术建设并进行了商业化落地，有助于巩固强化公司现有内容及 IP 运营优势。公司 IP 版权衍生业务以文学 IP 为核心，着力打造“网文连载+IP 衍生同步开发”的创作模式，已拥有较成熟的 IP 全模态开发运营模式，在 AI 技术加持下，有望更有效地延长 IP 生命周期，拓宽 IP 变现途径。
 - 持续拓展海外内容领域，搭建多元产品矩阵。**海外参股公司 CMS 收入稳定，持续聚焦海外用户新阅读的需求变化，陆续推出互动式视觉阅读平台 Chapters、浪漫小说平台 Kiss、真人微短剧 ReelShort 多类型产品，形成多元化、可视化、交互式产品矩阵，可多元满足用户需求，加速提升公司在海外市场渗透率。其中，ReelShort 充分利用 IP+ 本地化运营优势，自主承担短剧生产全流程运营，表现出色。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们预计中文在线 2024-2026 年收入分别为 14.65/16.27/18.15 亿元，分别同比增长 3.98%/11.10%/11.54%。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.32/1.78/2.40 亿元，分别同比增长 48.06%/34.16%/35.28%，对应 PE 估值分别为 128.3x/95.6x/70.7x。我们选择同样从事 IP 开发授权的公司作为可比对象，包括掌阅科技、奥飞娱乐、上海电影。掌阅科技在数字阅读领域积累丰富 IP 资源，持续拓展以 IP 为核心的视频内容生产、制作与运营；奥飞娱乐致力于打造集动画、电影、授

权等业务为一体的“IP+全产业链”运营平台；上海电影切入大 IP 开发业务，在经典 IP 内容焕新、游戏联动及授权等领域积极拓展，上述公司均与中文在线 IP 开发授权业务有较好可比性。参考同业可比公司，考虑到公司数字内容优势明显，积极拥抱 AI，且 IP 运营模式成熟，海外业务布局领先，有望打开业绩成长空间，故给予其一定估值溢价具备合理性，建议持续关注，首次覆盖，给予增持评级。

- **风险提示：**文化监管端的政策风险；AI 技术发展不及预期；行业竞争加剧风险；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

内容目录

公司概览：数字文化内容开创者代表，多元挖掘 IP 价值.....	5
扎根数字内容，多元开发 IP 价值.....	5
聚焦文化行业，盈利能力有望改善向上.....	6
行业分析：数字阅读稳增，AI 赋能 IP 价值挖掘，海外泛娱乐空间广阔.....	8
数字阅读规模稳步增长，商业生态良好.....	8
AI 赋能 IP 全生态开发，挖掘改编价值.....	8
海外泛娱乐市场空间广阔，即时付费快速形成短剧商业闭环.....	10
经营分析：数字内容生态运转良好，拥抱 AI，多元运营 IP 释放价值.....	11
内容优势明显，数字内容生态运转良好.....	11
积极拥抱 AI 技术，赋能 IP 运营释放价值.....	12
持续拓展海外内容领域，搭建多元产品矩阵.....	16
盈利预测与估值.....	21
盈利预测.....	21
风险提示.....	23
文化监管端的政策风险.....	23
AI 技术发展不及预期.....	23
行业竞争加剧风险.....	23
研报使用的信息数据更新不及时的风险.....	23

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权架构（截至 2024Q1）.....	6
图表 3：2019-2023 年公司营收及增速（亿元）.....	6
图表 4：2019-2023 年公司营收按行业拆分（百万元）.....	6
图表 5：2019-2023 年公司毛利率（%）.....	7
图表 6：2019-2023 年公司毛利构成（百万元）.....	7
图表 7：2019-2023 年公司费用率情况（%）.....	7
图表 8：2019-2023 年公司归母净利率情况（%）.....	7
图表 9：2019-2023 年公司经营现金流量净额及增速（百万元）.....	7
图表 10：2019-2023 年公司商誉占净资产比重（%）.....	7
图表 11：2018-2022 年全国数字阅读用户规模及增速（亿）.....	8
图表 12：2018-2022 年全国数字阅读营收规模及增速（亿元）.....	8
图表 13：2020-2021 年数字阅读用户付费比例情况（%）.....	8
图表 14：2021 年数字阅读用户付费方式偏好占比情况（%）.....	8
图表 15：AI 对 IP 加成示意图.....	9

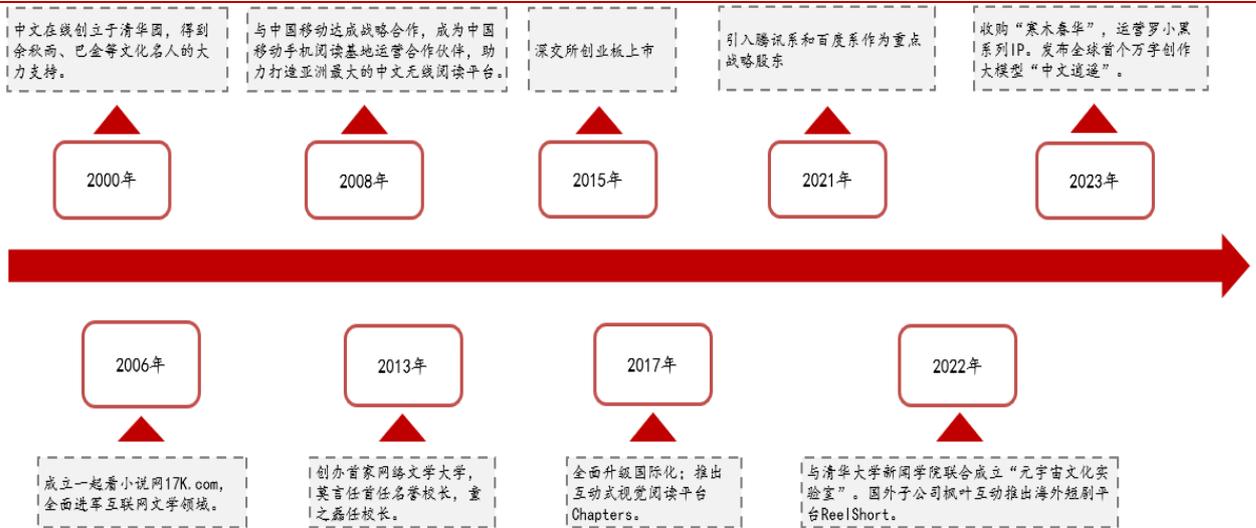
图表 16: 2022-2024E 网络文学 IP 改编价值及增速 (亿元)	- 9 -
图表 17: 2019-2023 年海外网文漫画应用规模及增速 (亿美元)	- 10 -
图表 18: 2023 年 3 月-2024 年 2 月海外短剧应用内购收入趋势 (万美元)	- 10 -
图表 19: 海外短剧平台变现方式梳理	- 10 -
图表 20: 公司旗下内容平台	- 11 -
图表 21: 公司主要合作平台	- 11 -
图表 22: 公司网大公开课课程体系	- 12 -
图表 23: 公司知识产权一站式服务平台权哨	- 12 -
图表 24: 中文逍遥大模型功能现场演示	- 13 -
图表 25: AI 生成漫画《激活天赋后, 我主宰了灵气复苏》样章	- 14 -
图表 26: 公司 IP 开发运营模式示意图	- 14 -
图表 27: 子公司鸿达以太旗下有声版权	- 15 -
图表 28: 动画番剧《修罗武神》	- 15 -
图表 29: 动态漫《混沌剑神》	- 15 -
图表 30: 改编短剧《招惹》	- 16 -
图表 31: 联合出品网剧《他跨越山海而来》	- 16 -
图表 32: 海外参股公司 CMS 财务数据 (万元)	- 17 -
图表 33: 海外产品矩阵	- 17 -
图表 34: 互动式视觉阅读平台 Chapters	- 18 -
图表 35: 海外短剧平台 ReelShort	- 18 -
图表 36: 2023 年 12 月-2024 年 2 月 ReelShort 与 Netflix 用户画像对比	- 18 -
图表 37: ReelShort 短剧生产模式	- 19 -
图表 38: 2023 年 3 月-2024 年 2 月 ReelShort 全球累计下载量 (万次)	- 19 -
图表 39: 2024 年 2 月 ReelShort 下载量占比按地区划分 (%)	- 19 -
图表 40: 2023 年 3 月-2024 年 2 月 ReelShort 全球累计内购收入 (万美元)	- 20 -
图表 41: 2024 年 2 月 ReelShort 内购收入占比按地区划分 (%)	- 20 -
图表 42: 2023 年 11 月-2024 年 5 月 ReelShort 美国 iOS 端免费榜排名趋势	- 20 -
图表 43: 公司分业务收入及毛利率预测 (百万元)	- 22 -
图表 44: 可比公司估值	- 23 -

公司概况：数字文化内容开创者代表，多元挖掘 IP 价值

扎根数字内容，多元开发 IP 价值

- **扎根数字内容，IP 内容多元衍生。**中文在线随着以 AI 为前沿的科技飞速发展和全球化的不断深入，以“夯实内容、决胜 IP、国际优先、AI 赋能”为发展方向，不断推动文化与科技的深度融合，涉及数字内容生产、版权分发销售、IP 衍生与知识产权保护等领域，全面布局数字文化内容行业。
- **2000 年，中文在线在清华园创立，随后进军原创互联网文学领域进行深耕。**2015 年，中文在线在深交所创业板上市。此后，公司开始聚焦 IP 内容价值挖掘与开发，拓展海外市场，陆续推出 Chapters、Reelshort 等产品，并积极探索 IP 同 AI 等新兴技术结合，打造多元 IP 产品矩阵。

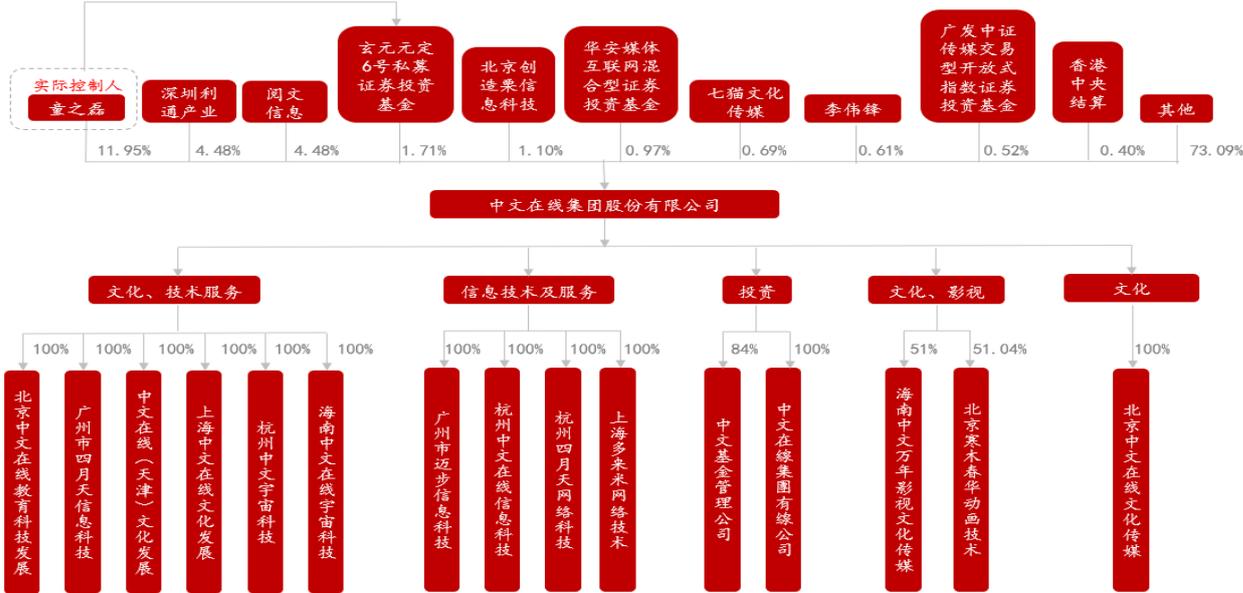
图表 1：公司发展历程



来源：中文在线，公司官网，公司公告，公司招股说明书，CGTN，中泰证券研究所

- **创始人经验丰富，股东资源优势明显。**截至 2024Q1，中文在线创始人、董事长兼总经理童之磊本人及其持有的私募基金共计持有公司 13.7% 的股份，是公司实控人；腾讯系阅文及其关联公司为第二大股东，股东资源丰富。创始人童之磊先生为中国数字阅读行业领军人物，深耕数字阅读行业 20 余年，具有丰富的行业经验和创新精神。

图表 2: 公司股权架构 (截至 2024Q1)

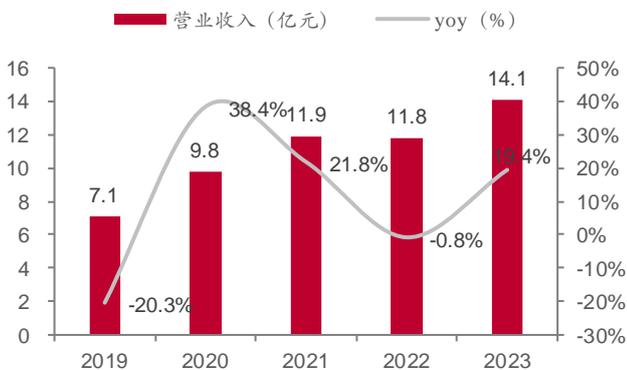


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 股权结构中, 子公司数据截至 2023 年)

聚焦文化行业, 盈利能力有望改善向上

- 业务调整导致收入波动, 积极转型经营改善明显。2019-2022 年, 公司收入有所波动。其中, 2019 年收入减少主要因子公司晨之科游戏业务在版号停发后, 经营表现远低于预期。2022 年收入下降, 主要原因为教育部启动国家智慧教育平台免费资源上线, 导致公司教育平台项目不再具备商业化条件。受政策影响, 公司逐步缩减对教育产业的投入, 聚焦文化行业的发展, 为公司贡献主要收入。公司通过业务调整实现业务减负, 经营明显好转, 2023 年公司营收达 14.1 亿元, 同比增长 19.4%。

图表 3: 2019-2023 年公司营收及增速 (亿元)



来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2019-2023 年公司营收按行业拆分 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 利润端有所承压, 盈利能力有望改善向上。公司毛利及归母净利率同样受晨之科游戏业务资产减值及教育平台影响, 2019 年及 2022 年承压明显。但是, 伴随公司业务调整, 并在费用端合理控制费用支出 (2019-2020

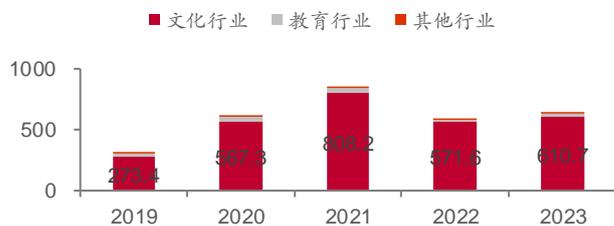
年销售费用率较高主要由于公司拓展海外业务,对交互式视觉阅读业务营销推广费用大幅增加所致),利润端表现已有所改善,盈利能力有望向上。

图表 5: 2019-2023 年公司毛利率 (%)



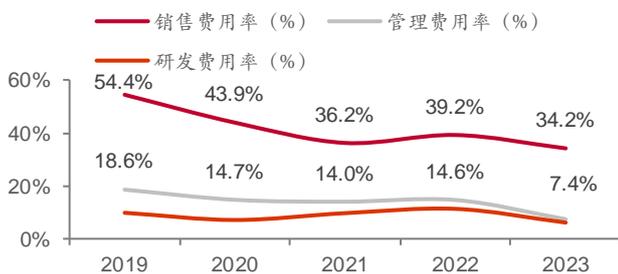
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2019-2023 年公司毛利构成 (百万元)



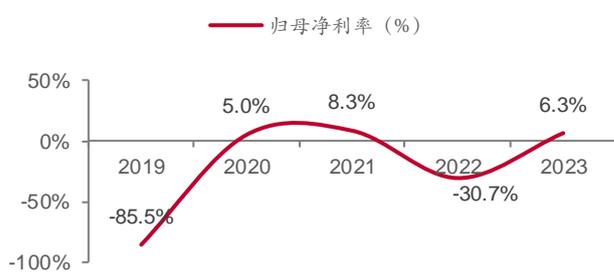
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2019-2023 年公司费用率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

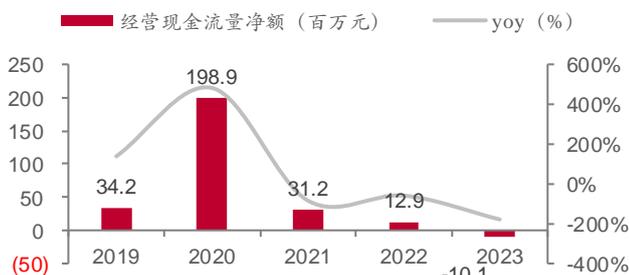
图表 8: 2019-2023 年公司归母净利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 现金流量有所波动,商誉减值风险有限。2019-2020年,公司经营现金流量净额保持增长趋势,2021年下降主要由于服务采购金额增加及为职工支付的薪酬金额增加所致,2022-2023年下降主要由于渠道及推广费支付增加所致。另外,2019-2022年,公司商誉占净资产比重呈降低趋势,2023年商誉占比上升主要因收购寒木春华,寒木春华核心IP《罗小黑战记》运营稳健,资产质地良好,商誉减值风险对公司经营及盈利活动影响有限。

图表 9: 2019-2023 年公司经营现金流量净额及增速 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2019-2023 年公司商誉占净资产比重 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

行业分析：数字阅读稳增，AI 赋能 IP 价值挖掘，海外泛娱乐空间广阔

数字阅读规模稳步增长，商业生态良好

- **数字阅读用户营收规模均持续向上。**根据中国音像与数字出版协会数据，在“提质、增效”正成为数字阅读行业高质量发展需求背景下，2018-2022年，我国数字阅读用户及营收规模持续向上，4年 CAGR 分别达 5.4% 及 16.2%。

图表 11：2018-2022 年全国数字阅读用户规模及增速（亿）



来源：中国音像与数字出版协会，中泰证券研究所

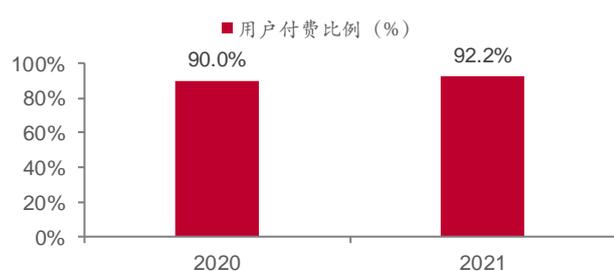
图表 12：2018-2022 年全国数字阅读营收规模及增速（亿元）



来源：中国音像与数字出版协会，中泰证券研究所

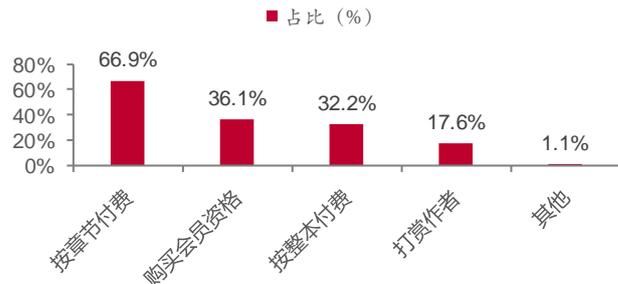
- **用户付费习惯成熟，商业生态良好。**用户付费方面，数字阅读用户已养成较成熟的付费习惯，并偏好按章节付费、购买会员等增值服务方式购买相关服务，有利于给予创作者正向反馈激发其创作动力，形成良好商业生态循环，稳步释放市场发展空间。

图表 13：2020-2021 年数字阅读用户付费比例情况（%）



来源：中国音像与数字出版协会，中泰证券研究所

图表 14：2021 年数字阅读用户付费方式偏好占比情况（%）

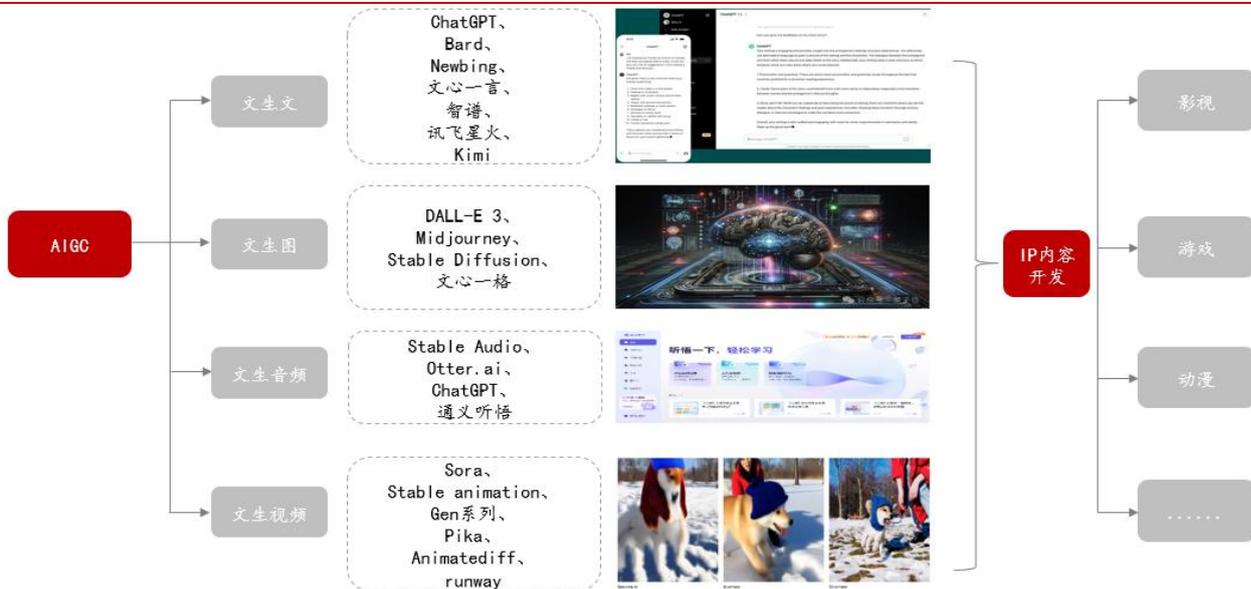


来源：中国音像与数字出版协会，中泰证券研究所

AI 赋能 IP 全生态开发，挖掘改编价值

- **AI 赋能 IP 全生态开发，助力释放商业价值。**我们认为，AI 在 IP 开发中能有效降低开发成本，提升内容生产开发效率。伴随多模态模型输入输出能力迭代，AI 有望持续降低内容创作及 IP 转化门槛，有助于将文本 IP 加速向影视（剧集、短剧）、游戏、动漫等领域转化，IP 全生态开发有望稳步铺开，助力内容全产业链生态变革，有效释放 IP 商业价值潜力。

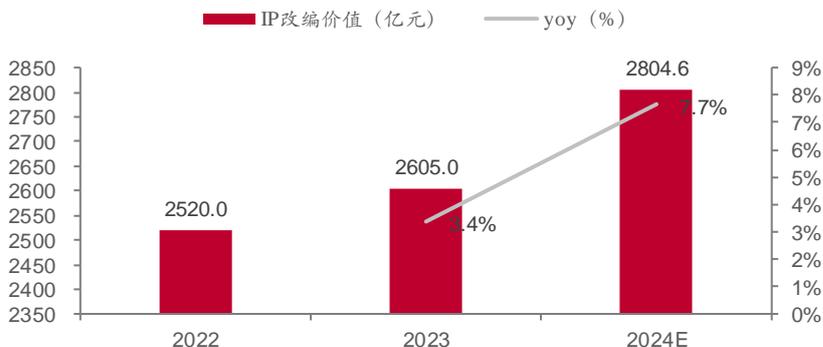
图表 15：AI 对 IP 加成示意图



来源：各公司官网，DTinsight，量子位，中泰证券研究所

- **网文繁荣发展，IP 改编价值凸显。**伴随网络文学优质 IP 同影视、动漫、游戏等行业联动，网文 IP 生命周期得到有效延长，展现方式更加多元，影响力增加明显，改编价值愈发凸显，IP 价值经营重要性持续强化。根据中国社会科学院数据，2023 年网络文学 IP 改编价值达 2,605.0 亿元，预计 2024 年将达 2,804.6 亿元。

图表 16：2022-2024E 网络文学 IP 改编价值及增速（亿元）

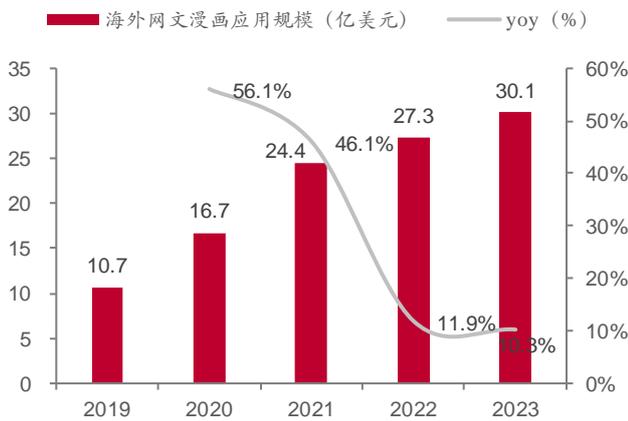


来源：中国社会科学院，中泰证券研究所

海外泛娱乐市场空间广阔，即时付费快速形成短剧商业闭环

- **海外泛娱乐需求较强，短剧市场空间广阔。**海外市场拥有可观规模的泛娱乐消费群体，主要在碎片时间消费娱乐内容，对于网文、动漫等内容接受度较高，用户付费意愿较强，故此相关内容出海规模增长较为迅速。我们认为，海外短剧用户同海外网文、漫画等碎片娱乐领域用户重合度高，商业逻辑相似，可对标相关领域发展走势。
- **Sensor Tower 数据显示，截至 2024 年 2 月底，已有多达 40 多款短剧应用试水海外市场，内购收入达到 1.7 亿美元。**另外，根据人民新影视及 ShortTV 信息，目前，海外短剧仍处于快速增长阶段，预计 2024 年将达到 15 亿美元的市场规模，空间广阔。

图表 17: 2019-2023 年海外网文漫画应用规模及增速 (亿美元)



来源：智象出海，中泰证券研究所

图表 18: 2023 年 3 月-2024 年 2 月海外短剧应用内购收入趋势 (万美元)



来源：Sensor Tower，中泰证券研究所

- **即时付费解锁快速形成商业闭环，为海外短剧主流变现方式。**目前，海外短剧平台变现方式包括付费解锁、订阅、广告等，其中付费解锁具有即时付费属性，适配碎片娱乐即时需求，更容易快速形成商业闭环，为主流变现方式。

图表 19: 海外短剧平台变现方式梳理

应用平台	付费方式	适用区域	概况
主流出海短剧平台，包括 ReelShort、FlexTV、GoodShort 等	购买金币充值，单集或全剧解锁	欧美、拉美、中东	主流付费点，需提升用户付费意愿及复购率。
GoodShort 等	订阅制，开通季度、年度会员	北美	用户订阅习惯尚未形成，没有形成流媒体式的内容信任和场景。品牌效应形成后可采取订阅和单集付费深度结合。
ReelShort、FlexTV 等	广告模式	东南亚	广告对用户体验影响较大，且转化效果少，可作为混合变现辅助模式。

来源：智象出海，中泰证券研究所

经营分析：数字内容生态运转良好，拥抱 AI，多元运营 IP 释放价值

内容优势明显，数字内容生态运转良好

- **内容储备丰富，形成多维内容平台矩阵。**公司持续夯实数字内容优势，以全品类平台（17K小说网）+垂类平台（四月天小说网等）的方式，形成多维度发展的内容平台矩阵，作品类型涵盖古风、科幻、悬疑等方向。阅读模式上，公司旗下内容平台整体采取免费+付费双模式。截至 2023 年底，公司累积数字内容资源超 560 万种，网络原创驻站作者 450 余万名。

图表 20：公司旗下内容平台

平台	定位	代表作品	阅读模式（免费/付费）
17K小说网	全品类原创内容生产平台	《修罗武神》《九星霸体诀》《长生》《第九特区》《福宝三岁半，她被八个舅舅团宠了》《大乾憨婿》《九域凡仙》《混沌剑神》《逍遥小贵婿》	免费&付费
四月天小说网	古风女频原创小说网站	《云鬓乱：惹上奸臣逃不掉》《穿成农家小福宝，逃荒路上开挂了》《摄政王的神医狂妃》	免费&付费
奇想宇宙	科幻 IP 社区平台	《铁镜》《面孔》《卞和与玉》	免费
谜想计划	泛悬疑文化兴趣站	《生与死与杀戮山脉》《淹没》《窥光》《贝莉娅在哪里》	免费

来源：公司官网，公司公告，17K小说网，四月天小说网，奇想宇宙，谜想计划，中泰证券研究所

- **拓宽数字内容合作渠道，增强销售能力。**公司除了通过优质内容向 C 端用户直接收费外，还持续深化与头部平台的合作，稳固并增强渠道合作与销售能力，合作范围覆盖了互联网阅读平台、互联网应用平台、移动运营商、厂商以及音频平台等。

图表 21：公司主要合作平台



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **重视创作者培育及权益维护，内容后备力量雄厚。**创作培育及权益维护方面，公司秉承“以作家成长为中心”的服务理念，建立职业作家创作基地，并于2013年发起创立了中国首个“网大公开课”，涵盖“青训课-精英课-研修课”在内的“全阶”网文作者从业培训课程，累计培训学员超9万人次，覆盖全网超100余家原创文学网站，培养出众多优秀的网络文学作家。
- 同时，公司在知识产权技术创新方面积极探索，推出“权哨”、“无抄”两大平台。其中，“权哨”平台拥有专业的维权调查团队等资源，支持对侵犯著作权、商标权等的图片、文字、音频、视频内容等进行维权并向权利人提供多方位咨询服务，通过技术赋能知识产权保护，能较有效维护创作者权益。

图表 22：公司网大公开课课程体系



来源：网大公开课官网，中泰证券研究所

图表 23：公司知识产权一站式服务平台权哨



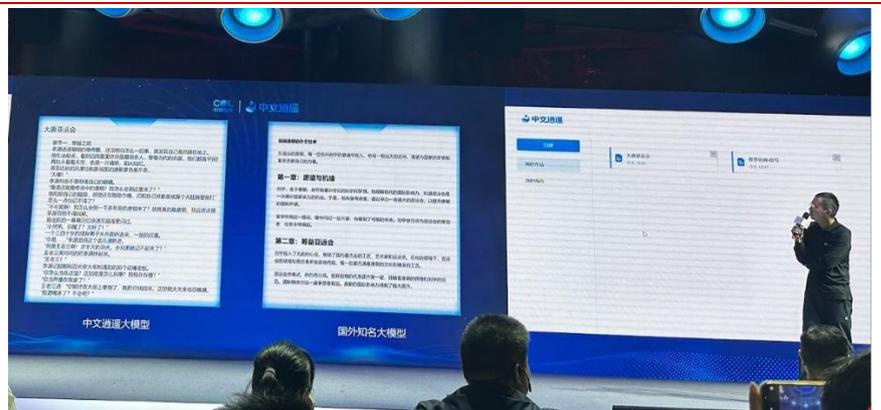
来源：权哨官网，中泰证券研究所

积极拥抱 AI 技术，赋能 IP 运营释放价值

- **积极拥抱 AI，推动产品多形式加速落地。**公司积极拥抱 AI 等新兴技术，截至 2024 年 3 月，公司拥有的文字、音频、视频的数据总量达 60TB，通过文学网站和驻站作者持续更新数据，每天还会产生数以亿计文字内容增量。庞大且高质量的正版数据库已成为公司在 AIGC 领域的核心竞争力之一。另外，公司积极同模型公司进行语料数据合作，截至 2023 年末，公司已跟多家模型公司签署数据内容合作合同。伴随 AI 模型多模态输入输出能力持续迭代，使用优质语料训练需求旺盛，公司有望实现 AI 模型训练语料数据变现。
- 同时，公司基于数字资源优势，在 AI 大模型、AI 多模态（涵盖文本、音频、图像等形式）方面已积极开展技术建设并进行了商业化落地，有助于巩固强化公司现有内容及 IP 运营优势。

- 大模型方面，公司 2023 年 10 月发布全球首个万字创作 AI 大模型“中文逍遥”1.0 版本，具备一键生成万字、一张图写出一部小说、一次读懂 100 万字三大优势。“中文逍遥”在保留通用能力的前提下有效提升小说创作质量，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，并已用于短剧剧本创作、大纲撰写、人物小传、分镜镜头等相关影视创作环节，有望延伸到产出高质量的对话和剧本，为影视创作者提供创意灵感和创作辅助。我们看好其大幅提升文学和影视创作者的效率，实现商业化写作，解放内容生产力。
- 多模态方面，文本领域，公司利用 AI 大幅降低文字内容翻译成本并提升翻译效率，可深入理解源语言和目标语言的文化背景与语境差异，从而实现更为精准和自然的本土化翻译。截至 2023 年末，公司已成功将超过 2,500 万字的小说 IP 内容转化为外语版本，并成功推向海外市场。
- 音频领域，公司 AI 主播已实现文本快速音频化，AI 主播可根据文字故事情节的真实语境，生动模拟音色以塑造角色，应用于文学故事小说的音频化，进行低成本、高效率的优质内容生产。截至 2023 年，“AI 主播”录制的有声书时长已超过 18 万小时。
- 图像及视频领域，公司打造 AI 漫画加速推进 AI+IP 内容生产模式发展，已实现 AI 文生漫画和文生动态漫。其中，漫画方面，公司实现 AI 漫画作品《招惹》出海签约印尼语等多语种及地区，进行作品海外输出。动态漫方面，《我主宰了灵气复苏》等多部动态漫作品，也采用了 AI 技术，提高了生产效率。通过输入文字态的文学作品，由 AI 模型转换成漫画形态，实现了 IP 的跨模态生产模式变革。

图表 24：中文逍遥大模型功能现场演示



来源：财联社，中泰证券研究所

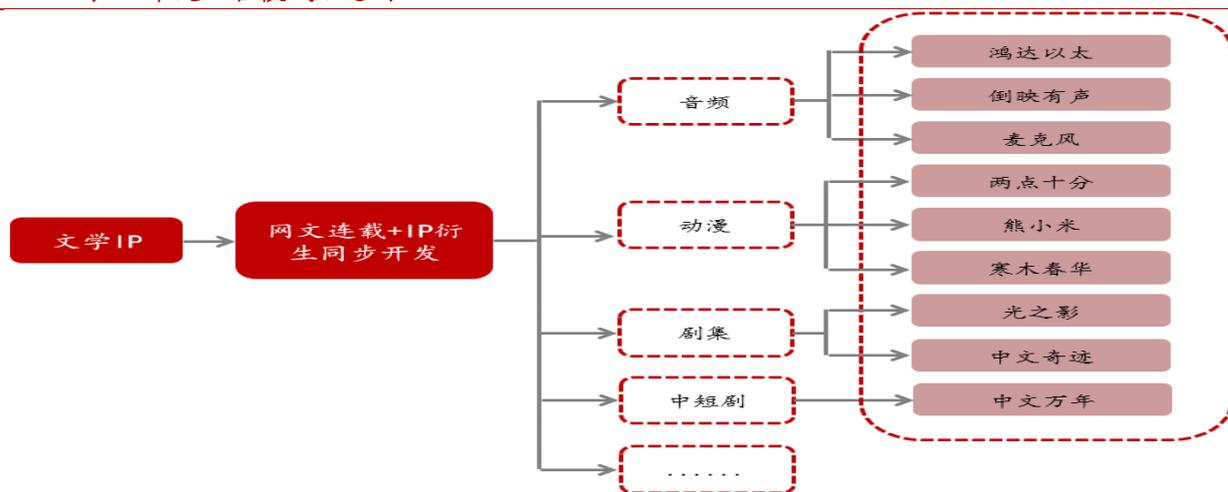
图表 25: AI 生成漫画《激活天赋后, 我主宰了灵气复苏》样章



来源: 中文在线, 中泰证券研究所

- **拓展 IP 衍生孵化链条, 提升 IP 多元变现能力。**公司 IP 版权衍生业务以文学 IP 为核心, 向下游延伸进行 IP 培育与衍生开发, 着力打造“网文连载+IP 衍生同步开发”的创作模式。通过战略投资多家产业相关公司, 实现较成熟的对音频、动漫、影视等衍生形态的 IP 全模态开发运营模式, 在 AI 技术加持下, 有望更有效地延长 IP 生命周期, 拓宽 IP 变现途径, 放大 IP 资产价值。

图表 26: 公司 IP 开发运营模式示意图



来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

- **有声音频版权资源优势显著。**音频领域, 公司旗下鸿达以太是全国最早的有声内容制作、有声内容提供商之一, 拥有超 48 万小时的音频资源, 内容涵盖原创文学、影视等音频版权, 并持续上新作品。2023 年多部头部作品表现出色, 《修罗武神》在音频平台累计播放量超 50 亿。

视听精品节目》微短剧系列,该剧登陆腾讯视频后分账已突破 2,000 万,成为 2023 年短剧行业第一。同时,公司成功孵化了国内小程序微短剧平台“野象剧场”。剧集方面,公司联合出品的改编自爱奇艺文学热门 IP 虫小扁同名小说网剧《他跨越山海而来》首播登陆爱奇艺。

图表 30: 改编短剧《招惹》


来源: 中文在线, 中泰证券研究所

图表 31: 联合出品网剧《他跨越山海而来》


来源: 中文在线, 中泰证券研究所

持续拓展海外内容领域, 搭建多元产品矩阵

- 海外参股公司 CMS 收入稳定, 持续拓展全球布局。** CMS 于 2016 年由公司内部孵化设立, 随后为鼓励 CMS 独立经营发展, 积极市场化融资, CMS 已于 2023 年 5 月 1 日出表。公司对 CMS 的持股比例为 49.16%, CMS 为公司的参股公司, 将采用权益法核算确认投资收益。2022Q1-2023Q1, CMS 各季度收入较为平稳, 营业成本呈下降趋势。其中, 版税成本及运维成本较为稳定, 运营制作成本的节约推动了营业成本的下降。2023Q1 运营制作成本有所上升主要源自 My Escape 等全新产品开发上线, 但仍然低于 2022 年前三季度, 2023Q1 运营制作成本占收入比重已下降至 9.4%, 毛利率提升至 86.3%。
- 同时, 公司持续深化国际业务, 已设立美国子公司 COL MEDIA、新加坡子公司 COLWEB、日本子公司 COLJAPAN, 充分利用既有优势、深度结合自有海量内容和优质 IP, 在全球范围内多点布局。**

图表 32：海外参股公司 CMS 财务数据（万元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022
营收	9,665.6	9,022.4	9,085.1	8,838.2	9,126.3	36,611.3
毛利润	8,033.1	7,359.9	7,492.7	8,066.4	7,877.8	30,952.1
毛利率（%）	83.1%	81.6%	82.5%	91.3%	86.3%	84.5%
净利润						760.0
净利率（%）						2.1%
营业成本	1,632.5	1,662.5	1,592.4	771.8	1,248.5	5,659.2
运营制作成本	1,161.0	1,240.5	1,162.7	343.6	855.3	3,907.8
占收入比（%）	12.0%	13.7%	12.8%	3.9%	9.4%	10.7%
版税成本	270.8	245.4	244.4	238.2	197.9	998.8
占收入比（%）	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.2%	2.7%
运维成本	200.7	176.5	185.3	190.1	195.2	752.6
占收入比（%）	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 拓展海外业务领域，搭建多元产品矩阵。**在海外内容领域，CMS 持续聚焦海外用户新阅读的需求变化，陆续推出互动式视觉阅读平台 Chapters、浪漫小说平台 Kiss、真人微短剧 ReelShort 多类型产品，形成多元化、可视化、交互式产品矩阵。通过开发不同语言和具有海外本土特征的多类型产品，可多元满足用户需求，加速提升公司在海外市场渗透率。

图表 33：海外产品矩阵


来源：Apple，中泰证券研究所

- Chapters 积累海量优质内容，运营能力向好。**CMS 旗下互动式视觉阅读平台 Chapters 已经在全球主要国家和地区上线，拥有 21 个语言种类，积累了大量浪漫、悬疑等题材内容，精准击中女性深层需求点，在海外市场细分领域处于领先地位，运营能力向好。平台为玩家提供以对话形式体验不同故事的玩法，其做出的选择会通向不同的故事走向和结局，每个玩家都能体验独有的故事情节。平台通过用户充值付费解锁关卡，实现增值变现。

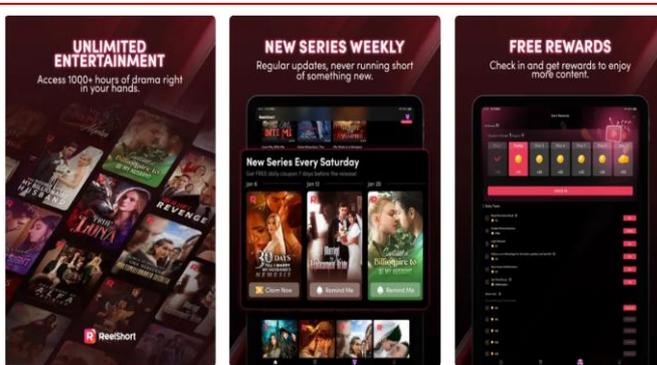
- **海外短剧充分利用 IP+本地化运营优势，表现出色。** CMS 推出真人短剧 APP ReelShort，定位竖屏短剧播放平台，单集时长在 2 分钟以内。ReelShort 凭借 CMS 对目标用户群体认知较深的洞察力，并借助 Chapters 所积累的大量女性向内容和用户进行再开发，有多种题材短剧上线热播获得欧美市场高度关注。

图表 34: 交互式视觉阅读平台 Chapters



来源: Apple, 中泰证券研究所

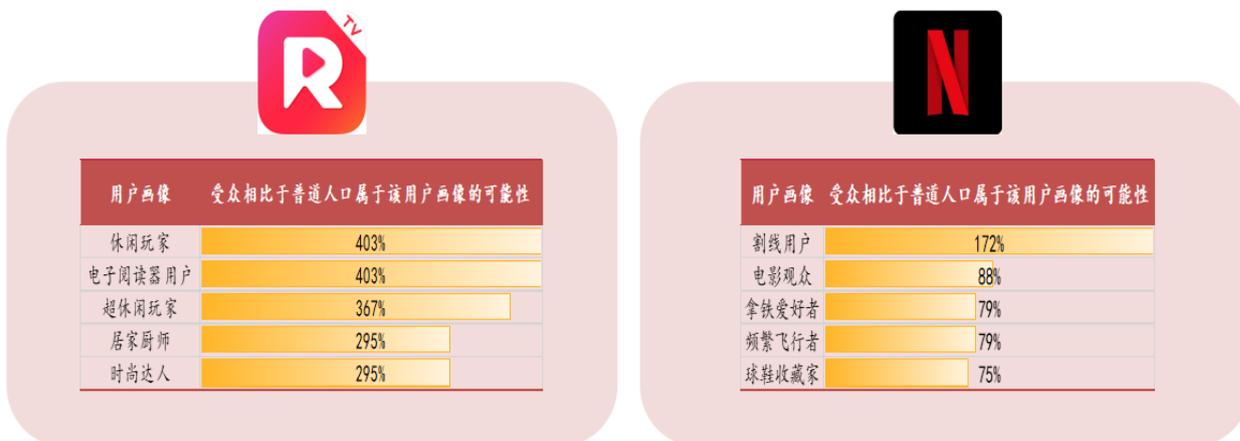
图表 35: 海外短剧平台 ReelShort



来源: Apple, 中泰证券研究所

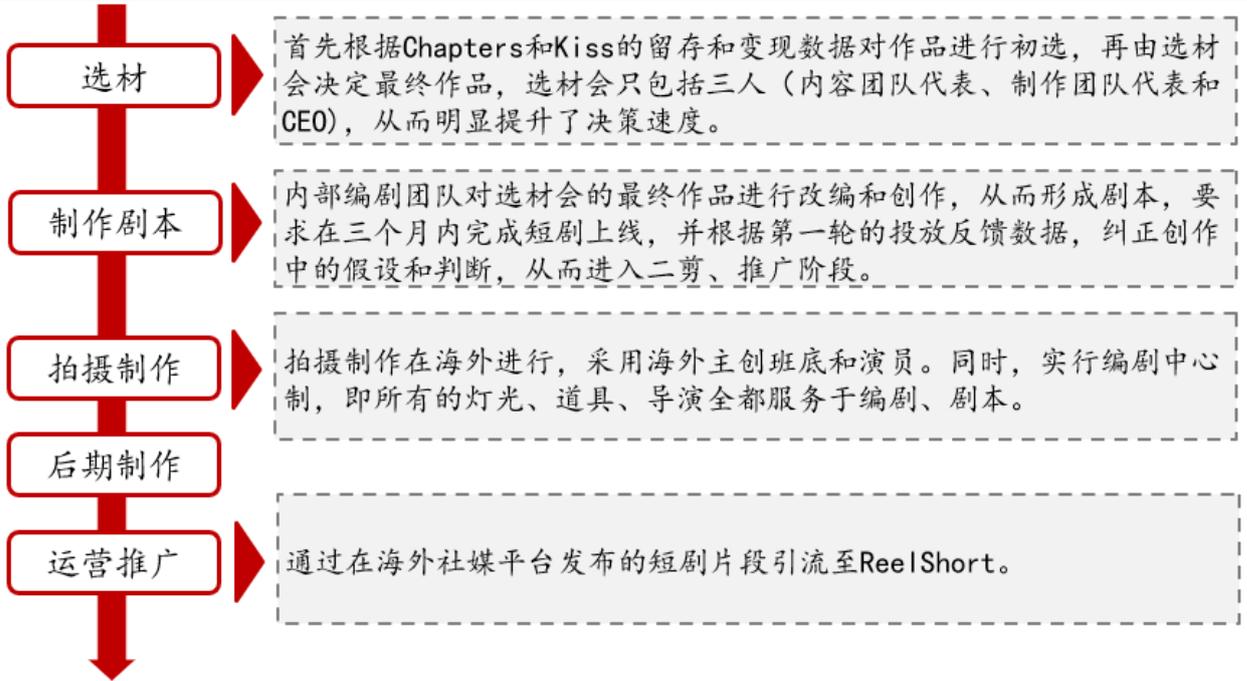
- **ReelShort 自主承担短剧生产全流程运营，探索爆款内容生产方法论。** 具体而言，ReelShort 聚焦目标用户，同流媒体龙头 Netflix 在用户画像、热衷的移动应用等方面具有显著的差异，使得 ReelShort 能够在竞争激烈的娱乐视频赛道避开强劲的对手，从而脱颖而出。ReelShort 的核心人员都来自 Chapters 团队，拥有优异的选编能力和改编能力，并自主承担短剧创意、制作、投流的全流程运营，已形成稳定的短剧内容生产模式，探索爆款内容生产方法论。

图表 36: 2023 年 12 月-2024 年 2 月 ReelShort 与 Netflix 用户画像对比



来源: Sensor Tower, 中泰证券研究所

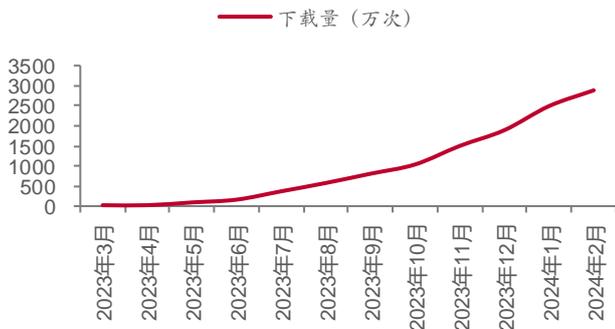
图表 37: ReelShort 短剧生产模式



来源: CrazyMapleStudio 枫叶互动, facebook, 中泰证券研究所

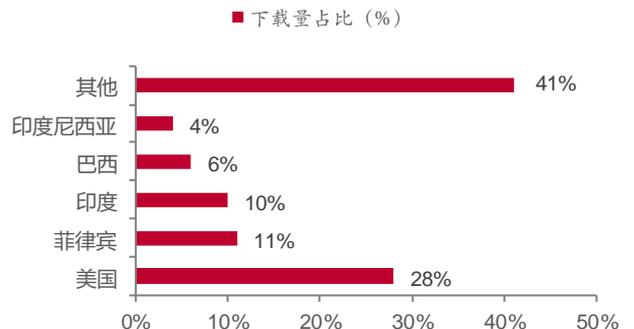
- **爆款内容推动 ReelShort 运营数据昂扬向上。**随着《Fated to My Forbidden Alpha》等爆款短剧的上线，爆款内容有效推动 ReelShort 下载量和流水快速提升，付费习惯成熟的欧美地区市场为主要收入来源。ReelShort APP 排名从 2023 年 11 月以来稳步向上，在多个国家地区 IOS 免费应用榜排名靠前。

图表 38: 2023 年 3 月-2024 年 2 月 ReelShort 全球累计下载量 (万次)



来源: Sensor Tower, 中泰证券研究所

图表 39: 2024 年 2 月 ReelShort 下载量占比按地区划分 (%)



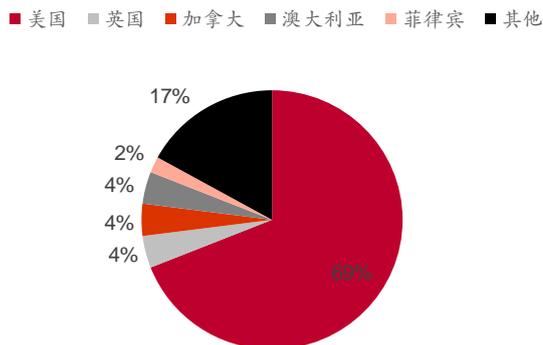
来源: Sensor Tower, 中泰证券研究所

图表 40: 2023 年 3 月-2024 年 2 月 ReelShort 全球累计内购收入 (万美元)



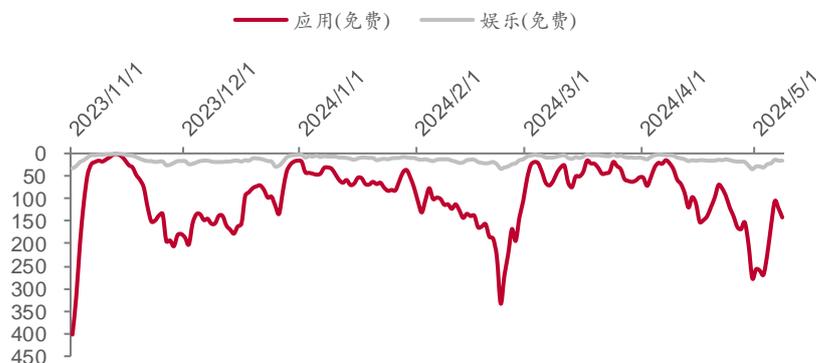
来源: Sensor Tower, 中泰证券研究所

图表 41: 2024 年 2 月 ReelShort 内购收入占比按地区划分 (%)



来源: Sensor Tower, 中泰证券研究所

图表 42: 2023 年 11 月-2024 年 5 月 ReelShort 美国 iOS 端免费榜排名趋势



来源: 七麦数据, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 05 月 08 日)

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们对公司收入按产品进行拆分，公司未来收入主要由数字内容授权及其他相关产品、IP 衍生开发产品、教育产品、其他产品等部分构成。
- **数字内容授权及其他相关产品：**公司数字内容主要通过头部阅读平台、音频平台等渠道进行数字内容授权销售创收，海外互动视觉阅读（由海外参股公司 CMS 负责）也归属于该产品范围。中国音像与数字出版协会数据显示，我国数字阅读营收规模 2022 年达 463.5 亿元，4 年 CAGR 达 16.2%。我们预计公司数字内容授权及其他相关产品 2024 年收入因 CMS 出表影响，增速略有承压。但伴随高基数影响消除，叠加疫后各互联网平台采购需求逐渐回暖，公司内容优势凸显，预计 2025-2026 年收入增速将恢复正常并高于行业平均水平，预计数字内容授权及其他相关产品 2024-2026 年收入增速分别为 3.8%/17.2%/17.6%。
- **IP 衍生开发产品：**公司 IP 衍生开发主要指将文学作品改编为短剧、动漫等形式产品，付费视频剧为主要收入来源。根据艾媒咨询数据，微短剧市场处于快速发展阶段，预计 2027 年市场规模将达 1,006.8 亿元，4 年 CAGR 达 28.1%。公司付费视频剧已有一定收入体量，考虑到高基数影响且微短剧行业监管趋严，内容上线节奏存在不确定性，按审慎性原则，预计公司付费视频剧 2024-2026 年增速将有所放缓并低于行业平均水平，预计 IP 衍生开发产品 2024-2026 年收入增速分别为 5.0%/5.5%/5.1%。
- **教育产品：**教育产品中教育阅读及教育服务开展受政策影响较大，伴随双减政策出台以及 2022 年教育部启动新版国家智慧教育平台免费资源上线导致公司基础教育平台项目商业化条件不再具备，教育阅读及教育服务业务开展或有所受限。参考此前 2018-2023 年 CAGR 为-21.1%，预计该产品收入将保持现有下降速度水平略有波动，2024-2026 年收入增速分别为-20.0%/-19.2%/-20.5%。
- **其他产品：**其他收入主要为房租，占比较小，商业模式固定，此前 2018-2023 年 CAGR 达 29.7%。考虑到基数因素，预计其他收入增速将低于此前复合增速水平，预计 2024-2026 年收入增速分别为 15.2%/14.6%/14.9%。
- **毛利率：**公司数字内容授权及其他相关产品 2022-2023 年毛利率分别为 56.9%及 44.5%。伴随互联网平台内容采购需求回暖，数字内容授权及其他相关产品毛利率有望企稳回升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 49.0%/53.9%/57.6%。同时，IP 衍生开发产品伴随付费视频剧优质内容供给上线有望提升用户粘性，带动毛利率提升可期，预计 2024-2026 年毛利率分别为 45.5%/46.9%/48.3%。教育产品受政策影响明显，判断毛利率呈下降趋势，预计 2024-2026 年毛利率分别为 58.7%/58.1%/57.5%。

其他产品商业模式稳定，毛利率有望保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 51.1%/51.4%/51.6%。综上，预计公司 2024-2026 年综合毛利率分别为 47.5%/50.8%/53.6%。

图表 43：公司分业务收入及毛利率预测（百万元）

业务名称		2023A	2024E	2025E	2026E
数字内容授权及其他相关产品	收入	712.5	739.7	866.9	1,019.5
	yoy (%)	-12.2%	3.8%	17.2%	17.6%
	毛利率 (%)	44.5%	49.0%	53.9%	57.6%
IP 衍生开发产品	收入	663.6	696.8	735.2	772.6
	yoy (%)	94.4%	5.0%	5.5%	5.1%
	毛利率 (%)	44.2%	45.5%	46.9%	48.3%
教育产品	收入	26.4	21.1	17.0	13.5
	yoy (%)	39.1%	-20.0%	-19.2%	-20.5%
	毛利率 (%)	59.3%	58.7%	58.1%	57.5%
其他产品	收入	6.3	7.3	8.3	9.6
	yoy (%)	-18.8%	15.2%	14.6%	14.9%
	毛利率 (%)	51.2%	51.1%	51.4%	51.6%
合计	收入	1,408.9	1,464.9	1,627.5	1,815.3
	yoy (%)	19.4%	4.0%	11.1%	11.5%
	毛利率 (%)	44.7%	47.5%	50.8%	53.6%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们预计中文在线 2024-2026 年收入分别为 14.65/16.27/18.15 亿元，分别同比增长 3.98%/11.10%/11.54%。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.32/1.78/2.40 亿元，分别同比增长 48.06%/34.16%/35.28%，对应 PE 估值分别为 128.3x/95.6x/70.7x。我们选择同样从事 IP 开发授权的公司作为可比对象，包括掌阅科技、奥飞娱乐、上海电影。掌阅科技在数字阅读领域积累丰富 IP 资源，持续拓展以 IP 为核心的视频内容生产、制作与运营；奥飞娱乐致力于打造集动画、电影、授权等业务为一体的“IP+全产业链”运营平台；上海电影切入大 IP 开发业务，在经典 IP 内容焕新、游戏联动及授权等领域积极拓展，上述公司均与中文在线 IP 开发授权业务有较好可比性。参考同业可比公司，考虑到公司数字内容优势明显，积极拥抱 AI，且 IP 运营模式成熟，海外业务布局领先，有望打开业绩成长空间，故给予其一定估值溢价具备合理性，建议持续关注，首次覆盖，给予增持评级。

图表 44：可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603533.SH	掌阅科技	96.9	1.1	1.5	-	86.1	66.1	-
002292.SZ	奥飞娱乐	99.8	2.2	3.1	4.0	46.1	31.8	24.9
601595.SH	上海电影	124.9	2.3	3.2	4.2	54.3	38.4	29.6
	均值	107.2	1.9	2.6	4.1	62.2	45.4	27.3
300364.SZ	中文在线	169.9	1.3	1.8	2.4	128.3	95.6	70.7

来源：Wind，中泰证券研究所（注：市值数据截至 2024 年 05 月 10 日，可比公司归母净利润均取自 Wind 一致预期）

风险提示

文化监管端的政策风险

- 内容行业监管较严。公司作为数字内容平台方，存在内容不合规导致产品下架风险。

AI 技术发展不及预期

- AI 技术发展对相关创新产品落地节奏影响较大，若 AI 技术发展不及预期，存在影响相关创新产品落地节奏风险。

行业竞争加剧风险

- IP 行业存在一定程度竞争，若存在行业竞争加剧情况，则存在相关业务受影响风险。

研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	341	293	325	363	营业收入	1409	1465	1627	1815
应收票据	2	0	0	0	营业成本	779	769	801	841
应收账款	139	135	159	171	税金及附加	3	3	3	3
预付账款	176	174	181	190	销售费用	481	475	540	606
存货	37	21	17	19	管理费用	104	105	117	131
合同资产	11	9	11	14	研发费用	86	89	101	113
其他流动资产	53	154	164	169	财务费用	5	5	5	5
流动资产合计	749	776	847	912	信用减值损失	29	32	35	38
其他长期投资	88	88	88	88	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	265	265	265	265	公允价值变动收益	-12	-11	-11	-11
固定资产	20	26	30	34	投资收益	71	63	68	70
在建工程	0	0	0	0	其他收益	9	11	13	15
无形资产	334	412	494	563	营业利润	50	115	167	230
其他非流动资产	381	400	404	395	营业外收入	40	24	17	17
非流动资产合计	1,087	1,191	1,281	1,345	营业外支出	1	1	2	2
资产合计	1,836	1,967	2,128	2,257	利润总额	88	138	183	245
短期借款	235	326	421	414	所得税	-2	2	2	2
应付票据	0	0	0	0	净利润	90	136	181	243
应付账款	96	97	103	111	少数股东损益	1	4	3	3
预收款项	1	3	3	4	归属母公司净利润	89	132	178	240
合同负债	38	40	44	49	NOPLAT	95	142	186	249
其他应付款	70	70	70	70	EPS (按最新股本摊薄)	0.12	0.18	0.24	0.33
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9					
其他流动负债	81	83	91	102					
流动负债合计	530	628	742	759					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	40	40	40	40					
非流动负债合计	40	40	40	40					
负债合计	570	668	782	799					
归属母公司所有者权益	1,245	1,257	1,282	1,372					
少数股东权益	21	43	64	85					
所有者权益合计	1,266	1,300	1,346	1,457					
负债和股东权益	1,836	1,967	2,128	2,257					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-10	185	157	238
现金收益	175	179	233	305
存货影响	-36	17	3	-1
经营性应收影响	-30	9	-32	-21
经营性应付影响	45	3	7	8
其他影响	-164	-22	-54	-52
投资活动现金流	-90	-173	-67	-42
资本支出	-121	-122	-133	-129
股权投资	-107	0	0	0
其他长期资产变化	138	-51	66	87
融资活动现金流	-63	-60	-57	-158
借款增加	-33	91	95	-7
股利及利息支付	-9	-95	-218	-228
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-21	-56	66	77

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	19.44%	3.98%	11.10%	11.54%
EBIT 增长率	-126.44%	52.97%	31.32%	33.14%
归母公司净利润增长率	-124.71%	48.06%	34.16%	35.28%
获利能力				
毛利率	44.69%	47.49%	50.76%	53.64%
净利率	6.39%	9.31%	11.12%	13.41%
ROE	7.07%	10.19%	13.20%	16.49%
ROIC	6.85%	14.97%	18.44%	22.36%
偿债能力				
资产负债率	31.05%	33.94%	36.76%	35.43%
债务权益比	22.42%	28.86%	34.91%	31.76%
流动比率	141.26%	123.69%	114.13%	120.05%
速动比率	134.25%	120.42%	111.80%	117.61%
营运能力				
总资产周转率	76.74%	74.47%	76.46%	80.43%
应收账款周转天数	31	34	33	33
应付账款周转天数	47	45	45	46
存货周转天数	9	13	8	8
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.18	0.24	0.33
每股经营现金流	-0.01	0.25	0.22	0.33
每股净资产	1.71	1.72	1.76	1.88
估值比率				
P/E	190	128	96	71
P/B	14	14	13	12
EV/EBITDA	20	19	15	11

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。