

中文在线 (300364.SZ) 首次覆盖

立足数字阅读，推进 IP 开发，

多渠道布局元宇宙，海内外协同发展

买入(首次覆盖)

当前价格: 8.61 元

目标价格: 9.43 元

投资要点:

中文在线以内容为基石，立足数字阅读业务，深耕数字内容二十多年。公司是国内最大的正版数字内容提供商之一，截至2022年上半年，公司累积数字内容资源超510万种，与600余家版权机构合作，签约知名作家2,000余位，形成原创内容平台矩阵，多维度持续创造优质内容。

中文在线2017-2021年收入CAGR达13.5%，2020年开始实现归母净利润扭亏为盈。2021年营业收入为11.89亿元，同比增长21.82%；2022H1，公司营收为4.84亿元，同比降低8.5%，主要原因为海外营销减少导致海外收入降低。2021年归母净利润为0.99亿元，同比增长101.93%；2022H1归母净利润为-6,050.25万元，主要原因为公司开拓新媒体渠道，营业成本激增。

中文在线海外业务发展迅猛，2017-2021年海外业务收入CAGR达143%。2021年公司海外业务收入为6.00亿元，同比增长15.3%。对比海外业务和公司整体毛利率，海外业务始终高于整体约20 pct，盈利能力更为强劲。因此公司看好海外市场潜力，开启海外业务2.0战略，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。公司已在美国、日本等地设立了子公司或分支机构，有望实现多地协同发展效应。

中文在线依靠内容储备提前布局元宇宙。内容是元宇宙的核心之一，文学作品天然与元宇宙有着共同的虚拟现实交互属性。公司拥有海量优质数字内容积累和持续原创内容的生产能力，有望多维度构建元宇宙元素。

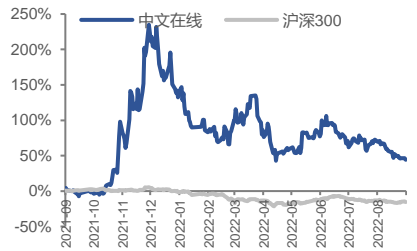
盈利预测：我们预计2022-2024年公司营收CAGR为31%；净利润CAGR为19%。参照可比公司估值，考虑公司元宇宙前瞻布局和海外市场积累，给予公司50倍PE，对应2022年目标市值为69.42亿元，给予目标价至9.43元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业监管政策的风险；IP开发低于或慢于预期；海外市场拓展不及预期的风险；元宇宙业务发展不及预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	736/650
总市值/流通市值 (百万元)	6335/5597
每股净资产 (元)	2.12
资产负债率 (%)	28.04
一年内最高/最低 (元)	19.09/5.28

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈泽敏

执业证书编号: S0210522050002

邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	976	1,189	1,369	1,732	2,362
增长率 (%)	38%	22%	15%	27%	36%
净利润 (百万元)	49	99	139	170	195
增长率 (%)	108%	102%	40%	23%	15%
EPS (元/股)	0.07	0.13	0.19	0.23	0.27
市盈率 (P/E)	129.0	63.9	45.5	37.1	32.3
市净率 (P/B)	4.3	4.0	3.7	3.3	3.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

截至 2022H1，中文在线已形成文化产业贡献超 90%以上收入的业务结构，文化业务主要聚焦国内、国外两个市场。

变量 1：我们预测国内文化产业增长可持续，凭借国内数字内容第一梯队，新渠道可顺利开拓，2023-2024 年将打开新的收入增长点，2022-2024 年国内文化业务收入增速分别为 35%/40%/45%。经过我们的拆分，公司 2022H1 国内文化产业毛利率约为 23%，考虑到为开辟国内新媒体渠道，2022H1 公司营业成本同比增长了 78.85%，成本摊薄当年，预计 2022 年国内文化产业毛利率为 45%。我们预计在渠道开辟成功后，公司将持续投入，并凭借国内数字内容第一梯队获较高议价权，2023-2024 年毛利率逐年小幅上涨，分别为 50%和 55%。

变量 2：2022H1 中文在线出海文化业务收入为 2.33 亿元，同比降低 30%，考虑到公司海外 2.0 布局的战略，我们预测 2022-2024 年海外文化业务收入增速分别为 -10%/20%/25%。海外文化业务毛利率近年保持在 80%以上水平，预计 2022-2024 年海外文化业务毛利率趋于稳定，保持在 85%水平。

我们区别于市场的观点

2022H1 营收负增长，净利润为负，为什么我们认为公司盈利水平能回到正常水平，全年能实现正增长？ 1) 2022 年上半年，中文在线在新媒体渠道方面开发投入较大成本，但是前期投入是一次性的，业绩短期承压是暂时的，摊薄至全年，盈利能力仍然可以处于中等偏上水平。2) 中文在线发力 IP 开发业务，并通过与快手、哔哩哔哩等平台进行短视频营销合作，激活下沉市场，受益于新渠道开发，公司有望打开收入新的增长点。

股价上涨的催化因素

新 IP 衍生动漫、影视剧产生爆款；新媒体渠道开拓顺利；数字藏品行业管控政策推行；元宇宙产业发展超预期。

估值和目标价

我们预计 2022-2024 年公司营收 CAGR 为 31%；净利润 CAGR 为 19%。根据可比公司掌阅科技、视觉中国、中国电影，参考可比公司 2022-2024 年平均市盈率 45.96/28.77/23.03 倍，考虑公司元宇宙前瞻布局和海外市场积累，给予中文在线 2022 年 50 倍估值，对应 2022 年合理估值为 9.43 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业监管政策的风险；IP 开发低于或慢于预期；海外市场拓展不及预期的风险；元宇宙业务发展不及预期。

正文目录

一、	公司概况：扎根数字内容，IP 多元衍生.....	5
1.1	发展历程：深耕数字内容、数字文化拓展初见成效	5
1.2	股东禀赋：股权稳定，战略股东助力公司发展	5
1.3	业绩表现：营收稳步增长，文化业务贡献主要收入	6
二、	行业分析：立足数字阅读，纵横拓展产业链	7
2.1	文字+音频：用户习惯奠定市场规模，用户粘性锁定市场空间.....	7
2.2	出海+衍生：出海网文需求缺口仍在，数字阅读供需双向发力.....	10
三、	公司业务：以文化产业为主，纵深挖掘原创潜力	12
3.1	业务简介：立足在线阅读、纵横发展数字文化	12
3.2	数字阅读：全品类+垂直向，多维度输出优质内容	12
3.3	数字内容：渠道+版权，拓宽销售方式，保障创作者权益.....	13
3.4	衍生开发：网文+IP，一体化开发，全生命周期经营	14
3.5	元宇宙业务：新内容+新形态，新媒体渠道，打造数字藏品矩阵.....	16
3.6	海外 2.0：文化输出+本土化，多点布局海外市场	17
四、	盈利预测.....	18
4.1	收入与成本端：	18
4.2	费用端：	19
4.3	投资建议：	20
五、	风险提示.....	20

图表目录

图表 1：中文在线发展历程.....	5
图表 2：中文在线股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）.....	6
图表 3：2017-2022H1 营业收入及同比增速	6
图表 4：2017-2022H1 归母净利润及同比增速.....	6
图表 5：2017-2022H1 营业收入构成	7
图表 6：2017-2022H1 公司主营业务毛利率	7
图表 7：2017-2022H1 中文在线费用率.....	7
图表 8：数字阅读产业链.....	8
图表 9：泛娱乐领域月人均使用时长	8
图表 10：2017-2021 年我国数字阅读规模	8
图表 11：2017-2021 年数字阅读收入结构	8
图表 12：我国数字阅读用户规模.....	9
图表 13：2021 年底我国上架作品总量.....	9
图表 14：2017-2021 年在线音频用户规模	9
图表 15：有声阅读使用场景	9
图表 16：2021 年全球主要地区网络渗透率变化	10
图表 17：2017-2021 年全球主要地区网络渗透率变化趋势	11
图表 18：“视频阅读”增长快速	11
图表 19：中文在线旗下业务平台	12
图表 20：中文在线旗下小说平台	12
图表 21：中文在线网络文学大学开学典礼（诺贝尔文学奖得主莫言为荣誉校长）	13
图表 22：中文在线部分合作渠道.....	14
图表 23：权哨官网.....	14
图表 24：鸿达以太部分有声版权.....	15

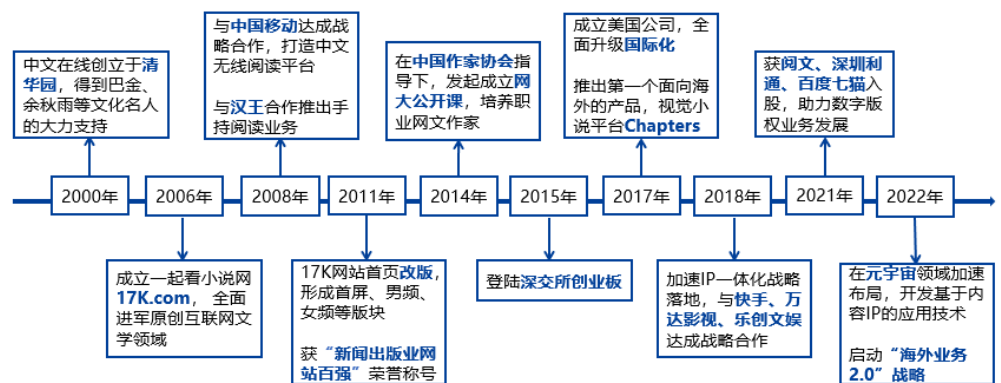
图表 25: 《别跟姐姐撒野》长期占据优酷在播剧热度 TOP 10	15
图表 26: 《修罗武神》将登陆腾讯视频.....	16
图表 27: 元宇宙征文大赛开源奖获奖作品	16
图表 28: 第五镜面张大千数字藏品	17
图表 29: 虚拟偶像 (右为两点十分虚拟偶像点赞仙)	17
图表 30: 2017-2021 年海外收入规模	18
图表 31: 2018-2021 年海外毛利率和整体毛利率对比.....	18
图表 32: Chapters 游戏海报.....	18
图表 33: 中文在线营业收入预测.....	19
图表 34: 中文在线可比公司估值表 (市值截至 2022 年 9 月 19 日)	20
图表 35: 财务预测摘要	21

一、 公司概况：扎根数字内容，IP 多元衍生

1.1 发展历程：深耕数字内容、数字文化拓展初见成效

中文在线数字出版集团股份有限公司是国内最大的正版数字内容提供商之一，贯彻并实施“夯实内容、服务产业、决胜 IP”的发展战略。2000 年公司成立于清华大学，2006 年公司成立 17K 小说网，自此形成以小说网站为平台，知名作家、版权机构为正版数字内容来源，数字内容生产与授权、IP 培育与衍生开发为核心，知识产权保护及元宇宙探索为两翼的业务体系，全面布局数字文化内容行业。2015 年 1 月 21 日，中文在线在深交所创业板上市，成为中国“数字出版第一股”。2017 年公司成立美国公司，并推出交互式视觉小说平台“Chapters”，全面布局国际化业务。2018 年，公司通过与快手等平台合作，推动 IP 一体化战略落地。2021 年，公司通过引进腾讯系和百度系文创平台，合力推动数字版权业务发展。2022 年，公司发布数字藏品，布局元宇宙领域，全面启动“海外业务 2.0”战略。

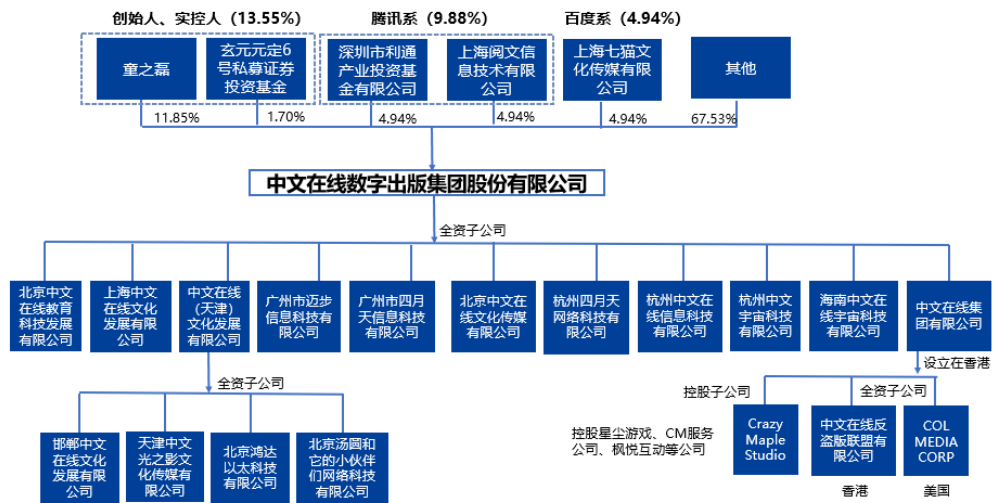
图表 1：中文在线发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

1.2 股东禀赋：股权稳定，战略股东助力公司发展

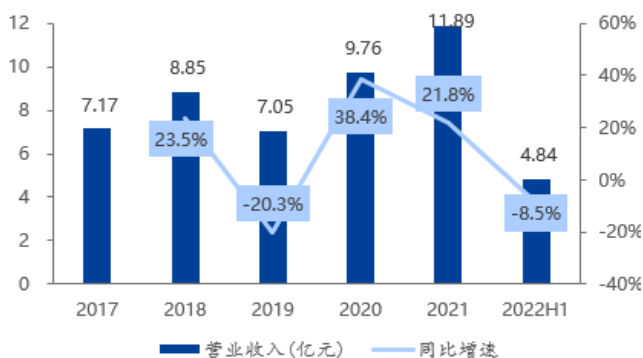
创始人为公司实控人，股权结构稳定。截至 2022 年 6 月 30 日，中文在线创始人、董事长兼总裁童之磊本人及其持有的私募基金共计持有公司 13.55% 的股份，是公司实控人；腾讯系阅文及其关联公司共计持有公司 9.88% 的股权；百度系阅文共计持有公司 4.94% 的股权。公司拥有 11 家全资子公司，通过协同股东禀赋，在文化、教育、影视、传媒、科技等多领域全面开花。香港全资子公司中文在线集团，主要负责海外拓展，在香港、美国均拥有子公司，业务涉及游戏、科技、文化等多领域。

图表 2：中文在线股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 业绩表现：营收稳步增长，文化业务贡献主要收入

公司 2017-2021 年业绩持续增长，净利润不断攀升，2020 年实现扭亏为盈。2017-2021 年公司营业收入 CAGR 达 13.5%，2019 年收入减少主要是因为子公司晨之科的游戏业务在版号停发后，业绩表现远低于预期，在当年出售子公司后，公司营收表现出色，2021 年实现收入 11.89 亿元，同比增长 21.82%。2022H1，公司营收为 4.84 亿元，同比降低 8.5%，主要原因为海外营销减少导致的收入减少。公司在 2019 年剥离游戏子公司后，轻装上阵，2020 年扭亏为盈，2021 年实现归母净利润为 0.99 亿元，同比增长 101.93%。2022H1 归母净利润为-6,050.25 万元，主要原因为公司开拓新媒体渠道，营业成本激增。

图表 3：2017-2022H1 营业收入及同比增速


数据来源：Wind，华福证券研究所

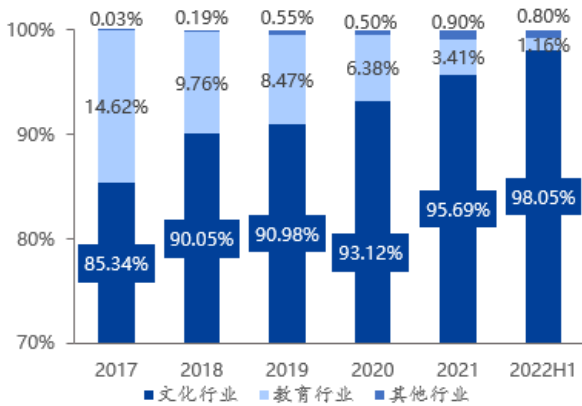
图表 4：2017-2022H1 归母净利润及同比增速


数据来源：Wind，华福证券研究所

公司聚焦文化业务，逐步缩减对教育产业的投入，文化业务营收占比从 2017 年的 85.34% 逐步提高到 2021 年的 98.05%。公司多年着力开拓文化产业业务内容，该业务毛利率从 2017 年的 40% 左右提升至 2021 年的 70% 以上高位水平；受教育产业政策影响，公司缩减教育产业业务占比，该业务毛利率维持在 60% 以上水平。截至 2022 年上半年，公司文化产业收入主要来自数字阅读和音频分销、数字阅读和短视频内容用户付费、互联网平台服务和 IP 衍生品授权。2022H1 公司文化产业毛利率

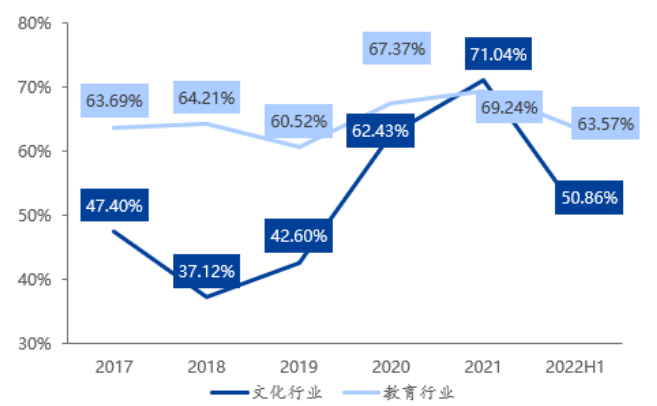
为 50.86%，主要原因为公司发展新媒体业务，渠道成本增加较多。

图表 5：2017-2022H1 营业收入构成



数据来源：Wind，华福证券研究所

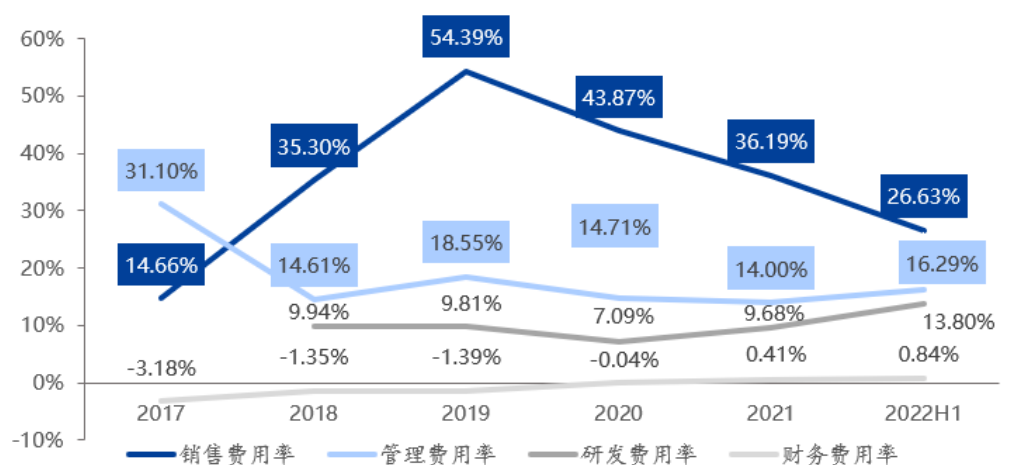
图表 6：2017-2022H1 公司主营业务毛利率



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司三费管控有效，销售费用下降显著，管理费率保持稳定，研发投入助力公司未来发展。公司依靠平台效应和股东禀赋在渠道和分销两方面获得较大议价权，营销费率从 2019 年的 54.39% 下降至 2021 年 36.191%。公司管理费率正常保持 14% 水平，2022H1 管理费率提升至 16.29%，主要是由于股权激励发放。公司自 2018 年开始进行研发投入，2021 年公司布局元宇宙，研发费率提升至 14.00%。

图表 7：2017-2022H1 中文在线费用率



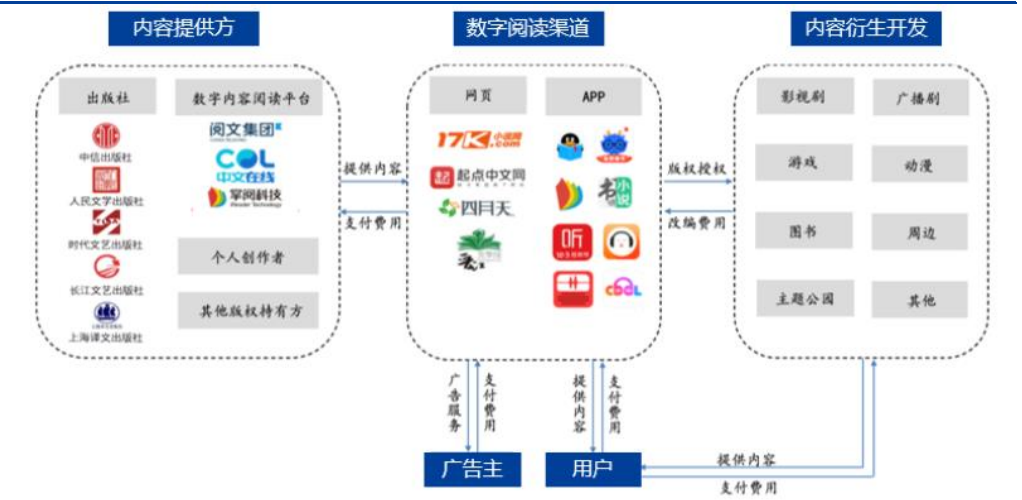
数据来源：Wind，华福证券研究所

二、 行业分析：立足数字阅读，纵横拓展产业链

2.1 文字+音频：用户习惯奠定市场规模，用户粘性锁定市场空间

数字阅读产业链分 3 个环节：内容提供方、数字阅读渠道和内容衍生开发，优质 IP 内容是产业链发展的源头和根本。产业链上游的内容提供方，包括出版社、数字内容阅读平台、个人创作者和其他版权持有方；中间渠道是以阅文集团、中文在线和掌阅科技为主的数字阅读平台，中间渠道包括网页和移动端的文字和有声阅读，目前形成以阅文集团为首、一超两强（中文在线和掌阅科技）的行业竞争格局；下游是传达到最终用户的衍生内容，以影视剧、广播剧、游戏等形式触及。

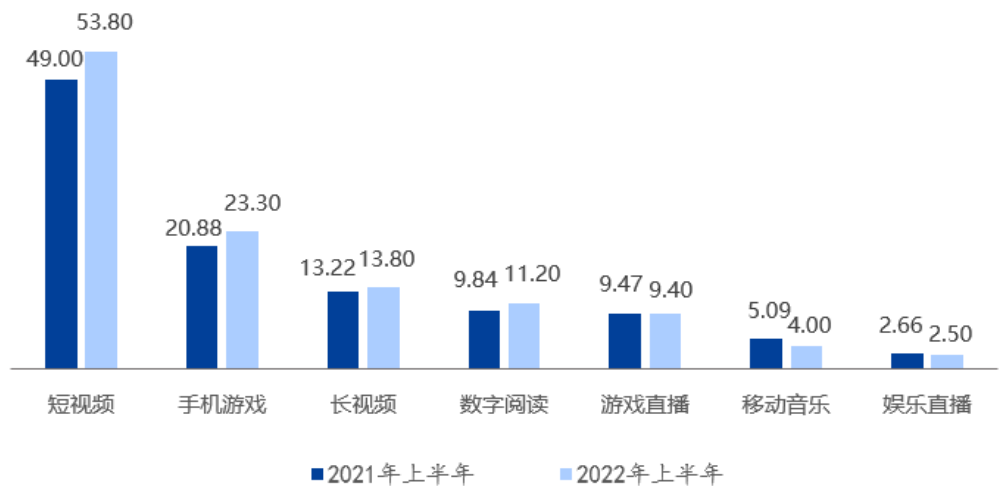
图表 8：数字阅读产业链



数据来源：华经情报网，华福证券研究所

历久弥新，数字阅读用户粘性走强。根据 QuestMobile，2022 年上半年，全国数字阅读行业人均月使用时长为 11.2 小时，同比增长 13.8%，在整个泛娱乐领域中排名第 4，是所有行业人均使用时长同比增速最高的细分赛道，缩短了与长视频行业差距，高用户粘度是产业进一步增长保证。

图表 9：泛娱乐领域月人均使用时长

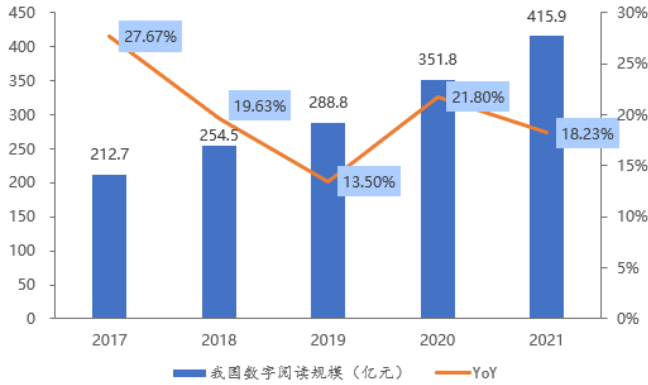


数据来源：QuestMobile，华福证券研究所

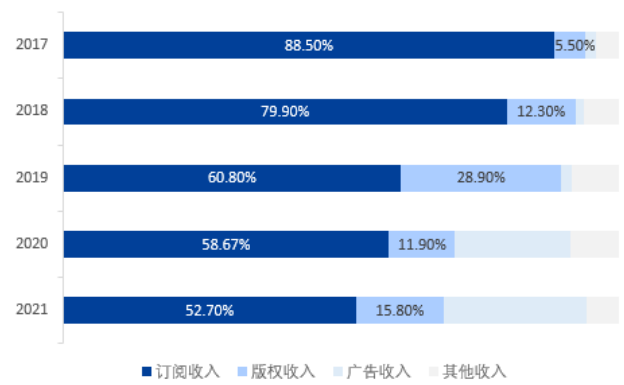
2021 年数字阅读规模超 400 亿元，收入形式以订阅为主，版权收入增长贡献明显。根据《2021 年度中国数字阅读报告》，2017-2021 年我国数字阅读规模 CAGR 达 18.3%，2021 年度规模达到 415.9 亿元，同比增长 18.23%。截至 2021 年，我国数字阅读行业收入仍以订阅为主，但权重从 2017 年的 88.50% 降低至 2021 年的 52.70%；2021 年版权收入占比达 15.8%，对市场规模增长贡献度达 34.10%。

图表 10：2017-2021 年我国数字阅读规模

图表 11：2017-2021 年数字阅读收入结构



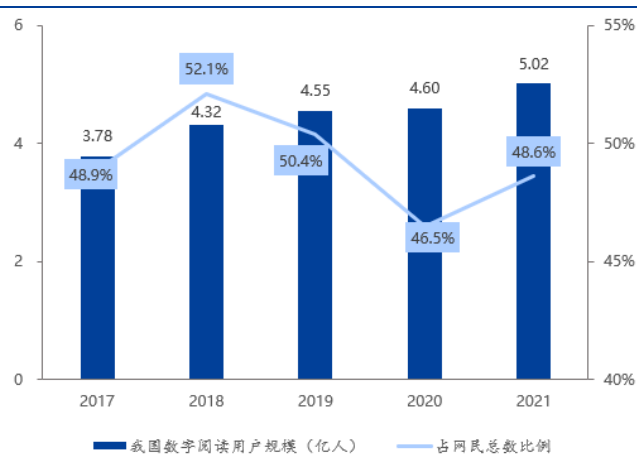
数据来源：中国音像与数字出版协会，华福证券研究所



数据来源：QuestMobile，华福证券研究所

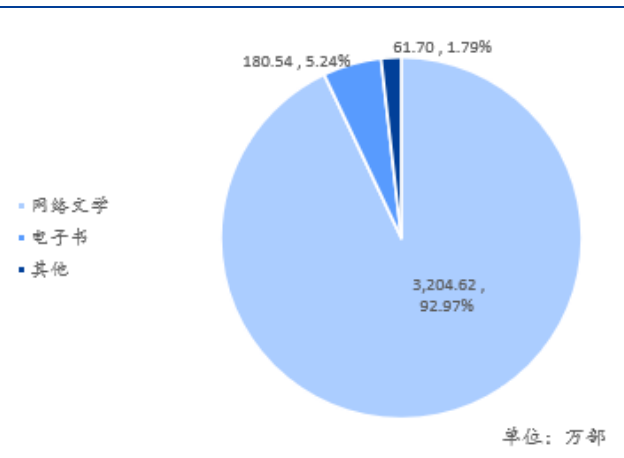
供给端以网络文学为主，需求端用户规模持续增长，2021年破5亿体量。根据中国音像与数字出版协会报告显示，2021年中国数字阅读用户规模突破5亿人，占总体网民比例48.6%，实现人数与渗透率的双向高质量增长。供给端来看，数字阅读指用户通过非实体出版形式进行的文字或音频形式的内容获取，内容涵盖数字化公开出版物、电子书、漫画、网络文学等，2021年我国市场作品总量增至3446.9万部，同比增长11.06%，其中网络文学占有作品总数的93%，网络平台文学创作是数字阅读的主要供给方。

图表 12：我国数字阅读用户规模



数据来源：中国音像与数字出版协会，华福证券研究所

图表 13：2021年底我国上架作品总量

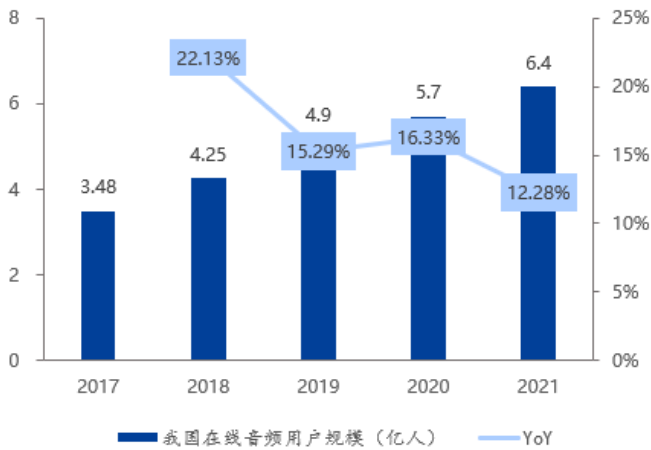


数据来源：中国音像与数字出版协会，华福证券研究所

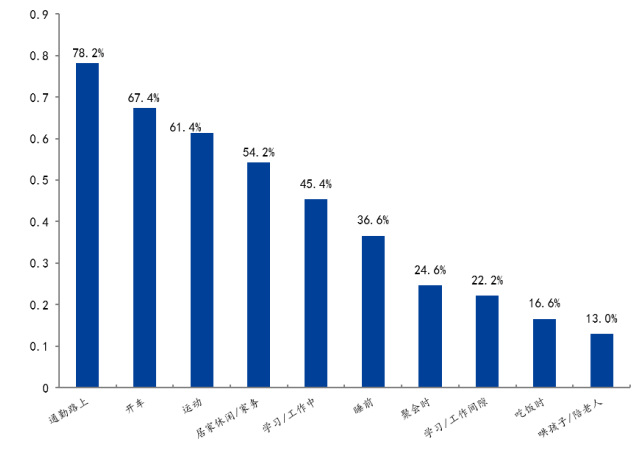
与文字阅读不同，在线音频凭借其见缝插针和支持一心多用的特质，在我国拥有广阔的用户基础。根据艾媒咨询，截至2021年底，我国在线音频用户规模达到6.4亿人，同比增长12.28%，远超数字阅读用户规模。根据易观分析《2022年中国音频市场年度综合分析》，2021Q1后，国内在线音频市场MAU已稳定在3亿左右，12月MAU一度达3.39亿峰值，其收入形式主要为平台会员、栏目订阅、直播打赏及电商带货。近80%用户表示在通勤时有收听音频的习惯，用户习惯逐步养成，预计2022年有声市场规模超500亿元。

图表 14：2017-2021 年在线音频用户规模

图表 15：有声阅读使用场景



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

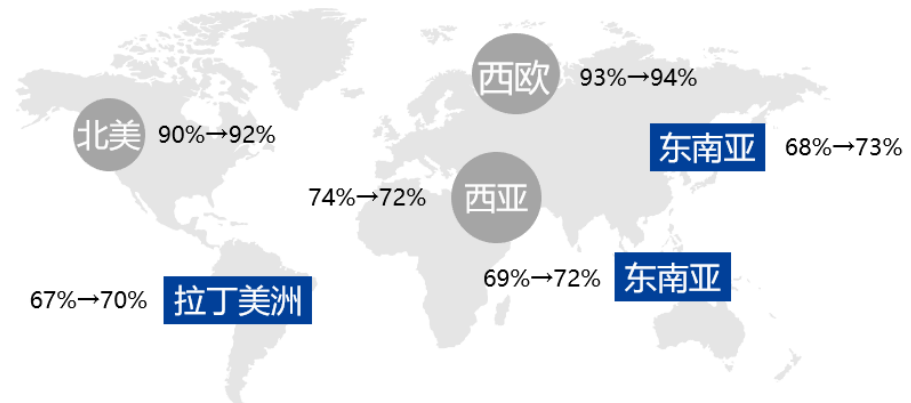


数据来源：易观分析，华福证券研究所

2.2 出海+衍生：出海网文需求缺口仍在，数字阅读供需双向发力

2022 年全球主要地区网络渗透率提升，新兴市场可上涨空间广阔。截至 2022 年 1 月，全球用户互联网接入率达 62.5%，同比增加 4 pct，其中，移动端已成为用户主要上网方式，手机渗透率达 67.1%。欧美地区整体互联网渗透率已突破 90%；相较之下，东南亚、拉丁美洲地区渗透率则多为 70%左右，随着用户线上娱乐、消费需求被进一步开发，该类新兴市场用户规模存在上涨空间。

图表 16：2021 年全球主要地区网络渗透率变化

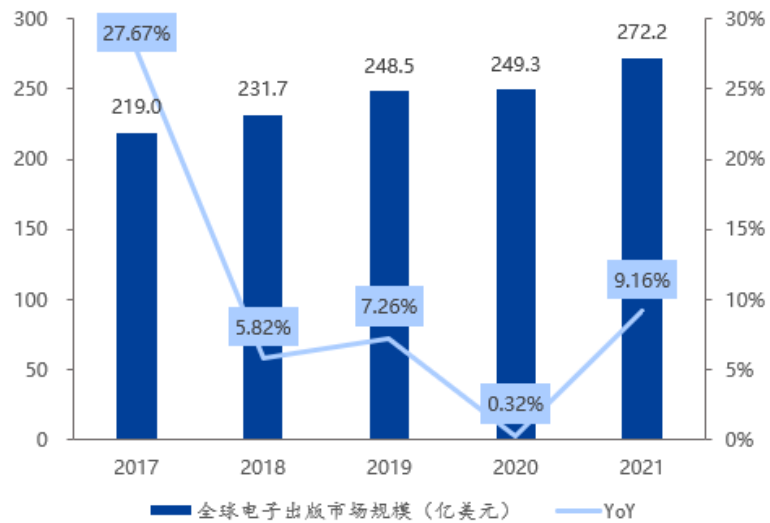


数据来源：易观分析，华福证券研究所

全球电子出版市场稳步攀升，电子书为主要贡献主体，中国网文出海成效初现。根据易观分析的数据，2021 年全球出版电子书市场规模达 272.17 亿美元，其中电子书市场规模达 157.76 亿美元，超 50% 贡献度，市场规模最高。当下，全球版权保护、盗版打击力度持续加强；用户付费意愿及能力提升。小说漫画类产品与 IAA、IAP 变现模式均具备较高契合度，将持续为图书品类贡献营收。图书品类整体营收能力将稳步提升成为仅次于游戏、社媒等大品类的收入贡献主体。根据《中国网络文学国际传播发展报告》，截至 2021 年中国共向海外传播 1 万部网络文学作品，出海网络文学

用户规模已超1亿人，中国网文出海已然形成一定体量，市场规模有望持续扩大。

图表 17：2017-2021 年全球主要地区网络渗透率变化趋势



数据来源：易观分析，华福证券研究所

网络文学创作力活跃，阅读形式呈现多样性。从供给端来说，网络文学发展是文化产业重要的 IP 源头，创作端的活力本质上就是网络文学的生命力。根据中国社会科学院数据，2021 年第五届现实题材网络文学征文大赛参赛人数达 19,256 人，同比增长 40.6%；参赛作品达 21,075，同比增长 42.4%。从需求端来讲，阅读形式呈现多样化。根据 B 站 2022 年 4 月发布的《bilibili 读书生态报告》，2021 年约 9,060 万人在 B 站进行“视频阅读”；过去 1 年读书类视频播放量超 58 亿，同比增长 118%；约 74.3 万人每天在 B 站至少观看 1 个读书视频，同比增长 779%。

图表 18：“视频阅读”增长快速



数据来源：《Bilibili 读书生态报告》，华福证券研究所

三、 公司业务：以文化产业为主，纵深挖掘原创潜力

3.1 业务简介：立足在线阅读、纵横发展数字文化

中文在线是国内最大的正版数字内容提供商之一，二十多年深耕数字内容，以内容为基石，截至 2022 年上半年，公司累积数字内容资源超 510 万种，与 600 余家版权机构合作，签约知名作家 2,000 余位。公司形成原创内容平台矩阵，多维度持续创造优质内容，同时扶持青年作家，为不断生产高质量内容储备力量。公司发力文化 IP，2021 年实现多元化 IP 授权体系，对外授权权利超过 70 项，对优质网文进行多产业链同步开发，多部根据公司四月天平台 IP 改编的中短剧取得单部播放量过亿的佳绩。公司业务主要涉及文化和教育产业，旗下主要有 7 大平台：17K 小说网是公司最早建立的在线阅读平台；四月天是专注女性的垂直网文平台；万丈书城是专注于新媒体的文学网站；奇想宇宙专注科幻 IP；鸿达以太主要涉及音像内容的分发；书香中国是服务于全民阅读的公共教育类平台；书香蓝悦是为大数据专门打造的公共文化服务平台。

图表 19：中文在线旗下业务平台



数据来源：公司官网，华福证券研究所

3.2 数字阅读：全品类+垂直向，多维度输出优质内容

中文在线的网文阅读平台面向多种目标客户，建立全品类和垂直向多种阅读网站。公司 2006 年建立 17K 小说网，是公司全品类原创内容生产平台，提供玄幻奇幻、都市言情、武侠仙侠、青春校园等全品类内容。在垂直向布局上：四月天小说网是古风女频原创小说网站，网站涵盖多类型古装言情小说。万丈书城是公司打造的新媒体原创内容网站，以新媒体文助推网文行业激活下沉市场。奇想宇宙是公司旗下的科幻站，致力于科幻作品富媒体化、科幻创作者社区化的宇宙 IP 社区，签约大量优质科幻作品。谜想计划是公司旗下的泛悬疑文化兴趣站，以优秀的悬疑故事和丰富的行业资讯吸引用户。

图表 20：中文在线旗下小说平台

平台	定位	主要表现
17K 小说网	全品类核心原创平台	平台签约知名作家：善良的蜜蜂、平凡魔术师、风御九秋、伪戒、风青阳、失落叶、观棋、梦入洪荒、皇甫奇、关外西风、堵上西楼等。 2022H1 表现优异作品：《太古第一仙》《风起龙城》《我是剑仙》《仙穹彼岸》《长生》《公子凶猛》《重回 1990》《修罗武神》《九星霸体诀》《天下藏局》等。
四月天小说网	古风女频垂直平台	2022H1 表现优异作品：《摄政王的神医狂妃》《穿成三个反派崽子的后娘怎么办》《穿书后，我娇养了反派摄政王》《穿成农家小福宝，逃荒路上开挂了》等。
万丈书城	新媒体原创，目标下沉市场	2022H1 爆款作品：《少年青衣》《我靠读书成圣人》《都市枭龙》《原来我真是世外高人》《大展鸿图》等。
奇想宇宙	科幻主题宇宙 IP 社区	覆盖太空探索、智慧生命、智能机器人、生化医疗、虚拟现实、区块链、新材料等题材。
谜想计划	泛悬疑文化兴趣站	推出谜想故事奖、作者专访、每周谜题、深度长评等栏目。

数据来源：公司公告、华福证券研究所

中文在线扶持青年作家，为源源不断生产高质量内容储备力量。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，邀请专职作家来创作基地参与网络文学写作课程培训与创作，为作者提供培训、选题策划、辅助编校和后期发布运营等全流程精细化服务，打造具有内容深度、精品化的作品。公司于 2013 年在中国作家协会指导下发起并创立了中国首个“网大公开课”（其前身为“网络文学大学”），秉承“创作改变人生”的理念，着力培养作家的创作能力，让网络文学新人更快走上职业道路。2022 年上半年，公司完成全阶课招生培训 8,400 人次，同比增长 105%；作家垂直社群突破 50,000 人次，累计培训学员超过 70,000 人次，覆盖全网超过 100 家原创文学网站，培养出一批优秀的网络文学作家。

图表 21：中文在线网络文学大学开学典礼（诺贝尔文学奖得主莫言为荣誉校长）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 数字内容：渠道+版权，拓宽销售方式，保障创作者权益

深化渠道合作，实现付费+免费双通道。公司除了通过优质内容向用户直接收费外，还向包括头部阅读平台、音频平台、三大运营商以及手机厂商等销售渠道做分销，与业内付费及免费销售渠道广泛合作。公司加强与头部平台的合作，稳固并增强渠道合作与销售能力，合作渠道覆盖了微信读书、QQ阅读、手机百度、七猫小说、番茄小说、追书神器、阳光书城、掌中云、掌读等重点互联网阅读平台，以及喜马拉雅、蜻蜓FM、懒人畅听、酷我畅听、番茄畅听、华为音乐等音频平台。2022年上半年，公司积极挖掘新媒体付费市场机会，针对性开展新媒体付费内容的推广及潜在市场机会的探索。

图表 22：中文在线部分合作渠道



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

技术赋能知识产权保护，保障创作者合法权益。公司以“长安链”为底层建设联盟链生态开发了区块链存证平台，通过与北京东方公证处、北京知识产权保护协会、中国科学技术法学会的合作，推出“权哨”、“无抄”两大平台，完善举证、维权的通道，构建对数据权益进行线上管理和保护的全环节、全维度的开放式系统平台。

图表 23：权哨官网



数据来源：公司官网，华福证券研究所

3.4 衍生开发：网文+IP，一体化开发，全生命周期经营

公司 IP 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 轻衍生同步开发”的创作模式。公司通过文学积累和受众基础孵化，已实现了从单一网文的生产和经营向文学 IP 全生命周期生产和经营的进化，形成了对优质网文在音频、中短剧、视频漫剧、动漫、影视以及文创周边等衍生形态的一体化开发模式。

公司通过子公司鸿达以太，在有声内容的提供上，拥有版权作品和原创文学两方面海量内容库。截至 2022 年 9 月，鸿达以太的合作主播超过 2,000 名，月产量超 4,000 小时，每年新增时长超 5 万小时，转化超 7 亿字。原创内容方面，公司一方面通过中文在线自有平台的 17 小说网、四月天和汤圆创作等平台，储备百万量级的版权；另一方面，公司与其他小说平台签约，引入优质版权，包括网易云阅读、书旗小说、咪咕阅读等头部平台。

图表 24：鸿达以太部分有声版权



数据来源：公司官网，华福证券研究所

影视方面，公司与头部平台合作，在手排片充裕。公司与快手、优酷、芒果 TV、抖音、哔哩哔哩等平台合作，进行中短剧的改编，多部根据公司四月天平台 IP 改编的中短剧取得了单部播放量过亿的佳绩，其中《别跟姐姐撒野》在播期间，全网话题播放量破 20 亿，猫眼全网热度 TOP 5，长期占据优酷在播剧热度排名 TOP 10。另外，公司《隐秘的角落》等优质剧集的制作拍摄单位万年影业合资成立了海南中文万年影视文化传媒有限公司，持续推进公司优质 IP 影视化长剧改编。截至 2022 年 6 月，公司在手有 10 多部中短剧储备和 1 部长剧排片计划。

图表 25：《别跟姐姐撒野》长期占据优酷在播剧热度 TOP 10

排名	剧名	平台热度
1	《传家》	9842
2	《重生之门》	9610
3	《法医秦明之读心者》	9522
4	《请叫我总监》	9447
5	《良辰好景知几何》	9374
6	《花间新娘》	9053
7	《你好呀我的橘子恋人》	8694
8	《杠杆》	8226
9	《别跟姐姐撒野》	7651

数据来源：艾漫数据，华福证券研究所

动漫方面，公司与腾讯、B 站、爱奇艺等平台开展合作。由公司与企鹅影视联合出品、原力动画制作的动画《修罗武神》预告片已发布，将在腾讯视频独家播出；由公司头部 IP 改编、《天台上的百事灵》原班人马制作的视频漫剧《妖怪公寓》及视频漫剧《喜欢你我是狗》在全网粉丝超过 800 万，定期在抖音、快手、B 站同步播出。

图表 26：《修罗武神》将登陆腾讯视频



数据来源：腾讯视频，华福证券研究所

3.5 元宇宙业务：新内容+新形态，新媒体渠道，打造数字藏品矩阵

前置原创内容是发展元宇宙的基石。内容是元宇宙的核心之一，文学作品本身天然与元宇宙有着共同的虚拟现实交互属性。公司拥有海量优质数字内容积累和持续原创内容的生产能力，有望多维度构建元宇宙元素。公司拥有的优质 IP 可为元宇宙场景落地提供内容支撑，改变人与内容的体验方式，形成崭新的故事情境。公司 2021 年推出了“首届全球元宇宙征文大赛”，以科幻硬核度、文学性、娱乐价值为三大考核标准，百万奖金为激励措施，期间共收集到超过 11,000 份投稿作品，2022 年 7 月 31 日评选完毕，优质的元宇宙内容 IP 为推动元宇宙业务落地奠定了坚实基础。

图表 27：元宇宙征文大赛开源奖获奖作品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司依靠平台优势前瞻性布局数字藏品和虚拟人业务。公司推出数字藏品平台，“第五镜面”已通过国家互联网信息办公室备案审核，并加入由上海文化产权交易所、新华网等联合发起的国家级数字文创规范治理生态矩阵，目前已发售刘慈欣首部科幻动画《烧火工》、张大千泼墨泼彩山水画、第九特区等系列数字藏品。公司与知名动画公司两点十分进行战略合作，联合开发虚拟数字人。2021年底，两点十分虚拟偶像“点赞仙”获得江苏卫视原创动漫形象竞演总冠军。通过与优质公司的合作，公司在得到对方的技术同时，有望得到流量的嫁接。

图表 28：第五镜面张大千数字藏品



数据来源：第五镜面 APP，华福证券研究所

图表 29：虚拟偶像（右为两点十分虚拟偶像点赞仙）



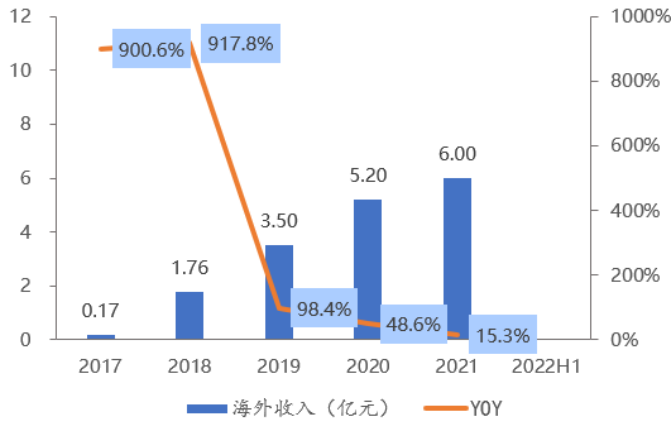
数据来源：第五镜面 APP，华福证券研究所

3.6 海外 2.0：文化输出+本土化，多点布局海外市场

公司海外业务拓展迅猛，2017-2021 年海外业务收入 CAGR 达 143%。2021 年公司海外业务收入为 6.00 亿元，同比增长 15.3%。对比海外业务和公司整体毛利率，海外业务始终高于整体约 20 pct，盈利能力更为强劲。因此公司看好海外市场潜力，

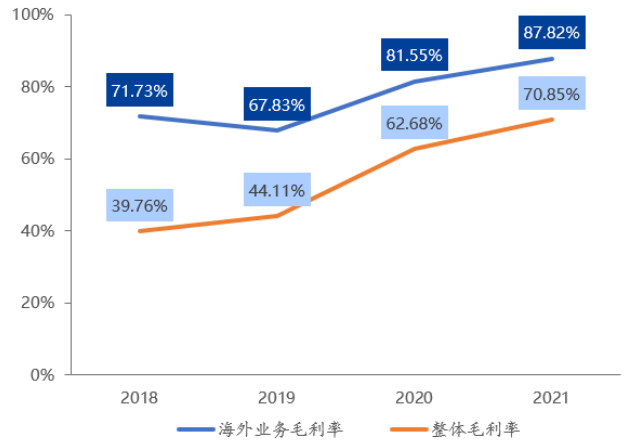
开启海外业务 2.0 战略，充分利用既有优势、深度结合自有海量内容和优质 IP，在全球范围内多点布局。公司已在美国、日本等地设立了子公司或分支机构，有望实现多地协同发展效应。

图表 30：2017-2021 年海外收入规模



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

图表 31：2018-2021 年海外毛利率和整体毛利率对比



数据来源：易观分析，华福证券研究所

公司聚焦欧美女性用户，开发玛丽苏式角色扮演游戏。2020 年，凭借 1500 万注册用户，Chapters 拿下美国该游戏品类安卓第 1，IOS 第 2 的成绩。2 年以来，公司在海外业务领域，海外公司持续聚焦新阅读的需求变化。截至 2022 年 6 月，互动式视觉阅读平台 Chapters 已经拥有英语、德语、西语、俄语、法语、日语、韩语、波兰语等 13 大语种版本。在成功推出 Chapter 之后，公司陆续推出的动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss 等产品覆盖了多种类型的用户群体，形成了丰富的内容矩阵，同时已上线 UGC 功能，帮助用户创作，提升创作者经济。

图表 32：Chapters 游戏海报



数据来源：公司公告，华福证券研究所

四、 盈利预测

4.1 收入与成本端：

公司逐步形成以文化产业为核心，教育业务为辅的业务结构；文化产业分为国内

和海外两个细分市场。

文化产业：1) 国内市场而言，考虑到公司 2022H1 国内文化产业收入约为 2.41 亿元，同比增长 35%，预计全年收入增速可持续，同时由于 2022 年上半年开拓新媒体渠道，未来两年将打开新的收入增长点。我们预计 2022-2024 年国内文化业务增速分别为 35%/40%/45%。经过我们的拆分，公司 2022H1 国内文化产业毛利率约为 23%，考虑到为开辟国内新媒体渠道，2022H1 营业成本同比增长 78.85%，成本摊薄当年，预计 2022 年国内文化产业毛利率为 45%。我们预计在渠道开辟成功后，公司将持续投入，并凭借国内数字内容第一梯队获较高议价权，2023-2024 年毛利率逐年小幅上涨，分别为 50%和 55%。

2) 在海外市场，考虑到公司 2022H1 海外收入为 2.33 亿元，同比降低 30%，考虑到公司海外 2.0 新布局，2022-2024 年海外文化收入增速分别为-10%/20%/25%。海外文化业务毛利率近年保持在 80%以上水平，预计 2022-2024 年海外文化业务毛利率趋于稳定，保持在 85%水平。

我们预计教育和其他业务收入将保持稳定小幅增长，2022-2024 年教育业务收入增速分别为 8%/5%/3%，2022-2024 年其他业务收入增速均为 15%；毛利率情况稳定，2022-2024 年教育业务毛利率维持在 70%水平，其他业务均为 90%毛利率。

图表 33：中文在线营业收入预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
文化业务	国内营收	291.96	388.89	538.02	726.33	1016.86	1474.44
	YoY	-52.99%	33.20%	38.35%	35.00%	40.00%	45.00%
	国内毛利率	12.37%	36.87%	52.34%	45.00%	50.00%	55.00%
	海外营收	349.78	519.86	599.60	539.64	647.57	809.46
	YoY	98.43%	48.62%	15.34%	-10.00%	20.00%	25.00%
	海外毛利率	67.83%	81.55%	87.82%	85.00%	85.00%	85.00%
教育业务	营收	59.73	62.26	40.59	43.84	46.03	47.41
	YoY	-30.88%	4.24%	-34.81%	8.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	60.53%	67.37%	69.24%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务	营收	63.64	67.15	51.23	58.91	67.75	77.91
	YoY	-27.79%	5.52%	-23.71%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率		96.36%	91.00%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	营收	705.38	975.90	1188.85	1368.72	1732.18	2361.82
	YoY	-20.34%	38.35%	21.82%	15.13%	26.55%	36.35%
	毛利率	44.11%	62.68%	70.85%	63.51%	63.85%	65.83%

数据来源：公司财报、华福证券研究所（金额单位：百万元）

4.2 费用端：

销售费用率方面：公司 2022 年上半年在海外营销费用降低，销售费用率较 2021 年底降低 10 pct，我们认为在当下广告预算缩减的情况下，预计 2022 年销售费率为

25%；2023-2024 年经济环境转好，公司在营销方面投入逐渐回归上一年水平，预计销售费率分别为 30%和 35%。

管理费用率方面：公司 2022H1 管理费率为 16.29%，主要为股权激励政策支付提升，公司三费管控稳定，预计 2022-2024 年管理费率为 16%/14%/15%。

研发费用率方面：由于公司布局元宇宙，自 2018 年以来涉及技术投入，我们预计未来三年公司仍然会有研发投入。我们预计 2022-2024 年研发费率分别为 10%/8%/5%。

4.3 投资建议：

我们预计 2022-2024 年公司分别实现营收 13.69/17.32/23.62 亿元；归母净利润分别 1.39/1.70/1.95 亿元；EPS 分别为 0.19/0.23/0.27 元。参照比公司掌阅科技、视觉中国、中国电影 2022 年 PE 均值为 45.96，考虑公司元宇宙前瞻布局和海外市场积累，给予公司 50 倍 PE，对应 2022 年目标市值为 69.42 亿元，给予目标价至 9.43 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 34：中文在线可比公司估值表（市值截至 2022 年 9 月 19 日）

证券代码	公司名称	市值(亿元)	PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E
603533.SH	掌阅科技	65.33	74.34	30.93	22.54	17.91
000681.SZ	视觉中国	65.41	109.54	47.20	34.99	28.15
600977.SH	中国电影	200.33	101.17	59.76	23.05	19.73
均值			91.94	45.96	28.77	23.03

数据来源：Wind，华福证券研究所。

五、风险提示

- 1) 行业监管政策的风险。公司以文化创作为业务发展源头，行业监管政策收缩可能导致内容审核、分发渠道、收入形式等方面受阻。
- 2) IP 开发低于或慢于预期。公司经过一系列战略和组织架构调整，在 IP 开发的进程、确定性均有提升，但需要阶段性验证，不能抵消本身存在的不确定性。
- 3) 海外市场拓展不及预期的风险。海外阅读市场竞争逐渐激烈，叠加网文出海的需求增速放缓的因素，海外市场收入存在不确定性。
- 4) 元宇宙业务发展不及预期。元宇宙发展尚处在初期，具有不确定性。

图表 35：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	495	565	738	945	营业收入	1,189	1,369	1,732	2,362
应收票据及账款	112	118	135	177	营业成本	347	499	626	807
预付账款	151	150	188	242	税金及附加	3	7	6	9
存货	2	2	7	6	销售费用	430	342	520	827
合同资产	4	3	4	7	管理费用	166	219	243	354
其他流动资产	561	491	540	632	研发费用	115	137	139	118
流动资产合计	1,320	1,326	1,608	2,002	财务费用	5	-9	-17	-17
长期股权投资	172	172	172	172	信用减值损失	-2	-1	1	1
固定资产	23	19	16	13	资产减值损失	-29	-1	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	18	13	11	14
无形资产	240	267	293	324	投资收益	51	46	59	52
商誉	16	16	16	16	其他收益	9	9	9	9
其他非流动资产	424	459	480	507	营业利润	169	240	295	340
非流动资产合计	875	933	977	1,033	营业外收入	8	8	8	8
资产合计	2,195	2,259	2,585	3,036	营业外支出	3	3	3	3
短期借款	245	0	0	45	利润总额	174	245	300	345
应付票据及账款	95	150	190	247	所得税	29	42	51	59
预收款项	1	41	50	36	净利润	145	203	249	286
合同负债	104	68	87	118	少数股东损益	46	65	79	91
其他应付款	13	13	13	13	归属母公司净利润	99	138	170	195
其他流动负债	85	107	117	161	EPS (按最新股本摊薄)	0.13	0.19	0.23	0.27
流动负债合计	544	380	456	620	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	33	33	33	33	营业收入增长率	21.8%	15.1%	26.6%	36.3%
非流动负债合计	33	33	33	33	EBIT 增长率	193.9%	31.8%	20.0%	15.9%
负债合计	577	412	489	653	归母公司净利润增长率	101.9%	40.5%	22.6%	14.9%
归属母公司所有者权益	1,563	1,727	1,897	2,093	获利能力				
少数股东权益	55	120	199	290	毛利率	70.9%	63.5%	63.9%	65.8%
所有者权益合计	1,618	1,847	2,096	2,383	净利率	12.2%	14.9%	14.4%	12.1%
负债和股东权益	2,195	2,259	2,585	3,036	ROE	6.1%	7.5%	8.1%	8.2%
现金流量表					ROIC	21.3%	26.8%	26.0%	24.5%
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	31	266	193	231	资产负债率	26.3%	18.2%	18.9%	21.5%
现金收益	222	223	269	309	流动比率	2.4	3.5	3.5	3.2
存货影响	4	-1	-5	1	速动比率	2.4	3.5	3.5	3.2
经营性应收影响	23	-4	-55	-96	营运能力				
经营性应付影响	-33	94	48	44	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
其他影响	-185	-47	-64	-27	应收账款周转天数	43	30	26	24
投资活动现金流	-71	39	-37	-85	存货周转天数	4	1	3	3
资本支出	-74	-52	-59	-69	每股指标(元)				
股权投资	-15	0	0	0	每股收益	0.13	0.19	0.23	0.27
其他长期资产变化	18	91	22	-16	每股经营现金流	0.04	0.36	0.26	0.31
融资活动现金流	84	-236	17	61	每股净资产	2.12	2.35	2.58	2.84
借款增加	128	-245	0	45	估值比率				
股利及利息支付	-6	-5	0	-1	P/E	64	45	37	32
股东融资	0	0	0	0	P/B	4	4	3	3
其他影响	-38	14	17	17	EV/EBITDA	63	60	49	43

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn