

# 中文在线 (300364.SZ)

## 中文在线 (300364.SZ) 2022 年报暨 2023 一季报点评：22 年阶段性承压，AIGC 注入新动能

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,189	1,180	1,647	1,988	2,171
增长率 yoy (%)	21.8	-0.8	39.6	20.7	9.2
归母净利润 (百万元)	99	-362	161	219	306
增长率 yoy (%)	101.9	-466.4	144.4	36.0	40.0
ROE (%)	8.9	-29.6	13.0	15.5	17.8
EPS 最新摊薄 (元)	0.14	-0.50	0.22	0.30	0.42
P/E (倍)	162.9	-44.5	100.1	73.6	52.5
P/B (倍)	10.3	14.0	12.2	10.5	8.8

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

**22 年阶段性承压，23 年收入强复苏：**公司 22 年实现营业收入 11.8 亿元，同比减少 0.78%，23Q1 公司实现营业收入 2.88 亿元，同比增加 24.8%。其中 2022 年收入主要系海外业务受全年国际局势动荡影响相关业务开展造成部分收入下降，同时国内疫情使得渠道端销售压力增加。公司 2022 年归母净利润亏损 3.62 亿元，主要亏损在于在线教育平台项目受到宏观环境和政策影响，导致目前项目在于立项时产生了重大变化，不再具备商业化条件，计提减值准备及公允价值变动损失 1.95 亿元。2023Q1 归母净利润亏损 3722 万元，主要为主力文学业务渠道费用和营销费用增加所致。

**毛利率上升，期间费用下降，公司经营能力持续上升：**公司 2022 年销售费用率为 39.20%，2023Q1 为 45.26%，同、环比上升较为明显，主要原因在于公司主业文学推广发行需要流量支撑，渠道买量、营销费用增加明显，对公司利润有一定影响，同时本身文学作品推广依赖销售杠杆，现象级、爆款作品的出现可以较为明显的增加投入产出比，公司坐拥庞大作家群体以及以 17K 小说网为首的较为完善的流量触达网络，销售费用的持续投入有望对公司业绩不断催化，贡献长期增长动能。公司 2022 年经减值处理后商誉下降明显，目前账上仅剩 22 万元商誉，同比下降 98.65%，公司经此次大幅度的商誉减值处理后，2023 年轻装上阵，未来商誉对公司已不构成重大影响，有利于公司未来基本面长期、稳定、健康发展。

**积极拥抱 AIGC，多领域赋能陆续落地：**高质量数据要素是 AI 大模型发展的关键资源，中文在线平台每天产生数以亿计的文字内容，如果加上音频、视频，中文在线的高质量数据已经超过了 55TB。同时公司在 AI 绘画、AI 主播、AI 辅助创作等方面有相关产品落地；海外产品 Chapters 与 MyEscape 正在与 ChatGPT 进行集成测试，有望在未来创造增长动能。

**投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司实现营收 16.4/19.8/21.7 亿元；归母净利润 1.6/2.1/3.6 亿元；EPS 0.22/0.30/0.42 元。对应 PE 分别为 100/73/52 倍。公司主业处于持续上升通道，同时公司坐拥海量高质量数据要素，有望为国产 AI 大模型添砖加瓦，首次覆盖，予以“买入”评级。

**风险提示：**AI 发展不及预期；AI 产品商业化落地不及预期；网络文学内容市场接受度不及预期；宏观经济波动影响娱乐消费需求等。

买入 (首次评级)	
<b>股票信息</b>	
行业	传媒
2023 年 5 月 8 日收盘价 (元)	20.69
总市值 (百万元)	15,102.45
流通市值 (百万元)	13,449.56
总股本 (百万股)	729.94
流通股本 (百万股)	650.05
近 3 月日均成交额 (百万元)	2,212.34



**作者**

分析师 侯宾  
 执业证书编号: S1070522080001  
 邮箱: houbin@cgws.com

**相关研究**

## 内容目录

1. 财务分析 .....	3
1.1 业绩总览：22 年阶段性承压，23 年收入强复苏 .....	3
1.2 销售费用趋势性增加，商誉瘦身充分 .....	4
2. 公司经营：积极拥抱 AIGC，多领域赋能陆续落地 .....	4
2.1 主业处于增量市场，持续生产优质网络文学内容 .....	4
2.2 紧握高质量数据要素，助力 AI 蓬勃发展 .....	5
2.3 海外产品接入 Chat gpt 测试 .....	5
2.4 多款 AI 应用落地 .....	5
2.5 AI 跨模态成为趋势，文字要素成为生产基石 .....	5
3. 投资建议 .....	6
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

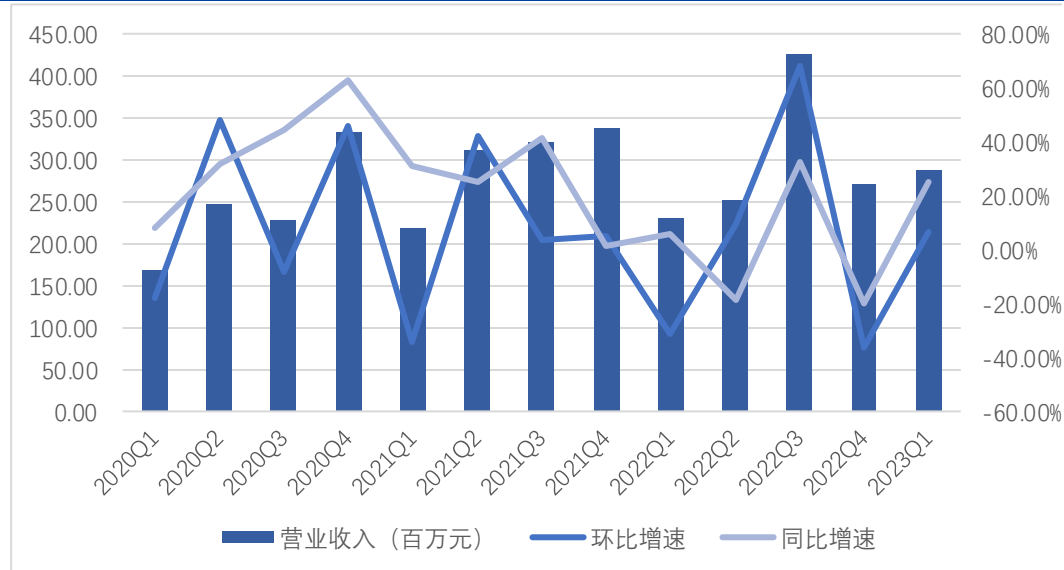
图表 1: 公司 2020-2022 各季度营收及同比增速 .....	3
图表 2: 公司 2020-2022 各季度归母净利润及同比增速 .....	3
图表 3: 公司 2018-2022 年商誉余额变化 (百万元) .....	4
图表 4: 公司 2019-2022 年各项期间费率水平 .....	4

## 1. 财务分析

### 1.1 业绩总览：22 年阶段性承压，23 年收入强复苏

公司 22 年实现收入 11.8 亿元，同比减少 0.78%，2023Q1 公司实现收入 2.88 亿元同比增加 24.8%。其中 2022 年收入主要系海外业务受俄乌冲突等全年国际局势动荡影响相关业务开展造成部分收入下降，同时受大环境影响渠道端销售压力增加，2023 年一季度在经济企稳复苏的环境下公司收入增长较为显著。

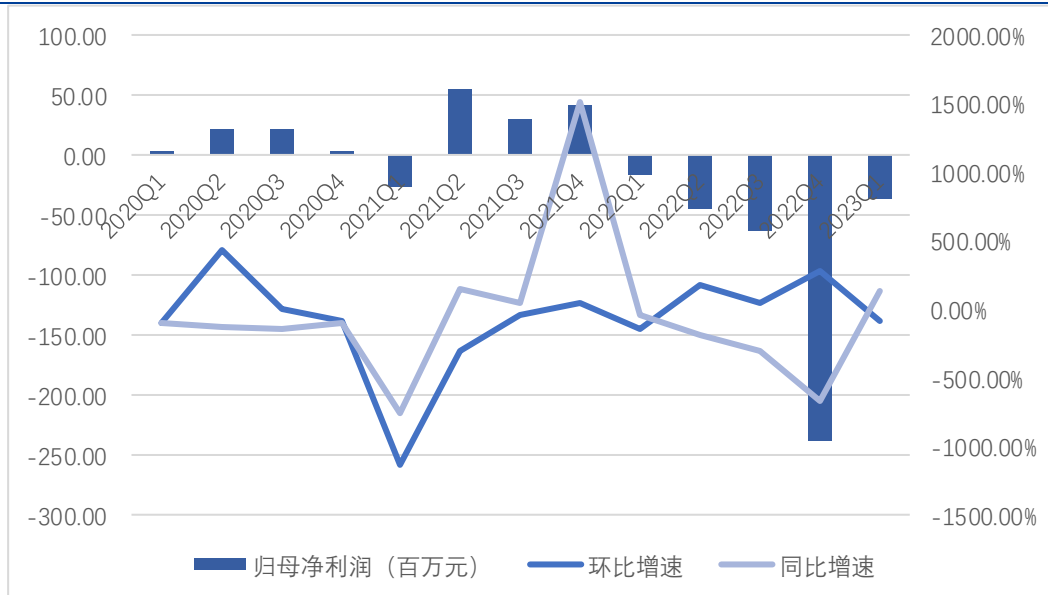
图表1: 公司 2020-2022 各季度营收及同比增速



资料来源: 公司 2022 年报, 2023 年一季度报告, 长城证券产业金融研究院

公司 2022 年归母净亏损 3.62 亿元，主要亏损在于在线教育平台项目受到宏观环境和政策影响，导致目前项目在于立项时产生了重大变化，不再具备商业化条件，计提减值准备及公允价值变动损失 1.95 亿元。2023Q1 公司归母净亏损 3722 万元，主要为国际环境持续扰动以及主力文学业务渠道费用和营销费用增加所致。

图表2: 公司 2020-2022 各季度归母净利润及同比增速

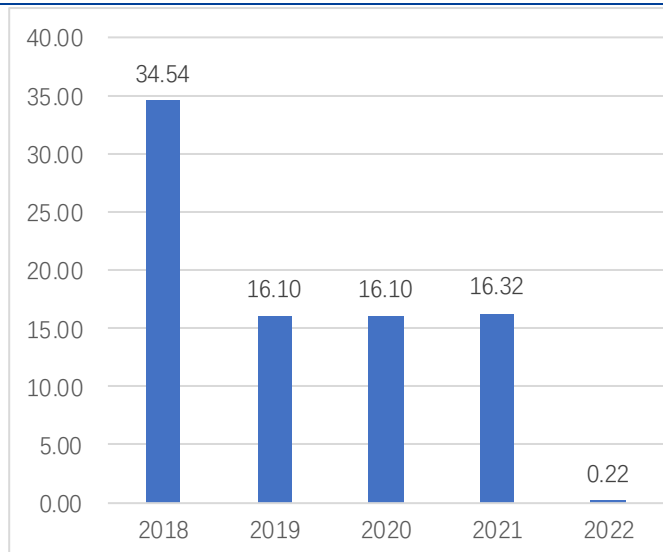


资料来源: 公司 2022 年报, 2023 年一季度报告, 长城证券产业金融研究院

## 1.2 销售费用趋势性增加，商誉瘦身充分

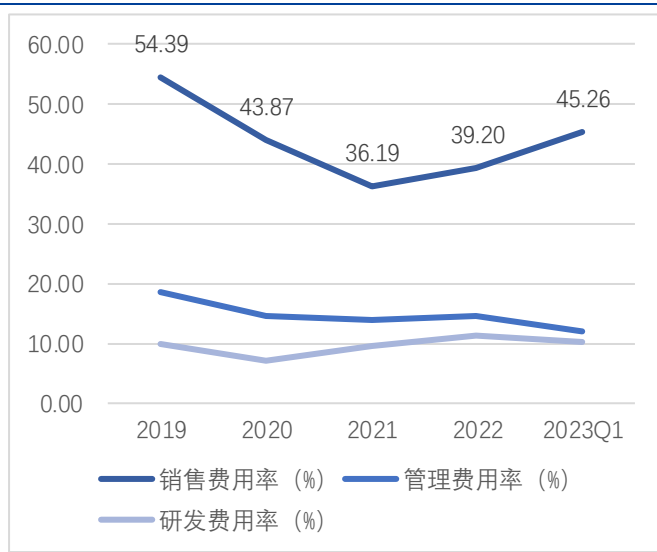
公司 2022 年销售费用率为 39.20%，2023Q1 为 45.26%，同、环比上升较为明显，主要原因在于公司主业文学推广发行需要流量支撑，渠道买量、营销费用增加明显，对公司利润有一定影响，同时本身文学作品推广依赖销售杠杆，现象级、爆款作品的出现可以较为明显的增加投入产出比，公司坐拥庞大作家群体以及以 17K 小说网为首的较为完善的流量触达网络，销售费用的持续投入有望对公司业绩不断催化，贡献长期增长动能。

图表3: 公司 2018-2022 年商誉余额变化 (百万元)



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表4: 公司 2019-2022 年各项期间费率水平



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

公司 2022 年经减值处理后商誉下降明显，目前商誉余额仅 22 万元，同比下降 98.65%，公司经此次大幅度的商誉减值处理后，2023 年轻装上阵，未来商誉对公司已不构成重大影响，有利于公司未来基本面长期、稳定、健康发展。

## 2. 公司经营：积极拥抱 AIGC，多领域赋能陆续落地

### 2.1 主业处于增量市场，持续生产优质网络文学内容

2023 年 4 月 10 日，中国社会科学院文学研究所发布《2022 中国网络文学发展研究报告》显示，2022 年网络文学市场规模 389.3 亿元，同比实现了 8.8% 的高速增长；2022 年网络文学用户规模达 4.92 亿；中国网络文学作家数量累计超 2,278 万、涵盖 57 个国民经济行业大类。据第三方机构易观数据统计，2022 年，包括出版、游戏、影视、动漫、音乐、音频等在内的中国网络文学 IP 全版权运营市场，整体影响规模超过 2,520 亿元，预计到 2025 年这一规模将突破 3,000 亿元，市场规模年增长预计超百亿。

公司旗下作用 17K 小说网、四月天小说网等著名网络文学平台，2022 年也诞生了如《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》《天下藏局》《九域凡仙》《长生仙游》《星辰与灰烬》《混沌剑神》《万古第一神》等作品创下优异成绩。

## 2.2 紧握高质量数据要素，助力 AI 蓬勃发展

中文在线董事长童之磊在 2023 年的《致股东信：写在 AI 内容大爆炸元年》中指出，随着中国公司自研大模型建设的推进，高质量的中文数据资源日益稀缺，占有数据、获取数据的能力已经成为核心竞争力之一。中文在线拥有的海量优质正版数据本身就是庞大且高质量的语料库，能够大幅提高模型训练效果。中文在线平台每天还会产生数以亿计的文字内容，更是源源不绝地为模型研发注入数据能源。如果加上音频、视频，中文在线的高质量数据已经超过了 55TB。

未来中文在线在 AI 竞争中手握海量高质量数据要素，加上完善的版权保护机制，致力于推动国产大模型的优化升级，打造自主可控的人工智能操作系统，助力国产 AI 蓬勃发展。

## 2.3 海外产品接入 Chat gpt 测试

目前，公司的海外产品 Chapters 与 MyEscape 正在与 ChatGPT 进行集成测试，以实现故事生成、剧本创作与改编以及与 AI 互动聊天等功能。这将有助于降低创作成本，提升创作效率和增加剧情多样性。Chapters 作为一款互动阅读游戏，主要让玩家通过对话来感受各种故事。玩家的选择将引导故事朝着不同方向发展，形成各具特色的结局。此外，Chapters 包含了大量的原创玩家作品，涵盖了视觉小说和对话式小说两大类。而 MyEscape 则是一款时下流行的线上虚拟恋爱互动游戏，游戏中，玩家可以与多个虚拟角色互动、配对以及体验虚拟约会。

## 2.4 多款 AI 应用落地

公司已推出 AI 主播、AI 文字、AI 绘画创作功能，并在研发推动更多 AIGC 功能落地。其中 AI 主播已在有声书生产中应用，根据文字故事情节的真实语境，用独创的情绪情感控制模块，结合语音深度学习合成技术，真实还原角色情感，生动模拟人声音色以塑造角色，讲述故事。AI 文字创作功能已在 17K 小说网上线，可自动生成文字内容，作者在使用该功能时，通过针对不同的描写场景填写关键词和辅助短语，即可生成对应的文字内容描写用于作品使用，目前可针对人物、物品等进行 AI 文字创作，并针对不同的作品类别如古风、都市等进行不同的内容适配。AI 绘画适配于海外产品阅读游戏产品 Chapters，自动生成相关图片提升玩家体验。

## 2.5 AI 跨模态成为趋势，文字要素成为生产基石

未来 AI 应用端路径逐渐清晰，跨模态生成成为趋势。从 Midjourney 的文字生成图片，到众多文字转换虚拟主播应用层出不穷，再到 Gen2、CogVideo 等文字生成视频，跨模态生成的产品成熟度不断增加，是未来 AI 生产力持续发展的重要方向。在此趋势下具备“精准、凝练、想象力、文学素养、创造力”等特征的文字有望成为生产基石。中文在线所拥有的海量文字数据要素充满着大量创作者的心血与创意，未来高质量文字资产价值有望重新定义，公司过去长期的行业沉淀在新生产力革命的技术浪潮中具备诞生新价值的庞大潜力。

### 3.投资建议

我们预计 2023-2025 年公司实现营收 16.4/19.8/21.7 亿元；归母净利润 1.6/2.1/3.0 亿元；EPS 0.22/0.30/0.42 元。对应 PE 分别为 100/73/52 倍。公司主业处于持续上升通道，同时公司坐拥海量高质量数据要素，有望为国产 AI 大模型添砖加瓦，首次覆盖，予以“买入”评级。

### 4.风险提示

AI 发展不及预期；AI 产品商业化落地不及预期；网络文学内容市场接受度不及预期；宏观经济波动影响娱乐消费需求等。

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1320	1071	1526	1664	2183
现金	495	510	712	946	1261
应收票据及应收账款	112	106	237	151	286
其他应收款	21	13	35	23	40
预付账款	151	182	283	279	334
存货	2	1	2	2	2
其他流动资产	540	259	258	263	260
<b>非流动资产</b>	875	794	723	627	531
长期投资	172	158	146	136	126
固定资产	23	26	45	51	49
无形资产	366	286	210	131	53
其他非流动资产	314	324	321	308	302
<b>资产总计</b>	2195	1865	2248	2291	2714
<b>流动负债</b>	544	622	824	610	676
短期借款	245	268	432	268	268
应付票据及应付账款	95	106	155	99	171
其他流动负债	204	248	237	243	236
<b>非流动负债</b>	33	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	577	653	855	641	706
少数股东权益	55	59	80	117	168
股本	727	736	736	736	736
资本公积	2498	2538	2538	2538	2538
留存收益	-1637	-1999	-1818	-1562	-1204
归属母公司股东权益	1563	1154	1314	1533	1839
<b>负债和股东权益</b>	2195	1865	2248	2291	2714

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	31	13	-27	295	205
净利润	145	-359	182	256	357
折旧摊销	73	97	33	35	37
财务费用	5	6	13	11	-3
投资损失	-51	-17	-39	-47	-39
营运资金变动	-185	51	-189	69	-106
其他经营现金流	45	235	-26	-29	-41
<b>投资活动现金流</b>	-71	-38	87	114	107
资本支出	90	146	-27	-50	-50
长期投资	-20	74	11	10	10
其他投资现金流	39	33	49	53	47
<b>筹资活动现金流</b>	84	105	-22	-11	3
短期借款	118	23	164	-164	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	17	40	0	0	0
其他筹资现金流	-51	34	-186	153	3
<b>现金净增加额</b>	40	92	38	398	315

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1189	1180	1647	1988	2171
营业成本	347	591	587	659	654
营业税金及附加	3	2	5	5	6
销售费用	430	462	545	658	701
管理费用	166	173	236	288	306
研发费用	115	133	156	187	216
财务费用	5	6	13	11	-3
资产和信用减值损失	-29	-156	-9	-7	-2
其他收益	9	11	11	10	10
公允价值变动收益	18	-1	10	7	8
投资净收益	51	17	39	47	39
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	169	-360	191	273	383
营业外收入	8	3	5	5	5
营业外支出	3	2	4	3	3
<b>利润总额</b>	174	-360	191	275	385
所得税	30	-1	10	19	28
<b>净利润</b>	145	-359	182	256	357
少数股东损益	46	3	21	37	51
<b>归属母公司净利润</b>	99	-362	161	219	306
EBITDA	248	-262	231	311	409
EPS (元/股)	0.14	-0.50	0.22	0.30	0.42

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	21.8	-0.8	39.6	20.7	9.2
营业利润 (%)	189.7	-313.0	152.9	43.0	40.5
归属母公司净利润 (%)	101.9	-466.4	144.4	36.0	40.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	70.9	49.9	64.4	66.8	69.9
净利率 (%)	12.2	-30.4	11.0	12.9	16.5
ROE (%)	8.9	-29.6	13.0	15.5	17.8
ROIC (%)	7.9	-24.8	10.7	14.1	16.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.3	35.0	38.0	28.0	26.0
净负债比率 (%)	-14.0	-18.2	-19.3	-40.4	-48.9
流动比率	2.4	1.7	1.9	2.7	3.2
速动比率	1.9	1.2	1.3	2.0	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	8.4	10.9	9.6	10.2	9.9
应付账款周转率	3.1	5.9	4.5	5.2	4.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.14	-0.50	0.22	0.30	0.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.02	-0.04	0.40	0.28
每股净资产 (最新摊薄)	2.14	1.58	1.80	2.10	2.52
<b>估值比率</b>					
P/E	162.9	-44.5	100.1	73.6	52.5
P/B	10.3	14.0	12.2	10.5	8.8
EV/EBITDA	63.2	-61.0	68.8	50.1	37.4

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

