



Research and
Development Center

“出版+互联网”模式跑通，AI 校对有望打开多领域成长空间

— 果麦文化（301052.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

果麦文化(301052.SZ)

投资评级 买入

上次评级

公司主要数据

收盘价(元)	55.2
52周内股价波动区间(元)	20.95-78.3
最近一月涨跌幅(%)	48.55%
总股本(亿股)	0.73
流通A股比例(%)	75.3%
总市值(亿元)	40.16

资料来源: Wind, iFind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

果麦文化：“出版+互联网”模式跑通，AI校对有望打开多领域成长空间

2023年11月28日

报告内容摘要:

- ◆传统图书发行销售市场增速下滑，电商及短视频平台图书零售码洋规模上升，果麦文化独特模式有望受益。根据开卷信息，2019年前得益于少儿、社科、文艺等图书零售规模的不断增加，图书整体市场零售规模增幅较为明显，2019年全国图书零售市场码洋规模达到1,022.7亿元，较2018年增长了14.43%，自2014年以来继续保持两位数增长率增长。而后受到国内疫情、人均收入下降等因素影响，图书零售市场码洋规模均低于2019年。2022年我国图书零售市场同比下降11.77%，而果麦文化23H1营收增速不降反升，同比+8.89%，23年前三季度营收同比+4.57%。
- ◆互联网基因赋能出版行业，打造独特的“CBC模式”。果麦文化基于公司自身的互联网产品矩阵连接用户而产生收入的业务，包括通过互联网产品矩阵直销带货产生的互联网2C销售收入，以及互联网广告收入等。通过图文、声音播客、短视频和直播以及各大电商的商家自营旗舰店等方式向用户推送相契合的产品信息，进一步实现了精准2C直销带货。公司互联网用户从2022年底的7,400万，增至2023年6月底的7,950万，半年增幅7.43%，其中超过10万粉丝的新媒体平台账号由2022年底的60款增至2023年6月底的65款。
- ◆ToC自营渠道收入占比提高有望带动公司整体毛利率上行。2022年公司互联网图书销售渠道收入为8,281万元，占比总营收18%。2023年上半年公司互联网2C渠道销售收入5,685万元，占比提高至24%，2022年同期为3,919万元，同比+45.1%。自营直销渠道高增速验证了公司“出版+互联网”模式的先进性，由于自营渠道毛利率较代销渠道高，因此该部分业务收入占比的提升有望带动果麦文化总体毛利率的提升。
- ◆根据我们预测，我国出版行业文字校对市场规模近20亿元，果麦AI校对产品给出版行业带来降本增效，后续有望打开新闻稿件、敏感词审校、论文等多领域文字校对市场空间，公司增长曲线较为多元。我国出版行业文字校对收取审校费用，审校费即三审三校的费用。作者提交稿件后，出版公司需要协助作者完成文稿的三审三校，这部分工作需要安排大量的人力和物力，对文稿进行再三的审核校对和错误修正。2023年果麦文化以现金1,500万元增资星图比特，增资后持股比例为6%，并签订了《AI文字校对软件开发合作协议》，委托星图比特为公司开发AI文本校对中的SaaS软件和算法系统，负责完成AI文本校对软件的设计开发、移交、培训服务工作。我们认为，果麦文化在多年图书制作出版行业中积攒了海量的文字底稿优势，叠加出版行业客户数据端资源提供，AI校对产品相较纯AI技术公司制作出版应用产品在语意理解、逻辑理解端优势显著，产品测试效果较好，后续有望拓展至新闻稿件、公司年报审核、敏感词审校等市场，进一步打开大文娱赛道应用市场空间。
- ◆我们预计，公司2023-2025年营业收入分别为56,953/69,050/83,197万元，同比增速分别为23.3%/21.2%/20.5%。公司2023-2025年归母净利润分别为9,347/11,191/13,231万元，同比增速分别为129.1%/19.7%/18.2%，截至2023年11月28日，对应PE分别为42.97/35.89/30.36x。若2024年及后续公司AI校对业务进展顺利、拿到相关AI校对业务订单，且由于公司AI校对产品在行业中竞争对手较少、产品具备较强的竞争力，我们预计公司为出版行业客户提供的AI校对产

品服务有望给果麦打开新的增长曲线和营收利润贡献，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**AI 校对产品进展不及预期、图书出版发行增速持续下滑

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(万元)	46,127	46,201	56,953	69,050	83,197
增长率 YoY %	29.8%	0.2%	23.3%	21.2%	20.5%
归属母公司净利润(万元)	5,673	4,080	9,347	11,191	13,231
增长率 YoY%	38.7%	-28.1%	129.1%	19.7%	18.2%
毛利率%	48.0%	49.4%	49.5%	50.0%	50.0%
净资产收益率ROE%	10.3%	6.8%	13.2%	13.7%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.78	0.56	1.28	1.54	1.82
市盈率 P/E(倍)	70.80	98.43	42.97	35.89	30.36
市净率 P/B(倍)	7.26	6.66	5.69	4.91	4.23

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 28 日收盘价

目录

一、公司概况.....	5
二、行业分析（图书市场、动漫市场、文字校对市场）.....	8
三、主营业务分析及 AI 校对产品布局.....	12
四、财务分析.....	19
五、盈利预测、估值与投资评级.....	21
六、风险因素.....	22

图目录

图 1: 公司畅销书矩.....	5
图 2: 公司发展历史.....	6
图 3: 公司股权结构（截至 2022.11.....	6
图 4: 公司人均创收、人均薪酬对比图.....	7
图 5: 公司人均创利、人均薪酬对比图.....	8
图 6: 2010-2022 年全国图书零售市场码洋及增长率变动情况.....	8
图 7: 2022H1、2023H1 图书短视频电商渠道码洋占比提升.....	9
图 8: 2014-2019 年图书零售市场头部品种的码洋贡献率.....	9
图 9: 2017-2025E 我国二次元动画、漫画、游戏市场规模（亿元）.....	10
图 10: 当当网果麦文化出品漫画.....	10
图 11: 2021-2022 年公司营收按销售模式分拆.....	12
图 12: 2021-2023H1 公司互联网用户规模（万人）.....	14
图 13: 果麦文化互联网账号矩阵.....	14
图 14: 2021-2022、2022H1-2023H1 公司互联网 2C 直销收入（万元）及占比总营收.....	15
图 15: 2019 年古典文学图书各公司码洋占有率.....	15
图 17: 2022 年图书零售市场非虚构类整体榜.....	16
图 18: 金山黑马校对产品.....	16
图 19: 方正校对软件.....	16
图 20: 蜜度校对通产品.....	18
图 21: 2018-2023Q3 公司营业收入（万元）及同比增速.....	19
图 22: 2018-2023Q3 公司营业成本（万元）及同比增速.....	19
图 23: 2018-2023Q3 公司销售费用、管理费用、研发费用（万元）.....	20
图 24: 2018-2023Q3 公司归母净利润（万元）及同比增速.....	20
图 25: 2018-2023Q3 公司毛利率变化.....	20
图 26: 2018-2023Q3 公司归母净利率变化.....	21

表目录

表 1: 公司与持有公司股份作家的合作情况.....	7
表 2: 出版行业校对市场规模测算.....	11
表 3: 截至 2020 年 6 月果麦策划发行的公版图书累计销量前五名.....	12
表 4: 截至 2020 年 6 月果麦版权图书累计销量前五名.....	13
表 5: 同行业估值比较（截至 2023 年 11 月 28 日）.....	22

一、公司概况

1、公司介绍

果麦文化成立于 2012 年，出版发行富含“价值和美”的图书产品，运用封面设计、插画、排版、纸张印刷工艺等各种方法展示艺术美感。不同于传统的图书出版发行商，公司积极探索“出版+互联网”新模式，积极拥抱网络新媒体、AI 等先进技术，在“微信”、“微博”、“抖音”、“小红书”等各大新媒体平台建立之初，就建立涵盖了公司及作者账号的互联网产品矩阵，推送基于公司内容数据库研发的图、文、音频、视频等互联网内容，吸引粉丝，连接用户。公司一直致力于在公版图书领域打造“果麦经典”产品线，同时在版权图书领域果麦在社科领域的学术文化、心理自助、女性成长、教育等垂直赛道推出了一系列畅销书，坚持“畅销+长销”战略。

图 1：公司畅销书矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

截至 2023 年 6 月 30 日，公司互联网用户数达 7,950 万，运营的互联网产品账号超过 118 款，包括微博账号“知书少年果麦麦”、“果麦文化”，抖音账号“果麦书单”、“小嘉啊”、“戴建业”、“刘同”；快手账号“琪琪的奇书馆”、“小亭不停课”；微信公众号“2040 书店”、“易中天”、“罗翔说刑法”、“张皓宸”、“榕榕姐姐读童书”、“庆山”等。公司基于内容驱动互联网产品开发，连接用户，实现互联网营销、销售及其他互联网业务。通过互联网用户数据及反馈，反向驱动内容的迭代与研发，从而实现“出版+互联网”交互驱动的良好循环。

2、发展历史

2012 年 4 月 27 日，路金波和周巧蓉共同出资设立果麦文化有限公司（以下简称“果麦有限”）；2017 年 11 月 15 日，果麦有限召开股东会，决议同意公司整体变更为股份有限公司；2020 年 11 月 25 日，果麦文化传媒股份有限公司在创业板成功过会；2021 年 8 月 30 日，果麦首次公开发行 A 股上市；2022 年 7 月 1 日，果麦在上海、北京、杭州等地同步举行果麦文化成立十周年庆典，复盘产品研发的经验教训，回忆与重要作者、译者的合作经历，发布 2040 年愿景。

图 2：公司发展历史

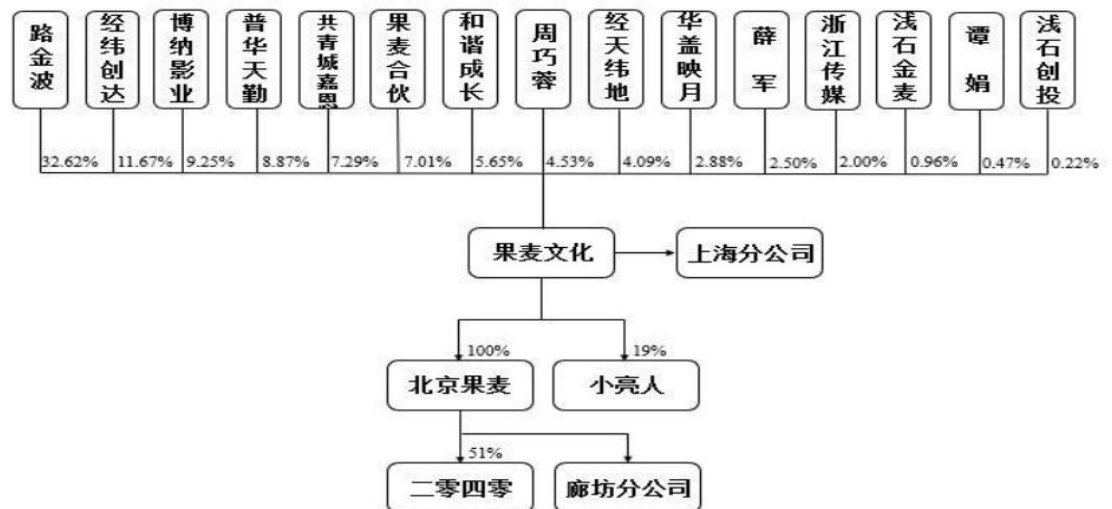


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3、股权结构及管理团队

截至 2020 年 6 月 28 日招股书（申报稿）发布，公司股权架构如下所示。公司共有 15 名股东，其中，自然人股东 4 名，分别为路金波、周巧蓉、薛军和谭娟。其余 11 名非自然人股东中经纬创达、普华天勤、和谐成长、经天纬地、华盖映月、浅石金麦和浅石创投 7 名股东均为私募投资基金股东，另外 4 名股东分别为果麦合伙、博纳影业、共青城嘉恩、浙江传媒。公司创始人、董事长，路金波本人也曾是网络作家。早在 1997 年就用笔名“李寻欢”闯荡网文江湖。2002 年转型为出版商成为网红作者背后的推手。同时在影视端也参与出品影视作品如《飞驰人生》、《乘风破浪》、《后会无期》、《万物生长》以及《万万没想到》等。

图 3：公司股权结构（截至 2020 年 6 月 28 日）



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

截至 2023 年三季度，董事长路金波持股占比 24.5%、共青城嘉恩投资管理合伙企业持股占比 5.14%，南方天辰投资管理有限公司持股占比 3.19%，浙江博纳影视持股占比 3.15%，周巧蓉持股占比 2.88%，上海果麦投资管理合伙企业持股占比 1.77%，王克宁持股占比 1.71%，项光隆持股占比 1.66%，中国银行股份有限公司-海富通股票混合型证券投资基金

持股占比 1.35%，JP Morgan Securities PLC 持股占比 1.2%。

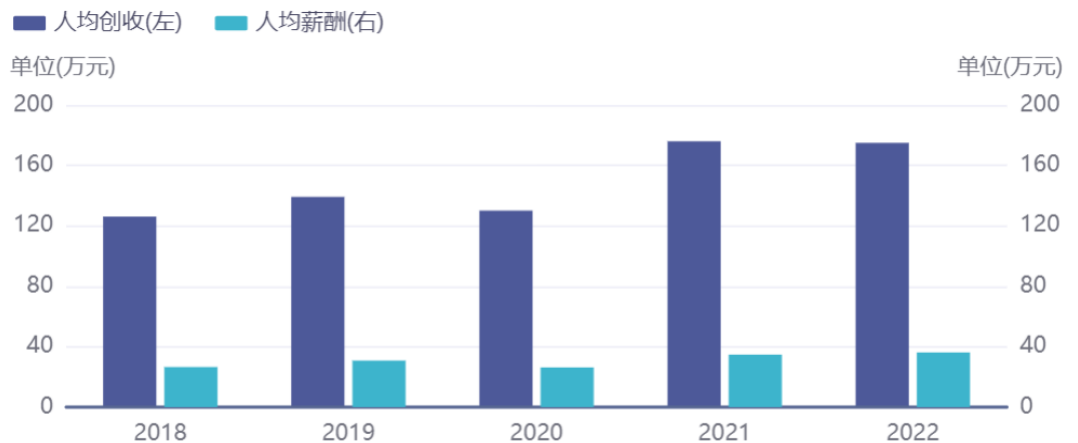
截至 2020 年 11 月招股书发布，与公司有合作关系的作家本人或其近亲属通过直接和间接方式持有果麦文化股份情况如下：

表 1：公司与持有公司股份作家的合作情况

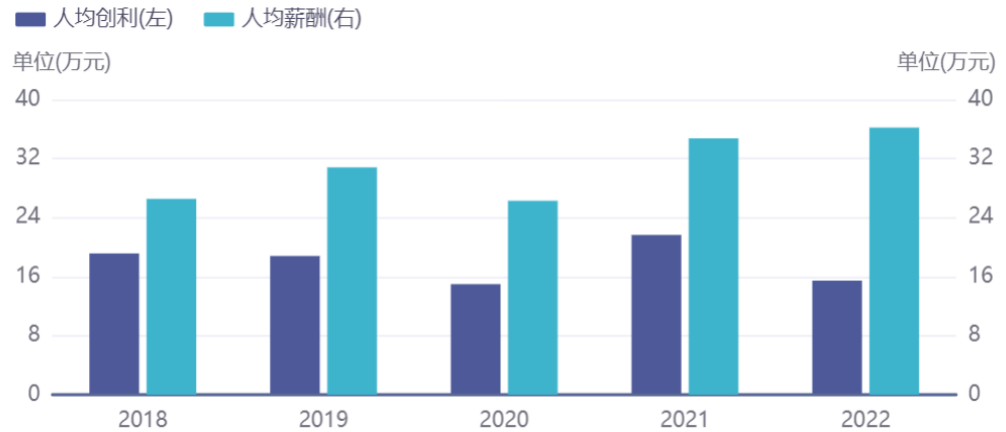
作家	持股关系	持股比例	本人控制的主体是果麦文化供应商的情形
韩寒	其母亲周巧蓉持有发行人股份	4.5278%	上海有树文化传播有限公司
易中天	通过果麦合伙持有发行人股份	0.1864%	上海易中天文化工作室
张皓宸	通过果麦合伙持有发行人股份	0.1981%	上海栢铠文化传播工作室（普通合伙）
李继宏	通过果麦合伙持有发行人股份	0.2796%	上海佛壬文化传播工作室（普通合伙）
黄山	通过果麦合伙持有发行人股份	0.1864%	上海垂扬文化传播工作室
冯唐	其配偶黄山通过果麦合伙持有发行人股份		

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 4：公司人均创收、人均薪酬对比图



资料来源：公司公告、iFind，信达证券研发中心

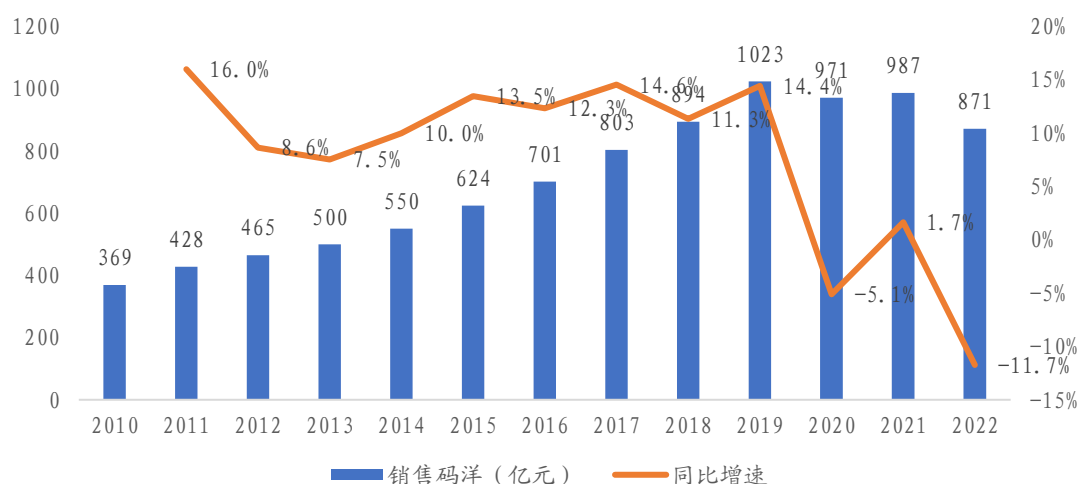
图 5：公司人均创利、人均薪酬对比图


资料来源：公司公告、iFind，信达证券研发中心

二、行业分析（图书市场、动漫市场、文字校对市场）

1. 图书出版行业市场

根据果麦文化 2020 年发布的招股说明书显示，国际出版行业呈现不平衡的格局，美国、中国、德国、英国、日本和法国占据了世界前 6 大图书市场。其中，美国是全球最大的出版市场，约占 29%，中国约占 17%，德国约占 8%，英国约占 5%，日本约占 5%，法国约占 3%，国内人均图书消费量仍偏低。根据开卷信息，2019 年前得益于少儿、社科、文艺等图书零售规模的不断增加，图书整体市场零售规模增幅较为明显，2019 年全国图书零售市场码洋规模达到 1,022.7 亿元，较 2018 年增长了 14.43%，自 2014 年以来继续保持两位数增长率增长。而后受到国内疫情、人均收入下降等因素影响，图书零售市场码洋规模均低于 2019 年，实体店图书零售形势依然比较严峻。

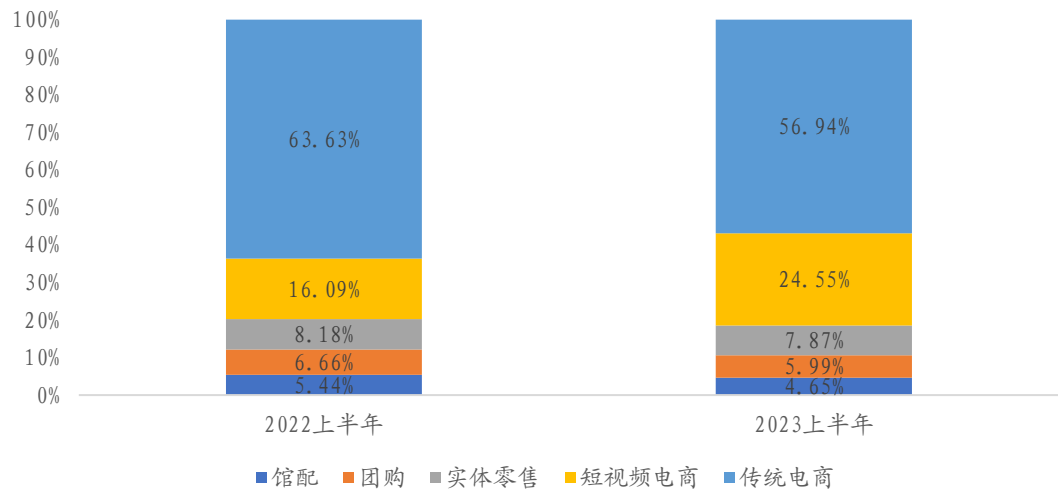
图 6：2010-2022 年全国图书零售市场码洋及增长率变动情况


资料来源：支点财经、书香上海，信达证券研发中心

根据中金易云·行业研究中心数据，2023 年上半年，网络渠道仍是图书市场销售的主要市场，短视频电商迅速发展，不断抢占传统图书电商市场份额，占比提升到了 24.55%。这样的渠道结构和码洋规模占比也正符合了当下消费者对视频内容软件的使用习惯，在短视频领

域有布局的图书零售商有望受益，而果麦文化拥抱互联网及各类内容领域多年，如抖音、微信短视频、小红书等渠道，拥有近 8000 万互联网用户及众多作家签约，我们认为有望为作家打造互联网账号吸引粉丝留存，打开公司长期发展空间。

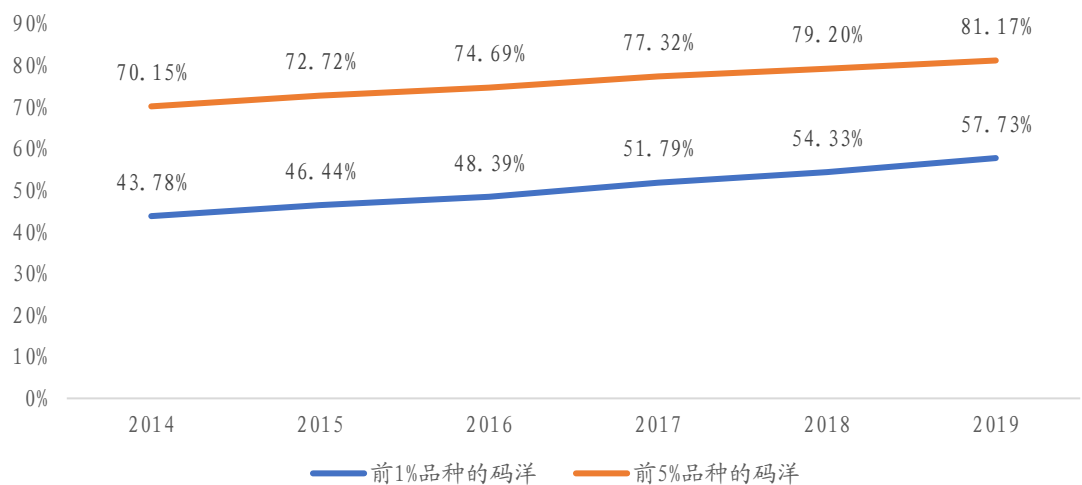
图 7：2022H1、2023H1 图书短视频电商渠道码洋占比提升



资料来源：素履商业评论、中金易云，信达证券研发中心

图书零售市场，头部畅销书的码洋贡献率持续提升。2014 年至 2019 年，最畅销的 1% 图书品种的码洋贡献率从 43.78% 逐年增加至 57.73%，前 5% 图书品种的码洋贡献率从 70.15% 上升至 81.17%。果麦文化秉承“时间有限，我们只读经典”的理念，一直致力于在公版图书领域打造“果麦经典”产品线，截至 2023 上半年，公司已积累了包含四千多种经典图书的数据库，其中已开发或正在开发的近千种。2023 年上半年公司销量 10 万册以上图书品种 11 个，销量合计 260 万册，其中果麦经典上升到了 4 个品种。持续专注于“果麦经典”等畅销书的战略打法有望让公司的市场份额得到进一步提升。

图 8：2014-2019 年图书零售市场头部品种的码洋贡献率

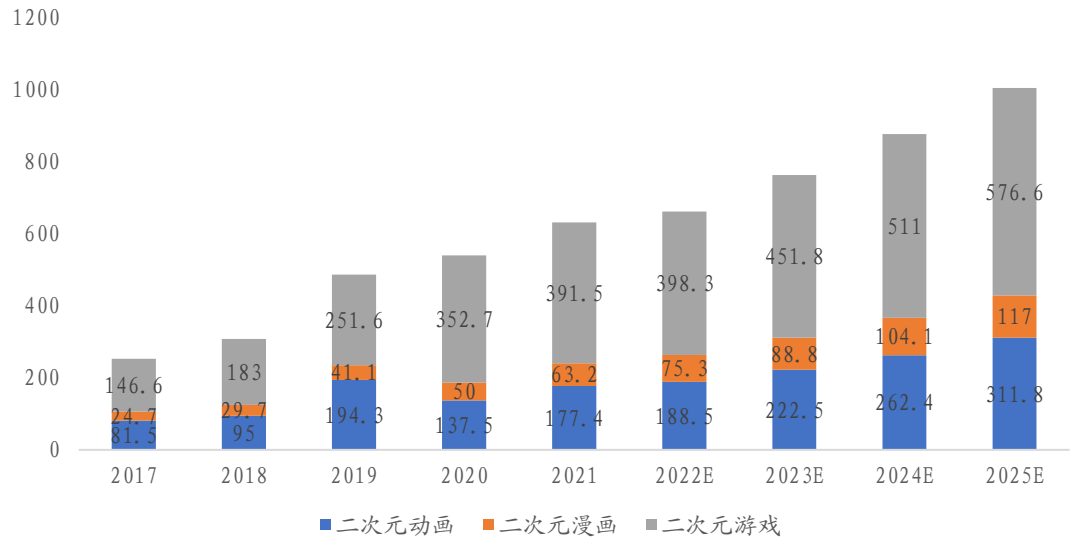


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

2. 动漫（动画+漫画）市场

我国动漫内容市场近几年呈现平稳发展状态，根据灼识咨询白皮书，预计2023年我国动画及漫画内容市场总规模达到311.3亿元，其中动画内容市场规模222.5亿元，漫画内容市场规模达到88.8亿元。随着行业生态日趋完善，优质作品以及经典IP改编的漫画作品有望得到市场认可。

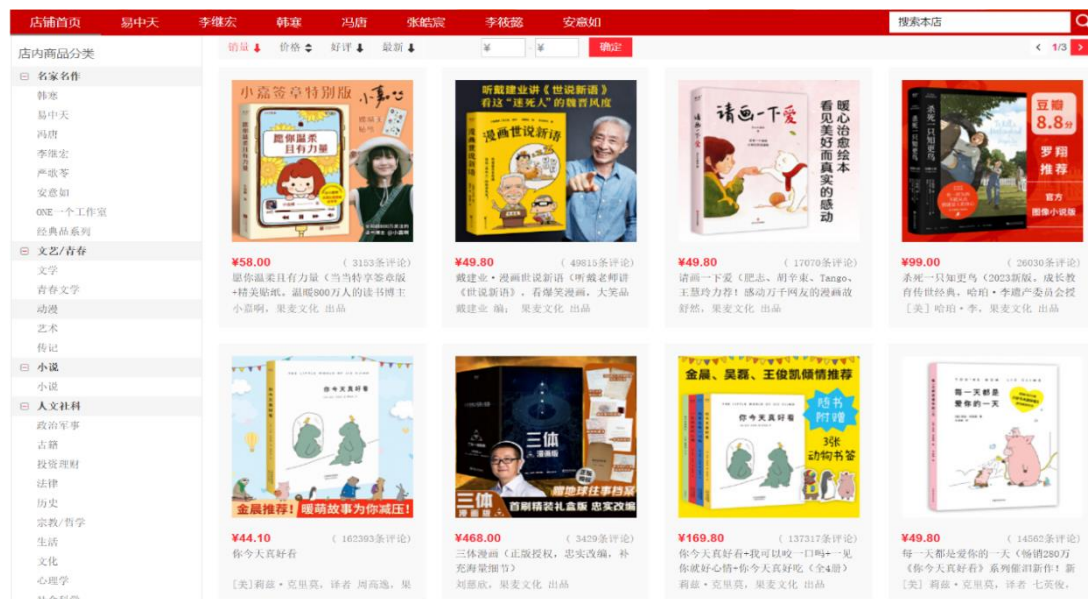
图9：2017-2025E我国二次元动画、漫画、游戏市场规模（亿元）



资料来源：CIC灼识咨询《中国二次元内容行业白皮书》，信达证券研发中心

2023年2月，果麦文化推出“《三体漫画》第一辑”，漫画版受到“三体迷”的认可，上半年销售达1,300万码洋，以及公司此前出版的《蛤蟆先生去看心理医生：漫画版》、《漫画世说新语》、《口袋神探科学漫画》等漫画书，均有不俗的市场表现。23年上半年陆续推出了尹烨《做从容的父母》、《了不起的基因》，目前两本销售达10万册，销售码洋突破500万。

图10：当当网果麦文化出品漫画



资料来源：当当网，信达证券研发中心

同时，果麦拥有海量优质的IP和作家，同时积极布局的AI漫画大模型进展顺利，未来有望陆续推出动画电影、短剧、互动漫画等多种内容形式产品。

3. 出版行业文字校对市场

我国对图书质量的把控较为严格，规定“差错率不超过 1/10000 的图书，其编校质量属合格。差错率超过 1/10000 的图书，其编校质量属不合格”。根据中华人民共和国新闻出版总署令第 26 号《图书质量管理规定》第十七条：“经检查属编校质量不合格的图书，差错率在 1/10000 以上 5/10000 以下的，出版单位必须自检查结果公布之日起 30 天内全部收回，改正重印后可以继续发行；差错率在 5/10000 以上的，出版单位必须自检查结果公布之日起 30 天内全部收回以及第十九条：“1 年内造成 3 种以上图书不合格或者连续 2 年造成图书不合格的直接责任者，由省、自治区等新闻出版行政部门注销其出版专业技术人员职业资格，3 年之内不得从事出版编辑工作。”因此，文字校对一直是图书发行必不可少的重要环节。

根据我们预测，我国出版行业文字校对市场规模近 20 亿元，而新闻稿件、论文、年报等文字校对市场总规模预计更高。我国出版行业文字校对收取审校费用，审校费即三审三校的费用。作者提交稿件后，出版公司需要协助作者完成文稿的三审三校，这部分工作需要安排大量的人力和物力，对文稿进行再三的审核校对和错误修正。审校费通常是按照字数来收取的，行业内平均收费标准为一本 20 万字左右的小说，大概在 3000 元到 5000 元之间。根据中国出版数据，我国每年出版图书近 50 万种，其中新书 20 多万种。同时，根据华夏长鸿出版数据，我国出版行业图书的文字数量至少在 8 万字以上。

按照出版图书字数 10 万字的中性假设，我国每年图书 50 万种为假设条件，则我国每年出版行业花费在文字校对上的费用可预测为： $50 \text{ 万种} \times 10 \text{ 万字} / 20 \text{ 万字} \times 0.5 \text{ 万元} = 12.5 \text{ 亿元}$ ；按照出版图书字数 20 万字的乐观假设，则我国每年出版行业花费在文字校对上的费用可预测为： $50 \text{ 万种} \times 20 \text{ 万字} / 20 \text{ 万字} \times 0.5 \text{ 万元} = 25 \text{ 亿元}$ 。综合中性和乐观假设，我们取均值为 18.75 亿元。

表 2：出版行业校对市场规模测算

	中性假设	乐观假设	均值
每年图书出版种数/万	50	50	
出版图书字数/万字	10	20	
假设条件：20 万字左右的小说审校费为 5000 元			
每年出版行业文字校对费用/亿元	12.5	25	18.75

资料来源：华夏长鸿出版、中国出版，信达证券研发中心

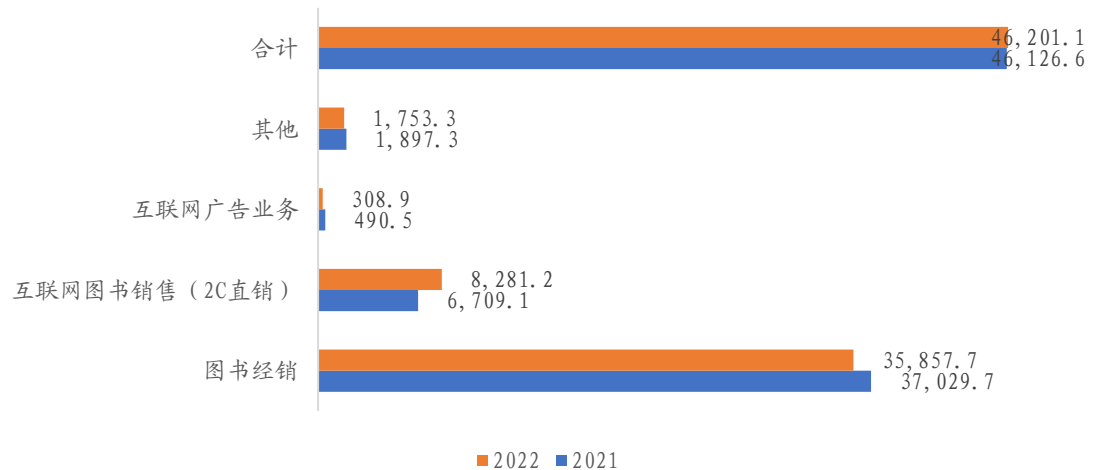
除却出版行业外，新闻稿件、报刊、论文、年报等多文字领域均需要文字校对服务，因此出版行业的文字校对市场可能仅是整体文字发行领域的一小部分市场份额，果麦文化有望陆续将 AI 校对产品应用至上述提及领域，不断打开成长空间。

三、主营业务分析及 AI 校对产品布局

1. 互联网图书销售（2C 直销）收入占比提升带动整体毛利率提高

果麦文化业务分为图书出版发行业务、互联网业务及其他衍生业务。其中，图书出版发行和互联网为公司的核心业务。其中公司出版发行业务的图书按版权属性可分为公版图书、版权图书两大类。

图 11：2021-2022 年公司营收（万元）按销售模式分拆



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1) 图书出版发行业务

a) 公版图书领域：2017 年-2019 年，由本公司策划发行的《浮生六记》在中国古典文学类图书中连续三年销量排名第一；《小王子》在少儿文学名著类图书中连续三年销量位居前十；《诗经》在诗词曲赋类图书中 2019 年销量排名第一。公司着力打造“果麦经典”产品线，积累了包含四千多种经典图书的数据库，其中已开发或正在开发的近千种。截至 2020 年 6 月底，“果麦经典”推出的《小王子》、《浮生六记》、《人性的弱点》图书产品的销量超百万册。2022 年上半年公司销量 10 万册以上图书品种 8 个，销量合计 190 万册，其中果麦经典 2 个品种；2023 年上半年公司销量 10 万册以上图书品种 11 个，销量合计 260 万册，其中果麦经典上升到了 4 个品种，并且很多已上市多年的“果麦经典”图书产品销量不仅抑制住了生命周期的下滑趋势，反而获得了巨大增幅，如《了凡四训》、《悉达多》、《经典常谈》、《面纱》等销量增幅超过了 100%。

表 3：截至 2020 年 6 月果麦策划发行的公版图书累计销量前五名

序号	图书名称	首版首印时间	累计销量（万册）
1	小王子	2012 年 12 月	378.71

2	浮生六记	2015年9月	292.94
3	人性的弱点	2014年9月	158.7
4	老人与海	2013年1月	71.88
5	月亮和六便士	2016年1月	70.57

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

b) 版权图书领域：公司版权图书按类别划分主要包括文艺、少儿和社科三大类。与易中天、杨红樱、韩寒、蔡崇达、张皓宸、严歌苓、冯唐、戴建业、李筱懿、熊亮、庆山、罗伯特·麦基、饶雪漫、杨澜、弗雷德里克·巴克曼、凯叔等众多作家、学者建立了长期稳定的合作关系，在行业中形成了较强的竞争优势。截至2020年6月底，公司出品的易中天《中华史》系列、蔡崇达《皮囊》、张皓宸《我与世界只差一个你》、韩寒《我所理解的生活》、弗雷德里克·巴克曼《外婆的道歉信》图书产品的销量超百万册，行业领先。

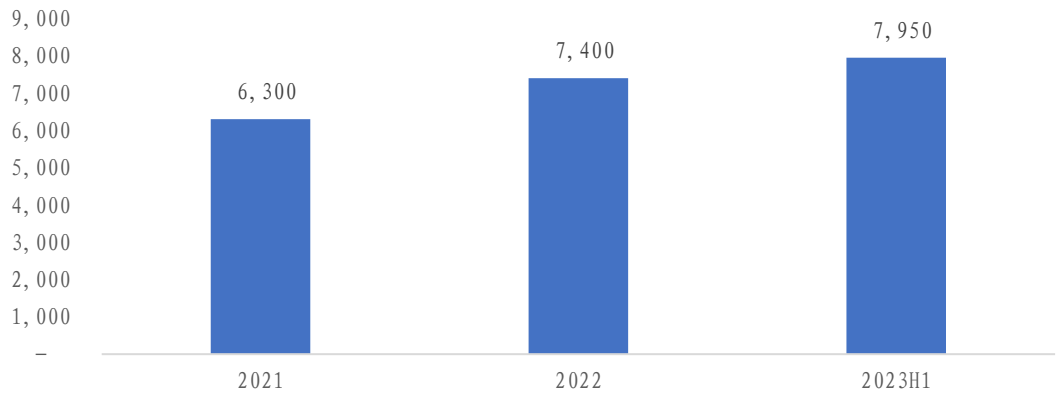
表4：截至2020年6月果麦版权图书累计销量前五名

序号	图书名称	首版首印时间	累计销量（万册）
1	易中天中华史系列	2013年5月	656.26
2	皮囊	2014年12月	357.63
3	我与世界只差一个你	2015年3月	196.68
4	我所理解的生活	2013年1月	133.84
5	外婆的道歉信	2017年5月	102.81

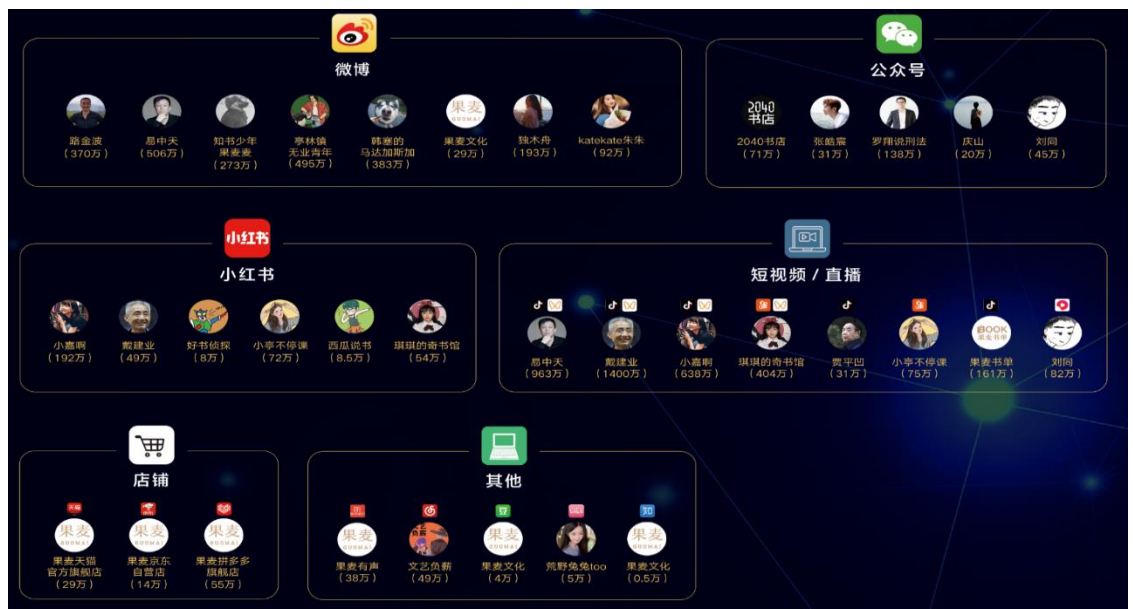
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

2) 互联网业务

果麦文化基于公司自身的互联网产品矩阵连接用户而产生收入的业务，包括通过互联网产品矩阵直销带货产生的互联网2C销售收入，以及互联网广告收入等。通过图文、声音播客、短视频和直播以及各大电商的商家自营旗舰店等方式向用户推送相契合的产品信息，进一步实现了精准2C直销带货。公司互联网用户从2022年底的7,400万，增至2023年6月底的7,950万，半年增幅7.43%，其中超过10万粉丝的新媒体平台账号由2022年底的60款增至2023年6月底的65款。

图 12: 2021-2023H1 公司互联网用户规模 (万人)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 果麦文化互联网账号矩阵


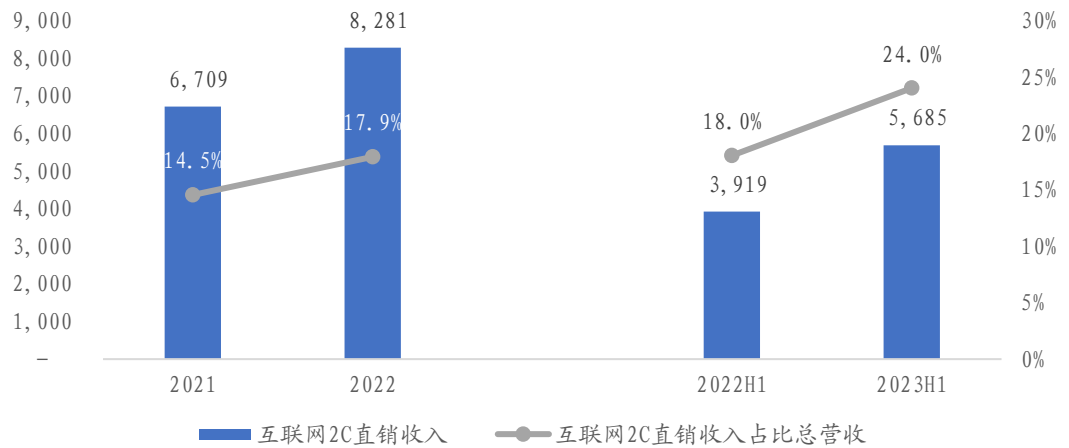
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

独特“CBC 模式”驱动图书销售。公司通过互联网连接用户, 自建“2C”(tocustomers)销售渠道, 创立了领先于行业的、新颖的“CBC”销售模式, 具体为: 公司依托互联网产品矩阵, 连接用户, 为其推送相契合的内容和产品信息, 在产品上市初期, 精准地找到用户实现“2C”销售, 引起话题和热度, 并通过搜索、转发、口碑传播等方式外溢到各大电商平台(当当、京东、天猫等)及代销渠道实现“2B”销售; 而在图书产品生命周期的中后段, 对于代销商退货的图书产品, 公司通过内部互联网账号带货和外部达人带货再一次实现滞销产品的“2C”销售, 防止图书滞销和存货跌价, 一定程度上解决了“代销退货”的行业痛点。

2022 年公司互联网图书销售渠道收入为 8,281 万元, 占比总营收 18%。2023 年上半年公司互联网 2C 渠道销售收入 5,685 万元, 占比提高至 24%, 2022 年同期为 3,919 万元, 同比+45.1%。自营直销渠道高增速验证了公司“出版+互联网”模式的先进性, 由于自营渠道

毛利率较代销渠道高,因此该部分业务收入占比的提升有望带动果麦文化总体毛利率的提升。

图 14: 2021-2022、2022H1-2023H1 公司互联网 2C 直销收入(万元)及占比总营收



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2. 在大众民营出版公司中优势突出, 各细分品类码洋数排名靠前

根据开卷信息统计数据显示, 在 2019 年度大众出版民营图书公司排名中, 果麦在中国古典文学图书市场零售码洋占有率排名第一, 历史类码洋占有率排名第四, 其他各类目排名均较为靠前。

图 15: 2019 年古典文学图书各公司码洋占有率

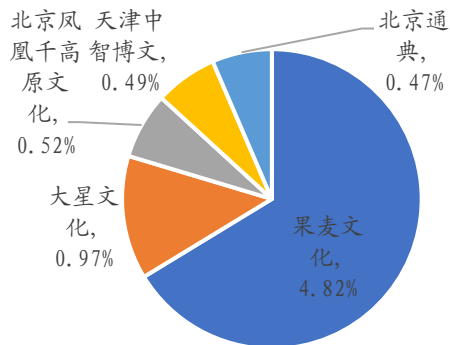
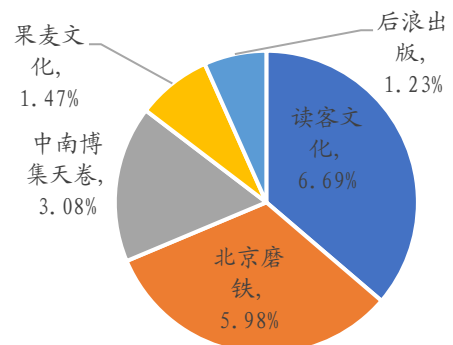


图 16: 2019 年历史类图书各公司码洋占有率



资料来源: 果麦招股说明书、开卷信息, 信达证券研发中心 资料来源: 招股说明书、开卷信息, 信达证券研发中心

根据开卷信息发布的《2022 年图书零售市场年度报告》, 在非虚构类年度畅销书中, 果麦 2020 年首先引进的在中国大陆第三个版权期的《蛤蟆先生去看心理医生》排在第一位。通过公司的互联网产品矩阵在互联网上层层发酵, 逐步赋予该书初始流量并外溢到其他销售渠道, 截至 2023 年上半年该书累计销量已 410 万册, 一跃成为近三年内累计销量最佳的民营出版图书。

图 17：2022 年图书零售市场非虚构类整体榜

非虚构整体榜				非虚构新书榜			
排名	书名	出版社	作者	排名	书名	出版社	作者
1	给嘘先生去看心理医生	天津人民出版社有限公司	[英] 罗伯特·戴博德	1	真希望你也喜欢自己	北京联合出版有限责任公司	房琪
2	易经真的很容易	陕西师范大学出版社有限公司	[中国台湾] 曾仕强, [中国台湾] 刘君政	2	极简学习法: 考试高分的秘密	北京联合出版有限责任公司	廖恒
3	被讨厌的勇气: “自我启发之父”阿德勒的哲学课	机械工业出版社	[日] 岸见一郎, [日] 古贺史健	3	如果历史是一群喵(10)-宋辽金夏篇	广东旅游出版社	肥志
4	法治的细节	云南人民出版社有限责任公司	罗翔	4	在岁月中远行	新星出版社有限责任公司	俞敏洪
5	素书: 感悟传奇书中的成功智慧	中国华侨出版社	黄石公, 丁敬翔	5	枪炮、病菌与钢铁: 人类社会的命运(全新版)(赠解读册)	中信出版集团股份有限公司	[美] 贾雷德·戴蒙德

资料来源: 北京开卷, 信达证券研发中心

3. AI 校对产品

果麦文化积极拥抱 AI 新技术。2021 年公司通过采集互联网大数据精选文章、本地文件导入转化为自己的中文语料库, 有机训练段落、词句、文章、知识四维 AI 技能。机器通过持续深度学习, 可以生成语句通顺、可读性强的优质内容, 素材专业、多元实现一键自动成稿, 保证改写后文意相同、内容相似, 轻松实现底稿优化转换, 达到高效孵化图书营销软文的目的。2023 年以来利用多年积攒的数据训练大模型, 在基于理解语义的基础上通过 AI 实现校对, 提升行业的整体生产效率。目前市场上有几款常用的 AI 校对软件工具: 黑马校对、方正校对、蜜度校对通等多款产品。

1) 金山黑马校对

2021 年, 金山办公全资收购黑马飞腾及其黑马校对相关产品, 并命名为金山黑马校对。金山黑马校对是一款中文智能校对软件, 能快速地抓出文章中的政治性、文字性等错误, 在保证信息安全和操作便捷的前提下, 快、准、稳完成校对工作。拥有语料字数 1,0000 亿、核心库条数 8000 万、错误规则库条数 800 万、专业词库 79 个。可校对出政治性差错、文字性错误、企业/单位专有名词, 10 万字的稿件需要几分钟时间完成一次查错并且及时同步新华社、中宣部的要求到规则库并发布更新。目前的企业客户有: 北京市信访办公室、航发动力、中车株洲电力机车研究所、中国烟草、国家电网、中国建筑等。

图 18：金山黑马校对产品


资料来源: 金山黑马校对官网, 信达证券研发中心

2) 方正校对

方正智慧出版云服务目前提供在线审校、文档审校、图片审校、视频审校、内容检测、知识检索、图书和论文排版等功能，其中智能审校业务中，逻辑性检查可以快速识别文档结构，对文档大纲的连续性，体例一致性进行检查；支持图片、表格、数学公式的编号连续性、引用落空检查；支持文本内容上下文查重。以及包括规则性检查和字词级检查。

图 19: 方正校对软件



资料来源: 方正智慧出版云服务官网, 信达证券研发中心

方正校对作为目前市场上比较领先的校对软件, 据简单测试结果来看仅能识别“得地的”等易混淆的错误, 对于整体逻辑性上的把控还稍微差一些, 且能识别出真正错误的数量较少, 产品功能存在优化空间。

3) 蜜度校对通

上海蜜度科技股份有限公司是一家以人工智能技术为核心的语言智能科技企业, 专注于多模态多语言智能科技, 为政府和企业各类办公场景提供智能应用软件。公司创立于 2009 年, 致力于为数字政府、数字营销、数字媒体、数字城市的建设提供全方位的智能应用解决方案。在智能校对领域, 蜜度发布了“文修”大语言模型, 根据官网所述, 在中文拼写勘误、语法纠正任务上的表现优于通用大模型 ChatGPT, 较之大约有 20%~30% 的效果提升。可提供文字标点查错校对、知识性差错校对、内容导向风险识别等。

图 20: 蜜度校对通产品


资料来源：蜜度官网，信达证券研发中心

2023年7月10日，果麦文化发布公告，以现金向上海星图比特信息技术服务有限公司（以下简称“星图比特”）投资1,500万元，对星图比特进行增资，占本次投资后6.00%股权，并签订《AI文字校对软件开发合作协议》，公司委托星图比特为公司开发AI文本校对中的SaaS软件和算法系统，负责完成AI文本校对软件的设计开发、移交、培训服务工作。随着数字技术的快速发展，人工智能与各领域的深度融合和创新，AI将为出版行业带来一场生产力的根本性变革，我们认为，公司本次签订《软件开发合作协议》有助于加快AI技术在出版行业的应用，解决行业编校痛点，形成公司的第二增长曲线，进一步提高公司的整体竞争力。

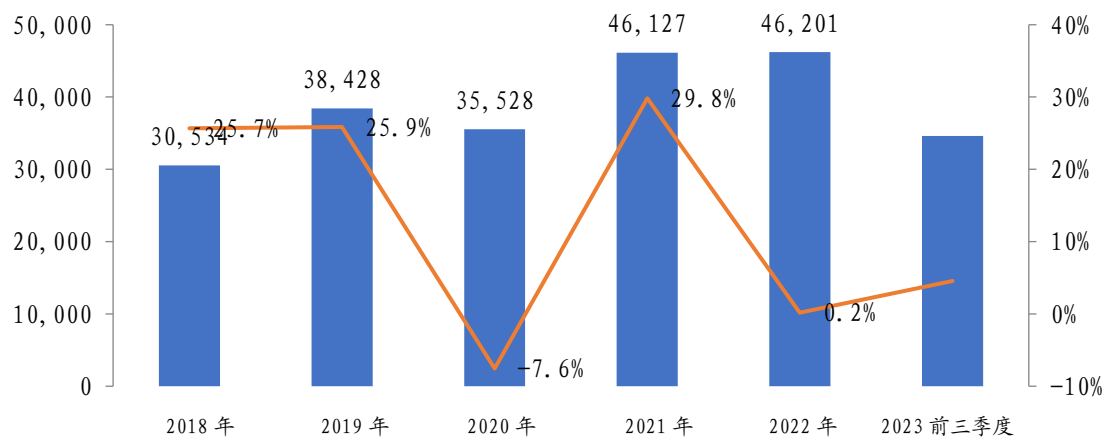
星图比特是一家专注于可信人工智能技术应用的科技公司，是英伟达的生态扶持企业，服务涵盖政务、金融、出版和营销等行业客户40+家，包括解放日报、招商银行、LVMH、卡夫亨氏等，支持个性化定制，为企业提供一站式人工智能全生命周期服务，助力企业实现业务场景的智能化转型。核心技术是基于生成式和判别式融合的多模态AI。通过嵌入现有工作流程为客户提供智能化的文本处理解决方案和新的LUI交互方式，帮助客户企业提升工作效率等。

AI校对业务有望打开果麦第二成长曲线，2024年及后续贡献较大增量。目前AI校对市场竞争格局相对较好，公司在AI产品具备较强竞争优势下有望获得出版行业客户认可，且校对一直以来都是出版行业的痛点所在，因此我们认为，在果麦AI校对产品正式推出后有望获得较高市场份额。

四、财务分析

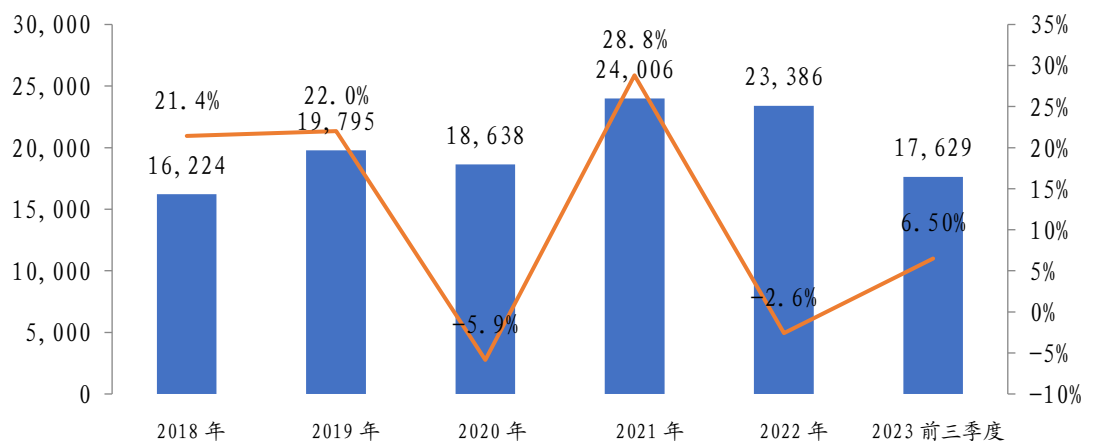
公司 2022 年全年实现营业收入 46,201.19 万元，较 2021 年增长 0.16%，较 2020 年增幅 30.04%。实现净利润 4,080.34 万元，较 2021 年下降-28.07%。扣非归母净利润为 4,755 万元，较 2021 年下降近 500 万元，降幅 9.50%，较 2020 年增长 24.77%，其中较 2021 年下降的原因为公司于 2021 年底实施股权激励计划，因此增加的成本费用 2021 年为 137 万，2022 年 1,676 万元。除去该原因，扣非归母净利润 2022 年 6,431.34 万元，2021 年为 5,391.29 万元，业务净利润增幅 19.29%。

图 21: 2018-2023 前三季度公司营业收入（万元）及同比增速

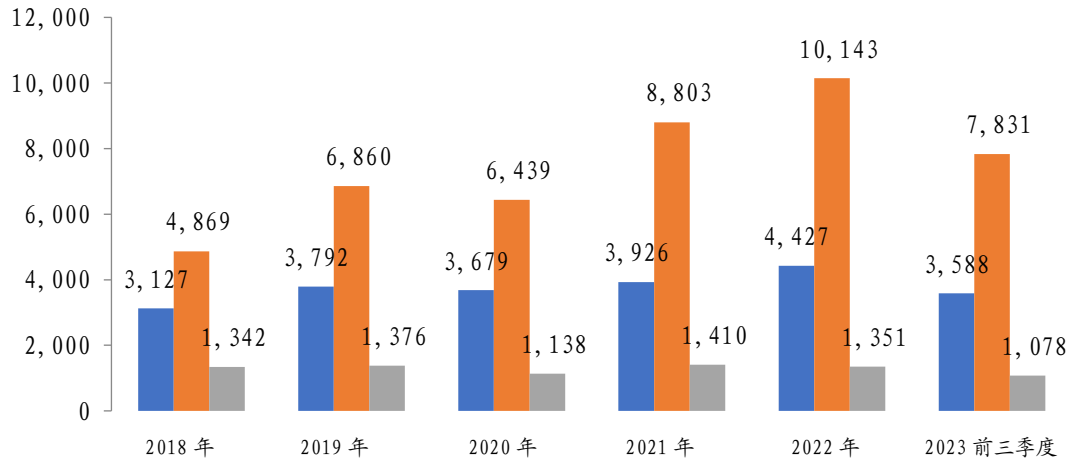


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

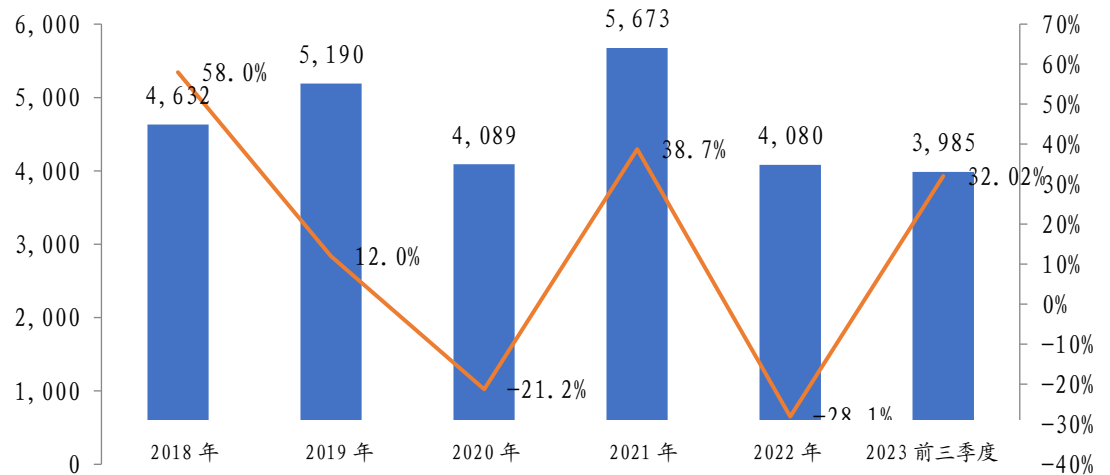
图 22: 2018-2023 前三季度公司营业成本（万元）及同比增速



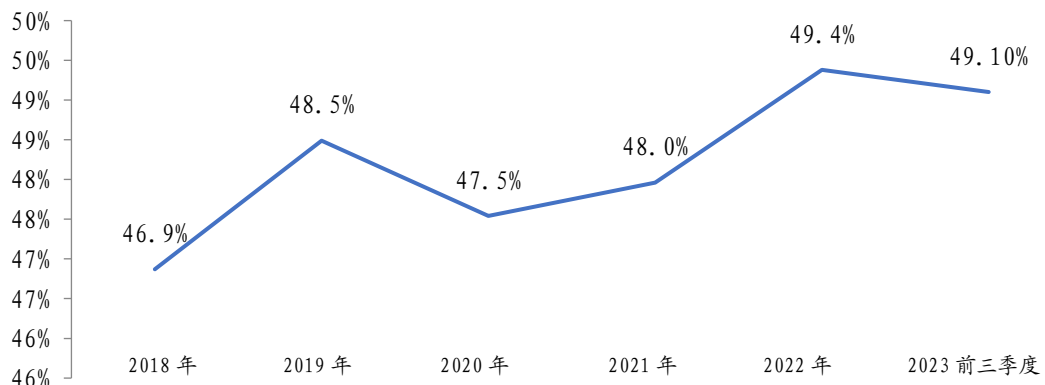
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：2018-2023 前三季度公司销售费用、管理费用、研发费用（万元）


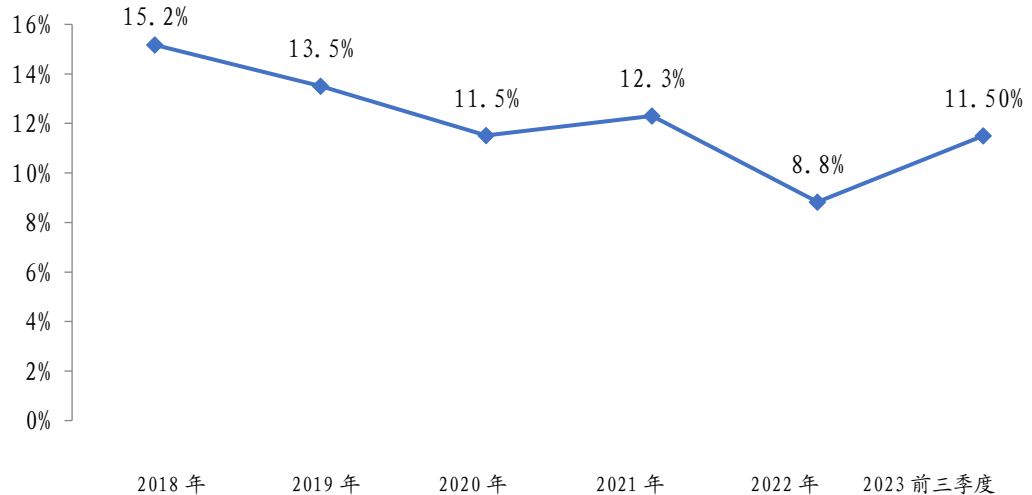
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24：2018-2023 前三季度公司归母净利润（万元）及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：2018-2023 前三季度公司毛利率变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26: 2018-2023 前三季度公司归母净利率变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

五、盈利预测、估值与投资评级

23H1 公司实现营收 2.37 亿元，同比+8.89%；归母净利 0.29 亿元，同比+79.68%；扣非归母净利 0.28 亿元，同比+20.88%。23H1 销售费用 0.23 亿元，同比+21.57%，管理费用 0.5 亿元，同比+9.08%。23H1 实现毛利率 49.47%，同比上升 0.26pct；实现归母净利率 12.41%，同比+4.91pct。2023 前三季度从营收和利润方面看，公司实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 4.57%，净利润 3984.63 万元，同比增长 32.02%。23 前三季度销售费用、管理费用、研发费用分别为 3588.2、7831.5、1077.5 万元。基于“互联网+出版”商业模式的良好运转，果麦文化有望在行业增速下滑趋势中保持自身业务健康发展。同时互联网 ToC 销售渠道收入占比逐渐提高有望带动公司整体毛利率的攀升。AI 校对产品方面，公司积极投入研发，产品在不断迭代测试过程中。同安徽新华发行集团的战略合作将拓宽公司的销售渠道以及加深共 AI 产品的应用。

我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 56,953/69,050/83,197 万元，同比增速分别为 23.3%/21.2%/20.5%。公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9,347/11,191/13,231 万元，同比增速分别为 129.1%/19.7%/18.2%，截至 2023 年 11 月 28 日，对应 PE 分别为 42.97/35.89/30.36x。若 2024 年及后续公司 AI 校对业务进展顺利、拿到相关 AI 校对业务订单，且由于公司 AI 校对产品在行业中竞争对手较少、产品具备较强的竞争力，我们预计公司为出版行业客户提供的 AI 校对产品服务有望给果麦打开新的增长曲线和营收利润贡献，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 同行业估值比较 (截至 2023 年 11 月 28 日)

序号	代码	简称	最新收盘价(元)	市盈率				净利润(亿元)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
1	600373	中文传媒	13.64	9.45	9.07	8.48	8.03	19.17	20.1	21.51	22.71
2	601811	新华文轩	13.69	12.05	10.78	9.8	9.17	13.91	15.61	17.17	18.35
3	601900	南方传媒	15.28	14.3	11.24	9.68	8.44	10.62	12	13.94	15.99
4	000719	中原传媒	10.77	10.44	9.72	8.94	8.35	10.39	11.09	12.05	12.91
5	300413	芒果超媒	26.28	26.66	21.94	18.46	16.15	17.66	22.18	26.35	30.13
6	603096	新经典	19.71	23.21	18.91	15.86	13.59	1.4	1.68	2	2.34
7	601928	凤凰传媒	10.11	12.31	11.41	10.27	9.42	21.07	22.47	24.96	27.2
8	601019	山东出版	9.03	11.15	9.96	8.87	8	16.66	18.81	21.13	23.42
9	601098	中南传媒	11.49	14.23	12.11	10.98	10.1	14.84	16.45	18.14	19.73
10		平均值		14.9	12.8	11.3	10.1				

资料来源: iFind (盈利预测来自 iFind 一致预测), 信达证券研发中心

六、风险因素

1. AI 校对产品进展不及预期;

目前 AI 文字校对市场处在刚起步的阶段, 公司 AI 技术端和星图比特合作, 利用公司自身数据端的优势联合开发 AI 应用产品, 因产品还未正式对外发布商用, 因此存在产品研发进展不及预期风险;

2. 图书出版发行增速持续下滑

图书出版行业相对处在夕阳产业, 尤其线下图书发行销售渠道近几年增速有所下滑, 公司主营业务仍为纸质图书发行, 虽利用自身互联网产品矩阵优势和经典 IP 优势等增速好于行业平均增速, 但仍存在后续整体图书市场增速下滑的风险。

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	57,467	66,124	75,762	90,264	104,428
货币资金	19,921	28,518	26,477	37,999	42,626
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	7,942	8,177	10,567	12,613	15,133
预付账款	7,302	6,413	8,174	9,697	11,730
存货	11,026	10,862	11,508	9,590	13,520
其他	11,276	12,155	19,037	20,365	21,419
非流动资产	11,240	8,643	12,415	13,377	14,979
长期股权投资	0	1,301	2,901	3,301	3,601
固定资产(合计)	628	638	725	769	812
无形资产	219	146	179	146	205
其他	10,393	6,557	8,609	9,160	10,361
资产总计	68,707	74,767	88,177	103,641	119,407
流动负债	11,691	12,724	14,879	18,664	21,012
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	7,499	8,638	9,938	12,868	14,406
其他	4,192	4,086	4,941	5,796	6,606
非流动负债	1,609	1,649	2,649	3,149	3,349
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,609	1,649	2,649	3,149	3,349
负债合计	13,300	14,373	17,528	21,813	24,361
少数股东权益	72	67	58	47	33
归属母公司股东权益	55,335	60,327	70,590	81,782	95,012
负债和股东权益	68,707	74,767	88,177	103,641	119,407

重要财务指标

单位:万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	46,127	46,201	56,953	69,050	83,197
同比(%)	29.8%	0.2%	23.3%	21.2%	20.5%
归属母公司净利润	5,673	4,080	9,347	11,191	13,231
同比(%)	38.7%	-28.1%	129.1%	19.7%	18.2%
毛利率(%)	48.0%	49.4%	49.5%	50.0%	50.0%
ROE%	10.3%	6.8%	13.2%	13.7%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.78	0.56	1.28	1.54	1.82
P/E	70.80	98.43	42.97	35.89	30.36
P/B	7.26	6.66	5.69	4.91	4.23
EV/EBITDA	3,287.40	2,614.21	3,863.23	3,185.58	2,718.79

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	46,127	46,201	56,953	69,050	83,197
营业成本	24,006	23,386	28,761	34,525	41,598
营业税金及附加	39	33	43	51	62
销售费用	3,926	4,427	5,401	6,347	7,837
管理费用	8,803	10,143	11,232	13,985	17,174
研发费用	1,410	1,351	1,743	2,081	2,496
财务费用	-87	-170	-463	-385	-598
减值损失合计	-1,989	-2,178	250	220	300
投资净收益	163	-284	-166	-276	-303
其他	255	-5	283	283	365
营业利润	6,458	4,564	10,603	12,672	14,990
营业外收支	44	40	0	0	0
利润总额	6,502	4,604	10,603	12,672	14,990
所得税	832	529	1,264	1,492	1,773
净利润	5,670	4,075	9,338	11,180	13,217
少数股东损益	-3	-5	-9	-12	-13
归属母公司净利润	5,673	4,080	9,347	11,191	13,231
EBITDA	7,807	6,124	10,390	12,597	14,758
EPS(当年)(元)	0.94	0.57	1.28	1.54	1.82

现金流量表

单位:万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,779	9,812	6,259	13,039	6,657
净利润	5,670	4,075	9,338	11,180	13,217
折旧摊销	1,567	1,407	336	256	366
财务费用	146	99	107	145	162
投资损失	-163	284	166	276	303
营运资金变动	-293	2,184	-2,645	1,905	-6,088
其它	1,852	1,762	-1,045	-722	-1,303
投资活动现金流	-16,214	1,283	-10,189	-1,772	-1,968
资本支出	-401	-444	-1,070	-196	-465
长期投资	-14,622	1,657	-11,600	-1,400	-1,300
其他	-1,192	70	2,482	-176	-203
筹资活动现金流	10,398	-2,495	1,889	255	-62
吸收投资	12,322	0	1,449	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	-756	-641	-145	-162
现金流净增加额	2,963	8,602	-2,041	11,523	4,627

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。