

果麦文化(301052.SZ): 商业模式得到验证, 同安徽新华发行开展渠道、AI 产品深度合作

2023 年 9 月 13 日

事件: 果麦文化发布 2023 年中报。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+4.89pct。

23Q2: 果麦文化实现营收 1.22 亿元, 同比+8.45%, 归母净利 0.16 亿元, 同比+29.41%。实现扣非归母净利 0.15 亿元, 同比+21.19%。销售费用 0.12 亿元, 同比+42.36%, 环比+10.08%; 管理费用 0.25 亿元, 同比+13.81%, 环比-0.76%。实现毛利率 48.92%, 同比+1.21pct, 实现归母净利率 12.92%, 同比+2.09pct。

若按照商品类型来划分: 23H1 公司图书策划与发行业务实现营收 2.23 亿元, 同比+7.07%, 实现毛利率 48.58%, 同比-0.06pct, 占总营收比为 94.36%。数字内容业务实现营收 786.7 万元, 占比总营收 3.32%。IP 衍生与运营实现营收 117.9 万元, 占比总营收 0.5%。其他业务(包含了其他商品销售、图书代理发行、其他服务)合计为 429.8 万元, 占比总营收 1.82%。若按照销售渠道划分来看: 23H1 公司图书出版发行业务实现收入 1.69 亿元, 互联网 2C 销售业务实现收入 0.57 亿元, 互联网广告业务实现收入 0.02 亿元, 其他衍生业务实现收入 0.09 亿元。

点评:

- **受益于“出版+互联网”模式, 果麦 23H1 营收增速好于图书行业整体, 有望逐步实现“出版+互联网”交互驱动的良好循环。**根据开卷数据信息显示, 2015-2019 年图书零售市场持续保持 10%以上增速, 2020 年因需求萎缩出现周期性下行, 从整体码洋而言, 2022 年 871 亿元为自 2019 年以来最低, 较 2021 年下降 11.8%。23H1 图书零售市场同比下降 2.4%, 降幅有望逐步收窄。果麦文化 23H1 营收增速不降反升, 同比+8.89%。相较传统图书出版商, 果麦在多个互联网媒体平台建立之初积极合作。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”、“戴建业”等; 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”等。同时自建 ToC 销售渠道, 创立了“CBC”模式精准连接用户, 通过互联网运营将用户引流至各大电商平台及代销渠道。此外, 公司公版图书出版发行业务中“果麦经典”系列表现稳健, 23H1 部分果



麦经典丛书销量增幅超过 100%。23 年 2 月底推出《三体漫画》第一辑上半年销售达到 1300 万码洋，受到了三体迷的认可。

- **互联网 ToC 销售收入实现高增速，自营直销带货渠道收入占比逐步提高，有望带动毛利率稳中有升。**公司互联网业务包括通过互联网产品矩阵直销带货产生的互联网 2C 销售收入和互联网广告收入等。根据 2022 年年报披露，公司互联网图书销售渠道收入为 8,281 万元，占比总营收 18%。23H1 公司互联网 2C 渠道销售收入 5,685 万元，占比总营收提高至 24%，2022 年同期为 3,919 万元，同比+45.06%。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。自营直销渠道的高增速验证了公司“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。
- **积极部署 AI 赛道，增资星图比特合作开发 AI 校对产品，有望提升行业校对效率、释放产能，有望成为公司未来的新增长曲线。**2023 年 7 月 10 日公司发布公告以现金 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，合作有助于加快 AI 技术在出版行业的应用，解决行业编校痛点，提升果麦文化整体的竞争力。利用多年来积攒的标注数据训练大语言模型，在基于理解语义的基础上通过 AI 实现校对的自动化、智能化。目前公司的 AI 校对产品正在持续迭代研发中。
- **与安徽新华发行集团签订战略合作框架协议，充分发挥双方渠道资源优势在图书推广、AI 应用等领域相互赋能，展开深度合作。**2023 年 9 月 11 日下午，安徽新华发行集团与果麦文化在上海签署战略合作框架协议，安徽新华发行集团与果麦文化的战略合作，对于其创新、拓展发展空间，实现文化产业的发展具有积极意义。果麦一方面通过合作有望拓展更多图书销售渠道，另一方面在 AI 校对产品应用上，有望在更多出版客户端进行产品测试，不断完善 AI 校对产品的功能迭代。
- **盈利预测：**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。根据 Wind 一致预测，预计公司 23-25 年营业收入分别为 5.69/6.99/8.62 亿元，同比增长 23.16%/22.85%/23.25%。预计公司 23-25 年归母净利润分别为 0.82/1.115/1.555 亿元，同比增长 100.96%/35.98%/39.46%。截至 2023 年 9 月 13 日，果麦文化市值 29.03 亿元，对应 PE 分别为

35.4/26.04/18.67 倍，建议持续关注。

- **风险因素：**AI 产品研发进展不及预期、图书行业需求进一步萎缩等

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都不曾与，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。