

果麦文化(301052)

报告日期：2025 年 02 月 11 日

25 年两大催化：AI 校对王和《三国的星空》

——果麦文化深度报告

投资要点

- **穿透力总结：**果麦文化是“AI 技术+影视 IP”双轮驱动的稀缺标的，AI 校对王降本增效重塑出版业，叠加《三国的星空》强 IP 动画电影，预计 25 年收入增速达 40%，技术变现与内容商业化双击下成长性显著超预期。
- **超预期点一：AI 技术——出版业智能化升级的核心抓手**
驱动机理为通过 AI 技术解决出版行业“出版物校对”三审三校的高标准所支出的费用，根据我们预测，中性假设下我国出版行业文字校对的费用为 50 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，公司有望不断打开成长空间。公司定期保持 AI 校对王产品及底层模型的更新迭代，果麦数智“金字塔大模型”成功通过生成式人工智能服务备案，DeepSeek 等有望催化技术更新，在 25 年 1 月最新更新中，校对速度从约 280 字/秒提升至约 600 字/秒。
- **超预期点二：影视 IP——《三国的星空》的破圈潜力**
驱动机理为对标《哪吒 2》和《长安三万里》，公司投资并参与制作的动画大电影《三国的星空》将于 25 年上映，有望增加公司 25 年利润弹性空间。《三国的星空》是果麦文化主投主控的动画大电影，易中天先生担任编剧和总监制，光线影业和亭东影业联合出品。我们预计《三国的星空》票房有望对标《长安三万里》，累计票房 17.44 亿元。根据敏感性分析，我们假设电影制作成本 1 亿元，5 亿票房出品方分成 40%即 2 亿收入，扣除成本电影收益 1 亿元。根据公告，果麦文化出资 4000 万元（假设占比 4000 万元/1 亿元=40%），公司收益 4000 万。
- **盈利预测与估值**
我们预计受公司主业增长（重要出版物上市）、动画电影带动，25 年公司主营营收有望实现 25%以上增长，考虑到电影业务增量，我们预计公司 25 年营收增长达 40%。暂未考虑 AI 校对王产生的收入及利润增量，我们预计公司营业收入 24-26 年 5.74 亿元/8 亿元/8.88 亿元，同比增速分别为 20%、40%、11%，公司归母净利润 24-26 年 0.43 亿元/1.38 亿元/2.10 亿元，分别对应估值 71x/22x/14x。
根据相对估值法，可比公司动画电影对标光线传媒 PE 30 倍、AI 应用相关公司中文在线、奥飞娱乐估值超 80 倍，公司当前股价处于估值修复中期，尚未充分反映 AI 与影视弹性，我们给予公司 25 年对应目标 PE 35 倍，目标价 49 元/股。
- **风险提示**
AI 应用产品不及预期或竞争加剧（AI 校对王有竞对、技术迭代不及预期等）、电影上映或表现不及预期（若《三国的星空》定档或票房不及预期，影视业务或拖累业绩）、政策监管（重要作者或 IP 受政策监管影响产品进展）等风险。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	478.12	573.65	800.79	888.44
(+/-) (%)	3.49%	19.98%	39.60%	10.95%
归母净利润	53.64	42.94	138.41	210.41
(+/-) (%)	31.45%	-19.94%	222.32%	52.02%
每股收益(元)	0.54	0.43	1.40	2.13
P/E	56.84	71.00	22.03	14.49

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：冯翠婷
执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 30.81
总市值(百万元)	3,048.94
总股本(百万股)	98.96

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

核心假设：我们预计受公司主业增长（重要出版物上市）、动画电影带动，25 年公司主业营收有望实现 25%以上增长，考虑到电影业务增量，我们预计公司 25 年营收增长达 40%。暂未考虑 AI 校对王产生的收入及利润增量，但在研发费用上有所体现。

综上，我们预计公司营业收入 24-26 年 5.74 亿元/8 亿元/8.88 亿元，同比增速分别为 20%、40%、11%，公司归母净利润 24-26 年 0.43 亿元/1.38 亿元/2.10 亿元，分别对应估值 71x/22x/14x。根据相对估值法，可比公司以动画电影对标光线传媒 PE 30 倍、AI 应用相关公司中文在线、奥飞娱乐估值超 80 倍，我们给予公司 25 年对应目标 PE 35 倍，目标价 49 元/股。

● 关键假设

1)25-26 年 AI 校对王等 AI 应用产品上线及产生增量利润。目前“AI 校对王”技术指标领先，成本优势显著，潜在市场规模超 20 亿元，有望成为第二增长曲线。

2)25 年年内动画电影《三国的星空》依托三国 IP，有望成为 2025 年票房黑马，贡献业绩弹性。

● 股价上涨的催化因素

短期看 AI 校对王商业化进度（包括订单落地情况等）、电影定档宣传、经典书或 IP 衍生品上线，长期看“技术+IP”双轮驱动，目标价 49 元/股（2025 年 PE 35 倍）。

● 跟踪指标

1. AI 校对王、AI 漫画等 AI 应用发展情况，包括商业化进度、客户签约情况和产品、技术的发展；
2. 《三国的星空》定档及票房情况，及该系列 IP 后续的发展；
3. 主业方面跟踪，经典书或 IP 衍生品上线，公司 24Q4 上市首部个人传记《超越音符：林俊杰 20 周年》预计将带动业绩增长。

● 风险提示

AI 应用产品不及预期或竞争加剧（AI 校对王有竞对、技术迭代不及预期等）、电影上映或表现不及预期（若《三国的星空》定档或票房不及预期，影视业务或拖累业绩）、政策监管（重要作者或 IP 受政策监管影响产品进展）等风险。

正文目录

1 以“出版+互联网”模式为核心，重视 AI 技术与 IP 运营	5
1.1 业务结构持续优化，重视互联网营销、加码 AI 研发、初尝影视业务	5
1.2 24 年业绩表现符合预期，亟待 AI 及电影催化	5
2 AI 技术：出版业智能化升级的核心抓手	8
2.1 解决行业痛点：高标准的出版物校对的流程优化	8
2.2 出版行业用于校对的费用测算：50 亿元市场规模	9
2.3 果麦文化 AI 校对王产品介绍	10
3 影视 IP：《三国的星空》的破圈潜力：中性分析 5 亿票房，4000 万利润	12
4 盈利预测与投资观点	13
5 风险因素	15

图表目录

图 1：公司畅销书矩阵	5
图 2：公司营业收入及同比	6
图 3：公司归母净利润及同比	6
图 4：公司营业成本、三费及其同比	7
图 5：公司营业成本、三费费率	7
图 6：原始校对样本审核样例	9
图 7：规范化处理后的语料样例	10
图 8：果麦数智金字塔大模型的技术特征	11
图 9：《三国的星空》海报	12
图 10：图 9：《三国的星空》预告	12
表 1：出版行业用于校对的费用测算	9
表 2：《三国的星空》票房敏感性分析	12
表 3：2019-2024 年暑期档部分动画电影及累计票房	13
表 4：果麦文化业务拆分（单位：万元）	14
表 5：果麦文化盈利预测（单位：百万元）	14
表 6：可比公司估值法（单位：亿元、x）	14
表附录：三大报表预测值	16

1 以“出版+互联网”模式为核心，重视 AI 技术与 IP 运营

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涵盖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。

图1：公司畅销书矩阵



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.1 业务结构持续优化，重视互联网营销、加码 AI 研发、初尝影视业务

公司重视互联网营销，包括互联网账号运营、CBC 销售模式、反驱动内容研发。2023 年互联网 2C 收入 1.16 亿元（同比+40.45%），占比提升至 24%。用户规模达 9455 万，运营 151 个新媒体账号，精准营销能力突出。

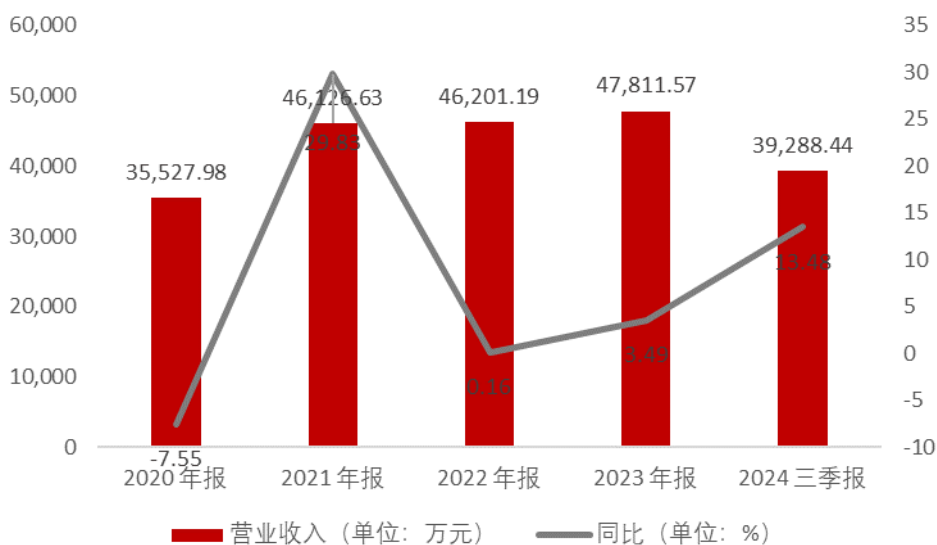
公司重视 AI 技术，不断加码研发开支。24 年前三季度开发支出 2045 万元，同比增长 135.44%，主要系 AI 校对王项目投入增加。22-23 年研发投入占比从 2.92%提升至 4.36%，AI 校对王上线，签约 30 余家出版社。

2025 年影视业务进入收获期，24 年中报公司公告拟投资 4,000 万元并参与制作《三国的星空》，目前《三国的星空》定档 2025 年，IP 衍生品同步开发。

1.2 24 年业绩表现符合预期，亟待 AI 及电影催化

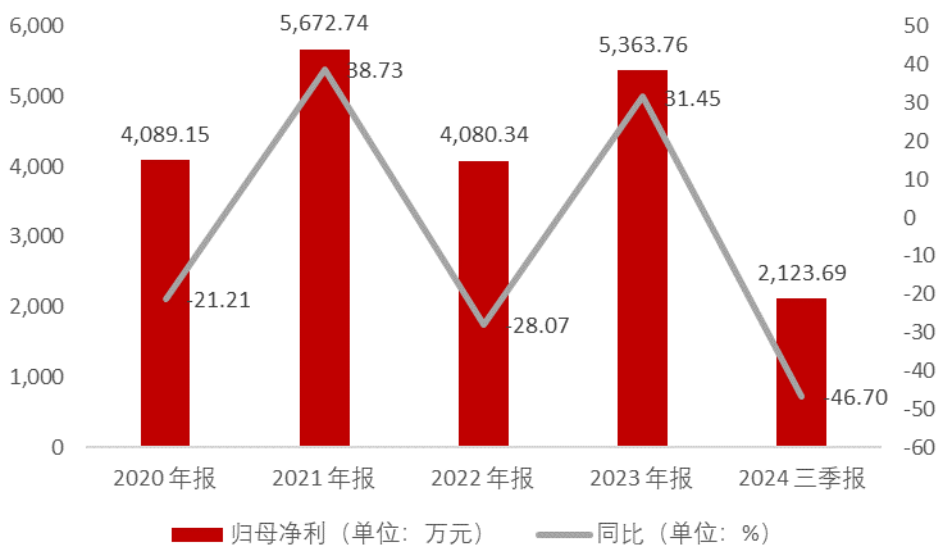
公司 24 年前三季度公司实现营收 3.93 亿元，同比+13.48%；实现归母净利润 2123.69 万元，同比-46.7%；扣非归母净利 1765.56 万元，同比-53.86%。24 年前三季度销售费用 5453.6 万元，同比+51.99%，主要系前三季度直播达人费用、营销费用及仓储费用增加所致。管理费用 9543.32 元，同比+21.86%；毛利率 47.95%，归母净利率 5.41%。

图2： 公司营业收入及同比



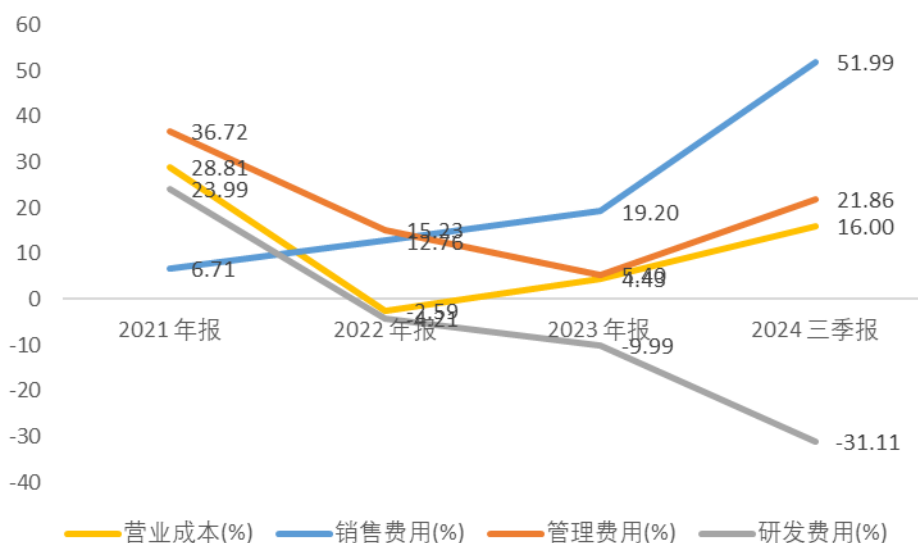
资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

图3： 公司归母净利及同比



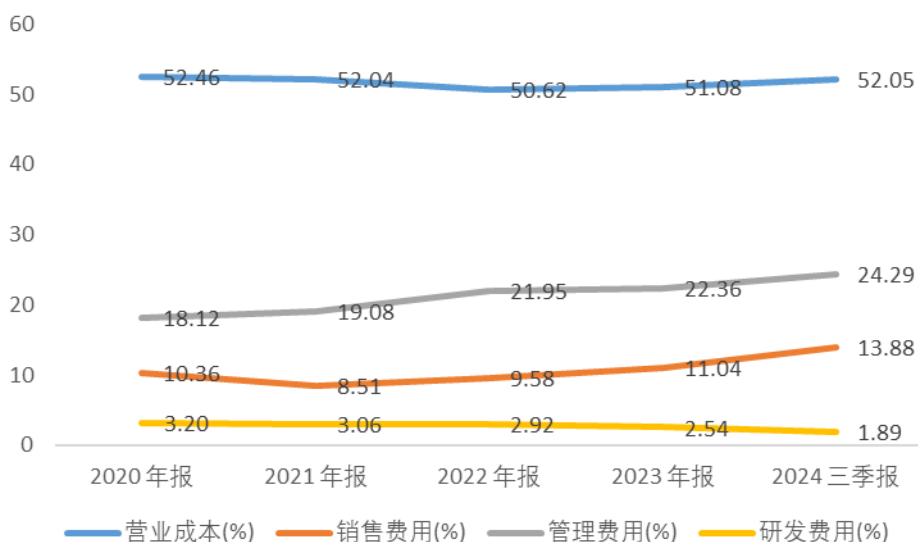
资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

图4： 公司营业成本、三费及其同比



资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

图5： 公司营业成本、三费费率



资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

2 AI 技术：出版业智能化升级的核心抓手

AI 校对王产品根据客户反馈加速迭代中，有望在 AI+校对领域发力突破。2024 年 8 月 13 日，公司注册“AI 校对王”公众号，表明由公司研发的“出版物审校级”人工智能校对工具有望不久后开启产品交付及后续的商业化。截至 2024 年前三季度，公司开发支出期末余额 2045 万元，相较期初余额 868.6 万元增加 135.44%，主要系公司 AI 校对王项目投入增加，公司在目前版本基础上，不断跟客户沟通需求，得到客户反馈意见后继续迭代优化，力争精准把握客户痛点需求，为后续打开市场、扩大商业化做铺垫。

继 AI 校对王之后，公司拟推出 AI 漫画应用。AI 漫画这一模型以提高漫画创作效率为根本目标，作为一款功能强大的生产力工具，极大地缩短了创作周期。这不仅显著降低了时间与人力成本，还能保障作品风格的贯性，让创作者的理念得以更顺畅地呈现。

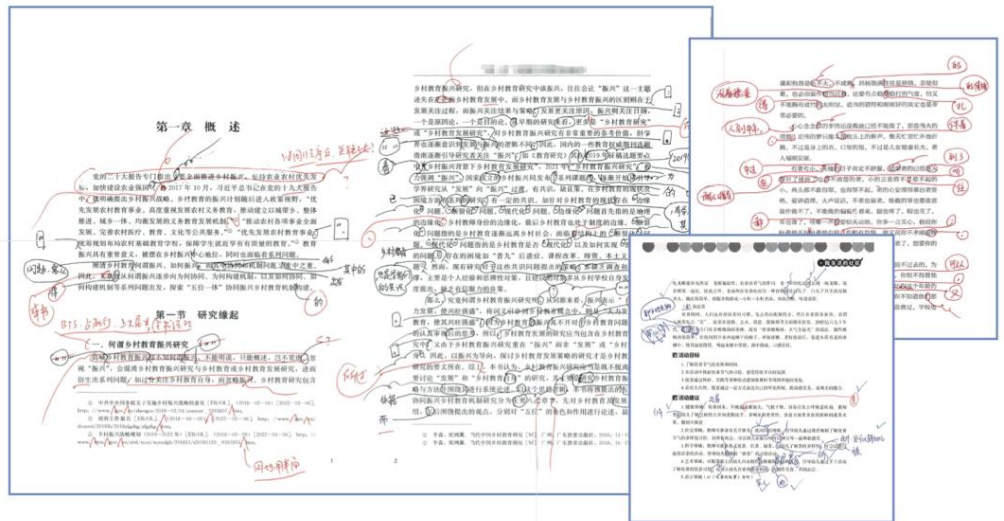
2.1 解决行业痛点：高标准的出版物校对的流程优化

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。

“出版物审校级”，指严格遵循国内出版物校对的标准、要求校对内容。相较于其他内容产品，出版物校对的要求更高，标准也更严格。根据《中华人民共和国新闻出版行业标准：图书编校质量插座判定和计算方法》(CY/T 266—2023)，出版物编校质量的合格线是差错率小于万分之一。而出版行业的校对人员，必须通过严格的出版专业资格考试，才能从事专业校对工作。

“出版物校对”代表了内容校对的最高标准。根据国家相关规定，出版物从编辑到发布，必须要经过专业校对人员的三次校对，并且通过具有初、中、高级职称的助理编辑、责任编辑、总编辑的三级审核。这称作“三审三校”。

图6：原始校对样本审核样例



资料来源：AI校对王微信公众号、浙商证券研究所

2.2 出版行业用于校对的费用测算：50 亿元市场规模

根据我们预测，我国出版行业文字校对的费用为 50 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，我们假设大概为 1 万元（假设：1 万字 500 元）。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。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 20 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 万种*10 万字/20 万字/30 万字*0.5 万元=25/50/75 亿元；按照出版图书字数 20 万字的中性假设，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 万种*20 万字/20 万字*1 万元=50 亿元。

表1：出版行业用于校对的费用测算

	悲观假设	中性假设	乐观假设
每年图书出版种数/万	50	50	50
出版图书字数/万字	10	20	30
假设条件：1 万字假设 500 元校审费用，20 万字左右的小说审校费为 10000 元			
每年出版行业文字校对费用/亿元	25	50	75

资料来源：华夏长鸿出版、中国出版、浙商证券研究所

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。

2.3 果麦文化 AI 校对王产品介绍

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。AI 校对王产品已于 2024 年年底商业化。

AI 校对王产品的商业模式围绕出版行业的校对需求，构建了多元且实用的盈利与合作体系。首先，可以直接面向客户收费，将出版单位、内容机构以及自媒体创作者等作为主要服务对象；其次，与技术平台合作，通过与云计算平台、内容管理系统等技术平台建立合作关系，将 AI 校对王的校对功能集成到这些平台中，为用户提供增值服务；最后，定制化解决方案，针对有特殊需求的大型客户，如大型出版集团、政府出版项目等，提供定制化的校对解决方案。同时，也可以本地化部署服务，满足客户对数据安全和保密性的严格要求，后续还可收取一定的维护和升级费用等。

在果麦文化所积累的海量校对文稿数据与编校经验的基础上，截至 2025 年 2 月，已有超五十家知名出版单位及内容机构使用 AI 校对王提供的校对服务，涵盖图书、期刊、报纸等多种内容形式，涉及文学、社科、自然科学等主流领域。产品正逐步商业化落地，根据市场反馈不断优化迭代，致力于解决出版行业校对难题，提升内容生产效率与质量。

AI校对王迄今已深度学习了超过百亿字的中文出版物“三审三校”全流程校对数据，所有数据均经过了专业采集、数据清洗、标注、监督训练的规范化流程处理。在高精度的监督训练下，AI校对王深度理解并更好地掌握了出版物校对的理念、技术、标准、范式，从而实现高精度、低误报、只校对、不乱改的“出版审校级”人工智能校对。

图7: 规范化处理后的语料样例

[illegible]

资料来源：AI 校对王微信公众号、浙商证券研究所

AI校对王相较其他大模型的核心壁垒系专注做高质量的校对垂类模型。1) AI校对王需要大量且高质量的校对语料库数据，在开发和改进校对软件的过程中，需要大量的数据来进行训练，学习其中的规律和模式。公司底层模型没有杂质。2) 行业的大量积累，这些积累过程是花很多时间和精力去做，只有沉浸在出版领域才能知道的。3) 大模型会有修改润色的部分，我们的AI校对王只做校对，完全不做加工润色。

果麦文化定期保持AI校对王产品及底层模型的更新迭代。在25年1月18日发布的最新更新中，产品已可校对文字格式PDF稿，校对结果以导出带标注的PDF文稿+勘误表多维度呈现；通过大语言模型能力，对全文进行常识性问题校对，反馈修改建议，支持手动选择段落进行常识性问题校对。在大模型方面，引擎参数调优，强化融合策略AI，补强模型反馈平衡性，提高整体稳定度的同时，校对速度从约280字/秒提升至约600字/秒。

果麦数智“金字塔大模型”成功通过生成式人工智能服务备案。上海果麦数智传媒科技有限公司自研金字塔大模型过审，获批备案编号。正式成为生成式人工智能服务备案企业。备案意味着我们的服务已经通过了严格的审核流程，确保了合规性和安全性。2月11日公司公告表示，DeepSeek的推理能力极大助力了公司AI校对王产品在教辅校对尤其是数理化方面的能力。

图8：果麦数智金字塔大模型的技术特征

底座架构以Transformer为核心，融合了多项前沿技术，由数十亿参数组成，每层架构都能并行处理大量数据并捕捉语言中的复杂依赖关系。通过百亿级标签化数据的监督微调训练，它能在广泛的中文文本中提取出核心语言现象，并持续通过监督学习策略调整模型参数。

中文优化

大模型“金字塔”针对中文的语言特性进行了多层次的特别优化，能在字、词、句的多个层次上实现更精准的语义理解，更好地把握上下文关系，解析长句，分析复句，理解有文化背景和历史典故的文本。

速度升级

采用并行计算框架，能短时间完成大规模的矩阵运算和梯度计算，在推理阶段快速解析复杂的语义结构，完成校对任务的速度比传统流程快数倍。

特殊数据

AI校对王累计深度学习了超过百亿字级别的校对数据。结合参数有效性微调与高精度的监督信号，大模型拥有显著的专业校对能力，能够以“出版物审校”的标准，更精确地捕捉到内容中的各类错误。

资料来源：AI校对王微信公众号、浙商证券研究所

3 影视 IP:《三国的星空》的破圈潜力: 中性分析 5 亿票房, 4000 万利润

我们预计公司投资并参与制作的动画大电影《三国的星空》将于 25 年上映, 有望增加公司 25 年利润弹性空间。《三国的星空》是果麦文化主投主控的动画大电影, 易中天先生担任编剧和总监制。根据猫眼专业版目前的信息显示, 电影的备案单位为果麦文化和海平屋脊影视文化, 光线影业和亭东影业联合出品。该电影项目吸引了包括光线传媒在内的行业头部公司共同投资和运营, 电影收入有望给公司带来利润增长。

我们预计《三国的星空》票房有望对标 2023 年暑期档上映的同类历史题材动画电影, 《长安三万里》, 累计票房 17.44 亿元。根据敏感性分析的中性假设, 我们假设电影制作成本 1 亿元, 5 亿票房出品方分成 40% 即 2 亿收入, 扣除成本电影收益 1 亿元。根据公司公告, 果麦文化出资 4000 万元 (假设占比 4000 万元/1 亿元=40%), 公司收益 4000 万。

表2: 《三国的星空》票房敏感性分析

	悲观假设	中性假设	乐观假设
票房 (亿元)	2.5	5	10
分成比例	40%	40%	40%
成本 (亿元)	1.0	1.0	1.0
出品方占比	40%	40%	40%
净利 (亿元)	0.0	0.4	1.2

资料来源: 浙商证券研究所测算

图9: 《三国的星空》海报



资料来源: 猫眼专业版、浙商证券研究所

图10: 图 9: 《三国的星空》预告



资料来源: 猫眼专业版、浙商证券研究所

表3： 2019-2024 年暑期档部分动画电影及累计票房

电影名称	主出品方	上映日期	累计票房（含服务费）
2019 年			
哪吒之魔童降世	光线影业/彩条屋影业	2019-07-26	50.35 亿元
玩具总动员 4	迪士尼/皮克斯动画工作室	2019-06-21	2.01 亿元
2020 年			
妙先生	光线彩条屋影业	2020-07-31	1313.5 万元
刺猬索尼克（真人+CG）	派拉蒙影业	2020-07-31	1.99 亿元
2021 年			
白蛇 2：青蛇劫起	追光动画/阿里影业	2021-07-23	5.80 亿元
俑之城	华强方特/万达影视	2021-07-09	6995.3 万元
2022 年			
新神榜：杨戬	追光动画/阿里影业	2022-08-19	5.55 亿元
小黄人大眼萌 2	环球影业/照明娱乐	2022-08-19	2.37 亿元
2023 年			
长安三万里	追光动画/阿里影业	2023-07-08	17.44 亿元
茶啊二中	凝羽动画/光线影业	2023-07-14	3.84 亿元
2024 年			
神偷奶爸 4	环球/照明/中国电影	2024-07-12	4.23 亿元
白蛇：浮生	追光动画/万达影视	2024-08-10	4.25 亿元
头脑特工队 2	迪士尼皮克斯/中国电影	2024-06-21	3.44 亿元
名侦探柯南：百万美元的五棱星	日本株式/中国电影	2024-08-16	2.86 亿元

资料来源：猫眼专业版、浙商证券研究所

4 盈利预测与投资观点

短期催化：

- AI 校对王及 AI 漫画进度：2025 年上半年或披露首批 AI 校对商业化订单；
- 电影定档预热：2025 年暑期档前释放预告片及 IP 联动活动；
- 主业方面跟踪，经典书或 IP 衍生品上线，公司 24Q4 上市首部个人传记《超越音符：林俊杰 20 周年》预计将带动业绩增长。

盈利预测核心假设：

- 我们预计受公司主业增长（重要出版物上市）、动画电影带动，25 年公司主营业收入有望实现 25% 以上增长，考虑到电影业务增量，我们预计公司 25 年营收增长达 40%。
- 暂未考虑 AI 校对王产生的收入及利润增量，但在研发费用上有所体现。

综上，我们预计公司营业收入 24-26 年 5.74 亿元/8 亿元/8.88 亿元，同比增速分别为 20%、40%、11%，公司归母净利润 24-26 年 0.43 亿元/1.38 亿元/2.10 亿元，分别对应估值 71x/22x/14x。

根据相对估值法，可比公司动画电影对标光线传媒 PE 30 倍、AI 应用相关公司中文在线、奥飞娱乐估值超 80 倍，公司当前股价处于估值修复中期，尚未充分反映 AI 与影视弹性，我们给予公司 25 年对应目标 PE 35 倍，目标价 49 元/股。

表4： 果麦文化业务拆分（单位：万元）

	2022 年报	2023 年报	2024E	2025E	2026E
营业收入	46,201.19	47,811.57	57,365.29	80,079.09	88,844.46
yoy	0.2%	3.5%	20.0%	39.6%	10.9%
图书出版发行相关业务	46,201.19	47,811.57	57,365.29	72,079.09	88,844.46
yoy	0.2%	3.5%	20.0%	25.6%	23.3%
图书出版发行业务	35,857.69	34,173.19	38,615.70	46,338.85	53,289.67
yoy	-3.2%	-4.7%	13.0%	20.0%	15.0%
互联网 2C 销售业务	8,281.24	11,631.19	16,283.67	21,982.95	28,577.83
yoy	23.4%	40.5%	40.0%	35.0%	30.0%
互联网广告业务	308.93	413.57	537.64	672.05	806.46
yoy	-37.0%	33.9%	30.0%	25.0%	20.0%
其他衍生业务	1,753.33	1,593.62	1,928.28	3,085.25	6,170.50
yoy	-7.6%	-9.1%	21.0%	60.0%	100.0%
电影业务				8,000.00	

资料来源：Wind、浙商证券研究所

表5： 果麦文化盈利预测（单位：百万元）

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	478	574	801	888
(+/-)	3.49%	19.98%	39.60%	10.95%
归母净利润	54	43	138	210
(+/-)	31.45%	-19.94%	222.32%	52.02%
每股收益(元)	0.54	0.43	1.40	2.13
P/E	56.84	71.00	22.03	14.49

资料来源：Wind、浙商证券研究所

表6： 可比公司估值法（单位：亿元、x）

证券代码	证券名称	总市值	24E 净利	25E 净利	24E PE	25E PE
300251.SZ	光线传媒	589.66	4.81	19.64	122.59	30.02
300364.SZ	中文在线	209.49	0.08	0.96	2,793.24	219.36
002292.SZ	奥飞娱乐	156.89	1.04	1.86	150.86	84.35

资料来源：同花顺 iFind、浙商证券研究所

备注：光线传媒用浙商证券 2 月 9 日入库报告的盈利预测，其他用 iFind 一致预期

5 风险因素

1. AI 应用产品不及预期或竞争加剧（AI 校对王有竞对、技术迭代不及预期等）。
2. 电影上映或表现不及预期（若《三国的星空》定档或票房不及预期，影视业务或拖累业绩）。
3. 政策监管（重要作者或 IP 受政策监管影响产品进展）等风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	673	700	820	953
现金	247	194	248	324
交易性金融资产	171	186	206	241
应收账款	80	96	89	111
其它应收款	4	6	9	10
预付账款	50	72	90	89
存货	108	121	150	148
其他	12	25	28	31
非流动资产	132	174	210	260
金融资产类	16	36	60	91
长期投资	20	25	30	31
固定资产	7	7	6	6
无形资产	1	1	1	0
在建工程	0	0	0	0
其他	89	106	114	132
资产总计	805	874	1,030	1,213
流动负债	118	150	186	187
短期借款	0	0	0	0
应付款项	76	97	120	118
预收账款	0	0	0	0
其他	42	53	66	68
非流动负债	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他	16	16	16	16
负债合计	134	165	202	203
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权	671	708	828	1,010
负债和股东权益	805	874	1,030	1,213

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	77	43	147	203
净利润	54	43	138	210
折旧摊销	15	16	17	13
财务费用	1	1	1	1
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	1	(24)	(9)	(22)
其它	10	7	0	0
投资活动现金流	(103)	(91)	(74)	(98)
资本支出	(13)	(18)	(8)	(13)
长期投资	(91)	(60)	(64)	(84)
其他	1	(13)	(2)	(2)
筹资活动现金流	(13)	(5)	(19)	(29)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(13)	(5)	(19)	(29)
现金净增加额	(38)	(53)	54	76

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	478	574	801	888
营业成本	244	290	360	355
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	53	75	104	107
管理费用	107	138	160	169
研发费用	12	14	21	21
财务费用	(3)	(2)	(2)	(3)
资产减值损失	(8)	(10)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
其他经营收益	1	0	0	0
营业利润	60	49	157	239
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	61	49	157	239
所得税	7	6	19	28
净利润	54	43	138	210
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	43	138	210
EBITDA	76	63	172	249
EPS（最新摊薄）	0.54	0.43	1.40	2.13

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	3.49%	19.98%	39.60%	10.95%
营业利润	31.61%	-18.96%	222.32%	52.02%
归属母公司净利润	31.45%	-19.94%	222.32%	52.02%
获利能力				
毛利率	48.92%	49.50%	55.00%	60.00%
净利率	11.22%	7.49%	17.28%	23.68%
ROE	8.00%	6.07%	16.73%	20.84%
ROIC	7.62%	5.61%	15.88%	20.00%
偿债能力				
资产负债率	16.64%	18.94%	19.58%	16.71%
净负债比率	-32.66%	-23.16%	-26.33%	-29.08%
流动比率	5.69	4.68	4.41	5.10
速动比率	4.25	3.22	2.97	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.68	0.84	0.79
应收账款周转率	5.90	6.52	8.68	8.88
应付账款周转率	3.01	3.36	3.33	2.98
每股指标(元)				
每股收益	0.54	0.43	1.40	2.13
每股经营现金	0.78	0.43	1.49	2.05
每股净资产	6.78	7.15	8.36	10.20
估值比率				
P/E	56.84	71.00	22.03	14.49
P/B	4.55	4.31	3.68	3.02
EV/EBITDA	39.28	46.14	16.47	11.06

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>