

果麦文化(301052)

报告日期: 2025 年 08 月 10 日

“出版+互联网”持续发力,《三国的星空》蓄势待发

——果麦文化中报点评报告

投资要点

- **事件:** 公司于 25 年 8 月 7 日晚披露 2025 年中报

1H25: 营收 2.98 亿元, 同比+29.8%; 归母净利 566 万元, 同比+80.4%; 扣非净利 454 万元, 同比+232%。2Q25: 营收 1.74 亿元, 同比+27.4%, 环比+40.5%; 归母净利 763 万元, 环比由负转正; 扣非净利 686 万元, 环比由负转正。
- **收入端: 教辅图书带动版权图书业务加速, 继续发力粉丝经济**

版权图书出版发行: 1H25 营业收入同增 29.75%, 教辅图书 1H25 销售码洋 3.14 亿元, 占图书收入 43%, 销售总量 1600 万册。粉丝经济继续发力, 4Q24 发行林俊杰《超越音符: 林俊杰 20 周年》, 3Q25 发行邓紫棋长篇科幻小说《启示录》。

互联网 2C: 1H25 直销收入 6,393 万元, 增速 1.16%, 占比 21.5%; 互联网用户, 从 2024 年底的 9,900 万, 增至 2025 年 6 月末的 10,152 万, 增幅 2.55%, 其中超过 10 万粉丝的新媒体平台账号 78 个。

互联网广告: 1H25 207 万元 (+11% YoY)。

其他衍生业务: 电子书、有声书业务、IP 衍生与运营业务如文创产品等, 1H25 达 1,129 万元, 增幅 71.38%。

对比行业数据公司逆势扩张: 开卷数据显示, 25H1 整体图书零售市场呈现小幅增长, 码洋规模同比+0.73%, 折扣进一步下降, 实洋规模同比-0.31%。
- **盈利端: 毛利率承压, 主要系发力版权书印刷、版权成本等影响, 为未来蓄力**

毛利率: 2Q25 41.0%, 环比下降 3.68pct, 同比下降 8.04pct, 主要系上半年教辅折扣加大, 印刷、版权等成本增加等原因所致。

费用率: 2Q25 销售费用率 11.21%, 环比下降 3.90pct, 同比下降 1.52pct; 2Q25 管理费用率 21.51%, 环比下降 7.73pct, 同比上升 0.69pct; 2Q25 研发费用率 1.56%, 环比上升 0.2pct, 同比下降 0.43pct。

净利率: 2Q25 4.39%, 同比下降 4.63pct。
- **产品与生态:《三国的星空》年内上映可期, AI 校对商业化元年**

基于内容和 IP 的延伸, 公司积极开拓第二增长曲线, 充分发挥各方资金、资源与业务优势, 主投主控 (与光线影业、海平屋脊、亭东影业) 院线动画电影《三国的星空第一部》, 该部动画电影由易中天编剧及监制, 预计于 2025 年上映。

果麦积极布局 AI 赛道, AI 校对王商业化进度显著。2024 年公司“AI 校对王”产品对应的自研大语言模型“金字塔”成功通过网信办生成式人工智能备案; 推出“书世界 (出版行业协同工作管理平台)”整体解决方案, 该“智能出版平台”涵盖了出版的各个环节, 包括策划、选题、编辑、生产、营销等, 其中包括公司历时两年研发的“金字塔大模型”及其应用软件“AI 校对王”。
- **盈利预测与估值**

(1)《三国的星空》上映前, 我们暂维持原盈利预测不变 (即 5 亿电影票房假设), 核心假设为 25 年、27 年有《三国的星空》系列电影上映, 26 年有一年空档, 我们预计公司归母净利分别为 1.38 亿元、1.36 亿元、2.01 亿元, 对应 P/E 分别为 46/46/31 倍, 维持“买入”评级。

(2) 考虑到 25 年动画电影票房整体走高 (《哪吒 2》《罗小黑战记 2》《浪浪山小妖怪》等), 我们提供最新的《三国的星空》第一部票房敏感性分析, 即 5 亿票房贡献 0.4 亿元增量利润 (目前盈利预测采用版本), 10 亿票房对应 1.2 亿元增量利润 (对应 25 年净利预测超 2.2 亿元, 对应估值 28.6x), 20 亿票房对应 2.8 亿元增量利润 (对应 25 年净利预测超 3.8 亿元, 对应估值 16.5x)。
- **风险提示**

《三国的星空》定档时间及表现不及预期; 图书主业表现不及预期等风险。

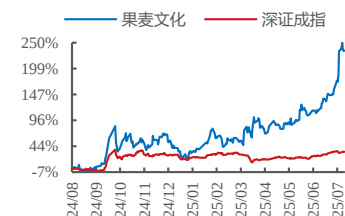
投资评级: 买入(维持)

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

基本数据

收盘价	¥ 63.58
总市值(百万元)	6,291.83
总股本(百万股)	98.96

股票走势图



相关报告

- 1 《图书出版主业高增,《三国的星空》年内可期》 2025.05.11
- 2 《25 年两大催化: AI 校对王和《三国的星空》》 2025.02.11

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	582.15	806.13	974.96	1248.56
(+/-) (%)	21.76%	38.47%	20.94%	28.06%
归母净利润	40.83	137.59	136.15	201.34
(+/-) (%)	-23.87%	236.96%	-1.05%	47.88%
每股收益(元)	0.41	1.39	1.38	2.03
P/E	154.09	45.73	46.21	31.25

资料来源：浙商证券研究所

表1：《三国的星空》第一部票房及利润的敏感性分析

票房（亿元）	2.5	5	10	15	20
分成比例	40%	40%	40%	40%	40%
成本（亿元）	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
出品方占比	40%	40%	40%	40%	40%
净利（亿元）	0.0	0.4	1.2	2.0	2.8

资料来源：浙商证券研究所；备注：截止25年8月10日，根据25年动画电影《哪吒2》《罗小黑战记2》《浪浪山小妖怪》等票房表现更新敏感性分析，电影业务详细论述详见我们2月深度报告。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	711	830	952	1,142
现金	286	295	322	409
交易性金融资产	102	122	152	192
应收账款	106	133	132	134
其它应收款	7	7	8	10
预付账款	53	70	90	109
存货	137	159	202	241
其他	21	43	45	46
非流动资产	242	234	253	272
金融资产类	36	51	66	81
长期投资	19	25	30	34
固定资产	8	9	9	9
无形资产	22	21	19	18
在建工程	5	5	5	5
其他	152	124	124	126
资产总计	953	1,063	1,205	1,413
流动负债	216	196	207	223
短期借款	0	0	0	0
应付款项	115	119	125	134
预收账款	47	24	19	12
其他	53	52	63	76
非流动负债	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0
其他	23	23	23	23
负债合计	239	219	231	246
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	714	844	974	1,167
负债和股东权益	953	1,063	1,205	1,413

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92	59	91	156
净利润	41	138	136	201
折旧摊销	20	19	20	18
财务费用	1	1	1	1
投资损失	(6)	(13)	(12)	(14)
营运资金变动	13	(88)	(58)	(53)
其它	23	2	3	3
投资活动现金流	(36)	(36)	(56)	(61)
资本支出	(31)	0	(5)	(3)
长期投资	(7)	(53)	(61)	(69)
其他	1	17	10	12
筹资活动现金流	(17)	(13)	(8)	(9)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(17)	(13)	(8)	(9)
现金净增加额	39	9	27	86

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	582	806	975	1,249
营业成本	309	390	500	604
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	77	93	115	151
管理费用	122	169	205	261
研发费用	9	13	16	20
财务费用	(1)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	(23)	(3)	(4)	(4)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	6	13	12	14
其他经营收益	1	2	3	4
营业利润	50	154	151	227
营业外收支	2	1	2	2
利润总额	52	155	153	229
所得税	11	17	17	27
净利润	41	138	136	201
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	138	136	201
EBITDA	81	172	171	245
EPS (最新摊薄)	0.41	1.39	1.38	2.03

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	21.76%	38.47%	20.94%	28.06%
营业利润	-17.51%	210.00%	-1.38%	49.72%
归属母公司净利润	-23.87%	236.96%	-1.05%	47.88%
获利能力				
毛利率	46.98%	51.67%	48.74%	51.66%
净利率	7.01%	17.07%	13.96%	16.13%
ROE	5.72%	16.29%	13.98%	17.25%
ROIC	6.40%	15.50%	13.36%	16.62%
偿债能力				
资产负债率	25.10%	20.59%	19.16%	17.43%
净负债比率	-34.78%	-31.16%	-29.80%	-32.27%
流动比率	3.30	4.24	4.59	5.12
速动比率	2.32	2.85	2.97	3.35
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.80	0.86	0.95
应收账款周转率	6.26	6.76	7.35	9.37
应付账款周转率	3.23	3.32	4.10	4.66
每股指标(元)				
每股收益	0.41	1.39	1.38	2.03
每股经营现金	0.93	0.59	0.92	1.58
每股净资产	7.21	8.53	9.84	11.79
估值比率				
P/E	154.09	45.73	46.21	31.25
P/B	8.82	7.45	6.46	5.39
EV/EBITDA	27.86	35.10	35.04	24.18

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>