



公司研究 | 深度报告 | 果麦文化 (301052.SZ)

果麦文化：互联网出版企业，AI 与 IP 变现打开 成长空间

报告要点

果麦文化以出版发行业务为基础，积极布局 AI、IP 变现等其他衍生业务，以打开自身成长空间，我们认为公司未来投资看点主要来源于：1) 聚焦“反向选题”战略，并发力教辅图书+粉丝经济，出版发行主业迎来稳健增长；2) 推出的“AI 校对王”已服务超过五十家知名单位及机构，商业模式跑通；3) IP 变现正当时，主投主控《三国的星空第一部》定档国庆，该影片出品方还包括光线影业，曾出品《哪吒》系列、《大鱼海棠》等爆款动画电影，《三国的星空》成为爆款潜力高。

分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177

果麦文化 (301052.SZ)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

果麦文化：互联网出版企业，AI 与 IP 变现打开成长空间

果麦文化：以出版主业为基，积极布局 AI、动画电影等第二增长曲线

果麦文化以出版发行业务为基础，积极布局 AI 工具、IP 变现等其他衍生业务。2015 年公司顺应互联网浪潮积极转型，推出“CBC”销售模式，跑通“出版+互联网”商业模式，正式成为互联网驱动的新出版公司。第二增长曲线方面，公司积极布局 AI，推出“AI 校对王”，并投资由易中天编剧及监制的《三国的星空第一部》。

看点一：聚焦“反向选题”战略，并发力“教辅图书+粉丝经济”

公司出版主业迎来稳健增长。“反向选题”战略上，打破传统合作模式，公司提前介入研发、营销等环节，与新世纪出版社合作的《小屁孩日记》销量破百万，与天津人民出版社合作的《乡土中国》从 2000 册增至 14 万册，未来还将借“书世界”平台深化该战略。“教辅图书+粉丝经济”方面，教辅业务 2023 年末布局后快速增长，2025H1 销售码洋 3.14 亿元、占总码洋 43%；粉丝经济领域，林俊杰、邓紫棋相关书籍销量亮眼。双轮驱动下，2025H1 图书策划发行主业营收 2.74 亿元，同比增长 25.29%。

看点二：持续开拓 AI 产品矩阵，AI 校对王商业化成功跑通

公司 AI 校对王技术上领先业界，商业化成功跑通。1) 技术方面，AI 校对王基于公司自研大语言模型“金字塔”成功通过网信办生成式人工智能备案，为唯一由出版公司开发且成功备案的大模型，并已获得专利认证。2) 商业化方面，AI 校对王既直接向出版单位、内容机构等客户收费，也与技术平台合作集成校对功能，还为大型客户定制方案并本地化部署，已服务超五十家知名单位及机构，覆盖多领域内容形式。此外，公司还布局 AI 选题、AI 漫画。

看点三：IP 变现突破正当时，主投主控《三国的星空第一部》

公司作为出版公司，深度绑定头部作家，拥有丰富的内容储备与 IP，2025 年为公司 IP 变现元年，其主投主控的动画电影《三国的星空第一部》定档 10 月 1 日，该片由我国当代著名作家、教育家易中天担任编剧及监制，双方于 2012 年便开始合作。出品方方面，果麦文化还联合光线影业、亭东影业等实力方出品，光线影业曾出品《哪吒》《大鱼海棠》等爆款动画电影，叠加三国题材受众广与易中天个人 IP 的影响力，影片热度与爆款潜力高。乐观测算下，该片有望为公司贡献 4 亿+毛利润，带来的业绩弹性可观。

投资建议：

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.27/1.37/2.01 亿元，对应 EPS 分别为 1.29/1.38/2.03 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、图书主业表现不及预期；
- 2、AI 技术发展不及预期；
- 3、《三国的星空第一部》定档及票房表现不及预期；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元) | 79.37 |
| 总股本(万股) | 9,896 |
| 流通A股/B股(万股) | 8,020/0 |
| 每股净资产(元) | 7.23 |
| 近12月最高/最低价(元) | 85.99/18.80 |

注：股价为 2025 年 9 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 果麦文化：“出版+互联网”标杆企业 | 6 |
| 公司介绍：民营出版企业标杆，十年探索开启“出版+互联网”创新 | 6 |
| 股权架构与管理层：创始人深度绑定，管理层经验丰富 | 8 |
| 财务分析：营收稳定增长，线上营销加快存货周转 | 9 |
| 看点一：图书零售市场稳定，依靠“反向选题”战略破局 | 11 |
| 图书市场：整体码洋趋于稳定，头部畅销书影响力提升 | 11 |
| 公司布局：持续加码“反向选题”，发力“教辅图书+粉丝经济” | 13 |
| 看点二：深入布局 AI，开拓多元产品矩阵 | 15 |
| AI 校对王：技术业界领先，商业化成功跑通 | 15 |
| 其他布局：“AI 漫画”“AI 选题”双轮启动 | 16 |
| 看点三：IP 变现正当时，《三国的星空》有望破圈 | 17 |
| 动画市场：市场规模稳定增长，国产动画电影强势崛起 | 17 |
| 《三国的星空》：上映在即，果麦主投有望成为爆款 | 19 |
| 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司畅销书矩阵 | 6 |
| 图 2：公司构建起“一主一辅一增量”三大业务格局 | 7 |
| 图 3：公司“出版+互联网”模式发展历程 | 8 |
| 图 4：果麦独创“CBC”销售模式 | 8 |
| 图 5：公司股权穿透情况（截至 2025.06.30） | 9 |
| 图 6：公司 2017-2024、2025H1 营业收入（百万元）及 yoy（%） | 10 |
| 图 7：公司 2017-2024、2025H1 毛利润（百万元）及 yoy（%） | 10 |
| 图 8：公司 2017-2024、2025H1 归母净利润（百万元）及 yoy（%） | 10 |
| 图 9：公司 2017-2024、2025H1 毛利率（%）及归母净利率（%） | 10 |
| 图 10：公司 2017-2024、2025H1 销售/管理/研发费用（%） | 11 |
| 图 11：公司 2017-2024 存货周转率（%） | 11 |
| 图 12：公司 2021-2024 各业务营业收入占比（%） | 11 |
| 图 13：公司 2017-2024 图书出版发行业务营业收入（亿元）及 yoy | 11 |
| 图 14：2010-2024 中国图书零售市场销售码洋（亿元） | 12 |
| 图 15：2022-2024 不同销售渠道码洋占比（%） | 12 |
| 图 16：2024 各渠道码洋同比增速（%） | 12 |
| 图 17：2014-2019 头部畅销书码洋贡献率持续提升 | 13 |
| 图 18：公司未来将着重发展“反向选题”发展战略 | 13 |
| 图 19：《小屁孩日记》&小屁孩创意空间 | 14 |
| 图 20：公司通过反向选题战略推动《乡土中国》销售 | 14 |
| 图 21：公司发行明星传记布局“粉丝经济” | 15 |

| | |
|--|----|
| 图 22: 文字校对过程 | 15 |
| 图 23: AI 校对王——“出版物审校级”校对工具 | 16 |
| 图 24: AI 校对王全架构 | 16 |
| 图 25: “爱漫阁”专业动漫图文模型与 AI 工具的 1.0 版本 | 17 |
| 图 26: 爱漫阁突破主流大模型众多难题 | 17 |
| 图 27: 2017-2025E 中国二次元动画市场规模（亿元）及 yoy（%） | 17 |
| 图 28: 动画电影无演员塌方等风险 | 18 |
| 图 29: 动画电影更早突破物理规则限制 | 18 |
| 图 30: 《三国的星空》上线在即 | 20 |
| 图 31: 《三国的星空》拍摄团队 | 20 |
| | |
| 表 1: 公司部分签约作家、学者 | 7 |
| 表 2: 公司管理层拥有多年图书出版发行行业从业经验 | 9 |
| 表 3: 公司 2023-2025H1 教辅图书销售情况 | 14 |
| 表 4: 出版行业文字校对市场规模弹性测算 | 16 |
| 表 5: 2019-2025 部分动画电影情况 | 18 |
| 表 6: 光线影业出品动画电影 | 19 |
| 表 7: 《三国的星空》弹性测算 | 20 |
| 表 8: 公司利润敏感性分析 | 21 |

表 1: 公司部分签约作家、学者

| 作家、学者 | 合作历史情况 |
|-----------|---------------------------|
| 易中天 | 自 2012 年合作至今, 已签约 40 多部作品 |
| 严歌苓 | 自 2012 年合作至今, 已签约 30 部作品 |
| 韩寒 | 自 2012 年合作至今, 已签约 10 多部作品 |
| 冯唐 | 自 2012 年合作至今, 已签约 10 多部作品 |
| 庆山 | 自 2013 年合作至今, 已签约 6 部作品 |
| 蔡崇达 | 自 2014 年合作至今, 已签约 2 部作品 |
| 李筱懿 | 自 2015 年合作至今, 已签约 7 部作品 |
| 张皓宸 | 自 2015 年合作至今, 已签约 5 部作品 |
| 罗伯特·麦基 | 自 2015 年合作至今, 已签约 3 部作品 |
| 熊亮 | 自 2016 年合作至今, 已签约 30 多部作品 |
| 弗雷德里克·巴克曼 | 自 2016 年合作至今, 已签约 5 部作品 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图书出版发行为基础, 公司积极探索其他业务, 构建起“一主一辅一增量”三大主营业务格局: 1) 一主: 图书出版发行业务, 分为公版图书出版发行和版权图书出版发行, 主要包括市场调研与选题立项、版权采购、内容策划与装帧设计、图书采购、图书发行等; 2) 互联网业务, 指公司基于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; 3) 其他衍生业务, 主要包括电子书、有声书业务, 以及 IP 衍生与运营业务如文创产品等。

图 2: 公司构建起“一主一辅一增量”三大业务格局



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

从传统到互联网, 公司创新出“出版+互联网”模式。2012 年创立以来, 公司始终秉持质量为先的理念, 初期专注于传统出版。2015 年起, 顺应互联网浪潮积极转型, 构建包括公司、作者及媒体人在内的互联网产品矩阵, 并推出“CBC”销售模式。2021 年, 公司明确“互联网驱动的新出版公司”定位, 并在 2022 年持续深化, 凭借坚实互联网用户基础, 实现业绩逆势增长。

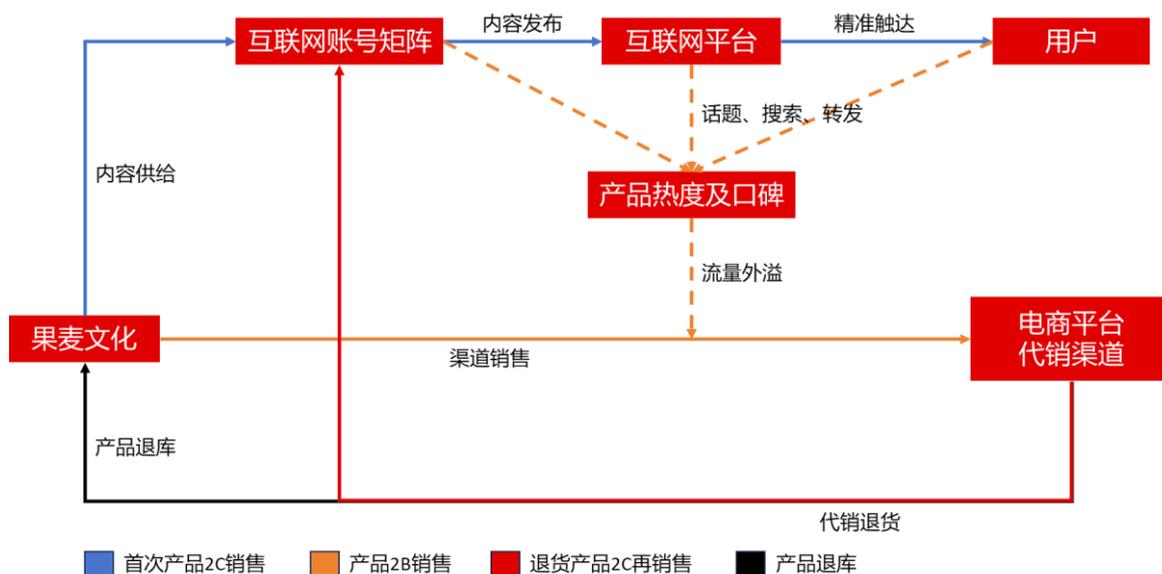
图 3：公司“出版+互联网”模式发展历程



资料来源：出版商务周报，公司公告，长江证券研究所

传统出版融合互联网新业态，CBC 模式助力销售长虹。公司创立 CBC 模式，在产品上市初期依托互联网触达用户实现“2C”销售，借此引起话题热度，通过电商平台与代销渠道实现“2B”销售，而对于处于生命周期中后段的产品，公司通过带货再一次实现“2C”销售，解决图书滞销、存货跌价问题，在根本上解决“代销退货”的行业痛点。2021 年至今，公司存货周转率持续维持在 200%以上。

图 4：果麦独创“CBC”销售模式

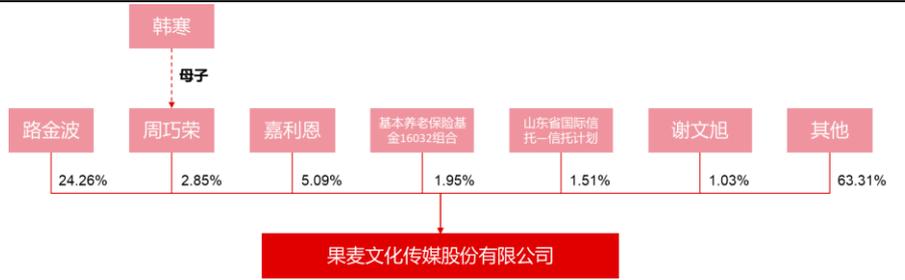


资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权架构与管理层：创始人深度绑定，管理层经验丰富

创始人与公司深度绑定，股东构成多元化。截至 2025 年 6 月 30 日，公司创始人兼董事长路金波持有公司 24.26% 的股份，早年路金波以笔名“李寻欢”参与网络文学，与宁财神、邢育森并称为“网络文学三驾马车”，后转型做出版商，为公司实际控制人；嘉利恩管理咨询公司持股 5.09%，都兴梅为其实际控制人；作家韩寒的母亲周巧蓉持有公司 2.85% 股权，为公司第三大股东。

图 5：公司股权穿透情况（截至 2025.06.30）



资料来源：公司年报，iFinD，长江证券研究所

管理团队深耕图书出版行业，从业经验丰富。公司管理层大多数在图书出版发行行业拥有多年的从业经历，董事长路金波自 1997 年起便涉足文化行业，拥有 28 年从业经历；总裁瞿洪斌自 1988 年进入出版业，拥有 34 年行业积淀；副总裁刘方更是在作家出版社担任要职长达 30 年。核心成员多数具备二十年以上图书出版、编辑发行或企业管理经验，且多人自贝榕文化、万榕书业时期便共事，团队稳定、配合默契。

表 2：公司管理层拥有多年图书出版发行行业从业经验

| 姓名 | 年龄 | 职务 | 主要经历 |
|-----|----|-------------|--|
| 路金波 | 49 | 董事长 | 本科学历。1997-1999 年任陕西海博信息技术有限公司策划、总经理；2000-2002 年任上海榕树下计算机有限公司总编辑；2002-2008 年任杭州贝榕文化信息咨询公司总编辑；2008-2012 年任辽宁万榕书业有限公司总经理；2012 年至今任果麦文化董事长。 |
| 瞿洪斌 | 58 | 董事、总裁 | 本科学历。1988-2006 年任云南人民出版社编辑部主任、分公司总经理；2006-2012 年任杭州贝榕文化信息咨询公司、辽宁万榕书业有限公司总编辑；2012 年至今任果麦文化总裁；2013 年至今任果麦文化董事。 |
| 吴畏 | 55 | 监事会主席 | 大专学历。2003-2007 年任上海青马图书公司总编辑；2007-2012 年任万榕书业副总编辑；2012 年 7 月至今历任果麦文化产品经理、总编辑。 |
| 陆如丰 | 40 | 监事 | 上海电力大学电子科学与技术专业本科。2007-2012 年就职于上海市北燃气销售有限公司；2012-2014 年自由职业；2014 年 7 月至今就职于果麦文化，任总裁办专员。 |
| 徐敏君 | 43 | 监事 | 天津理工大学项目管理专业本科。2002-2006 年就职于上海贝塔斯曼文化实业有限公司，任编辑；2006-2008 年就职于杭州贝榕书业有限公司，任销售助理；2008-2011 年就职于辽宁万榕书业发展有限责任公司，任销售主管；2011 年 7 月至今就职于果麦文化，任高级销售总监。 |
| 王誉 | 44 | 副总裁 | 本科学历。2005-2009 年任英特颂图书有限公司发行副经理；2009-2013 年任上海读客图书有限公司发行总监；2014 年至今任果麦文化副总裁。 |
| 刘方 | 59 | 副总裁 | 本科学历。1988-2018 年在作家出版社工作，历任编辑、编辑部主任、总编室主任、社长助理、副总编辑，期间创办北京中作华文数字传媒股份有限公司，历任董事总经理、董事长，兼任《中国校园文学》杂志主编；2018-2019 年任中国现代文学馆常务副馆长；2020 年至今任果麦文化副总裁。 |
| 蔡钰如 | 40 | 董事会秘书、财务负责人 | 本科学历。2008-2010 年任毕马威会计师事务所审计师；2010-2017 年任安永华明会计师事务所审计经理；2017 年 11 月-2019 年 6 月任果麦文化董事会秘书；2019 年 6 月至今任果麦文化董事会秘书兼财务负责人。 |

资料来源：公司年报，长江证券研究所

财务分析：营收稳定增长，线上营销加快存货周转

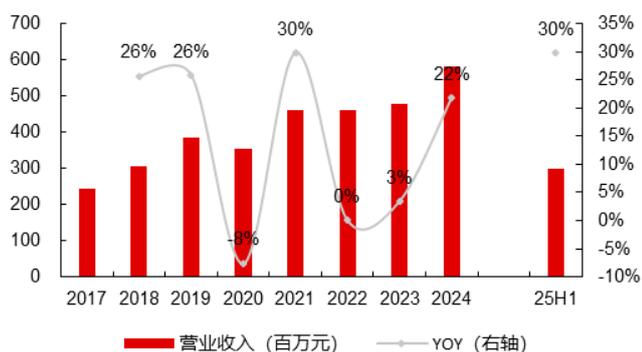
1) 整体情况

营收规模稳中有进，依托“出版+互联网”模式突破困境。2017-2019 年，公司营收实现 25.77% 的年复合增长率；2020 年公司营收下降主要受到特殊事件影响，面对行业变化，公司于 2021 年积极顺应线下转线上的行业趋势，明确“以互联网驱动的新出版公司”这一战略定位，大力推进线上营销工作。凭借精准的战略调整与积极的业务举措，公司 2021 年业绩实现大幅回升，之后随着“出版+互联网”模式不断推进，公司营收实现稳定增长。

毛利润维持增长，毛利率基本稳定。2017-2024 年，毛利润从 1.09 亿元增长至 2.73 亿元，期间 CAGR 约 14.0%；同时毛利率稳定维持在 45%-50%。尽管 2020 年受特殊事件冲击有短暂波动，但后续快速回升。

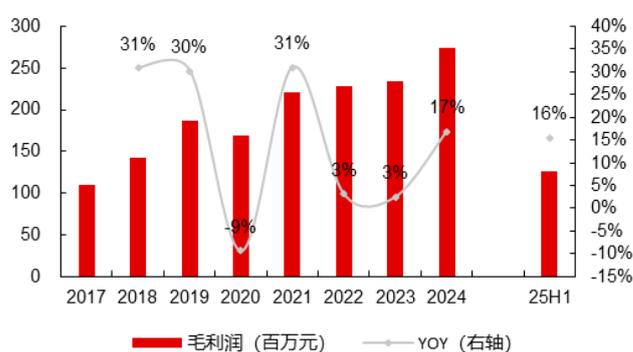
归母净利润存在波动：1) 2020 年特殊事件的爆发对公司实体店销售渠道造成冲击；2) 2022 年，受电影《四海》投资亏损和《皮囊》话剧影响，公司产生公允价值变动损失 947.36 万元，造成归母净利润同比下滑；3) 2024 年受到销售费用增长&资产减值影响，公司归母净利润 4083 万元，同比减少 23.87%。

图 6：公司 2017-2024、2025H1 营业收入（百万元）及 yoy (%)



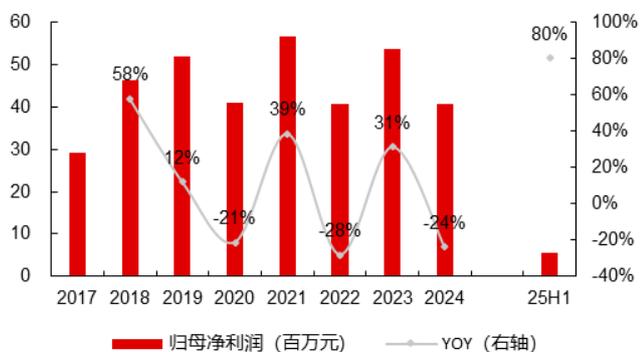
资料来源：iFinD，公司年报，长江证券研究所

图 7：公司 2017-2024、2025H1 毛利润（百万元）及 yoy (%)



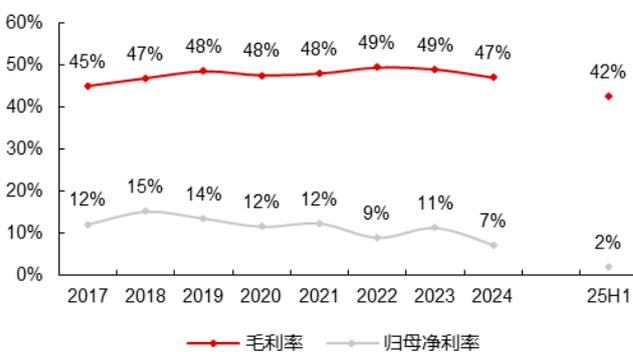
资料来源：iFinD，公司年报，长江证券研究所

图 8：公司 2017-2024、2025H1 归母净利润（百万元）及 yoy (%)



资料来源：iFinD，公司年报，长江证券研究所

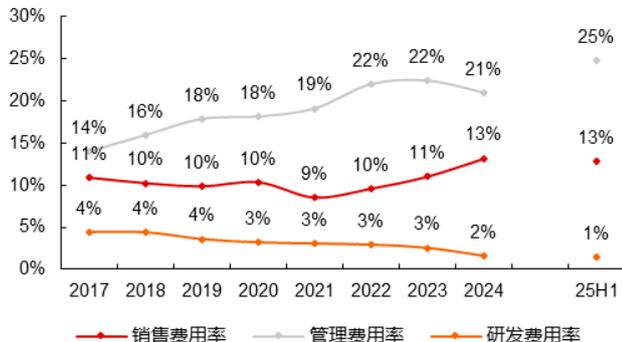
图 9：公司 2017-2024、2025H1 毛利率 (%) 及归母净利润率 (%)



资料来源：iFinD，公司年报，长江证券研究所

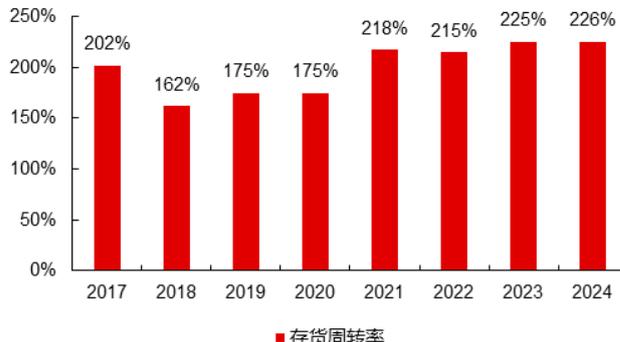
积极扩张拉动费用增长，“2C”销售减少库存积压。管理费率方面，2017 年以来，伴随线上营销发展，公司持续扩充产品团队，且出版物增多使残书处置费增加，管理费用率逐年走高。2021 年公司 136 万元股份支付、400 万元残书处置费及约 500 万元 IPO 服务费用，将管理费用率推至 19.1%。2022 年，1676 万元股权激励计划兑现，进一步拉升管理费用率至 22.0%。2023 年，剩余约 1022 万元股权激励陆续完成摊销，管理费用率逐渐回落。**销售费用率方面**，随公司线上化模式完善，线下销售费用有所降低，而线上投流费用和物流仓储费用因销售规模扩大同步增长，整体销售费用率逐渐增长至 2024 年 13%。**存货管理方面**，2021 年，公司通过自建“2C”销售渠道实现产品精准营销、自研 ERP 系统完善智能加印减少库存积压，公司近 2020 年存货周转率已大幅优化至 2 次以上。

图 10: 公司 2017-2024、2025H1 销售/管理/研发费用 (%)



资料来源: iFinD, 公司年报, 长江证券研究所

图 11: 公司 2017-2024 存货周转率 (%)

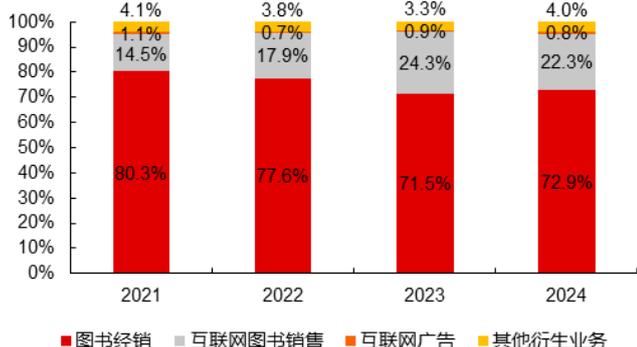


资料来源: iFinD, 公司年报, 长江证券研究所

2) 分产品情况

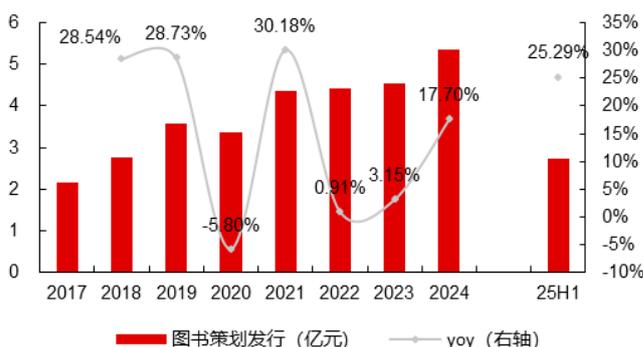
“一主一辅一增量”三大业务矩阵，核心主业图书出版发行营收持续提升。公司图书策划发行业务营业收入占比长期在 95%左右，为公司基本盘，并且营收规模逐年稳定增长 2017-2024 年由 2.16 亿元增长至 5.36 亿元，CAGR 约为 13.9%。

图 12: 公司 2021-2024 各业务营业收入占比 (%)



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 13: 公司 2017-2024 图书出版发行业务营业收入 (亿元) 及 yoy



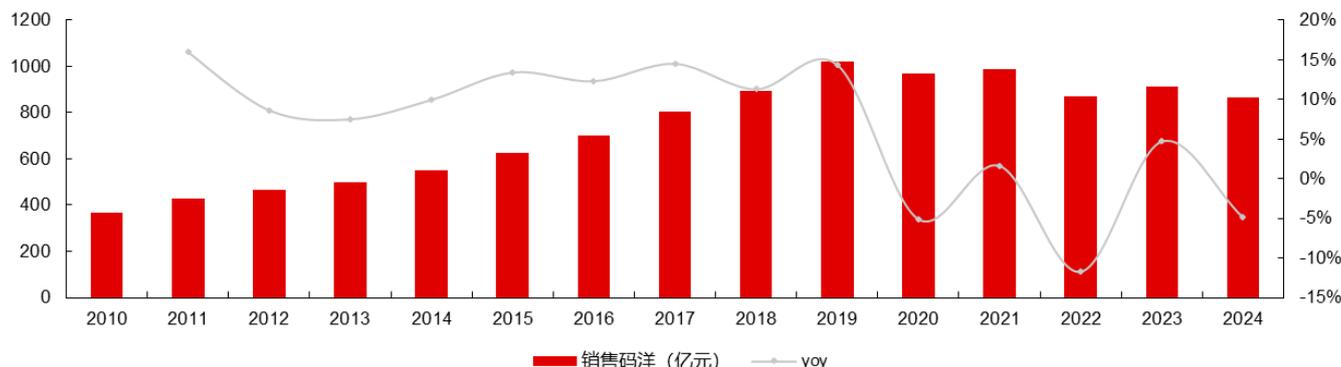
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

看点一: 图书零售市场稳定, 依靠“反向选题”战略破局

图书市场: 整体码洋趋于稳定, 头部畅销书影响力提升

图书零售市场趋于平稳。2010-2019 年, 国内图书零售市场销售码洋逐年递增, 由 369 亿元增长至 1023 亿元。2021 年后, 销售码洋维持在相近水平, 未现大幅波动。2024 年销售码洋 868 亿元, 同比-4.83%, 市场增长乏力, 面临一定下行压力, 渐入相对饱和、增量有限的阶段。

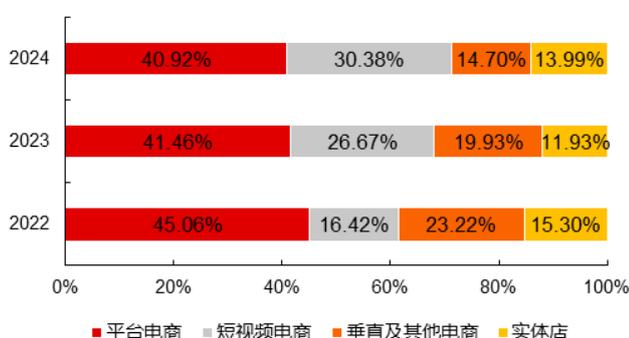
图 14: 2010-2024 中国图书零售市场销售码洋 (亿元)



资料来源: 北京开卷, 长江证券研究所

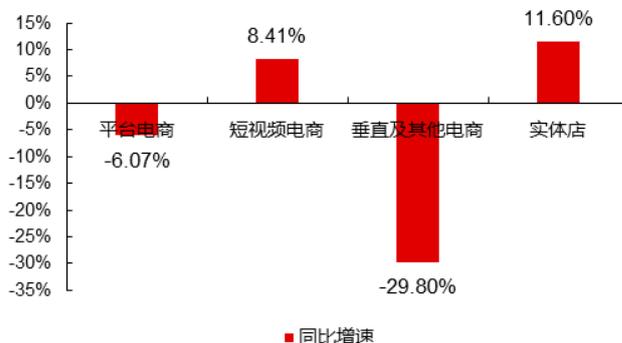
网络渠道维持图书销售主要市场, 短视频电商强势崛起抢占传统电商份额。市场占比方面, 2024 年平台电商码洋占比 40.92%, 较 2022 年 45.06% 有所下滑, 但仍居首; 短视频电商占比 30.38%, 对比 2022 年 16.42% 大幅提升 13.96pct, 传统电商市场份额受到挤压。绝对值方面, 在整体销售码洋同比下降背景下, 2024 年短视频电商码洋规模仍同比增长 8.41%, 实体店销售码洋有所复苏, 同比+11.60%。由此可见, 短视频电商重塑图书销售渠道格局。

图 15: 2022-2024 不同销售渠道码洋占比 (%)



资料来源: 北京开卷, 长江证券研究所

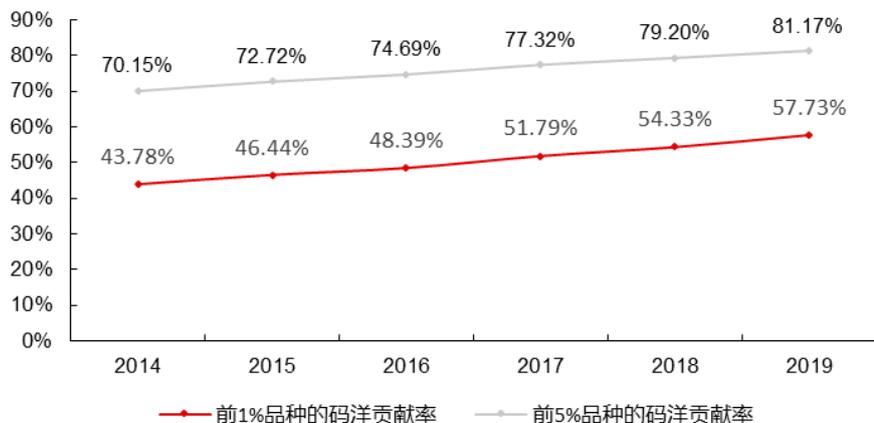
图 16: 2024 各渠道码洋同比增速 (%)



资料来源: 北京开卷, 长江证券研究所

头部畅销书码洋贡献率持续提升, 传统出版进入“头部制胜”时代。2014-2019 年, 图书零售市场呈现头部集中趋势, 最畅销 1% 图书品种的码洋贡献率从 43.78% 逐步攀升至 57.73%, 前 5% 图书品种的码洋贡献率也从 70.15% 提升至 81.17%, 即图书零售市场的“0580”现象。多家出版机构的重印书码洋与新书码洋对比甚至达 9:1, 且这一趋势还在进一步加剧, 新书太难卖成为出版界痛点问题。

图 17：2014-2019 头部畅销书码洋贡献率持续提升



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

公司布局：持续加码“反向选题”，发力“教辅图书+粉丝经济”

1) 持续加码“反向选题”战略

反向选题具有传统合作模式所不具备的优势。通常来看，民营图书公司往往主动策划选题，再寻找出版社出版。而反向合作模式，则是出版社主动提出选题合作，果麦文化从产品研发、营销、发行等环节提前深度介入，双方共同打造全新的产品。

图 18：公司未来将着重发展“反向选题”发展战略



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司布局反向选题战略早，已有多个成功案例。公司早在多年前便洞察传统选题模式局限，率先与多家出版社开展深度反向合作：1) 2022 年 10 月与南方出版签署战略合作协议后，公司与其旗下新世纪出版社编辑团队在选题策划、创意营销等方面通力合作，发挥反向选题模 1+1>2 的整合优势，并与作者团队耐心沟通、积极策划，造就《小屁孩日记》中文版销量破百万的成绩；2) 与天津人民出版社合作《乡土中国》，原本累计动销 2000 册，经过一年半反向合作，畅销高达 14 万册左右。

图 19:《小屁孩日记》&小屁孩创意空间



资料来源: 出版人杂志公众号, 长江证券研究所

图 20: 公司通过反向选题战略推动《乡土中国》销售



资料来源: 出版人杂志公众号, 长江证券研究所

未来, 公司还将注重“反向选题”发展战略。公司利用互联网数据洞察市场需求, 挖掘用户痛点, 在此基础上迭代研发新内容, 实现“反向选题”。同时公司建设了“书世界(出版行业协同工作管理平台)”, 与其他出版公司合作“反向选题”, 即其他出版公司提供版权, 公司进行策划、上市、营销与销售。预计未来“反向选题”将进一步带动公司与整个图书行业的增长。

2) 发力“教辅图书+粉丝经济”

2025H1, 公司图书策划发行主业实现营业收入 2.74 亿元, 同比增长 25.29%, 主要原因在于“教辅图书+粉丝经济”共同推动公司主业收入增长。

近年来布局教辅图书赛道, 成功脱颖而出取得傲然成绩。公司在 2023 年末开始布局教辅赛道, 2023 年销售码洋为 1956 万; 2024 年达到 28587 万元, 同比增长近 14 倍, 占公司图书总码洋的 21%; 2025H1 销售码洋 31401 万元, 占公司图书总码洋的 43%, 销量 1600 万册, 并以远超同行的品效在教辅赛道中脱颖而出。未来随着公司在教辅赛道持续发力, 继续拓展学龄段、拓宽产品形式, 图书出版发行主业有望再上一个新的台阶。

表 3: 公司 2023-2025H1 教辅图书销售情况

| | 2023 | 2024 | 2025H1 |
|------------|-------|--------|--------|
| 销售码洋(万元) | 1,956 | 28,587 | 31,401 |
| 占公司图书总码洋比重 | - | 21% | 43% |
| 销量(万册) | - | >1,000 | 1,600 |

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

敏锐洞察情绪消费崛起趋势, 果断布局粉丝经济赛道。公司通过出版明星传记方式深度挖掘粉丝市场, 2024 年 11 月发行《超越音符: 林俊杰 20 周年》, 开售 10 秒限量版 89757 套就全部售罄, 2025 年 7 月推出的邓紫棋《启示录》同样耀眼, 上市首日便销量冲破 20 万册, 销售码洋突破 4000 万。

图 21：公司发行明星传记布局“粉丝经济”



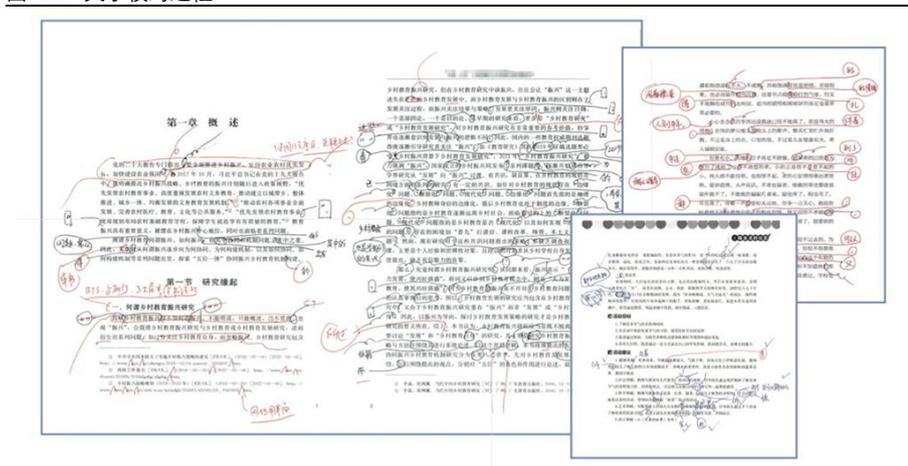
资料来源：公司公告，长江证券研究所

看点二：深入布局 AI，开拓多元产品矩阵

AI 校对王：技术业界领先，商业化成功跑通

图书质量把控严格，文字校对不可或缺。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”。“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。“出版物校对”也因此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，即“三审三校”。

图 22：文字校对过程



资料来源：AI 校对王微信公众号，长江证券研究所

文字校对市场规模测算：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。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，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、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： $50 \text{ 万种} \times 10 \text{ 万字} / 20 \text{ 万字} / 30 \text{ 万字} \times 0.5 \text{ 万元} = 25 / 50 / 75$ 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： $50 \text{ 万种} \times 20 \text{ 万字} / 20 \text{ 万字} \times 1 \text{ 万元} = 50$ 亿元。

表 4：出版行业文字校对市场规模弹性测算

| 假设情况 | 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 万字左右的小说校审费为 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，长江证券研究所

公司 AI 校对王技术上领先业界，商业化成功跑通。 1) 技术方面，AI 校对王基于公司自研大语言模型“金字塔”成功通过网信办生成式人工智能备案，为唯一由出版公司开发且成功备案的大模型，并已获得专利认证。2) 商业化方面，AI 校对王既直接向出版单位、内容机构等客户收费，也与技术平台合作集成校对功能，还为大型客户定制方案并本地化部署，已服务超五十家知名单位及机构，覆盖多领域内容形式。

图 23：AI 校对王——“出版物审校级”校对工具



资料来源：AI 校对王公众号，长江证券研究所

图 24：AI 校对王全架构



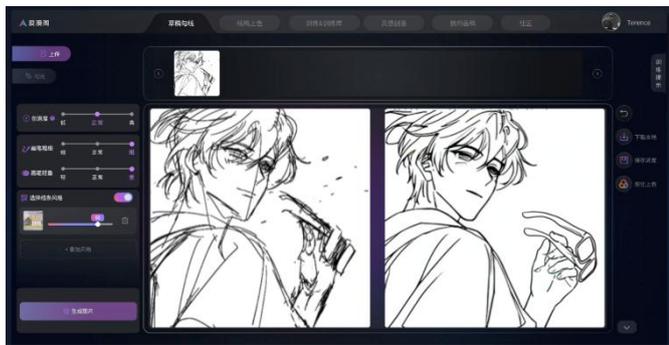
资料来源：公司公告，长江证券研究所

其他布局：“AI 漫画”“AI 选题”双轮启动

公司拟推出 AI 漫画应用。 目前，果麦参与自研的 AI 动漫工具“爱漫阁”已进入公测阶段，定位精准服务于漫画创作者。作为一款提升漫画创作效率的生产力工具，在草稿勾线、填色、上色、场景生成等环节，AI 工作量占比已达 40%，可大幅缩短创作时间，并保持良好的风格统一性。

新增 AI 选题模块，助力提升创作效率。 2025 年 6 月，果麦文化 AI 出版平台的第二个增强系统模块——AI 选题系统，正式公测上线。AI 选题系统从编辑的视角与工作流程出发，深度融合了公司的行业经验、数据积累以及 AI 技术成果，系统功能覆盖选题策划工作的全部流程细节（提案制作、决策、创意设计等），助力提升效率。此外，公司正在研发文稿编辑、设计、印刷、营销等更多模块的 AI 系统，有望构建完整的智能出版 AI 生态系统。

图 25：“爱漫阁”专业动漫图文模型与 AI 工具的 1.0 版本



资料来源：果麦书店公众号，长江证券研究所

图 26：爱漫阁突破主流大模型众多难题



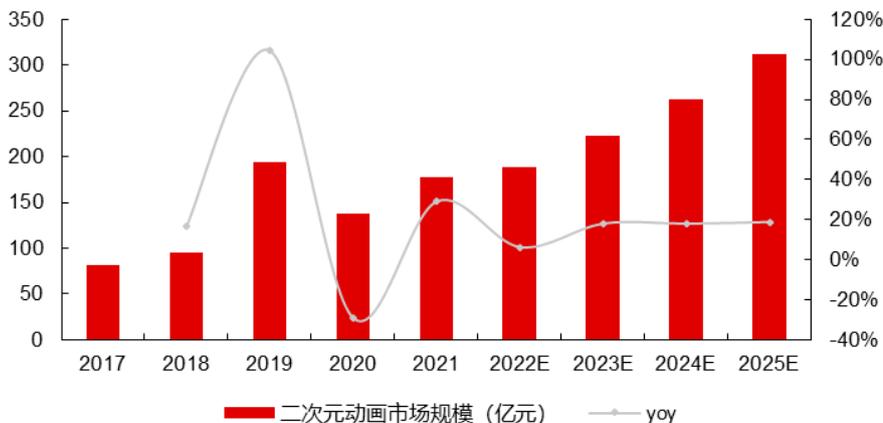
资料来源：果麦书店公众号，热萌文化，长江证券研究所

看点三：IP 变现正当时，《三国的星空》有望破圈

动画市场：市场规模稳定增长，国产动画电影强势崛起

二次元动画市场规模稳定增长。根据灼识咨询白皮书，2017 年国内二次元动画内容市场规模为 81.5 亿元，预计 2025 年将增长至 311.8 亿元，增幅达到 282.52 亿元，CAGR 约为 17.9%。

图 27：2017-2025E 中国二次元动画市场规模（亿元）及 yoy（%）



资料来源：CIC 灼识咨询《中国二次元内容行业白皮书》，长江证券研究所

《哪吒 2》爆火引发市场关注，动画电影较真人电影有多项优势。1) 规避风险上，真人演员易因丑闻、舆情可能造成形象崩塌，同时档期冲突会打乱拍摄计划，且年龄可能会限制角色塑造的精准度，动画则无此困扰。2) 在画面表现上，动画电影更便于突破物理规则限制，《红辣椒》早于《盗梦空间》数年就呈现出穿梭梦境的抽象画面。3) 情感传达方面，动画可通过夸张、细腻的画面，将角色情感与精神世界深度呈现，真人电影受现实场景、演员演技制约，难以如此淋漓尽致。4) 受众覆盖上，动画风格、题材多样，天然覆盖全年龄段，而真人电影常受限于特定受众群体。

图 28: 动画电影无演员塌房等风险

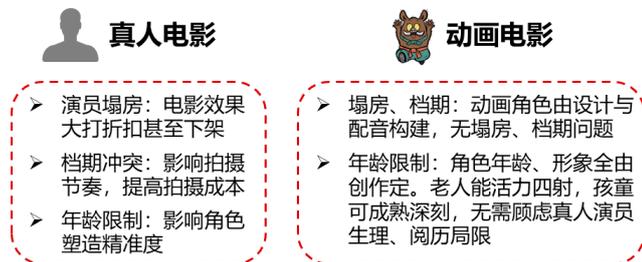


图 29: 动画电影更早突破物理规则限制



资料来源: 网易新闻, 北京乐豆世纪影业, 长江证券研究所

资料来源: 网易新闻, 北京乐豆世纪影业, 长江证券研究所

国产动画强势崛起, 多款储备产品待上映。2019-2024 年, 多部国产动画电影票房火爆, 2025 年更是佳作频出, 从《哪吒之魔童闹海》登顶全球影史动画片票房冠军, 到《罗小黑战记 2》《浪浪山小妖怪》暑期档分别斩获超 4 亿、14 亿票房, 国产动画的制作水准与市场号召力持续攀升。未来, 《三国的星空》《大鱼海棠 2》等重点项目有望延续热度, 进一步巩固国产动画的市场地位, 推动行业向更高质量发展。

表 5: 2019-2025 部分动画电影情况

| 电影名称 | 主出品方 | 上映日期 | 累计票房 (含服务费) | 影片状态 |
|------------------|--------------|------------|-------------|------|
| 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 | 下映 |
| 玩具总动员 4 | 迪士尼/皮克斯动画工作室 | 2019/06/21 | 2.01 亿元 | 下映 |
| 2020 年 | | | | |
| 妙先生 | 光线彩条屋影业 | 2020/07/31 | 1313.5 万元 | 下映 |
| 刺猬索尼克 (真人+CG) | 派拉蒙影业 | 2020/07/31 | 1.99 亿元 | 下映 |
| 2021 年 | | | | |
| 白蛇 2: 青蛇劫起 | 追光动画/阿里影业 | 2021/07/23 | 5.80 亿元 | 下映 |
| 俑之城 | 华强方特/万达影视 | 2021/07/09 | 6994.5 万元 | 下映 |
| 2022 年 | | | | |
| 新神榜: 杨戬 | 追光动画/阿里影业 | 2022/08/19 | 5.55 亿元 | 下映 |
| 小黄人大眼萌 2 | 环球影业/照明娱乐 | 2022/08/19 | 2.37 亿元 | 下映 |
| 2023 年 | | | | |
| 长安三万里 | 追光动画/阿里影业 | 2023/07/08 | 17.44 亿元 | 下映 |
| 茶啊二中 | 凝羽动画/光线影业 | 2023/07/14 | 3.84 亿元 | 下映 |
| 2024 年 | | | | |
| 神偷奶爸 4 | 环球/照明/中国电影 | 2024/07/12 | 4.23 亿元 | 下映 |
| 白蛇: 浮生 | 追光动画/万达影视 | 2024/08/10 | 4.25 亿元 | 下映 |
| 头脑特工队 2 | 迪士尼皮克斯/中国电影 | 2024/06/21 | 3.44 亿元 | 下映 |
| 名侦探柯南: 100 万美元的五 | 日本株式/中国电影 | 2024/08/16 | 2.86 亿元 | 下映 |

| 棱星 | | | | |
|-------------|-----------|------------|-----------------|------------|
| 2025 年 | | | | |
| 哪吒之魔童闹海 | 光线影业 | 2025/01/29 | 154.46 亿元 | 下映 |
| 浪浪山小妖怪 | 上影元 | 2025/08/02 | 15.51 亿元 | 在映中 |
| 熊出没·重启未来 | 华强方特 | 2025/01/29 | 8.21 亿元 | 下映 |
| 罗小黑战记 2 | 千万间文化 | 2025/07/18 | 5.08 亿元 | 在映中 |
| 名侦探柯南：独眼的残像 | 日本株式/中国电影 | 2025/06/27 | 3.98 亿元 | 在映中 |
| 聊斋：兰若寺 | 追光动画 | 2025/07/12 | 2.43 亿元 | 在映中 |

资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

《三国的星空》：上映在即，果麦主投有望成为爆款

《三国的星空》由果麦文化与光线影业、亭东影业、海平屋脊等共同出品，出品方实力强。《三国的星空》预计于 2025 年 10 月 1 号在中国大陆上映，由易中天编剧，出品人包括路金波、王长田、易海贝和韩寒，由果麦文化、光线影业等公司出品，由红鲤文化等公司联合出品。易中天为网红史学教授，光线影业曾出品《哪吒》系列、《大鱼海棠》等爆款，预计《三国的星空》将保持较高热度，成为下一影视爆款。

表 6：光线影业出品动画电影

| 电影名称 | 《大鱼海棠》 | 《哪吒之魔童降世》 | 《姜子牙》 | 《哪吒之魔童闹海》 |
|------|---------|-----------|----------|-----------|
| 电影海报 | | | | |
| 时间 | 2016 | 2019 | 2020 | 2025 |
| 票房 | 5.73 亿元 | 50.35 亿元 | 16.03 亿元 | 154.46 亿元 |

资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

果麦文化主投主控《三国的星空》，IP 变现在即。2024 年 4 月 9 日，果麦文化传媒股份有限公司与上海亭东影业有限公司签署《电影投资合作协议》公司拟投资 4000 万元，亭东影业拟投资 1000 万元，双方签署了《电影投资合作协议》。果麦文化拥有该片的制作、宣发与商务开发等权限，并全权负责影片的前期筹备、选角、拍摄与后期制作。影片预计于 2025 年暑假上映，目前已在影院公开贴片预告，吸引了包括光线传媒在内的行业领头羊共同投资和运营。

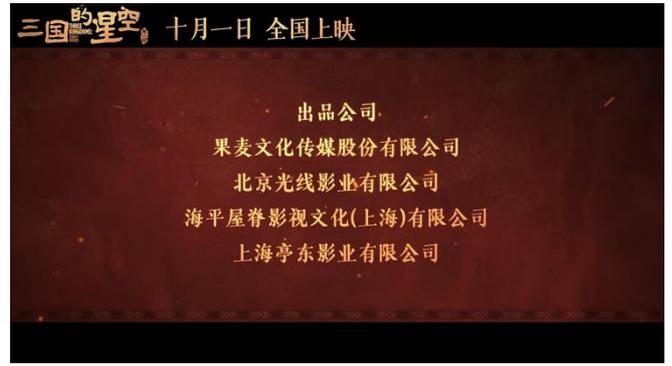
《三国的星空》有望在 2025 年国庆档实现票房突破，为公司带来显著的利润弹性。主要原因在于，其作为果麦文化主投主控的动画大电影，能够借助易中天的 IP 影响力，同时三国题材自身受众广泛，以及果麦文化在内容和技术上进行了双重布局。

图 30:《三国的星空》上线在即



资料来源: 国家电影局, 猫眼专业版, 长江证券研究所

图 31:《三国的星空》官宣出品公司



资料来源: 光线影业视频号, 长江证券研究所

弹性测算: 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+宣发成本 1.3 亿元, 15 亿票房出品方分成 40%即 6 亿收入, 扣除成本电影收益 4.7 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 1.88 亿。

表 7:《三国的星空》弹性测算

| | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
|-------------|------|------|------|
| 票房(亿元) | 3.3 | 15 | 30 |
| 分成比例 | 40% | 40% | 40% |
| 制作+宣发成本(亿元) | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 出品方占比 | 40% | 40% | 40% |
| 毛利润 | 0.00 | 1.88 | 4.28 |

资料来源: 长江证券研究所

风险提示

1、图书主业表现不及预期：创作者具有不确定性，若公司签约作者流失，创作团队热门选题判断失误，可能导致无法推出畅销优质图书，从而影响图书销售。版权方面，若公司在版权交易中出现纠纷，可能会延误图书出版计划。

2、AI 技术发展不及预期：AI 应用的发展仍然依托于 AI 技术本身的迭代速度，如果 AI 技术发展不及预期，则有可能导致 AI 应用发展不及预期。

3、《三国的星空第一部》定档及票房表现不及预期：若《三国的星空第一部》未能在十月一日如期上映或者上映之后口碑并未发酵，票房表现较为平淡，则会影响公司业绩释放。

4、盈利预测假设不成立及不及预期风险：

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于图书主业稳步推进，AI 技术发展如预期推进，《三国的星空》如期定档及票房表现乐观对公司未来营收业绩进行预测，基于以上假设，我们预测公司 2025/2026/2027 年的归母净利润分别为 1.27/1.37/2.01 亿元，同比增速分别为 212.0%/7.3%/47.2%。

若以上假设不成立或不及预期我们盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期，估值结果偏高等。极端悲观假设下，若图书主业推进、AI 技术发展不及预期、《三国的星空第一部》跳票等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 0.83/1.23/1.79 亿元，同比增速分别为 103.3%/47.7%/45.9%。

表 8：公司利润敏感性分析

| 单位：百万元 | 基准情形 | | | | 悲观情形 | | |
|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 582 | 870 | 965 | 1,226 | 790 | 895 | 1110 |
| YOY | 21.8% | 49.4% | 11.0% | 27.1% | 35.7% | 13.3% | 24.1% |
| 毛利率 | 47.0% | 52.0% | 49.6% | 49.8% | 47.1% | 49.1% | 49.5% |
| 归母净利润 | 41 | 127 | 137 | 201 | 83 | 123 | 179 |
| YOY | -23.9% | 212.0% | 7.3% | 47.2% | 103.3% | 47.7% | 45.9% |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 582 | 870 | 965 | 1226 | 货币资金 | 286 | 268 | 339 | 432 |
| 营业成本 | 309 | 418 | 486 | 615 | 交易性金融资产 | 102 | 104 | 106 | 108 |
| 毛利 | 273 | 452 | 479 | 611 | 应收账款 | 106 | 153 | 169 | 215 |
| %营业收入 | 47% | 52% | 50% | 50% | 存货 | 137 | 188 | 219 | 277 |
| 营业税金及附加 | 1 | 1 | 1 | 1 | 预付账款 | 53 | 90 | 105 | 133 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 其他流动资产 | 28 | 51 | 52 | 55 |
| 销售费用 | 77 | 113 | 116 | 123 | 流动资产合计 | 711 | 855 | 991 | 1220 |
| %营业收入 | 13% | 13% | 12% | 10% | 长期股权投资 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 管理费用 | 122 | 183 | 193 | 235 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 21% | 21% | 20% | 19% | 固定资产合计 | 8 | 9 | 11 | 12 |
| 研发费用 | 9 | 17 | 19 | 25 | 无形资产 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -1 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 17 | 18 | 18 | 18 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 其他非流动资产 | 176 | 161 | 177 | 192 |
| 加：资产减值损失 | -23 | 0 | 0 | 0 | 资产总计 | 953 | 1084 | 1238 | 1483 |
| 信用减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 | 短期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付款项 | 115 | 147 | 171 | 216 |
| 投资收益 | 6 | 10 | 11 | 14 | 预收账款 | 47 | 24 | 26 | 33 |
| 营业利润 | 50 | 150 | 163 | 244 | 应付职工薪酬 | 10 | 15 | 18 | 23 |
| %营业收入 | 9% | 17% | 17% | 20% | 应交税费 | 6 | 6 | 7 | 9 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 37 | 44 | 49 | 60 |
| 利润总额 | 52 | 150 | 163 | 244 | 流动负债合计 | 216 | 236 | 271 | 340 |
| %营业收入 | 9% | 17% | 17% | 20% | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税费用 | 11 | 22 | 26 | 43 | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 41 | 127 | 137 | 201 | 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 41 | 127 | 137 | 201 | 其他非流动负债 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 239 | 260 | 294 | 364 |
| EPS (元) | 0.41 | 1.29 | 1.38 | 2.03 | 归属于母公司所有者权益 | 714 | 825 | 944 | 1119 |
| | | | | | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 股东权益 | 714 | 825 | 944 | 1119 |
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 负债及股东权益 | 953 | 1084 | 1238 | 1483 |
| 经营活动现金流净额 | 92 | 6 | 101 | 128 | | | | | |
| 取得投资收益收回现金 | 1 | 10 | 11 | 14 | 基本指标 | | | | |
| 长期股权投资 | 1 | 0 | 0 | 0 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 资本性支出 | -31 | -1 | -7 | -7 | 每股收益 | 0.41 | 1.29 | 1.38 | 2.03 |
| 其他 | -8 | -10 | -16 | -16 | 每股经营现金流 | 0.93 | 0.06 | 1.02 | 1.29 |
| 投资活动现金流净额 | -36 | -2 | -13 | -10 | 市盈率 | 61.55 | 61.65 | 57.47 | 39.03 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 3.53 | 9.52 | 8.32 | 7.02 |
| 股权融资 | 6 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 27.86 | 49.97 | 45.25 | 29.93 |
| 银行贷款增加 (减少) | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 4.6% | 12.5% | 11.8% | 14.8% |
| 筹资成本 | -7 | -16 | -18 | -26 | 净资产收益率 | 5.7% | 15.4% | 14.5% | 18.0% |
| 其他 | -16 | -6 | 0 | 0 | 净利率 | 7.0% | 14.6% | 14.2% | 16.4% |
| 筹资活动现金流净额 | -17 | -22 | -18 | -26 | 资产负债率 | 25.1% | 23.9% | 23.8% | 24.5% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | 39 | -17 | 71 | 93 | 总资产周转率 | 0.66 | 0.85 | 0.83 | 0.90 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无 投 资 评 级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期
36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。