

增持 (维持)

果麦文化 (301052.SZ)

产销发力业绩逆势增长, AI 赋能打造第二增长曲线

2023年04月24日

市场数据

日期	2023-04-23
收盘价(元)	57.50
总股本(百万股)	72.72
流通股本(百万股)	55.09
净资产(百万元)	626.92
总资产(百万元)	740.85
每股净资产(元)	8.62

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证传媒】果麦文化(301052):“价值和美”塑造图书矩阵,“出版+互联”成就行业先驱》2023-03-31

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **果麦文化发布 2023 年一季报。**2023 年 Q1, 公司实现营业收入 1.15 亿元, 同比增长 9.36%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1365 万元, 同比增长 225.42%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1311 万元, 同比增长 20.52%。
- **产品、销售双端发力, 经营业绩逆势增长。**2023 年 Q1, 得益于“出版+互联网”的商业模式, 公司在图书零售市场码洋同比下降 6.55% 的行业大背景下, 实现了经营业绩的逆势增长。**1) 产品端:**《三体漫画》2 月上市, 一个多月销售近 800 万码洋;《世界很喧嚣, 做自己就好》《了不起的基因》等新书销量不俗。此外, 老书《孙子兵法》《经典常谈》《等一朵花开》等均借力互联网营销和“CBC”销售模式实现销量大幅增长;**2) 销售端:**果麦 2C 收入占比从 2021 年 14% 上升至 2023 年 Q1 的 24%, 果麦 2C 成为公司的第二大客户, 直销模式下公司毛利率已由 2022 年的 49.38% 提升至 2023 年 Q1 的 50.06%。
- **图书主业扎实推进, AI 技术全面赋能。****1) “出版+互联网”持续深耕:**截至 2022 年, 公司已在全平台积累了 7400 万互联网用户, 依托庞大的互联网客群, 精准把握市场需求, 引领流量热点, 助力图书销量增长, 打开多元业务变现。**2) “CBC”新模式发力直销:**公司在行业首创“CBC”销售模式, 赋予公司图书直销自主定价权, 同时带动公司存货周转率位居行业前列, 未来将随图书销量扩张, 持续增厚公司业绩。**3) 图书产品储备丰富:**公司旗下《三体漫画》第二部、第三部蓄势待发, 易中天、戴建业、王德峰、罗翔、蔡崇达等知名作家和公司深度绑定, 未来增长潜力巨大。**4) AI 领域深度布局:**公司布局 AI 多年。持续研发多款 AI 先进技术产品, 充分协同公司积累的互联网数据要素, 打造文字、设计、产研、营销全链路降本增效及营收增厚。
- **全力布局 AI 编校领域, 第二增长曲线可期。**果麦文化紧抓“编校”这一行业痛点, 全力布局 AI 编校。公司以创立以来积累的校对资源、内容资源等语料库为基础, 构建数据模型, 并结合人工智能技术在智能编校领域进行行业模型和应用层的探索研发, 以期运用最新最前沿的技术解决行业编校痛点, 形成公司第二增长曲线, 预计未来将给公司带来巨大的业绩增厚。
- **盈利预测:**公司图书产品矩阵持续扩充, 优质作家长期绑定, “出版+互联网”模式保障公司业绩高速增长, AI 构筑未来第二增长曲线。我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.85/1.14/1.49 亿元, 对应当前股价(2023 年 04 月 23 日)的 PE 分别为 48.6/36.3/27.8 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**疫情反复风险、图书选题风险、市场竞争风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	462	575	696	834
同比增长	0.2%	24.5%	21.0%	19.9%
归母净利润(百万元)	41	85	114	149
同比增长	-28.1%	108.7%	34.0%	30.6%
毛利率	49.4%	50.3%	51.7%	52.4%
ROE	6.8%	12.5%	14.5%	16.2%
每股收益(元)	0.57	1.18	1.58	2.07
市盈率	101.5	48.6	36.3	27.8

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

- **果麦文化发布 2023 年一季报。**2023 年 Q1, 公司实现营业收入 1.15 亿元, 同比增长 9.36%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1365 万元, 同比增长 225.42%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1311 万元, 同比增长 20.52%。
- **产品、销售双端发力, 经营业绩逆势增长。**2023 年 Q1, 图书零售市场码洋同比下降 6.55%, 而公司经营业绩逆势增长, 增幅 9.36%, 主要得益于公司探索并践行“出版+互联网”的商业模式。**1) 产品端:** 优质图书助力公司营收增长, 《三体漫画》2 月上市, 一个多月销售近 800 万码洋; 老杨的猫头鹰新作《世界很喧嚣, 做自己就好》, 尹烨《了不起的基因》等新书销量不俗。此外, 果麦“CBC”销售模式紧抓市场热点, 实现了老书的畅销且长销, 《孙子兵法》借力剧集《狂飙》热度, Q1 实现一万余册月销量; 朱自清《经典常谈》入选八年级下学期必读书目, Q1 销量达十万册; 小林《等一朵花开》凭借金句“人间烟火气, 最抚凡人心”, 一季度售出近 3.5 万册, 增幅达 50%。**2) 销售端:** 果麦 2C 收入占比从 2021 年的 14%, 上升至 2022 年的 18%, 继而上升至 2023 年 Q1 的 24%, 果麦 2C 成为公司的第二大客户, 直销模式下公司 2023 年 Q1 的毛利率已由 2022 年的 49.38% 提升至 50.06%。2023 年 Q1 公司的销售/管理/研发费用率分别为 9.71%/21.92%/2.16%, 同比减少 0.43 pct /0.96 pct /0.32pct。
- **图书主业扎实推进, AI 技术全面赋能。****1) “出版+互联网”持续深耕:** 截至 2022 年, 公司已在全平台打造 70 个超十万粉丝的头部账号, 积累了 7400 万互联网用户, 依托庞大的互联网客群, 精准把握市场需求, 引领流量热点, 助力图书销量增长, 打开多元业务变现。**2) “CBC”新模式发力直销:** 公司行业首创的“CBC”销售模式, 赋予公司图书直销自主定价权, 并通过“热度营销+多轮反复触达”的方式, 带动公司近年来存货周转率位居行业前列, 未来将随公司图书销量的扩张, 持续增厚公司业绩。**3) 图书产品储备丰富:** 公司旗下《三体漫画》第二部、第三部蓄势待发, 易中天、戴建业、王德峰、罗翔、蔡崇达等知名作家和公司深度绑定, 未来增长潜力巨大。**4) AI 领域深度布局:** 公司布局 AI 多年。持续研发多款 AI 先进技术产品, 充分协同公司积累的互联网数据要素, 打造文字、设计、产研、营销全链路降本增效及营收增厚。
- **全力布局 AI 编校领域, 第二增长曲线可期。**果麦文化紧抓“编校”这一行业痛点, 全力布局 AI 编校。公司以创立以来积累的校对资源、内容资源等语料库为基础, 构建数据模型, 并结合人工智能技术在智能编校领域进行行业模型和应用层的探索研发, 以期运用最新最前沿的技术解决行业编校痛点, 形成公司第二增长曲线, 预计未来将给公司带来巨大的业绩增厚。
- **盈利预测:** 公司图书产品矩阵持续扩充, 优质作家长期绑定, “出版+互联网”模式保障公司业绩高速增长, AI 构筑未来第二增长曲线。我们调整盈利预测,

预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.85/1.14/1.49 亿元，对应当前股价（2023 年 04 月 23 日）的 PE 分别为 48.6 /36.3 /27.8 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**疫情反复风险、图书选题风险、市场竞争风险等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	661	732	858	1017
货币资金	285	294	362	448
交易性金融资产	75	86	81	83
应收票据及应收账款	82	102	123	148
预付款项	64	81	94	112
存货	109	131	155	183
其他	46	38	43	43
非流动资产	86	118	115	113
长期股权投资	13	9	10	10
固定资产	6	5	3	2
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1	0	-1	-2
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3
其他	62	102	100	101
资产总计	748	850	973	1130
流动负债	127	126	146	169
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	86	85	105	128
其他	41	41	41	41
非流动负债	16	40	40	40
长期借款	0	0	0	0
其他	16	40	40	40
负债合计	144	166	186	209
股本	72	72	72	72
资本公积	300	300	300	300
未分配利润	210	281	373	493
少数股东权益	1	1	0	0
股东权益合计	604	684	787	921
负债及权益合计	748	850	973	1130

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	41	85	114	149
折旧和摊销	3	3	3	3
资产减值准备	22	5	6	7
资产处置损失	-0	-0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-3	-4	-5
投资损失	3	-1	-1	-0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
营运资金的变动	5	-67	-47	-56
经营活动产生现金流量	98	25	70	99
投资活动产生现金流量	13	-14	4	-3
融资活动产生现金流量	-25	-2	-7	-10
现金净变动	86	9	68	86
现金的期初余额	199	285	294	362
现金的期末余额	285	294	362	448

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	462	575	696	834
营业成本	234	286	336	398
税金及附加	0	0	0	1
销售费用	44	56	69	86
管理费用	101	112	129	149
研发费用	14	13	15	16
财务费用	-2	-3	-4	-5
其他收益	1	2	0	0
投资收益	-3	1	1	0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	-1	-0	-0	-0
资产减值损失	-22	-19	-22	-20
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	46	96	129	169
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	1	1	0	1
利润总额	46	96	129	168
所得税	5	11	15	19
净利润	41	85	114	149
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	41	85	114	149
EPS(元)	0.57	1.18	1.58	2.07

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	0.2%	24.5%	21.0%	19.9%
营业利润增长率	-29.3%	109.9%	34.4%	31.0%
归母净利润增长率	-28.1%	108.7%	34.0%	30.6%
盈利能力				
毛利率	49.4%	50.3%	51.7%	52.4%
归母净利率	8.8%	14.8%	16.4%	17.9%
ROE	6.8%	12.5%	14.5%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	19.2%	19.6%	19.2%	18.5%
流动比率	5.20	5.79	5.86	6.02
速动比率	4.34	4.76	4.80	4.94
营运能力				
资产周转率	64.4%	72.0%	76.3%	79.4%
应收帐款周转率	513.2%	559.7%	552.6%	550.4%
存货周转率	189.0%	209.1%	206.2%	206.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	1.18	1.58	2.07
每股经营现金	1.36	0.34	0.98	1.38
每股净资产	8.37	9.48	10.91	12.78
估值比率(倍)				
PE	101.5	48.6	36.3	27.8
PB	6.9	6.1	5.3	4.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn