

分析师: 乔琪
 登记编码: S0730520090001
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

“出版+互联网”交互驱动，业绩复苏显著好于行业整体

——果麦文化(301052)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

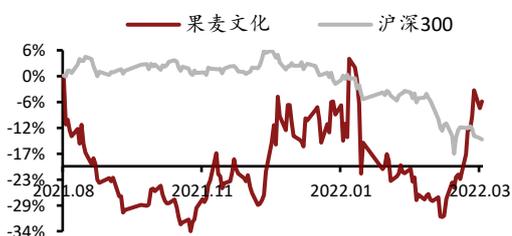
市场数据(2022-03-29)

收盘价(元)	37.30
一年内最高/最低(元)	41.03/25.96
沪深 300 指数	4,134.14
市净率(倍)	4.86
流通市值(亿元)	6.72

基础数据(2021-12-31)

每股净资产(元)	7.68
每股经营现金流(元)	1.22
毛利率(%)	47.96
净资产收益率_摊薄(%)	10.25
资产负债率(%)	19.36
总股本/流通股(万股)	7,203.99/1,801.00
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

相关报告

《果麦文化(301052)公司点评报告: 后疫情时代业绩快速恢复, 参投影片定档春节有望增厚投资收益》 2022-01-21

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 03 月 30 日

公司发布 2021 年年度报告。2021 年公司实现营业收入 4.61 亿元, 同比增加 29.83%; 归母净利润 5672.74 万元, 同比增加 38.73%; 扣非后归母净利润 5254.58 万元, 同比增加 37.87%; 基本每股收益 0.95 元。

投资要点:

- 公司经营情况明显好于行业总体。根据开卷数据显示, 2021 年国内图书零售市场销售码洋 986.80 亿元, 相比 2020 年增长 1.65%, 市场整体平稳恢复但相比 2019 年仍有约 3.51% 的下滑。依托“出版+互联网”交互驱动, 公司 2021 年的营业收入和净利润实现较为显著的增长, 营业收入与净利润水平亦明显好于 2019 年, 公司的复苏情况要优于行业总体。其中优质图书供给通过经销售渠道“畅销且畅销”实现收入 3.70 亿元, 同比增长 22.77%, 通过自营互联网内容矩阵及营销实现互联网 2C 直销收入 6709.13 万元, 同比增长 95.29%。

- 持续深耕互联网渠道, 独创“CBC”销售模式。公司目前在全网运营互联网产品账号超过 70 个, 通过推送图、文、音频、视频等互联网内容持续吸引粉丝、连接用户, 目前覆盖粉丝总量达到 6300 万, 相比 2020 年底增加 50%, 其中粉丝数量超过 10 万的新媒体平台账号从 2020 年底的 32 个增加至 52 个。

通过公司自身运营互联网账号矩阵向粉丝群体精准推送高契合度的内容产品信息实现 2C 销售, 引起话题和热度并将初始流量外溢至大型电商平台及代销渠道实现 2B 销售, 对于代销平台退库的图书产品则再次通过自营互联网账号或外部达人带货的形式实现滞销产品的 2C 销售, 防止图书直销和存货跌价, 解决了图书行业退货滞销的痛点。

基于公司的互联网产品账号矩阵以及 CBC 的销售模式, 2021 年公司互联网 2C 销售收入增长明显, 收入占比从 2020 年的 9.67% 提升至 14.55%, 互联网广告收入增长 40%。由于互联网 2C 销售和互联网广告业务毛利率相比出版发行业务更高, 收入占比的提升能够一定程度上带动公司整体毛利率水平的提升。

- 公版图书版权图书双线发力。公司“果麦经典”系列产品线致力于打造优质公版图书, 《狂人日记: 鲁迅经典小说集》、《鲁迅杂文集》、《阅读是一座随身携带的避难所》、《了凡四训》及《悉达多》等销量增幅均超过了 100%。版权图书领域公司发行《易中天

中华史系列》累计销量 800 万，《蛤蟆先生去看心理医生》累计销量 250 万册，排在 2021 年非虚构类图书销量首位；此外在心理自助类、社科类等领域均有较多高销量图书产品推出。2021 年大众出版民营图书公司排名中公司图书零售市场码洋占有率排名第七，提升 1 位。

- **《版权工作“十四五”规划》以及《出版业“十四五”时期发展规划》为行业健康发展提供政策指引。**《出版业“十四五”时期发展规划》重点强调了 2035 年要将我国建设成为出版强国，重点培育主业突出、综合实力强、品牌价值凸显的出版发行企业并加强出版物价格监督管理，推动图书价格立法，制止网上网下出版物销售恶性“价格战”等目标；《版权工作“十四五”规划》强调要完善版权法律制度体系以及行政保护体系，显著提升版权保护水平等发展目标。长期来看，顶层政策规划的落地实施将帮助图书出版发行行业维持稳定的利润率水平，防止恶性价格战以及盗版书对图书出版发行公司带来的损失。
- **投资评级与盈利预测：**公司主营业务突出，兼具作者资源、图书 IP、图书策划能力以及线上线下全体系营销渠道的经营优势，独创的“CBC”销售模式帮助公司在后疫情时代维持较快的业绩恢复速度。长远来看，公司在互联网媒体平台的布局有望持续促进公司图书销售并提升盈利能力。

公司参投影片《四海》票房未达预期，可能对 2022 年投资收益带来一定负面影响，同时公司发布的限制性股票激励计划费用摊销亦有可能对短期利润带来影响，但综合来看不改公司核心图书业务的竞争优势。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.95 元/1.32 元/1.71 元，按照 2022 年 3 月 30 日收盘价 37.20 元，对应 PE 为 39.26 倍/28.27 倍/21.77 倍，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：新冠疫情反复及变异风险；策划图书销量以及价格变动幅度不及预期；税收优惠政策变化；版权遭受侵害；预付款项风险

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	355	461	595	742	901
增长比率（%）	-7.55%	29.83%	28.92%	24.71%	21.53%
净利润（百万元）	41	57	68	95	123
增长比率（%）	-21.21%	38.73%	20.34%	38.88%	29.87%
每股收益(元)	0.76	0.94	0.95	1.32	1.71
市盈率(倍)	0.00	37.73	39.26	28.27	21.77

资料来源：聚源，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	444	575	669	793	954
现金	170	199	250	293	362
应收票据及应收账款	54	79	83	104	126
其他应收款	2	5	7	8	10
预付账款	103	73	92	115	139
存货	106	110	125	156	189
其他流动资产	9	108	112	118	128
非流动资产	31	112	113	115	116
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7	6	6	6	5
无形资产	3	2	3	5	7
其他非流动资产	22	104	104	104	104
资产总计	475	687	782	908	1070
流动负债	84	117	142	171	205
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	59	75	85	105	127
其他流动负债	25	42	58	65	77
非流动负债	0	16	12	9	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	16	12	9	7
负债合计	84	133	154	180	212
少数股东权益	0	1	1	1	0
股本	54	72	72	72	72
资本公积	194	283	283	283	283
留存收益	144	201	274	375	505
归属母公司股东权益	391	553	627	728	858
负债和股东权益	475	687	782	908	1070

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28	88	60	46	72
净利润	40	57	68	95	123
折旧摊销	5	16	2	2	2
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	0	-2	2	-3	-3
营运资金变动	-31	-3	-29	-67	-74
其他经营现金流	13	19	17	19	24
投资活动现金流	-12	-162	-5	-1	-1
资本支出	-1	-4	-3	-3	-4
长期投资	-10	-146	-3	-3	-3
其他投资现金流	0	-12	1	6	6
筹资活动现金流	-1	104	-4	-3	-2
短期借款	0	0	-4	-3	-2
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	18	0	0	0
资本公积增加	0	89	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-4	0	0	0
现金净增加额	15	30	51	43	70

资料来源：聚源，中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	355	461	595	742	901
营业成本	186	240	308	383	464
营业税金及附加	0	0	1	1	1
营业费用	37	39	54	67	81
管理费用	64	88	119	145	167
研发费用	11	14	18	23	28
财务费用	-2	-1	-2	-3	-3
资产减值损失	-15	-20	-18	-21	-25
其他收益	3	5	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	3	3	3
投资净收益	0	2	-2	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	46	65	80	111	146
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	65	80	112	146
所得税	6	8	12	17	23
净利润	40	57	68	95	123
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	57	68	95	123
EBITDA	49	78	80	111	145
EPS (元)	0.76	0.94	0.95	1.32	1.71

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-7.55%	29.83%	28.92%	24.71%	21.53%
营业利润 (%)	-22.25%	39.93%	23.44%	39.79%	30.69%
归属母公司净利润 (%)	-21.21%	38.73%	20.34%	38.88%	29.87%
获利能力					
毛利率 (%)	47.54%	47.96%	48.17%	48.39%	48.57%
净利率 (%)	11.39%	12.29%	11.47%	12.77%	13.65%
ROE (%)	10.46%	10.25%	10.89%	13.03%	14.35%
ROIC	9.75%	9.39%	10.23%	12.39%	13.75%
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.65%	19.36%	19.74%	19.79%	19.78%
净负债比率 (%)	21.44%	24.00%	24.59%	24.67%	24.66%
流动比率	5.29	4.92	4.70	4.65	4.66
速动比率	2.80	3.26	3.10	3.00	3.01
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.67	0.76	0.82	0.84
应收账款周转率	6.56	5.81	7.16	7.16	7.16
应付账款周转率	3.17	3.20	3.64	3.64	3.64
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.76	0.94	0.95	1.32	1.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.38	1.22	0.83	0.64	1.00
每股净资产 (最新摊薄)	5.43	7.68	8.70	10.10	11.91
估值比率					
P/E	0.00	37.73	39.26	28.27	21.77
P/B	0.00	4.64	4.27	3.68	3.12
EV/EBITDA	-3.47	30.67	30.66	21.58	16.05

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。