

2023年04月03日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

迎新技术图书企业如何赋能主业？

—果麦文化（301052.SZ）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-31

当前股价(元)	32.29
总市值(亿元)	23
总股本(百万股)	73
流通股本(百万股)	55
52周价格范围(元)	21.22-38.85
日均成交额(百万元)	70.62

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

果麦文化发布 2022 年年报：2022 年公司营收 4.6 亿元（同比增加 1.6%），营业成本 2.34 亿元（同比下滑 2.59%）；销售及管理费用分别增加 12.76%、15.23%；归母与扣非利润为 0.41、0.48 亿元（同比分别下滑 28%、9.5%）；销售毛利率、净利率为 49.38%、8.8%，扣非后销售净利率 10.29%；经营性现金流净额 0.98 亿元（同比增加 11.77%）。

投资要点

2022 年图书零售行业下滑 但公司营收略增 公司图书作品表现稳定

行业端，2022 年全国图书零售市场码洋规模 871 亿元（同比下滑 11.77%），但公司营收 4.6 亿元（同比增加 1.6%），跑赢行业增速；销售渠道端，2022 年短视频电商码洋规模占比首次超过实体店渠道（短视频电商码洋占比达 16.4%，同比增长 42.86%），自 2020 年图书需求端呈现周期性市场萎缩，外部看三年疫情波动，向内看优质产品供给不足，伴随 2023 年经济重启，图书内容行业有望迎需求与供给双修复。

公司主要业务分为图书出版发行业务、互联网业务（互联网直销带货销售及互联网广告营销收入）及其他衍生业务，其中核心主业为图书出版，其 2022 年收入占比为 95.54%。2022 年度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五，内容出版市场格局相对稳固，2022 年全国新书品种 4.1 万种（同比下滑），公司图书《蛤蟆先生去看心理医生》连续三年位居非虚构整体榜首位（截至 2022 年底该书累计销量已达 360 万册），奠定了公司在大众图书市场心理自助赛道的核心地位。

AIGC 的发展不改优质内容与版权价值

2022-2023 年 AIGC 持续快速发展，生成式内容扩容内容市场，但 AIGC 不会改变优质的内容需求。在公版图书领域打造“果麦经典”产品线，筛选和沉淀后的中外文化瑰宝，赋予其当代的精神和内涵；截至 2022 年年底，公司已积累包含 4000 多种经典图书数据库，其中已开发或正在开发的近千种。2021 年以来，公司明确了“让‘果麦经典’畅销且长销”的战略目标。

迎新技术图书企业如何赋能主业？

公司不同于传统图书企业，具互联网基因，研究新鲜事物，

在 web2.0 移动互联网发展中持续借力新媒体平台赋能内容主业，积极拥抱短视频等新媒介，并积极与用户交互、反馈，打破出版公司单一输出内容的角色方，新媒介助力公司与用户实现交互的良性循环，即将优质内容推送给用户，公司互联网用户从 2021 年的 6300 万增加至 2022 年的 7400 万，同比增加 17.51%，其中超过 10 万粉丝新媒体平台账号由 2021 年底的 52 款增至 2022 年 60 款，公司也推出 CBC 销售模式（其中 2022 年公司互联网 2C 销售收入同比增长 23.43%）。面对新技术新模式如 web3.0、AIGC 等，公司的差异化基因也有望助力其赋能主业，进而驱动商业模式新范式。图书的本质是媒介，核心仍是内容，内容表达方式伴随新技术持续迭代，反向驱动内容的“二创”“共创”等新增量。2022 年公司研发投入了基于 AI 特征的场景图绘制软件用于提高工效率、促进图书销售，该环节具备了 AIGC 被应用的潜在场景。

盈利预测

首次覆盖，给予“买入”投资评级。预测公司 2023-2025 年营收 5.6、7、8.9 亿元，归母净利润分别为 0.79、1.09、1.62 亿元，EPS 分别为 1.09、1.5、2.2 元，当前股价对应 PE 分别为 29.7、21.5、14.6 倍，2023 年公司新品将推出蔡崇达《皮囊》的姐妹篇构成三部曲作品系列、易中天的《中华简史》、戴建业教授的《精讲小学生古诗文》、罗翔教授新作品《法治的悖论》、周国平教授的《西方哲学史讲义》等，未来，公司持续聚焦优质内容的出版、互联网用户的拓展，持续优化互联网营销方法论建设与实践，逐步建立更加强大的互联网直销渠道，通过“CBC”模型提高单品品效，同时，公司也将投资或自创更多 IP 衍生；基于公司互联网赋能图书基因，新技术发展有望带来其主业提质增效及新增，进而给予“买入”投资评级。

风险提示

新业务探索不及预期风险；数字化变革挑战的风险；知识产权被侵害的风险；税收优惠政策变动的风险；产业政策变化的风险；图书选题风险选题；内容电商进展不及预期的风险；宏观经济波动的风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	462	563	702	889
增长率（%）	0.2%	22.0%	24.6%	26.6%
归母净利润（百万元）	41	79	109	162
增长率（%）	-28.1%	94.5%	38.0%	47.8%
摊薄每股收益（元）	0.57	1.09	1.50	2.22
ROE（%）	6.8%	11.9%	14.5%	18.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	462	563	702	889
现金及现金等价物	285	317	362	433	营业成本	234	277	345	445
应收款	88	107	133	169	营业税金及附加	0	4	6	8
存货	109	135	165	210	销售费用	44	48	52	58
其他流动资产	180	195	215	244	管理费用	101	108	119	134
流动资产合计	661	754	876	1,056	财务费用	-2	-5	-3	-3
非流动资产:					研发费用	14	16	18	21
金融类资产	116	117	118	121	费用合计	158	168	186	210
固定资产	6	6.0	5.6	5.2	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1.5	1.4	1.3	1.2	投资收益	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	13	14	16	19	营业利润	46	94	132	202
其他非流动资产	66	66	66	66	加:营业外收入	1	1	3	2
非流动资产合计	86	87	88	91	减:营业外支出	1	4	8	16
资产总计	748	841	964	1,147	利润总额	46	91	127	188
流动负债:					所得税费用	5	11	18	27
短期借款	0	0	0	0	净利润	41	79	109	162
应付账款、票据	86	104	130	167	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	26	26	26	26	归母净利润	41	79	109	162
流动负债合计	127	156	190	241					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	16	16	16	16	营业收入增长率	0.2%	22.0%	24.6%	26.6%
非流动负债合计	16	16	16	16	归母净利润增长率	-28.1%	94.5%	38.0%	47.8%
负债合计	144	172	206	258	盈利能力				
所有者权益					毛利率	49.4%	50.9%	50.9%	49.9%
股本	72	73	73	73	四项费用/营收	34.1%	29.7%	26.5%	23.6%
股东权益	604	668	758	889	净利率	8.8%	14.1%	15.6%	18.2%
负债和所有者权益	748	841	964	1,147	ROE	6.8%	11.9%	14.5%	18.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	19.2%	20.5%	21.4%	22.5%
净利润	41	79	109	162	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
折旧摊销	2	0	0	0	应收账款周转率	5.3	5.3	5.3	5.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.2	2.1	2.1	2.2
营运资金变动	56	-31	-42	-55	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	98	49	67	106	EPS	0.57	1.09	1.50	2.22
投资活动现金净流量	13	-2	-2	-6	P/E	57.0	29.7	21.5	14.6
筹资活动现金净流量	-79	-15	-20	-30	P/S	5.0	4.2	3.4	2.7
现金流量净额	32	32	45	71	P/B	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。