

读客文化（301025.SZ）覆盖报告： 打造“读客创意流水线”，加强自 营渠道建设

2023年6月16日

推荐/首次

读客文化

公司报告

深耕图书市场，2018-2021年收入稳定增长。公司主营业务为图书策划与发行及相关文化增值服务，同时布局图书“全版权”业务，整合文艺、社科以及少儿等领域的优质版权，为大众提供多种载体形式的精品内容。2021年7月，公司在深圳证券交易所创业板上市。收入稳定增长，短期波动受疫情影响。2018-2021年，公司营收由3.20亿元增长至5.19亿元，CAGR为17.54%，2022年营业收入为5.14亿元，同比下降1.04%。受疫情影响，公司净利润有所波动，2018年公司净利润为5,181万元，2022年公司净利润为6,232万元，整体呈上升趋势，CAGR为4.73%。

图书市场正在逐渐恢复。疫情之前，我国图书行业呈较快发展的态势，2016-2019年CAGR为9.91%。近三年，伴随着疫情的影响以及宏观经济的不稳定性，图书市场规模出现收缩，2022年图书行业市场规模为871亿元，已下滑至2018年同期水平。2023年以来，疫情影响因素逐渐消除，加之宏观经济逐渐向好；展望未来，我国图书阅读率稳步提升、线上渠道扩张、少儿图书快速增长共同驱动国内图书市场持续增长。

专注畅销书研发体系，打造“读客创意流水线”。“读客创意流水线”抽象出了成熟的图书策划流程，通过建设和规范包括“一小时标准创意车间”在内的各项创意生产工具，打开创意生产过程的黑箱，让其摆脱对个人才华的依赖，实现标准化、流程化、可复制化。2021年公司策划发行的图书实洋品种效率为13.76，远超头部竞争对手5.95的平均值水平。这一能力主要源自于公司严格按照“创意流水线”的步骤打造精品内容，从而实现品种效率高、产品盈利能力强，继而在版权、策划环节持续投入，保持品种高效率的健康增长模式。

布局短视频带货，加强自营渠道建设。近年来，短视频平台迅速发展，各大平台月活用户数量不断提高，进而推动直播带货迅速发展。2020-2022年，公司通过通过自营模式销售图书的收入分别为0.37、0.89、1.19亿元，毛利率分别为25.8%、30.3%、34.9%。公司在自有渠道建设初期投资较多、业务模式成熟度较低，导致初期毛利率较低，随着短视频带货逐渐发力、自营业务不断成熟，以及规模经济作用逐渐加强，预计未来通过自营模式驱动公司图书销售规模快速增长。

投资建议：公司作为创新型民营图书策划发行企业，随着国内消费逐步复苏以及自营渠道加速发展，图书策划发行业务有望恢复较快增长。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.76亿元，0.99亿元和1.34亿元，对应有股价PE分别为76X，58X和43X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）国内图书市场复苏进展缓慢；（2）短视频直播电商低价冲击其他渠道；（3）新推图书选题不符读者需求。

公司简介：

读客文化是一家关注于“发扬传统文化、培养本土作家、践行国家文化政策”的创新型民营图书策划发行企业。自2009年成立至今读客文化一直定位于“全版权”运营商，以“激发个人成长”为宗旨，整合文艺、社科以及少儿等领域的优质版权，综合多种载体形式为大众提供以图书为主体的精品内容。

资料来源：公司官网

未来3-6个月重大事项提示：

无

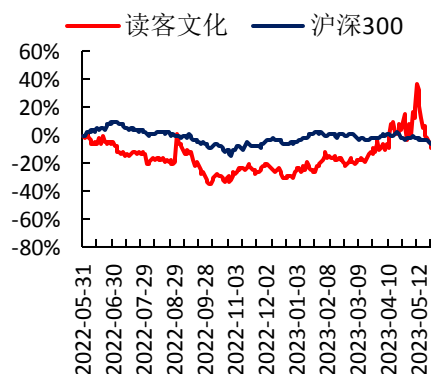
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	9.24-16.52
总市值（亿元）	54.16
流通市值（亿元）	12.96
总股本/流通A股（亿股）	4.00/0.96
流通B股/H股（亿股）	0
52周日均换手率	-

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907

执业证书编号：

shi_wj@dxzq.net.cn

S1480518080001

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	519.20	513.79	624.04	801.80	1,042.62
增长率(%)	27.2%	-1.0%	21.5%	28.5%	30.0%
归母净利润(百万元)	67.25	62.32	75.90	98.97	133.63
增长率(%)	30.5%	-7.3%	21.8%	30.4%	35.0%
每股收益(元)	0.18	0.16	0.19	0.25	0.33
PE	80	92	76	58	43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 深耕图书市场，2018-2021 年收入稳定增长	3
2. 图书市场逐渐恢复，预期保持稳步增长	7
3. 打造创意流水线，擅于挖掘经典作品销售潜力	10
4. 发展自营渠道，驱动图书业务快速增长	11
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

插图目录

图 1： 读客文化股权结构图	3
图 2： 读客文化营业收入（亿元）	4
图 3： 读客文化毛利率	5
图 4： 读客文化期间费用率	5
图 5： 读客文化净利润（万元）	6
图 6： 读客文化主要产品及服务	6
图 7： 读客文化收入构成（万元）	7
图 8： 读客文化收入构成比例	7
图 9： 中国图书行业市场规模（亿元）	7
图 10： 我国成年国民图书阅读率情况	8
图 11： 图书零售市场线上渠道规模及增速	8
图 12： 图书零售市场线下渠道规模及增速	8
图 13： 2016 年中国图书市场码洋结构	9
图 14： 2021 年中国图书市场码洋结构	9
图 15： 读客文化码洋占有率	9
图 16： 读客文化一小时标准创意车间部分内容	10
图 17： 2021 年图书实洋品种效率	10
图 18： 读客文化不同销售模式交易额（亿元）	12
图 19： 读客文化不同销售模式交易额比例	12
图 20： 读客文化旗下自营平台	13
图 21： 读客文化图书不同销售模式的收入（亿元）	13
图 22： 读客文化图书不同销售模式的毛利率	13

表格目录

表 1： 读客文化重要发展历程	3
表 2： 读客文化部分董监高信息	4
表 3： 截至 2023 年 6 月当当网读客旗舰店累计销量前十图书	11
表 4： 读客文化纸质图书销售渠道	11
表 5： 读客文化部分旗下子公司	12

1. 深耕图书市场，2018-2021年收入稳定增长

深耕图书市场，致力于提供精品图书内容。公司致力于以独特的创意流水线和人才培养制度，成为领先的创意文化企业。2009年5月，公司前身华又华由华与华管理咨询和吴冬爱共同出资设立。公司主营业务为图书策划与发行及相关文化增值服务，同时布局图书“全版权”业务，整合文艺、社科以及少儿等领域的优质版权，为大众提供多种载体形式的精品内容。2021年7月，公司在深圳证券交易所创业板上市。

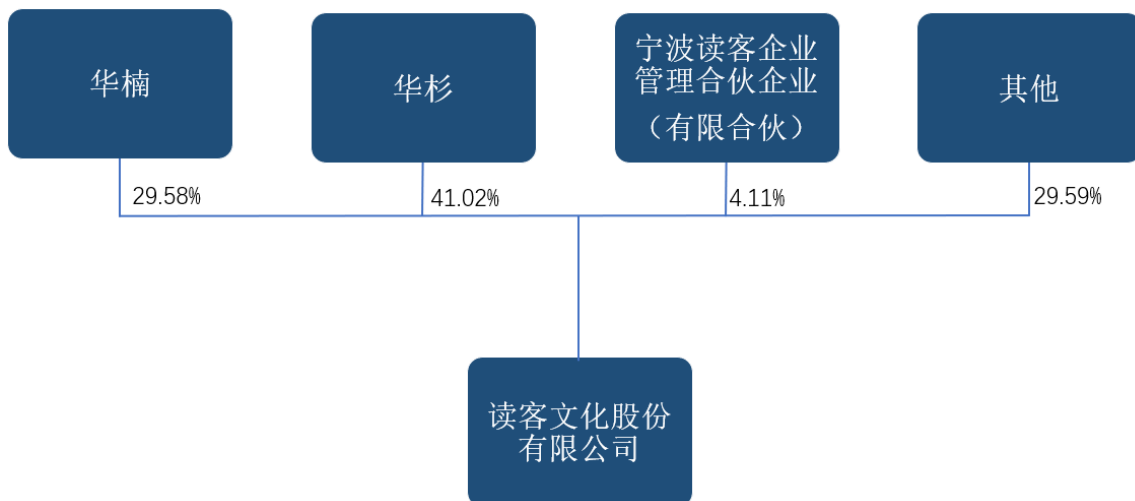
表1：读客文化重要发展历程

时间	重要发展历程
2009年05月	公司前身华又华出资设立。
2010年10月	公司名称变更为“上海读客图书有限公司”。
2018年07月	公司名称变更为“读客文化股份有限公司”。
2021年07月	公司在深圳证券交易所创业板上市。
2021年12月	公司出资设立全资子公司上海读客格子文化传播有限公司。
2022年09月	公司出资设立全资子公司天津读客供应链管理有限公司。
2022年11月	公司出资设立全资子公司浙江读客熊猫传媒有限公司。

资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

股权结构集中，华楠和华杉兄弟为控股股东。读客文化于2021年7月在深市创业板上市，发行股份3756.49万股，发行后的公司总股本为4.00亿股。公司第一大股东华楠和华杉兄弟直接持有本公司70.60%的股份、间接持有本公司0.04%的股份，为公司的实际控制人。

图1：读客文化股权结构图



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

高管任职多年，专注出版主营。华楠，2002年5月至今，任华与华管理咨询监事；任上海华与华营销咨询有限公司监事、华与华品牌咨询监事、读客数字执行董事等职；2009年5月至今供职于公司，现任公司董事长、总编辑，致力于打造领先的创意文化企业。朱筱筱，曾任重庆出版集团图书发行有限公司市场策划；2009年9月至今供职于公司，现任公司董事、总经理。

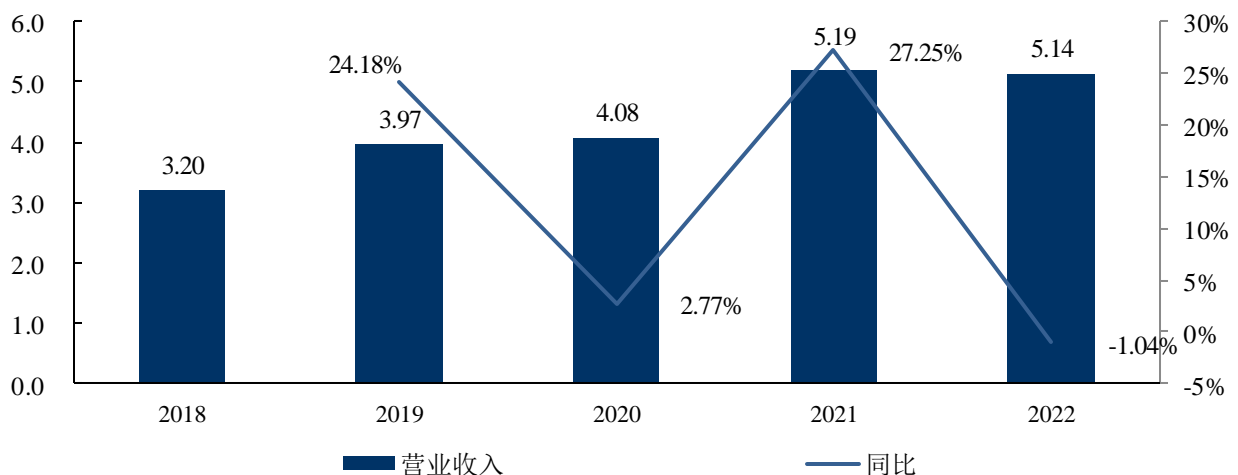
表2：读客文化部分董监高信息

姓名	职务	年龄	主要工作经历
华楠	董事长、总编辑	48	任华与华管理咨询监事；任上海华与华营销咨询有限公司监事、华与华品牌咨询监事、读客数字执行董事等职；2009年5月至今供职于公司
朱筱筱	董事、总经理	37	曾任重庆出版集团图书发行有限公司市场策划；2009年9月至今供职于公司
邵振兴	董事	44	-
梁小民	独立董事	79	-
张轶华	独立董事	40	-
沈骏	监事	32	-
邢晓英	监事	40	-
刘保瑞	监事	40	-
龚平	财务总监、董事会秘书	35	-

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

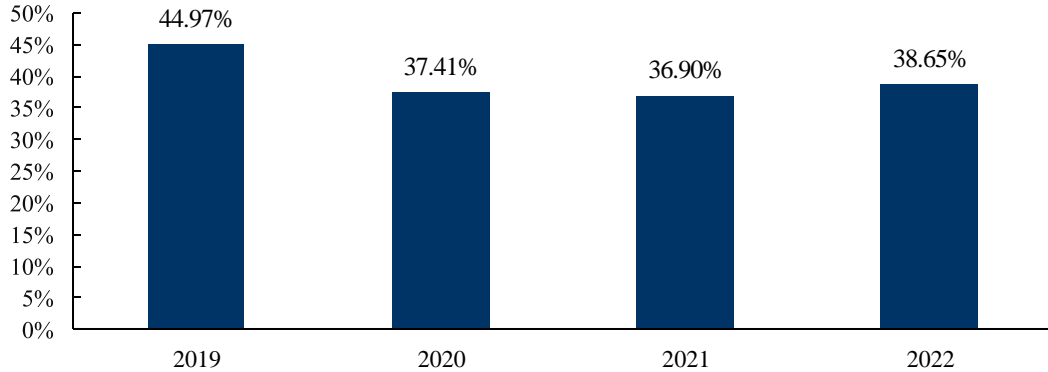
2018-2021年收入稳定增长，2022年受疫情影响收入小幅下滑。2018-2021年，公司营收由3.20亿元增长至5.19亿元，CAGR为17.54%，但受疫情因素导致的宏观经济波动影响，2022年营业收入为5.14亿元，同比下降1.04%。2023年以来，疫情施加的影响因素逐渐消除，宏观经济进入恢复态势，营商环境向好之势愈发明显；近几年，公司正不断加强自营渠道建设，尝试打通产业链下游，提高产销一体化程度，提升公司运营效率。预计未来三到五年，公司营收增速将恢复至疫情前状态。

图2：读客文化营业收入（亿元）



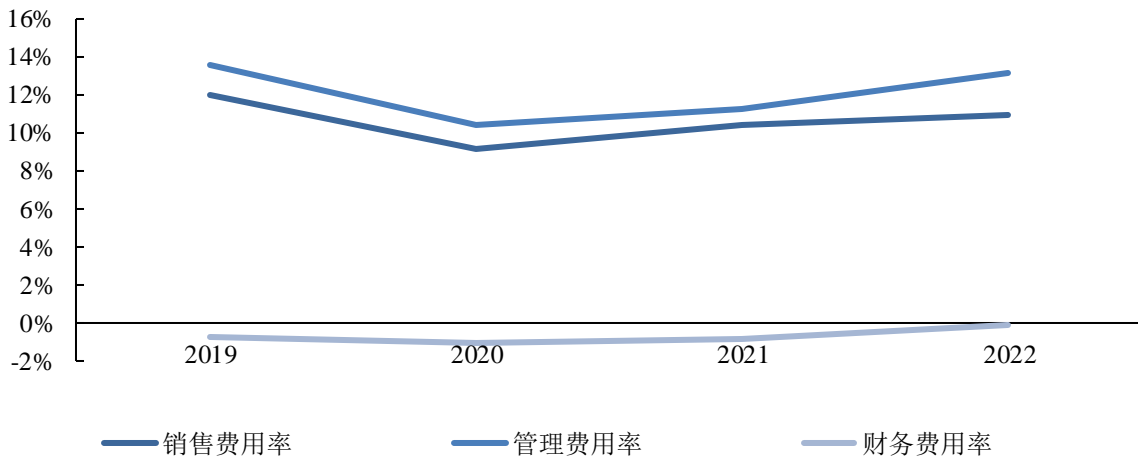
资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

2022年毛利率有所提升，源于自营业务规模逐步提升。公司在2018-2022年毛利率分别为44.97%、37.41%、36.90%、38.65%。2019-2021年公司毛利率下滑主要源于公司在自有渠道建设、人员和版权储备方面加大投入。2022年，公司自营业务销售规模快速增长，实现整体毛利率有所提升。我们认为，公司自有渠道建设具有规模经济，预计未来毛利率将进一步提升。

图3: 读客文化毛利率


资料来源: 公司年报、公司招股书, 东兴证券研究所

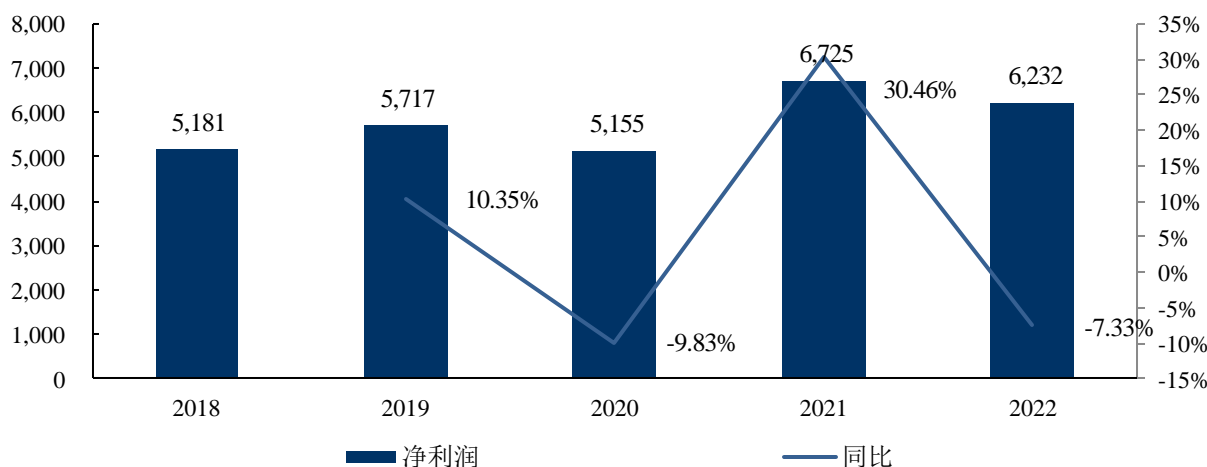
2022 年管理费用率提升, 主要由于加大引进人才投入。(1) 2019-2022 年销售费用率分别为 12.01%、9.08%、10.34%、10.94%, 整体销售费用率较为稳定。(2) 2019-2022 年管理费用率分别为 13.53%、10.36%、11.20%、13.16%, 其中 2021 年管理费用上升是由于公司内控建设及人力资源管理方面的咨询投入和挂牌上市的相关费用; 其中 2022 年管理费用上升是由于公司持续保持人才方面的投入, 工资薪金及股权激励的费用增长较多。(3) 2019-2022 年财务费用率分别为 -0.78%、-1.07%、-0.90%、-0.13%, 由于公司尚无有息债务, 财务费用为利息收入及租赁负债利息费用, 公司财务费用为负; 2022 年由于利息收入大幅减少, 财务费用率上升。

图4: 读客文化期间费用率


资料来源: 公司年报、公司招股书, 东兴证券研究所

净利润增速平稳, 静待行业回暖。2018 年公司净利润为 5,181 万元, 2022 年公司净利润为 6,232 万元, 整体呈上升趋势, CAGR 为 4.73%。2020 年受到疫情影响, 2022 年受宏观经济波动影响, 利润端有所波动。如今疫情影响消退, 经济增长将逐渐恢复, 整体大环境有利于公司业务顺利进展; 随着公司自营渠道的不断完善, 预计未来净利润将实现较快增长。

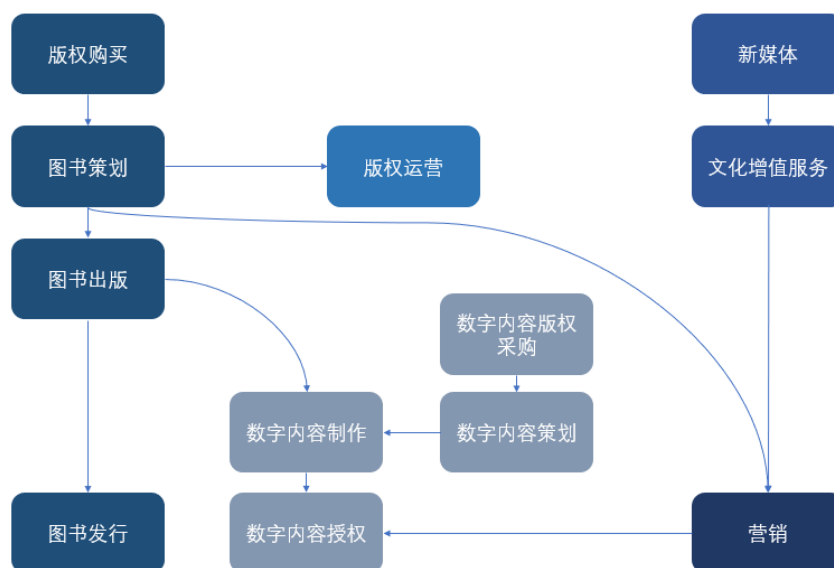
图5：读客文化净利润（万元）



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

公司主要产品及服务包括四部分，分别为纸质图书业务、数字内容业务、版权运营业务和新媒体业务。（1）纸质图书业务：指公司策划发行自有版权的图书，主要经历版权购买、图书策划、营销推广和图书发行四个环节。该业务是公司最核心的业务，公司在此基础上发展出数字内容业务和版权运营业务；（2）数字内容业务：主要包括电子书业务和有声书业务，主要经历版权购买、项目策划和制作、营销推广和授权发行四个环节；（3）版权运营业务：主要包括版权对外输出和影视版权出售两大类，该业务主要经历版权购买、版权判断、发送书讯和洽谈签约四个环节。（4）新媒体业务：此业务相对独立，主要提供相关文化增值服务，并支持图书业务的营销工作。公司在微信、抖音、小红书等社交网络平台经营包括“书单来了”、“影单来了”、“卖书狂魔熊猫君”、“秃头老板”等一系列新媒体账号，基于粉丝规模，公司开展文化增值服务。

图6：读客文化主要产品及服务



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

核心业务收入保持持续增长。(1) 2022年纸质图书业务收入达到4.47亿元, 同比增长2.56%; (2) 2022年数字内容业务收入为0.58亿元, 同比下降4.71%, 这是由于平台预付金的减少所致; (3) 2022年版权运营业务收入为16万元, 同比下降98.03%, 由于未能实现影视版权的转授权所致; (4) 2022年推广服务业务收入为780万元, 同比下降41.90%, 由于公司将新媒体运营的重心向内容制作和图书推广方向进行转移, 推广服务收入相应有所降低。

图7: 读客文化收入构成 (万元)

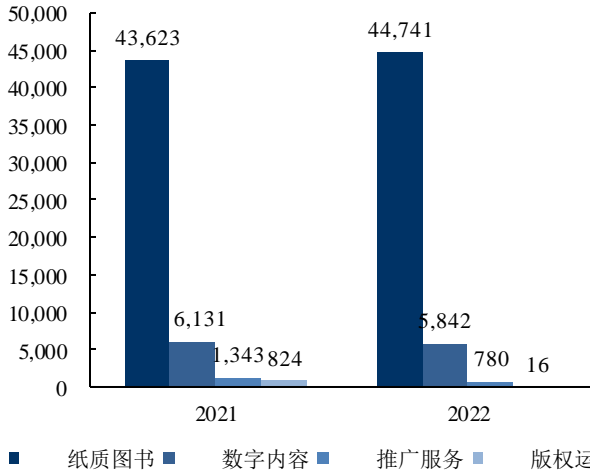
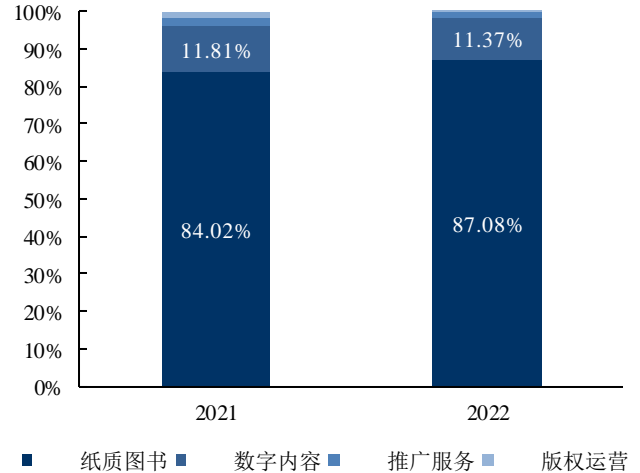


图8: 读客文化收入构成比例



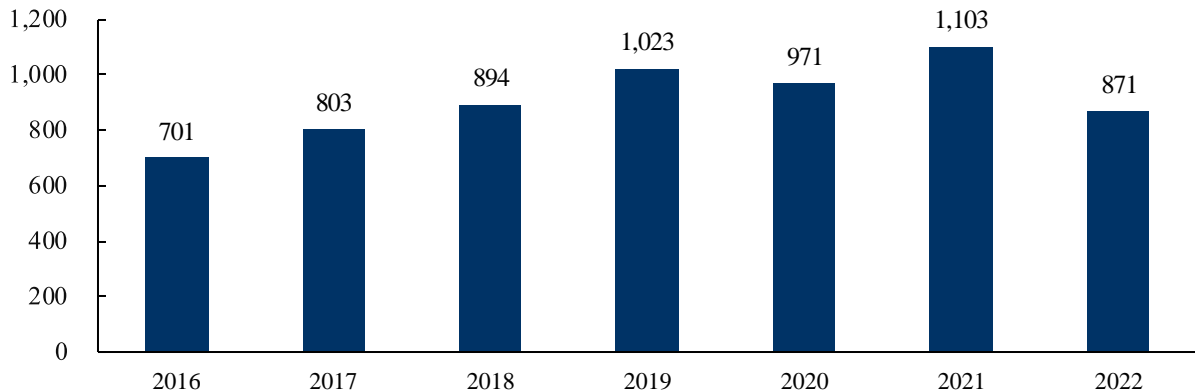
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 图书市场逐渐恢复, 预期保持稳步增长

图书市场正在逐渐恢复。疫情之前, 我国图书行业呈较快发展的态势, 2016年图书行业市场规模为701亿元, 2019年为1023亿元, 2016-2019年CAGR为9.91%。近三年, 伴随着疫情的影响以及宏观经济的不稳定性, 图书市场规模出现收缩, 2022年图书行业市场规模为871亿元, 已下滑至2018年同期水平。2023年以来, 疫情影响因素逐渐消除, 加之宏观经济逐渐向好, 预计未来图书行业将恢复常态化增长态势。

图9: 中国图书行业市场规模 (亿元)

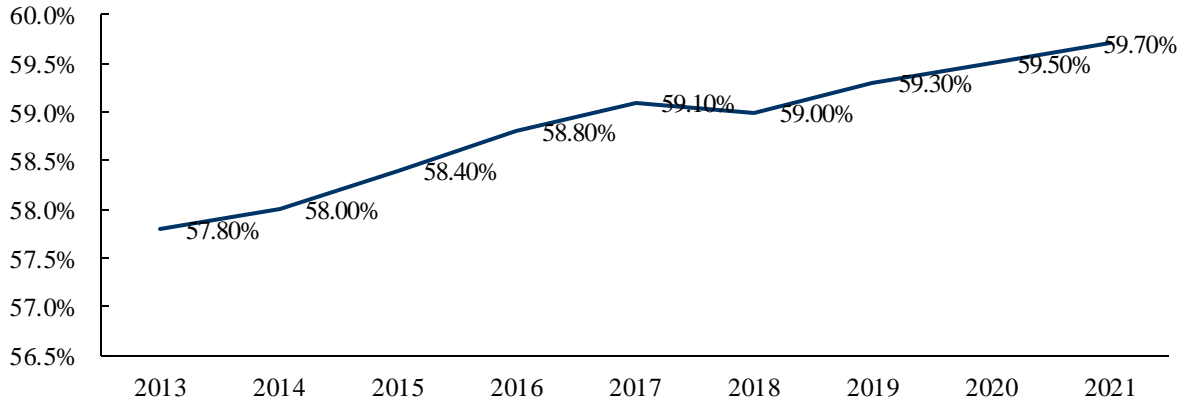


资料来源: 中商产业研究院, 中国书刊发行业协会, 东兴证券研究所

图书阅读率稳步提升、线上渠道扩张、少儿图书快速增长共同驱动国内图书市场持续增长。

(1) 国民图书阅读率稳步提升。随着物质生活水平的提高，人民对精神文化生活的需求也日益增长，我国成年国民图书阅读率已从2013年的57.8%上升到2021年的59.7%。如今社会经济大环境愈发稳定，宏观经济形势向好，人民精神文化生活不断迈上新台阶，图书阅读率稳步提升，驱动国内图书市场持续增长。

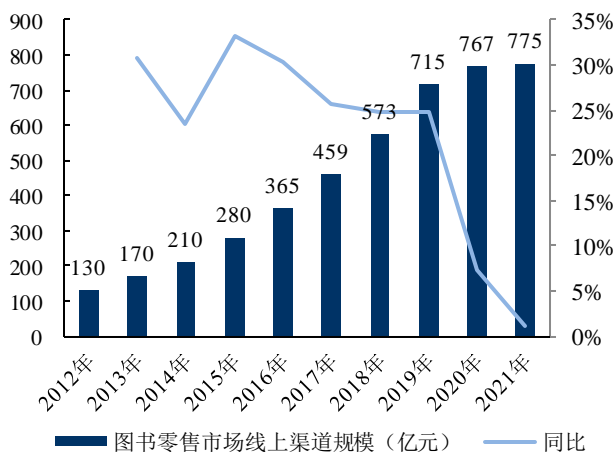
图10：我国成年国民图书阅读率情况



资料来源：中国新闻出版研究院，东兴证券研究所

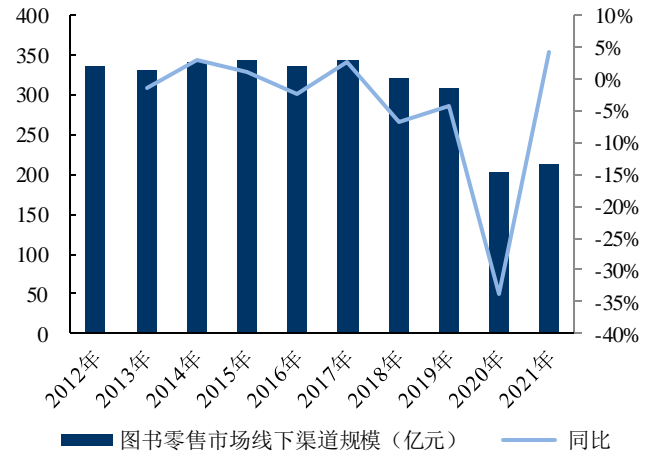
(2) 线上渠道销售规模持续扩大。2012-2021年，国内图书市场线上渠道销售规模由130亿元增长至775亿元，占比由28%提升至79%。近几年，实体店渠道受到疫情影响，与此同时，近两年短视频电商迅速崛起，驱动线上渠道保持稳定增长趋势。

图11：图书零售市场线上渠道规模及增速



资料来源：开卷信息，东兴证券研究所

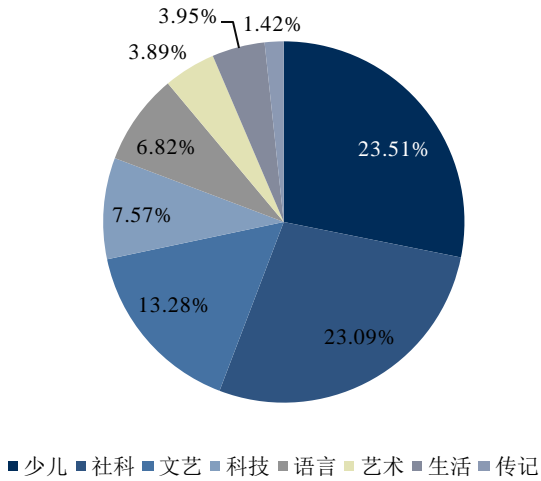
图12：图书零售市场线下渠道规模及增速



资料来源：开卷信息，东兴证券研究所

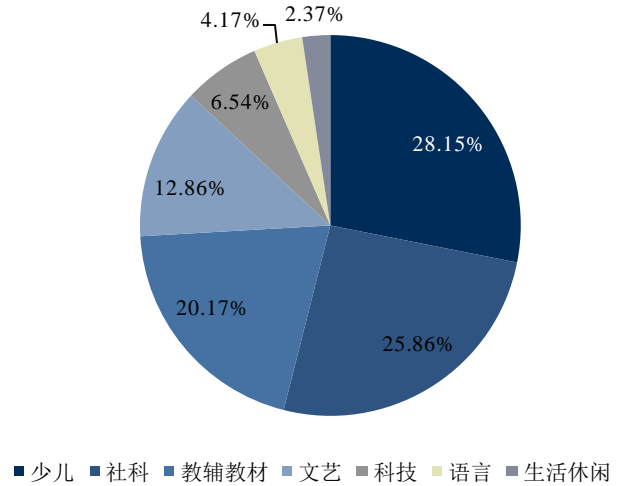
(3) 少儿图书快速增长，成为码洋占比最大的细分市场。从图书市场品类结构看，2016年图书市场前四大品类依次为教材教辅、社科、少儿、文艺；2016-2021年，少儿图书市场呈现着不断增长的态势，码洋比重从2016年的23.5%上升至2021年的28.2%，成为图书市场中码洋占比最大的细分市场。随着二胎、三胎政策的推广开放、父母对教育的重视度提升，预计未来少儿图书将保持快速增长趋势，并推动图书市场规模的向上增长。

图13：2016年中国图书市场码洋结构



资料来源：开卷信息，东兴证券研究所

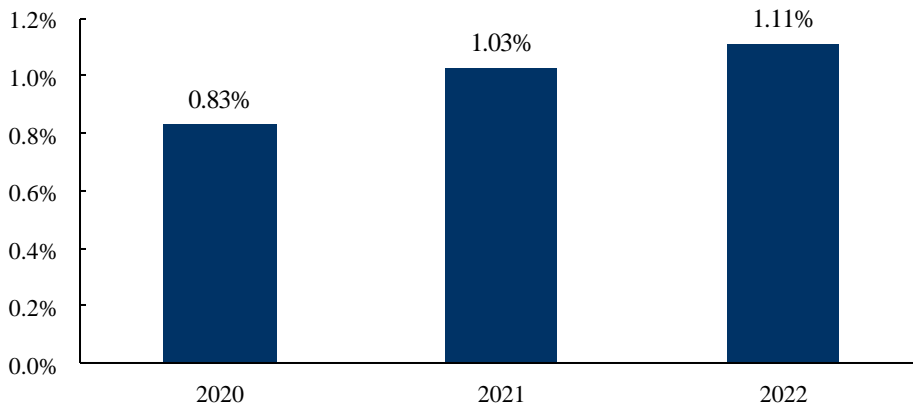
图14：2021年中国图书市场码洋结构



资料来源：开卷信息，东兴证券研究所

码洋占有率不断提升，目前名列第四。随着国家推动文化产业市场化改革，不同出版集团之间开始展开跨地域和跨类别的直接竞争，导致图书发行市场的地域和市场分割逐渐消失。这种趋势下，民间资本不断涌入该行业，与传统的国有文化公司展开激烈的竞争，导致整个图书市场的集中度较为分散。根据开卷信息的统计数据，公司2022年码洋占有率为1.11%，2020年为0.83%，同比上升0.28个百分点；根据实洋占有率排名，在大众图书公司中名列第四。随着读客文化创意流水线的高效率生产以及自有渠道建设的不断完善，预计未来公司码洋占有率将会稳步提升。

图15：读客文化码洋占有率



资料来源：开卷信息，公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

3. 打造创意流水线，擅于挖掘经典作品销售潜力

专注畅销书研发体系，打造“读客创意流水线”。传统的个人创意在策划过程中起到重要作用，但“读客创意流水线”抽象出了成熟的图书策划流程。通过建设和规范包括“一小时标准创意车间”在内的各项创意生产工具，打开创意生产过程的黑箱，让其摆脱对个人才华的依赖，实现标准化、流程化、可复制化。以“一小时标准创意车间”为例，项目组成员在一个小时的时间里高强度地按秒推进从品类、文化母体、购买理由到封面、文案等一系列内容的完整研发。通过这种高压高热的氛围，可以有效避免陷入无目的的讨论，同时也提升了创意生产过程的专注度，保证了创意生产的质量。

图16：读客文化一小时标准创意车间部分内容



文本
(品类, 母体)

第一步：文本（品类，母体）

4、找母体：从消费者原话中找母体性词语

母体弯路：没有从读者评论中找高频词

【原母体】过年时，张明听爸爸对他说：你马上进入社会了，要好好学学为人处世。

【原超级词组】马上就要进入社会了

“马上就要进入社会了”这个超级词组确实能够让这个母体中的人立刻拿起这本书，但这个母体中的人并不是《了凡四训》的读者。因此，任何一个母体描述都必须要有消费者原话作为支持。

熊猫君 激发个人成长

人的命运能改变吗？
盐焱科普：当然能了。英国科学家七次失败，性格坚韧、乐观、好色，却靠自律实现了人生逆袭。清华的学霸总结自己的人生体会说：人的一生，就如... 阅读全文

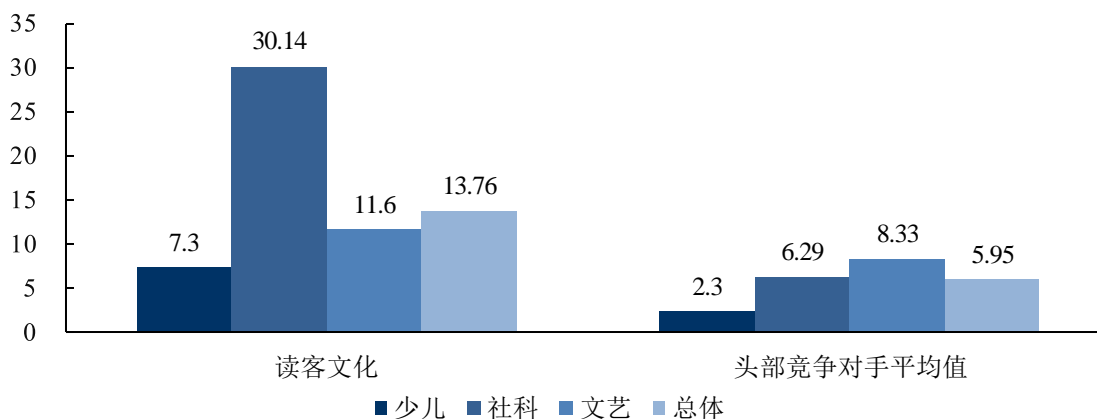
三十岁了才明白，开始发奋读书，**想改变自己的命运**和家庭的生活，还能来得及吗？
令狐冲：你如果问“30岁开始发奋读书，**改变自己**和家庭的命运，来得及吗？”那答案肯定是：来得及。30岁正值壮年，有大把大把的机会，人什么时候... 阅读全文

行善积德的可以改变命运吗？
温承宏：整天不停着怎么还不来福报，怎么还不发发财运上，你的福报能来，**命运**改变了，才是佳事。所以，不要把自己的命运放在命运怎么没有改变... 阅读全文

资料来源：公司官微，东兴证券研究所

公司图书实洋品种效率大幅领先行业水平。2021年公司策划发行的图书实洋品种效率为13.76，远超头部竞争对手5.95的平均值水平。这一能力主要源自于公司严格按照“创意流水线”的步骤打造精品内容，从而实现品种效率高、产品盈利能力强，继而在版权、策划环节持续投入，保持品种高效率的健康增长模式。

图17：2021年图书实洋品种效率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

擅于挖掘经典作品销售潜力。公司严格按照“创意流水线”的步骤打造精品内容, 既善于发掘市场上有销售潜力的经典作品, 也会积极签约年轻作家, 发现创意性强、文学性高的新品图书。公司基于对经典产品的理解, 结合对读者阅读需求和消费习惯的把握, 高效传达出作品核心亮点, 直击目标受众心理, 从而引爆优质内容。根据年报披露, 2022 年公司以“不看不知道, 莫言真幽默”的腰封文案重新打造诺奖作家莫言的代表作《生死疲劳》, 迅速拉近了莫言与年轻读者的距离, 上市 3 个月销量就已超越该书其他版本的累计销量, 截止至 2022 年末累计印量已突破 100 万册。

表3: 截至 2023 年 6 月当当网读客旗舰店累计销量前十图书

序号	畅销书	首版首印时间	出版类型
1	生死疲劳	2022 年 1 月	经典图书再版
2	给青年的十二封信	2023 年 3 月	经典图书再版
3	灰女 (增订本)	2023 年 4 月	经典图书再版
4	半小时漫画红楼梦	2023 年 6 月	经典图书再版
5	华杉讲透孙子兵法	2015 年 6 月	经典图书再版
6	消失的 13 级台阶	2020 年 4 月	首次出版
7	骆玉明古诗词课签章版	2023 年 3 月	经典图书再版
8	半小时漫画青春期 (全 2 册)	2022 年 8 月	首次出版
9	半小时漫画中国十大全集 (0-5)	2022 年 9 月	首次出版
10	知行合一王阳明大全集	2018 年 3 月	经典图书再版

资料来源: 当当网, 东兴证券研究所

4. 发展自营渠道, 驱动图书业务快速增长

纸质业务图书线上、线下销售渠道双重发力。公司的图书销售模式与行业发展趋势相匹配, 积极迎合互联网发展趋势, 形成了线上渠道与线下渠道并重, 代销与自营共同发力的全方位发行网络。线上渠道主要客户群体包括当当网、京东、天猫、抖音等电商平台, 线下渠道主要客户群体包括各省市新华书店及其他民营图书发行公司。

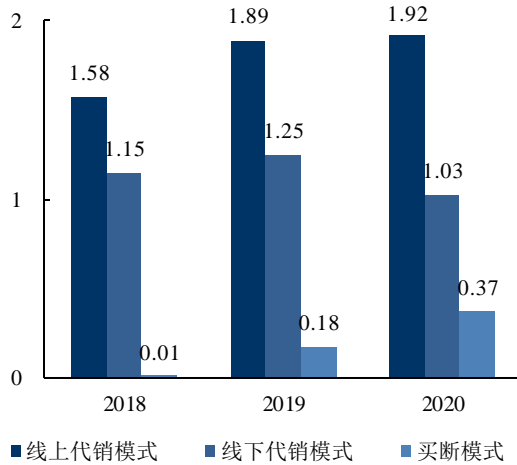
表4: 读客文化纸质图书销售渠道

渠道种类	具体渠道
线上渠道	当当网
	京东
	拼多多
	天猫
	抖音
	小红书
	B 站
	微信
线下渠道	新华书店
	其他民营图书发行公司

资料来源: 拼多多 APP, 公司年报, 公司招股书, 东兴证券研究所

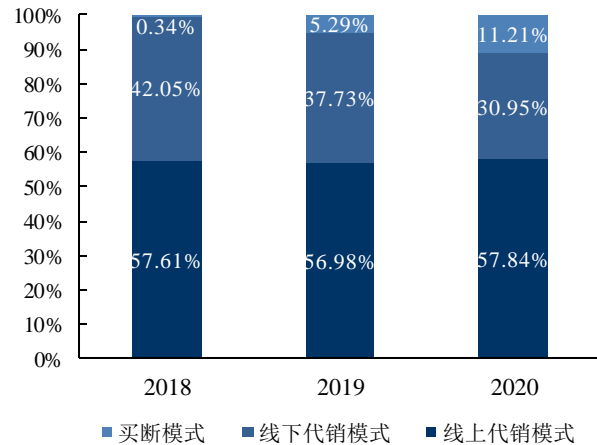
上市前公司图书销售以线上、线下渠道为主，买断模式为辅。2018年线上渠道、线下渠道、买断模式收入分别为1.58、1.15、0.01亿元，占比分别为57.6%、42.1%、0.3%；2020年线上渠道、线下渠道、买断模式收入分别为1.92、1.03、0.37亿元，占比分别为57.8%、30.1%、11.2%。可以看到，线上渠道收入占比稳定，线下渠道收入占比呈现下降趋势，买断模式收入占比有所提升。

图18：读客文化不同销售模式交易额（亿元）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图19：读客文化不同销售模式交易额比例



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

布局短视频带货，加强自营渠道建设。近年来，短视频平台迅速发展，各大平台月活用户数量不断提高，进而推动直播带货迅速发展。为此公司为加强渠道核心竞争力，做出了一系列的战略布局。2021年12月，公司设立全资子公司读客格子文化公司，旨在进一步发挥公司在新媒体及其相关业务上积累的优势；2022年9月，公司设立全资子公司天津读客负责仓储物流服务，通过提高公司整体的供应链管理水平和提升公司运营效率，促进线上自营业务的快速增长；2022年11月，公司设立全资子公司浙江读客，负责直播带货及短视频电商类自营业务的运营，进一步扩大自营业务的规模。

表5：读客文化部分旗下子公司

子公司名称	主要经营地	注册时间	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
上海读客科技有限公司	上海市	2020年06月	技术开发		100.00%	新设
上海读客格子文化传播有限公司	上海市	2021年12月	商品零售	100.00%		新设
天津读客供应链管理有限公司	天津市	2022年09月	仓储服务	100.00%		新设
浙江读客熊猫传媒有限公司	杭州市	2022年11月	直播服务	100.00%		新设

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

目前公司自营业务在拼多多、抖音、天猫等平台发展顺利。截至2023年6月，公司在拼多多平台设立了读客官方旗舰店，其店铺已有超10万人评价，并在平台文学作品集店铺排行榜中的口碑榜单中排名第一；在抖音设立了读客官方旗舰店，已有16.4万粉丝体量、81.3万销量以及132个作品，店铺评分高达4.94；在天猫设立了读客官方旗舰店，已有18.2万粉丝体量，店铺评分均高于同行平均水平，并被收录于自我提升精选好店合集。

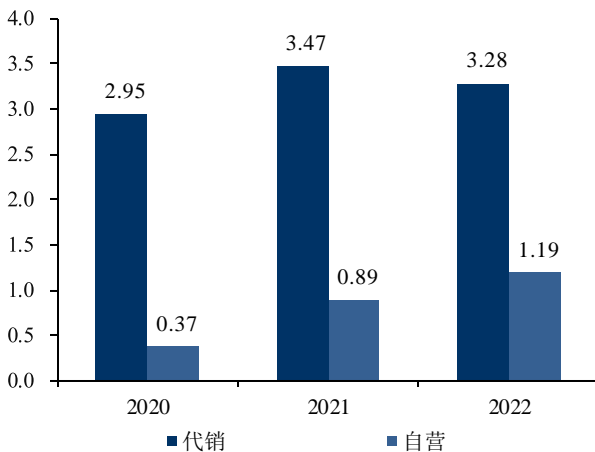
图20：读客文化旗下自营平台



资料来源：拼多多APP，抖音APP，天猫APP，东兴证券研究所

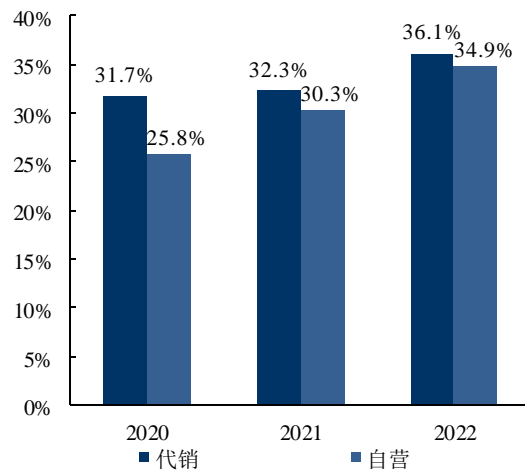
自营业务收入与毛利率逐年提升，驱动公司图书销售规模快速增长。(1) 2020-2022年，公司通过代销模式销售图书的收入分别为 2.95、3.47、3.28 亿元；通过自营模式销售图书的收入分别为 0.37、0.89、1.19 亿元。(2) 2020-2022年，公司通过代销模式销售图书的毛利率分别为 31.7%、32.3%、36.1%；通过自营模式销售图书的毛利率分别为 25.8%、30.3%、34.9%。公司在自有渠道建设初期投资较多、业务模式成熟度较低，导致初期毛利率较低，随着短视频带货逐渐发力、自营业务不断成熟，以及规模经济作用逐渐加强，预计未来通过自营模式驱动公司图书销售规模快速增长。

图21：读客文化图书不同销售模式的收入（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图22：读客文化图书不同销售模式的毛利率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

5. 投资建议

公司作为创新型民营图书策划发行企业，随着国内消费逐步复苏以及自营渠道加速发展，图书策划发行业务有望恢复较快增长。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.76亿元，0.99亿元和1.34亿元，对应现有股价PE分别为76X，58X和43X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

(1) 国内图书市场复苏进展缓慢；(2) 短视频直播电商低价冲击其他渠道；(3) 新推图书选题不符读者需求。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	725	751	891	1136	1464	营业收入	519	514	624	802	1043
货币资金	325	306	374	481	626	营业成本	328	315	387	497	646
应收账款	95	90	111	143	186	营业税金及附加	0	0	1	1	1
其他应收款	6	3	4	5	7	营业费用	54	56	69	88	109
预付款项	116	168	215	274	352	管理费用	58	68	62	80	104
存货	131	161	159	204	266	财务费用	-5	-1	-3	2	9
其他流动资产	1	2	2	2	2	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	52	57	62	65	67	资产减值损失	9.04	15.97	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.62	-0.23	0.00	0.00	0.00
固定资产	5	5	5	6	7	投资净收益	2.35	4.91	0.00	0.00	0.00
无形资产	1	1	2	2	2	加:其他收益	1.25	0.58	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3	3	3	3	3	营业利润	79	64	98	124	163
资产总计	778	809	953	1201	1531	营业外收入	10.49	15.78	0.30	5.00	11.00
流动负债合计	139	135	227	386	596	营业外支出	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	76	203	369	利润总额	89	80	99	129	174
应付账款	91	97	111	143	186	所得税	22	17	23	30	40
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	67	62	76	99	134
一年内到期的非流动负债	7	8	8	8	8	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	15	17	1	1	1	归属母公司净利润	67	62	76	99	134
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	154	153	229	387	597	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	27.25%	-1.04%	21.46%	28.49%	30.04%
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400	营业利润增长	22.15%	-18.67%	53.74%	25.70%	31.57%
资本公积	16	19	19	19	19	归属于母公司净利润增长	30.46%	-7.34%	21.80%	30.39%	35.01%
未分配利润	188	213	277	361	475	获利能力					
归属母公司股东权益合计	624	656	724	814	934	毛利率(%)	36.90%	38.65%	38.00%	38.00%	38.00%
负债和所有者权益	778	809	953	1201	1531	净利率(%)	12.95%	12.13%	12.16%	12.34%	12.82%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		10.78%	9.50%	10.48%	12.17%	14.31%
经营活动现金流	42	-12	37	11	19	偿债能力					
净利润	67	62	76	99	134	资产负债率(%)	19.75%	18.87%	23.98%	32.25%	39.00%
折旧摊销	11.04	11.78	4.15	6.00	7.22	流动比率	5.23	5.55	3.92	2.94	2.46
财务费用	-5	-1	-3	2	9	速动比率	4.29	4.36	3.22	2.41	2.01
应收帐款减少	-17	5	-21	-32	-43	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.65	0.71	0.74	0.76
投资活动现金流	42	34	-40	-19	-19	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	6.60	5.46	6.00	6.31	6.34
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.16	0.19	0.25	0.33
筹资活动现金流	20	-40	72	115	144	每股净现金流(最新摊薄)	0.08	-0.05	0.17	0.27	0.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.56	1.64	1.81	2.03	2.33
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	40	0	0	0	0	P/E	79.67	92.10	75.63	58.00	42.96
资本公积增加	5	3	0	0	0	P/B	9.19	8.75	7.92	7.06	6.15
现金净增加额	104	-18	68	107	144	EV/EBITDA	65.53	75.17	56.22	42.86	31.53

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：石伟晶

传媒与互联网行业首席分析师，上海交通大学工学硕士。7年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。全面覆盖A股传媒及海外互联网板块，与优秀公司为伍，致力于领先市场挖掘产业投资机会。紧密跟踪产业趋势，以腾讯为核心，覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等赛道；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，以阿里巴巴、拼多多、京东为核心跟踪国内电商及跨境电商发展趋势。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526