

渠道优化成效显著，关注疫情过后恢复进展 买入（维持）

2020 年 03 月 26 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,888	2,067	2,491	2,872
同比（%）	15.6%	9.4%	20.5%	15.3%
归母净利润（百万元）	251	228	288	327
同比（%）	21.6%	-9.2%	26.5%	13.5%
每股收益（元/股）	1.32	1.20	1.52	1.72
P/E（倍）	29.47	32.47	25.67	22.63

投资要点

■ **公司披露 2019 年年报及 2020 年一季报预告：**2019 年实现营收 188,846.24 万元，同比增长 15.56%；实现归母净利润 25,126.12 万元，同比增长 21.56%；实现扣非归母净利润 19,440.11 万元，同比增长 4.29%。公司预计 2020Q1 实现归属于上市公司股东的净利润 1,500-3,000 万元，同比下滑 47.40%-73.70%。

■ **2019Q4 公司实现营业收入 53,256.09 万元，同比增长 1.08%，实现营业利润 7,432.13 万元，同比增长 28.38%，实现归母净利润 7,602.57 万元，同比增长 21.88%。**Q4 毛利率同比下滑 3.66pct，销售费用率同比提升 2.59pct（判断主要为新开店的影响），管理费用率基本持平。Q4 确认投资净收益 3,794.88 万元，主要是 2019 年 12 月处置持有的上海财金通教育投资股份有限公司股权实现投资收益 2,582.54 万元，同时还有部分资金管理理财收益。

■ **出版发行实现稳健增长，少儿继续快速扩张。**1) 2019 年图书出版和发行业务收入 140,313.61 万元，同比增长 14.14%，其中经管保持行业龙头地位，2019 年财经类图书市场占有率 14.62%，继续保持市场第一，少儿预计维持高增速，少儿类图书市场排名提升 5 位，随着前期印刷产能的逐渐释放，少儿品类后续仍然具有放量潜力；2) 数字阅读业务收入 6,660.16 万元，同比增长 35.62%，符合预期。

■ **线上渠道收入增长明显，整体继续减亏。**书店业务 2019 年实现营业收入同比增长 39%，减亏 613.48 万元，中店信集亏损相比上年同期略有收窄。线上渠道继续引领增长，营业收入同比增长 69%，体现出良好的发展潜力和盈利能力；按渠道类型分，公司自营互联网销售同比增长 44.8%；线下 2019 年新开门店 19 家，尝试场景化运营取得成效。

■ **2020Q1 疫情带来阶段性影响，后续关注恢复进展。**受疫情影响，2020Q1 公司整体收入预计比上年同期下降 15%-20%之间，一方面书店因店面零售业务受到严重影响，书店整体销售额预计下降 40%，人力、租金等费用支出刚性，是业绩下滑的主要影响因素；另一方面公司图书出版与发行业务 2 月份开始受短期物流恢复、线下销售客户延期复工等因素影响，Q1 收入比上年同期降幅在 10%-15%之间。

■ **维持“买入”评级！**考虑到一季度疫情的因素影响，我们更新公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 2.28/2.88/3.27 亿元，对应 PE 分别为 32/26/23 倍。我们认为当前股价已经隐含了对于疫情影响的预期，后续随着战略推进，未来仍有望逐步恢复至前期增速水平，依然看好公司在出版发行及渠道方面的一体化优势，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**线下渠道尤其是机场渠道受疫情影响恢复低于预期，产品适销风险，政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.94
一年最低/最高价	17.82/55.27
市净率(倍)	4.55
流通 A 股市值(百万元)	1851.13

基础数据

每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	35.64
总股本(百万股)	190.15
流通 A 股(百万股)	47.54

相关研究

- 1、《中信出版 (300788)：书店收入高增长利润改善，出版业务保持强势地位》2019-10-27
- 2、《中信出版 (300788)：少儿增长提速、书店业务减亏，稳健中持续有新亮点》2019-08-28
- 3、《中信出版 (300788)：精于内容长于运营，市占率将持续提升》2019-07-27

中信出版三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,507	2,828	3,344	3,681	营业收入	1,888	2,067	2,491	2,872
现金	1,282	1,428	1,741	1,935	减:营业成本	1,160	1,295	1,567	1,816
应收账款	77	89	111	120	营业税金及附加	8	10	11	13
存货	723	836	1,049	1,135	营业费用	393	413	448	517
其他流动资产	425	475	444	491	管理费用	134	134	162	187
非流动资产	196	184	174	189	财务费用	-2	-10	-10	-12
长期股权投资	100	111	117	135	资产减值损失	-16	21	25	29
固定资产	15	13	12	11	加:投资净收益	37	13	15	16
在建工程	0	0	0	0	其他收益	2	0	1	1
无形资产	9	9	9	6	营业利润	240	216	303	339
其他非流动资产	71	52	36	37	加:营业外净收支	3	7	3	4
资产总计	2,702	3,012	3,518	3,870	利润总额	244	223	306	343
流动负债	985	1,078	1,332	1,397	减:所得税费用	5	6	8	9
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-13	-11	9	7
应付账款	677	768	980	1,046	归属母公司净利润	251	228	288	327
其他流动负债	308	310	352	351	EBIT	205	182	258	288
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	240	213	295	306
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	16	16	16					
负债合计	1,002	1,094	1,348	1,413	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-3	-14	-5	1	每股收益(元)	1.32	1.20	1.52	1.72
					每股净资产(元)	8.96	10.16	11.44	12.92
归属母公司股东权益	1,704	1,932	2,175	2,456	发行在外股份(百万股)	190	190	190	190
负债和股东权益	2,702	3,012	3,518	3,870	ROIC(%)	11.7%	9.1%	11.5%	11.3%
					ROE(%)	14.0%	11.3%	13.7%	13.6%
					毛利率(%)	38.6%	37.3%	37.1%	36.8%
					销售净利率(%)	13.3%	11.0%	11.6%	11.4%
					资产负债率(%)	37.1%	36.3%	38.3%	36.5%
					收入增长率(%)	15.6%	9.4%	20.5%	15.3%
					净利润增长率(%)	21.6%	-9.2%	26.5%	13.5%
					P/E	29.47	32.47	25.67	22.63
					P/B	4.35	3.83	3.40	3.01
					EV/EBITDA	24.22	26.54	18.13	16.85
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	313	143	359	246					
投资活动现金流	-831	-6	-11	-17					
筹资活动现金流	570	9	-35	-34					
现金净增加额	53	146	312	194					
折旧和摊销	34	31	37	18					
资本开支	54	-22	-16	-3					
营运资本变动	63	-82	51	-78					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

