

证券研究报告—动态报告

传媒

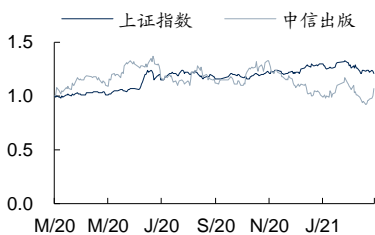
影视娱乐

中信出版(300788)
增持

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	190/50
总市值/流通(百万元)	7,735/2,050
上证综指/深圳成指	3,367/13,407
12 个月最高/最低(元)	54.79/34.30

相关研究报告:

《中信出版-300788-2020 年三季报点评: 公司 Q3 恢复情况符合预期, 书店首次单季盈利》——2020-11-03

《中信出版-300788-2020 年中报点评: 业绩拐点向上, 市占率稳步提升》——2020-08-31

《中信出版-300788-2019 年年报点评: 不惧短期波动, 看好公司长期价值》——2020-03-30

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162

E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

证券分析师: 高博文

电话:

E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
少儿类进步显著, 关注“大生态渠道”建设

2020 年年报表现: 1) 公司 2020 年实现营收 18.92 亿, 同增 0.17%, 实现归母净利润 2.82 亿, 同增 12.27%, 实现扣非归母净利润 2.55 亿, 同增 31.35%, 其中 20Q4 实现营收 6.2 亿, 同增 16.36%, 20Q4 实现归母净利润 1.02 亿, 同增 33.69%; 2) 公司业绩超预期, 疫情下利润端逆势增长主要因组织结构的优化、新渠道的探索及线上业务的贡献。3) 公司毛利率稳中有升, 费用率保持平稳。2020 年公司综合毛利率和净利率分别为 40.44% 和 15%, 分别同增 1.97pct 和 2.38pct; 4) 疫情之下保持稳定的股利分配, 公司拟以总股本 1.9 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 4.80 元 (含税), 2020 年股利分配比例约 30%, 与前两年基本一致。

● 少儿类图书增长是最大亮点, 书店轻资产转型初见成效

2020 年公司销售码洋同比增长 14%, 市占率稳居出版机构第一, 其中社科类维持第一, 经管类维持领先优势, 少儿类排名上升 5 位; 书店业务下半年扭亏为盈, 书店业务线上销售额同增 28.4%, 在 3 季度首次实现单季盈利, 下半年实现归属于上市公司股东的净利润为 457 万元。

● 21 年将重视主题出版, 维持少儿类高增, 构建“大生态渠道”

公司加强渠道建设具体包括: 提升自营业务在整体发行业务的占比, 开发自有分销平台系统; 在已搭建超过 6000 个公号 and 达人的推广矩阵基础上, 2021 年将以母婴类为主进一步扩大社群合作规模; 继续发展内容和直播电商, 加强私域流量运营; 成立企业服务事业部等。

● 投资建议: 20H2 业绩有较强韧性, 少儿类进步显著, 维持增持评级。

公司业绩优于市场预期, 少儿类图书在市场环境向下情况下实现排名大幅跃升, 同时书店转型及线上业务持续向好, 符合此前判断。疫情后公司业绩呈现较强的韧性, 21 年多项举措有望保障业绩稳定增长, 基于此我们略上调对公司 21-22 年的业绩预期, 预计公司 21-23 年归母净利润 3.40/3.88/4.52 亿, 摊薄 EPS 1.79/2.04/2.38 元, 当前股价对应 PE 23/20/17x。公司是大众出版龙头, 有望享受高于同行的估值溢价, 继续维持“增持”评级。

● 风险提示: 渠道建设不及预期; 线下业绩亏损严重; 书店转型进程慢。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1888.46	1891.76	2231.52	2496.82	2756.54
(+/-%)	15.56%	0.17%	17.96%	11.89%	10.40%
净利润(百万元)	251.26	282.09	339.66	387.74	451.83
(+/-%)	21.56%	12.27%	20.41%	14.16%	16.53%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.48	1.79	2.04	2.38
EBIT Margin	10.22%	13.61%	11.62%	11.96%	12.89%
净资产收益率(ROE)	14.74%	14.79%	15.84%	16.05%	16.54%
市盈率(PE)	30.79	27.42	22.76	19.93	17.11
EV/EBITDA	42.86	33.08	33.54	29.42	24.97
市净率(PB)	4.54	4.06	3.60	3.20	2.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2020 年实现营收 18.92 亿，同增 0.17%，实现归母净利润 2.82 亿，同增 12.27%，实现扣非归母净利润 2.55 亿，同增 31.35%，其中 20Q4 实现营收 6.2 亿，同增 16.36%，20Q4 实现归母净利润 1.02 亿，同增 33.69%。

1) 公司业绩超预期，在疫情之下实现利润端的逆势增长主要在于组织结构的优化、新渠道的探索及线上业务的贡献。

2) 其中一般图书出版发行业务收入 14.64 亿，同增 4.31%，数字阅读业务 0.7 亿，同增 5.85%，书店业务 4.36 亿，同减 7.53%。

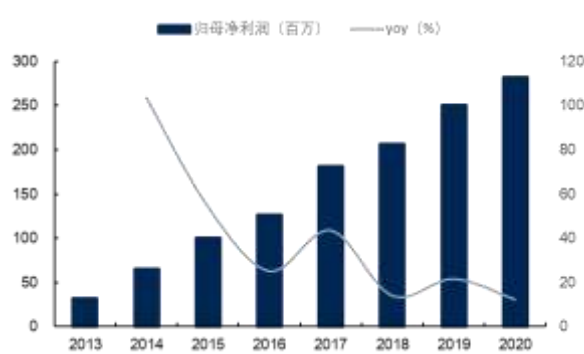
3) 公司毛利率稳中有升，费用率保持平稳。2020 年公司综合毛利率和净利率分别为 40.44%和 15%，分别同增 1.97pct 和 2.38pct。

图 1: 2013-2020 年中信出版营业收入变化



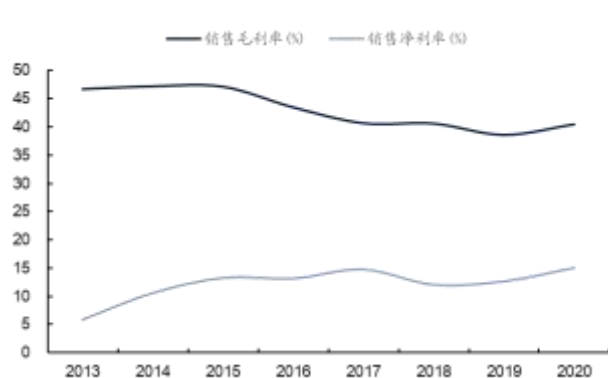
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2013-2020 年中信出版归母净利润变化



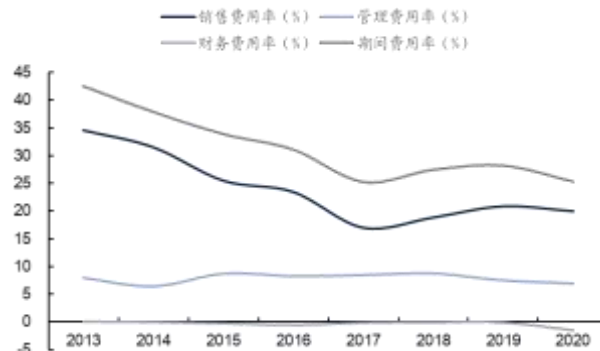
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 中信出版毛利率及净利率变化



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 中信出版费用率变化



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

4) 公司在疫情之下仍保持稳定的股利分配，2020 年公司拟定股利分配预案：以 2020 年 12 月 31 日的公司总股本 1.9 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 4.80 元（含税），2020 年股利分配比例约 30%，基本与 2018-2019 年的分配比率一致。

少儿类图书增长是最大亮点。公司着力提高出版质量和单品效益，持续优化选题结构，市场监控销售码洋同比增长 14%，整体市场占有率稳居出版机构第一。

1) 社科类图书市场占有率排名继续保持第一位，尤其是经管类市场占有率从 2019 年的 14.6%提升到 16.89%，领先优势进一步扩大。2) 少儿业务增长迅速，公司少儿出版板块实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 31.39%，市场占有率

率从 2019 年的 1.74% 上升至 2.57%，市场排名大幅提升至第五位，进入少儿出版领先阵营；3）生活类图书市场占有率排名提升至第一；4）教育类排名提升至第五，5）文艺类图书市场占有率排名第八位。

表 1：中信出版 2020 年总体及细分类图书表现情况（按照出版社口径）

分类	本期排名	排名同比变化	本期市场占有率	市场占有率同比变化	实销码洋同比变化
总体市场	1	上升 1	2.74%	+0.40pct	+14%
经济与管理	1	-	16.89%	+2.29pct	+45.25%
少儿	5	上升 6	2.57%	+0.83pct	+8.52%
学术文化	2	下降 1	5.64%	-1.32pct	-8.13%
科普	2	上升 1	11.77%	+2.35pct	+0.13%

资料来源：开卷数据，国信证券经济研究所整理

书店轻资产转型初见成效，下半年实现扭亏为盈。2020 年书店线上零售额实现同比增长 28.4%。疫情严重影响线下实体店客流量，公司组织实施多项举措，调存量，扩增量，积极探索线下门店运营新模式，新开立了地产合作、商务园区、休闲旅行等三种主题品牌店运营模式。报告期内，公司书店业务在 3 季度首次实现单季盈利，下半年实现归属于上市公司股东的净利润为 457 万元。

2021 年公司将重视主题出版，确保少儿类保持持续高增，构建“大生态渠道”，加强渠道建设具体包括：提升自营业务在整体发行业务的占比，开发自有分销平台系统；在已搭建超过 6000 个公号 and 达人的推广矩阵基础上，2021 年将以母婴类为主进一步扩大社群合作规模；继续发展内容和直播电商，加强私域流量运营；成立企业服务事业部等。

投资建议：20H2 业绩呈现较强韧性，少儿类进步显著，维持“增持”评级。公司业绩优于市场预期，其中少儿类图书在市场环境向下的背景下实现排名的大幅跃升，同时书店转型及线上业务持续向好，符合此前判断，整体而言疫情后公司业绩呈现较强的韧性，21 年多项举措有望保障业绩稳定增长，基于此我们略上调对公司 21-22 年的业绩预期+6.74%/+8.24%，预计公司 21-23 年归母净利润 3.40/3.88/4.52 亿，同增 20.41%/14.16%/16.53%，摊薄 EPS 1.79/2.04/2.38 元，当前股价对应 PE 23/20/17x。公司是大众出版龙头享受高于同行的估值溢价，市占率仍在稳步提升，对比可比公司估值，继续维持“增持”评级。

风险提示：渠道建设不及预期；线下业绩亏损严重；书店转型进程慢。

表 2：中信出版盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1888.46	1891.76	2231.52	2496.82	2756.54
(+/-%)	15.56%	0.17%	17.96%	11.89%	10.40%
净利润(百万元)	251.26	282.09	339.66	387.74	451.83
(+/-%)	21.56%	12.27%	20.41%	14.16%	16.53%
每股收益(元)	1.32	1.48	1.79	2.04	2.38
EBIT Margin	10.22%	13.61%	11.62%	11.96%	12.89%
净资产收益率(ROE)	14.74%	14.79%	15.84%	16.05%	16.54%
市盈率(PE)	30.79	27.42	22.76	19.93	17.11
EV/EBITDA	42.86	33.08	33.54	29.42	24.97
市净率(PB)	4.54	4.06	3.60	3.20	2.83

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 3: 可比公司估值情况

代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿)	EPS (元)				PE (倍)				投资评 级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
603096.SH	新经典	51.15	69.03	1.78	1.86	2.24	2.66	28.74	27.50	22.83	19.23	增持
601949.SH	中国出版	7.55	138.87	0.39	0.41	0.51	0.58	19.36	18.41	14.80	13.02	未评级

资料来源: wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1702	1871	2000	2112	营业收入	1892	2232	2497	2757
应收款项	166	159	171	189	营业成本	1127	1359	1540	1691
存货净额	771	837	942	1029	营业税金及附加	9	10	11	12
其他流动资产	44	51	57	63	销售费用	377	457	487	524
流动资产合计	2853	3068	3410	3777	管理费用	122	145	160	174
固定资产	12	99	158	214	财务费用	(29)	(45)	(48)	(51)
无形资产及其他	9	9	8	8	投资收益	7	12	22	25
投资性房地产	46	46	46	46	资产减值及公允价值变动	31	30	26	29
长期股权投资	101	121	141	161	其他收入	(38)	0	0	0
资产总计	3022	3343	3763	4206	营业利润	287	346	395	461
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	1	营业外净收支	(0)	3	3	3
应付款项	823	934	1056	1158	利润总额	287	349	398	464
其他流动负债	263	236	263	287	所得税费用	3	7	8	9
流动负债合计	1086	1170	1320	1446	少数股东损益	2	2	2	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	282	340	388	452
其他长期负债	16	14	12	10					
长期负债合计	16	14	12	10	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1103	1184	1332	1456	净利润	282	340	388	452
少数股东权益	12	14	15	17	资产减值准备	18	(10)	12	13
股东权益	1907	2145	2416	2733	折旧摊销	10	6	9	12
负债和股东权益总计	3022	3343	3763	4206	公允价值变动损失	(31)	(30)	(26)	(29)
					财务费用	(29)	(45)	(48)	(51)
关键财务与估值指标					营运资本变动	56	5	36	27
每股收益	1.48	1.79	2.04	2.38	其它	(17)	11	(10)	(11)
每股红利	0.45	0.54	0.61	0.71	经营活动现金流	318	323	408	464
每股净资产	10.03	11.29	12.72	14.38	资本开支	(51)	(53)	(53)	(53)
ROIC	18%	17%	22%	23%	其它投资现金流	161	21	(90)	(144)
ROE	15%	16%	16%	17%	投资活动现金流	109	(52)	(163)	(217)
毛利率	40%	39%	38%	39%	权益性融资	19	0	0	0
EBIT Margin	14%	12%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(85)	(102)	(116)	(136)
收入增长	0%	18%	12%	10%	其它融资现金流	143	(0)	0	0
净利润增长率	12%	20%	14%	17%	融资活动现金流	(7)	(102)	(116)	(136)
资产负债率	37%	36%	36%	35%	现金净变动	420	169	129	112
息率	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	1282	1702	1871	2000
P/E	27.4	22.8	19.9	17.1	货币资金的期末余额	1702	1871	2000	2112
P/B	4.1	3.6	3.2	2.8	企业自由现金流	269	213	285	335
EV/EBITDA	33.1	33.5	29.4	25.0	权益自由现金流	412	256	332	385

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032