

少儿业务增长亮眼，21 年增长复苏可期

——中信出版 2020 年报点评

核心观点

- **中信出版发布年报：20 年全年实现收入 18.92 亿元，yoy+0.17%；归母净利润 1.8 亿元，yoy+12.27%。**其中 Q4 实现收入 6.2 亿元（yoy+16.36%），归母净利润 1.02 亿元（yoy+33.69%），复苏强劲。
- **图书出版业务龙头地位稳固，少儿图书快速成长。**2020 年图书销售业务实现收入 16.38 亿（yoy+1.15%），社科类图书市场占有率继续保持第一位，经管类市场占有率提升至 16.89%(yoy+2.29%)。少儿类产品重视原创和主题策划，市占率提升至 2.57%，实现收入 4.14 亿元（yoy+31.39%），市场排名提升至第五名。
- **书店业务发力线上销售，下半年实现盈利。**书店业务 20 年实现收入 4.35 亿元（yoy-7.53%），主要受到疫情的负面影响。虽然线下销售受阻，公司增加线上销售比重，书店线上零售额实现同比增长 28.4%，20Q3 实现首次盈利，下半年贡献利润 457 万元。
- **毛利率逆势上行，费用管控经营效率高。**20 年公司毛利率为 40.44%，同比 +1.87%；Q4 单季毛利率为 40.61%，全年逐季度环比提升。三费整体较为稳定，销售费用率 19.39%(yoy-0.89%)，管理费用率 6.43%(yoy-0.67%)，财务费用率-1.55%（yoy-1.42%），研发费用率 0.52%（yoy+0.12%）。综合成本和费用的有效控制，全年归母净利率达 14.91%（yoy+1.6%），疫情期间经受考验。

财务预测与投资建议

- **公司行业龙头地位稳固，全渠道竞争力强，少儿增长亮眼，21 年复苏确定性高，我们预计 21-23E 收入为 22.19/25.51/29.34 亿元（原预测 21-22E 为 24.64/28.23 亿元），归母净利润为 3.31/3.77/4.15 亿元（原预测 21-22E 为 3.31/3.97 亿元），维持 FCFF 估值方法，给予目标价 55.14 元，维持增持评级。**

风险提示

- **新产品推出不及预期，市场竞争加剧**

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,888	1,892	2,219	2,551	2,934
同比增长(%)	15.6%	0.2%	17.3%	15.0%	15.0%
营业利润(百万元)	240	287	336	384	422
同比增长(%)	19.4%	19.5%	17.1%	14.1%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	251	282	331	377	415
同比增长(%)	21.6%	12.3%	17.2%	14.1%	10.1%
每股收益(元)	1.32	1.48	1.74	1.98	2.18
毛利率(%)	38.6%	40.4%	40.8%	40.9%	40.6%
净利率(%)	13.3%	14.9%	14.9%	14.8%	14.2%
净资产收益率(%)	19.5%	15.6%	16.2%	16.4%	15.9%
市盈率	32.0	28.5	24.3	21.3	19.3
市净率	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

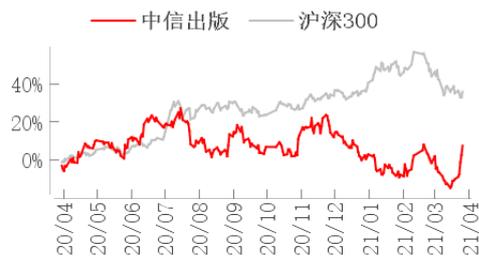


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月26日)	44.27 元
目标价格	55.14 元
52周最高价/最低价	54.79/34.3 元
总股本/流通A股(万股)	19,015/5,039
A股市值(百万元)	8,418
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2021年03月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	19.49	9.17	7.54	7.57
相对表现	21.75	11.39	0.15	-13.09
沪深300	-2.26	-2.22	7.39	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

联系人 韩旭
hanxu3@orientsec.com.cn

相关报告

行业龙头地位稳固，书店单季度盈利：—— 2020-12-16
中信出版 2020Q3 季报点评

投资建议

公司行业龙头地位稳固，全渠道竞争力强，少儿增长亮眼，21年复苏确定性高，我们预计 21-23E 收入为 22.19/25.51/29.34 亿元(原预测 21-22E 为 24.64/28.23 亿元)，归母净利润为 3.31/3.77/4.15 亿元（原预测 21-22E 为 3.31/3.97 亿元），维持 FCFF 估值方法，给予目标价 55.14 元，维持增持评级。

表 1：敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		-0.50%	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%
WACC(%)	6.30%	65.01	69.56	76.01	85.86	102.75
	6.80%	60.61	64.27	69.29	76.66	88.51
	7.30%	56.81	59.77	63.75	69.39	78.01
	7.80%	53.48	55.90	59.10	63.50	69.95
	8.30%	50.54	52.55	55.14	58.63	63.57
	8.80%	47.94	49.61	51.74	54.54	58.40
	9.30%	45.62	47.02	48.78	51.05	54.11
	9.80%	43.54	44.72	46.18	48.05	50.51
	10.30%	41.66	42.66	43.89	45.44	47.43

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,282	1,702	1,850	2,139	2,400	营业收入	1,888	1,892	2,219	2,551	2,934
应收票据及应收账款	77	116	109	128	157	营业成本	1,160	1,127	1,314	1,507	1,742
预付账款	20	33	27	34	42	营业税金及附加	8	9	10	11	13
存货	723	771	876	992	1,166	营业费用	393	377	440	506	582
其他	406	231	248	310	282	管理费用及研发费用	142	132	158	181	208
流动资产合计	2,507	2,853	3,109	3,603	4,047	财务费用	(2)	(29)	(3)	(4)	(5)
长期股权投资	100	101	101	101	101	资产减值损失	15	33	9	10	15
固定资产	15	12	10	8	6	公允价值变动收益	2	1	1	1	1
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	37	7	9	9	9
无形资产	9	9	5	0	0	其他	29	35	35	35	35
其他	71	46	65	84	100	营业利润	240	287	336	384	422
非流动资产合计	196	169	180	193	208	营业外收入	4	1	0	0	0
资产总计	2,702	3,022	3,290	3,795	4,255	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	244	287	336	384	423
应付票据及应付账款	783	823	894	1,047	1,222	所得税	5	3	4	4	5
其他	203	264	216	282	255	净利润	238	284	333	380	418
流动负债合计	985	1,086	1,110	1,329	1,477	少数股东损益	(13)	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	251	282	331	377	415
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.32	1.48	1.74	1.98	2.18
其他	16	16	0	0	0						
非流动负债合计	16	16	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	1,002	1,103	1,110	1,329	1,477		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(3)	12	14	16	19	成长能力					
股本	190	190	190	190	190	营业收入	15.6%	0.2%	17.3%	15.0%	15.0%
资本公积	751	751	751	751	751	营业利润	19.4%	19.5%	17.1%	14.1%	10.1%
留存收益	770	973	1,224	1,508	1,817	归属于母公司净利润	21.6%	12.3%	17.2%	14.1%	10.1%
其他	(7)	(7)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,701	1,919	2,180	2,466	2,778	毛利率	38.6%	40.4%	40.8%	40.9%	40.6%
负债和股东权益总计	2,702	3,022	3,290	3,795	4,255	净利率	13.3%	14.9%	14.9%	14.8%	14.2%
						ROE	19.5%	15.6%	16.2%	16.4%	15.9%
						ROIC	18.0%	14.1%	16.0%	16.2%	15.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	238	284	333	380	418	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	26	35	30	36	36	流动比率	2.54	2.63	2.80	2.71	2.74
财务费用	(2)	(29)	(3)	(4)	(5)	速动比率	1.75	1.86	1.94	1.90	1.88
投资损失	(37)	(7)	(9)	(9)	(9)	营运能力					
营运资金变动	61	7	(94)	5	(51)	应收账款周转率	24.9	19.7	19.7	21.5	20.6
其它	27	33	3	9	14	存货周转率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
经营活动现金流	313	323	259	416	403	总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(9)	24	(46)	(48)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	20	(1)	0	0	0	每股收益	1.32	1.48	1.74	1.98	2.18
其他	(841)	(454)	10	10	10	每股经营现金流	1.65	1.70	1.36	2.19	2.12
投资活动现金流	(831)	(431)	(36)	(38)	(41)	每股净资产	8.96	10.03	11.39	12.88	14.51
债权融资	0	0	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	643	0	0	0	0	市盈率	32.0	28.5	24.3	21.3	19.3
其他	(73)	(65)	(76)	(89)	(101)	市净率	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9
筹资活动现金流	570	(65)	(76)	(89)	(101)	EV/EBITDA	23.3	21.0	17.0	14.8	13.6
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.9	23.9	18.5	16.2	14.8
现金净增加额	53	(174)	148	289	261						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn