

主业深耕细作，价值属性彰显

投资要点

- **事件：**中南传媒发布 2021 年中报：上半年，公司实现营业收入 55.16 亿，较 2020 年同期（41.3 亿元）增长 33.5%；实现归母净利润 7.64 亿（+19.8%）；扣非净利润 7.51 亿（+23.3%）。总体来看，公司收入与利润均增长良好，疫情影响已基本消散。
- **“发行+出版”并驾齐驱，各业务均稳中有进。**2021H1，公司各业务板块同比均实现不同程度的增长，其中：发行业务实现收入 41.06 亿元，同比增长 26.9%；出版业务营收同比增长 11.46%至 13.72 亿；物资板块实现翻倍增长，收入 9.74 亿元（+102.8%）；印刷业务实现收入 4.15 亿（+27.1%）；数字板块及媒体传播收入 2.48 亿元（+10.7%）；金融服务业务营收 1.64 亿元，同比微增 1%。
- **主业深耕细作，强大的出版与发行能力助力业绩稳增。**出版业务，2021H1 公司在全国综合图书零售市场码洋占有率为 2.92%（+0.03pp），稳居全国第一方阵；细分市场中，作文、科普、艺术综合板块在全国零售市场排名第 1；公司 8 本图书累计 26 次登上开卷零售畅销月榜；发行板块，上半年湖南省新华书店收入 33.82 亿元（+26%）；取得净利润 4.52 亿元（+24.1%）；新教材公司开拓省外部分地区亦取得新进展。
- **双重意义的价值属性。**我们认为，中南传媒是传媒板块非常值得配置的价值标的，这种判断从两个方面解读：第一是资产和市值的结构；第二是股息率的持续性。首先，从资产和市值结构来看，截止到 2021H1，公司目前账上现金超过 110 亿，且公司长期账上现金均在 110 亿以上，考虑到公司 14 亿以上的利润体量，匹配公司目前约 151 亿市值的规模，安全性非常强；第二是股息率的持续性。股息率持续性从两个角度来看：1) 股息率需要足够稳定的利润来源。中南传媒的核心是教材教辅的出版发行工作，这个工作有非常强的安全性和可持续性，且几乎难以撼动；2) 足够高的分红比例，这个和公司管理文化相关，中南传媒过去多年一直持续高比例分红，且目前管理层相对稳定，预计在中期内，分红政策不会发生本质性改变。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润为 15.05 亿元、16.12 亿元、17.89 亿元，EPS 分别为 0.84 元、0.90 元、1.00 元，对应的 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍；考虑到公司主营发行、出版业务毛利率将持续提升，整体已基本走出疫情阴霾，且连续的高股息率彰显公司长期价值属性，给予公司 2021 年 13 倍估值，对应目标价 10.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国家政策或发生改变的风险、疫情持续超预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10473.01	11247.72	11898.73	12637.62
增长率	2.07%	7.40%	5.79%	6.21%
归属母公司净利润 (百万元)	1436.99	1505.45	1611.77	1789.05
增长率	12.64%	4.76%	7.06%	11.00%
每股收益 EPS (元)	0.80	0.84	0.90	1.00
净资产收益率 ROE	10.44%	10.67%	11.03%	11.76%
PE	10	10	9	8
PB	1.06	1.04	1.01	0.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

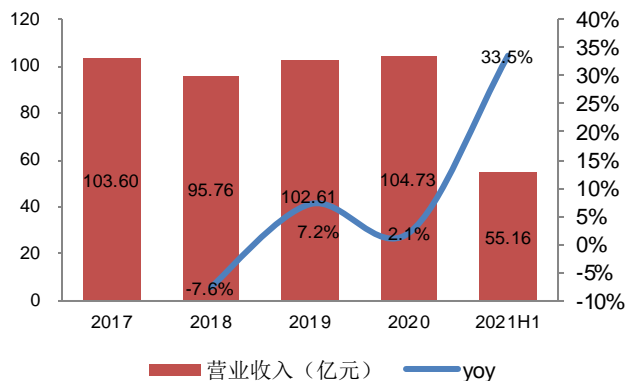
基础数据

总股本(亿股)	17.96
流通 A 股(亿股)	17.96
52 周内股价区间(元)	8.14-11.62
总市值(亿元)	151
总资产(亿元)	231.70
每股净资产(元)	7.59

相关研究

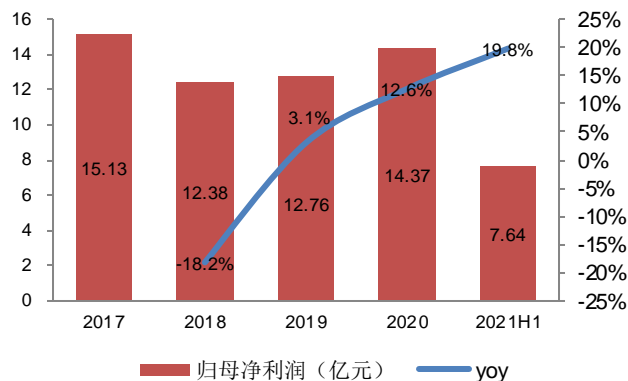
公司业绩情况：2021 年 H1，公司实现营收 55.16 亿元，较 20 年同期增长 33.5%，较 19 年同期增长 26.4%；归母净利润为 7.64 亿元，较 2020H1 上升 19.8%，较 2019H1 上升 14.2%。上半年营收、净利双升主要由于建党百年等主题图书的出版和发行大幅增长，以及印刷物资木浆的销售收入增加带动。

图 1：公司 2017 年以来营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2017 年以来归母净利润变动

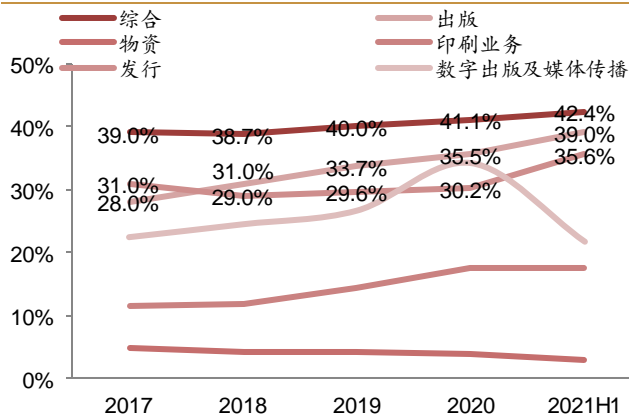


数据来源：公司公告，西南证券整理

出版、发行和印刷业务毛利率同比提升，销售费用率增长。2021H1 公司综合毛利率为 42.4%，较 2019 年同期的 42.6% 基本持平，出版、发行和印刷业务的毛利率同比升高 2.8pp、2.7pp 和 8.3pp，但金融服务同比减少 14.7pp，拉低综合毛利率。

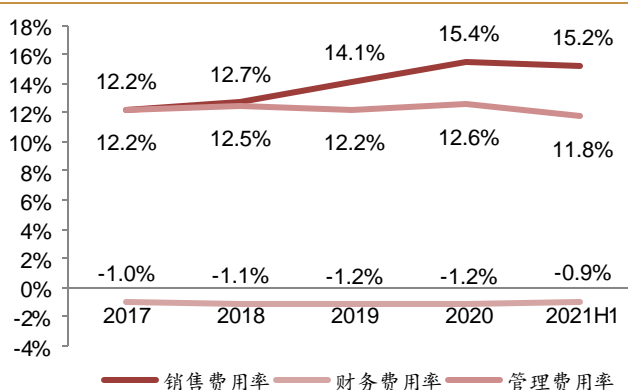
费用率方面，上半年销售费用率为 15.2%，较 2019 年同期增加 1.6 个百分点，主要系新品及新业务的宣传推广费用增加，以及因销售规模扩大带来运输费用上涨；管理费用率为 11.8%，财务费用率为 -0.9%，几乎不变。

图 3：公司 2017 年以来毛利率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来三费率变动情况



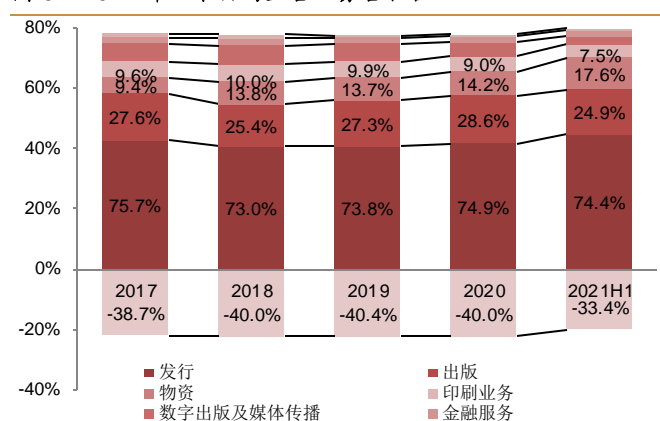
数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务结构：公司的主要产品为出版物，业务覆盖出版、发行、印刷及印刷物资、媒体、数字出版、金融等领域。2021H1 发行业务占总营收比例 74.4%，为公司首要收入来源，出版业务占比 24.9%，印刷物资占比 17.6%，印刷占比 7.5%，其他业务占比 9.0%，内部抵销占比 -33.4%。

2021H1 与 2019H1 相比,发行与物资业务增长迅速。2021 年上半年,发行业务营收 41.06 亿元,较 2019 年同期增长 24.1%。发行业务增长主要由湖南省新华书店贡献。

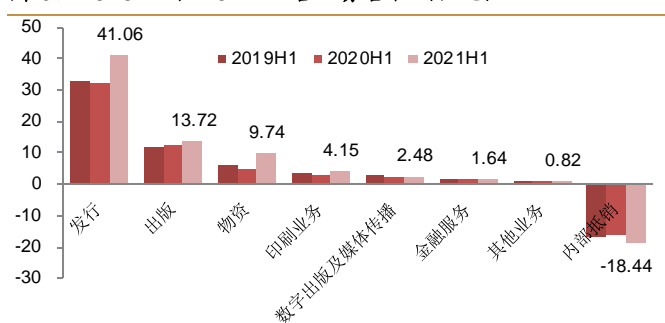
湖南省新华书店持续拓展线上服务,实现春季教育类销售码洋 20.68 亿元,总营收 33.82 亿元,较 2019 年同期增长 26.4%;物资业务营收 9.74 亿元,较 2019H1 上升 61.7%,主要由木浆物资销售增长带动。所占比例较小的两块业务,数字出版及媒体传播与金融服务较 2019 年同期分别下滑 19.7pp 和 7pp。其中,金融服务收入下滑或与财务公司吸收控股集团的存款减少有关。

图 5: 2017 年以来公司主营业务营收占比



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 6: 2020H1 和 2021H1 各业务营收 (亿元)



数据来源:公司公告,西南证券整理

关键假设:

假设 1: 疫情后,公司发行和出版的毛利率维持在 33%左右的水平;

假设 2: 金融业务长期回报率在 3%-4%区间;

假设 3: 原材料价格整体波动幅度在 10%以内。

基于以上假设,我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
发行	收入	7846.4	8081.8	8405.1	8825.3
	增速	3.7%	3.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	30.2%	32.0%	33.0%	34.0%
出版	收入	2993.5	3203.0	3363.2	3531.4
	增速	6.8%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	35.5%	33.0%	34.0%	35.0%
物资	收入	1492.3	1566.9	1645.3	1727.5
	增速	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
数字媒体	收入	901.7	991.9	1071.2	1124.8
	增速	-15.4%	10.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	34.2%	30.0%	31.0%	32.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
印刷	收入	944.9	992.1	1041.8	1093.8
	增速	-7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
金融	收入	362.9	381.0	400.1	420.1
	增速	-6%	5%	5%	5%
	毛利率	55%	65%	65%	65%
其他	收入	216.7	173.4	156.0	140.4
	增速	35%	-20%	-10%	-10%
	毛利率	65%	55%	55%	55%
抵消	收入	-4184.3	-4142.457	-4183.88	-4225.72
	增速	0.95%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
合计	收入	10473.0	11247.7	11898.7	12637.6
	增速	2.1%	7.4%	5.8%	6.2%
	毛利率	41.1%	40.5%	41.0%	41.5%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值：

公司为我国第一支全产业链整体上市的出版传媒股，旗下拥有出版、印刷、发行、报刊、新媒体五大业务板块，为全国综合性出版业务龙头之一。此处选取出版板块中的凤凰传媒、中信出版、新华文轩作为参考对象，三家公司 2021-2023 年平均 PE 为 11 倍、10 倍、9 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
601928.SH	凤凰传媒	6.73	0.63	0.83	0.68	0.75	10	8	10	9
300788.SZ	中信出版	32.22	1.48	1.78	2.12	2.46	29	18	15	13
601098.SH	新华文轩	8.60	1.02	1.21	1.41	1.62	9	7	6	5
平均值							16	11	10	9

数据来源：Wind，西南证券整理（Wind 一致性预测日期为 8 月 30 日）

我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润为 15.05 亿元、16.12 亿元、17.89 亿元，EPS 分别为 0.84 元、0.90 元、1.00 元，对应的 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍；考虑到公司主营发行、出版业务毛利率将持续提升，整体已基本走出疫情阴霾，且连续的高股息率彰显公司长期投资价值，给予公司 2021 年 13 倍估值，对应目标价 10.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

国家政策或发生改变的风险、疫情持续超预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10473.01	11247.72	11898.73	12637.62	净利润	1546.08	1619.74	1734.13	1924.87
营业成本	6163.98	6691.37	7019.85	7395.32	折旧与摊销	206.33	260.25	260.25	260.25
营业税金及附加	62.97	63.90	68.24	72.83	财务费用	-122.57	-117.52	-130.19	-141.51
销售费用	1616.47	1663.19	1797.99	1889.18	资产减值损失	-171.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	1316.13	1400.29	1485.99	1576.62	经营营运资本变动	-1688.01	-1172.34	37.00	-14.01
财务费用	-122.57	-117.52	-130.19	-141.51	其他	1147.75	-624.95	-128.69	-134.81
资产减值损失	-171.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	917.65	-34.82	1772.51	1894.80
投资收益	117.22	116.55	122.38	128.50	资本支出	-376.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	7.59	5.68	6.31	6.32	其他	-1229.09	376.78	128.69	134.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1605.74	376.78	128.69	134.81
营业利润	1589.44	1668.72	1785.54	1979.99	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-18.12	-15.81	-15.97	-16.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1571.32	1652.92	1769.57	1963.65	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	25.24	33.18	35.44	38.78	支付股利	-1113.52	-1110.79	-1144.14	-1208.83
净利润	1546.08	1619.74	1734.13	1924.87	其他	-60.01	-17.99	130.19	141.51
少数股东损益	109.09	114.29	122.36	135.82	筹资活动现金流净额	-1173.58	-1128.79	-1013.95	-1067.32
归属母公司股东净利润	1436.99	1505.45	1611.77	1789.05	现金流量净额	-1861.67	-786.82	887.25	962.29
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	12169.98	11383.16	12270.41	13232.70	成长能力				
应收和预付款项	1589.70	1829.07	1904.22	2014.40	销售收入增长率	2.07%	7.40%	5.79%	6.21%
存货	1391.28	2056.05	2156.98	2272.35	营业利润增长率	9.34%	4.99%	7.00%	10.89%
其他流动资产	4898.66	4881.28	5080.58	5306.79	净利润增长率	9.86%	4.76%	7.06%	11.00%
长期股权投资	84.75	84.75	84.75	84.75	EBITDA 增长率	9.04%	8.26%	5.75%	9.56%
投资性房地产	150.90	150.90	150.90	150.90	获利能力				
固定资产和在建工程	1337.55	1204.36	1071.17	937.98	毛利率	41.14%	40.51%	41.00%	41.48%
无形资产和开发支出	1032.82	911.54	790.26	668.98	三费率	26.83%	26.19%	26.51%	26.30%
其他非流动资产	486.26	480.48	474.70	468.91	净利率	14.76%	14.40%	14.57%	15.23%
资产总计	23141.92	22981.59	23983.98	25137.76	ROE	10.44%	10.67%	11.00%	11.68%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.68%	7.05%	7.23%	7.66%
应付和预收款项	3966.24	4049.15	4298.49	4549.84	ROIC	243.51%	73.22%	59.82%	71.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.98%	16.11%	16.10%	16.61%
其他负债	4369.46	3752.79	3915.85	4102.24	营运能力				
负债合计	8335.70	7801.95	8214.34	8652.08	总资产周转率	0.47	0.49	0.51	0.51
股本	1796.00	1796.00	1796.00	1796.00	固定资产周转率	7.98	9.20	10.93	13.22
资本公积	4420.19	4420.19	4420.19	4420.19	应收账款周转率	8.62	9.09	8.75	8.87
留存收益	7642.86	8037.51	8505.14	9085.37	存货周转率	3.24	3.39	3.33	3.34
归属母公司股东权益	13994.56	14253.70	14721.33	15301.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.97%	—	—	—
少数股东权益	811.65	925.94	1048.31	1184.13	资本结构				
股东权益合计	14806.22	15179.65	15769.64	16485.68	资产负债率	36.02%	33.95%	34.25%	34.42%
负债和股东权益合计	23141.92	22981.59	23983.98	25137.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.54	2.73	2.75	2.78
					速动比率	2.36	2.45	2.47	2.50
					股利支付率	77.49%	73.78%	70.99%	67.57%
					每股指标				
					每股收益	0.80	0.84	0.90	1.00
					每股净资产	7.79	7.94	8.20	8.52
					每股经营现金	0.51	-0.02	0.99	1.06
					每股股利	0.62	0.62	0.64	0.67
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1673.21	1811.45	1915.61	2098.73					
PE	10.32	9.85	9.20	8.29					
PB	1.06	1.04	1.01	0.97					
PS	1.42	1.32	1.25	1.17					
EV/EBITDA	0.21	0.63	0.13	-0.34					
股息率	7.51%	7.49%	7.71%	8.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn