

证券研究报告—动态报告

传媒

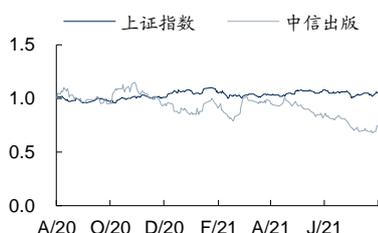
影视娱乐

中信出版(300788)
增持

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 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)	6,254/1,657
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	51.79/29.52

相关研究报告:

《中信出版-300788-2020 年年报点评: 少儿类进步显著, 关注“大生态渠道”建设》——2021-03-25

《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

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
构建渠道生态圈, 加强精细化运营
● 21Q2 增速放缓受行业下行影响, 公司继续做精做强

2021H1 公司实现营收 9.52 亿, 同增 18.82%, 实现归母净利润 1.45 亿, 同增 41.85%, 其中 21Q2 实现营收 4.79 亿, 同增 0.04%, 实现归母净利润 8141 万, 同增 4.63%。公司整体经营情况受出版大环境影响, 图书出版行业仍处于下行期, 实体店增速较难恢复至疫情前, 行业呈现营销拉动的特点, 新书推广转化不明显, 主流电商渠道折扣压力持续。公司在行业下行之际做精做强, 全面提升出版质量和出版效率。

2021H1 公司毛利率为 38.69%, 同减 1.79pct, 实现净利率 14.94%, 同增 1.53pct, 公司费用控制较好, 费用增速低于收入增速, 期间费用率为 25.37%, 同减 1.96pct。

● 拥抱渠道建设多元化、精细化, 提升出版效率

21H1 公司图书出版主业实现营收 7.1 亿, 同增 10.55%, 实现毛利率 35.83%, 同减 3.2pct, 书店及其他业务实现营收 2.96 亿, 同增 30.38%, 毛利率 33.61%, 同增 1.54pct。1) 少儿类图书市占率持续提升, 是主业增长的重要驱动力。少儿类图书占比及排名持续提升, 21H1 实现营收 2.2 亿, 同增 35%, 市占率提升至 2.81%, 行业排名升至第四位; 2) 书店业务实现大幅减亏, 渠道端自建新媒体团队。书店业务在疫情反复的情况下持续扭亏, 加强社群运营和私域运营。公司培养自有主播, 提升转化率, 在抖音、小红书、快手等平台自建账号; 3) 数字内容业务引入互联网专业团队。互联网团队对中信书店小程序和中信书院进行升级改造, 打通线上线下会员体系, 实施全链路整合运营。报告期内公司研发费用同比增长 67.85%。

● 投资建议: 看好公司精细化运营能力, 维持“增持”评级

公司在实体店方面拥抱多元化, 渠道端加强新媒体建设, 图书品类开展精细化运营, 构建渠道生态圈, 在行业下行之际提升出版效率, 公司继续维持大众出版龙头地位。我们维持此前盈利预测, 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%, 对应 EPS 1.79/2.04/2.38 元, 当前股价对应 PE 18/16/14x, 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)	24.89	22.17	18.40	16.12	13.83
EV/EBITDA	35.59	27.54	27.97	24.62	20.95
市净率(PB)	3.67	3.28	2.91	2.59	2.29

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

21Q2 增速放缓受行业下行影响，公司继续做精做强

2021H1 公司实现营收 9.52 亿，同增 18.82%，实现归母净利润 1.45 亿，同增 41.85%，其中 21Q2 实现营收 4.79 亿，同增 0.04%，实现归母净利润 8141 万，同增 4.63%。公司整体经营情况受出版大环境影响，图书出版行业仍处于下行期，实体店增速较难恢复至疫情前，行业呈现营销拉动的特点，新书推广转化不明显，主流电商渠道折扣压力持续。公司在行业下行之际做精做强，全面提升出版质量和出版效率。

2021H1 公司毛利率为 38.69%，同减 1.79pct，实现净利率 14.94%，同增 1.53pct，公司费用控制较好，费用增速低于收入增速，期间费用率为 25.37%，同减 1.96pct。

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



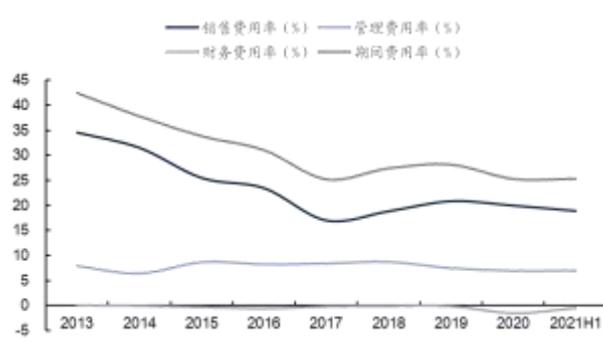
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

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

拥抱渠道建设多元化、精细化，提升出版效率

21H1 公司图书出版主业实现营收 7.1 亿，同增 10.55%，实现毛利率 35.83%，同减 3.2pct，书店及其他业务实现营收 2.96 亿，同增 30.38%，毛利率 33.61%，同增 1.54pct。

1) 少儿类图书市占率持续提升，是主业增长的重要驱动力。少儿类图书占比及排名持续提升，21H1 实现营收 2.2 亿，同增 35%，少儿类图书市场占有率提升至 2.81%，行业排名升至第四位，较 2020 年底上升一位；经管类市场占有率达到 15.26%，继续稳居第一位，但受行业选题和环境影响，预计经管类增速放缓；人文社科类下半年仍有大量优质内容选题储备。

2) 书店业务实现大幅减亏，渠道端自建新媒体团队。书店业务在疫情反复的情况下持续扭亏，深化多元化，并加强社群运营和私域运营，以品牌化建设开拓外部合作。公司培养自有主播，提升转化率，在抖音、小红书、快手等平台开展直播卖货或相关短视频运营，其中“中信童书”在抖音平台粉丝 5.3 万，为中信出版社少儿事业部自营账号。

3) 数字内容业务引入互联网专业团队。互联网团队对中信书店小程序和中信书院进行升级改造，打通线上线下会员体系，实施全链路整合运营。报告期内公司研发费用同比增长 67.85%。

投资建议：看好公司精细化运营能力，维持“增持”评级。

公司在实体店方面拥抱多元化，渠道端加强新媒体建设，图书品类开展精细化运营，构建渠道生态圈，在行业下行之际提升出版效率，公司继续维持大众出版龙头地位。我们维持此前盈利预测，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%，对应 EPS 1.79/2.04/2.38 元，当前股价对应 PE 18/16/14x，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)	24.89	22.17	18.40	16.12	13.83
EV/EBITDA	35.59	27.54	27.97	24.62	20.95
市净率(PB)	3.67	3.28	2.91	2.59	2.29

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
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
603096.SH	新经典	27.98	44.53	1.35	1.60	1.90	2.23	20.73	17.49	14.73	12.55	增持
601949.SH	中国出版	5.44	97.69	0.41	0.48	0.56	0.65	13.27	11.33	9.71	8.37	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)
					营运资本变动	56	5	36	27
					其它	(17)	11	(10)	(11)
					经营活动现金流	318	323	408	464
					资本开支	(51)	(53)	(53)	(53)
					其它投资现金流	161	21	(90)	(144)
					投资活动现金流	109	(52)	(163)	(217)
					权益性融资	19	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(85)	(102)	(116)	(136)
					其它融资现金流	143	(0)	0	0
					融资活动现金流	(7)	(102)	(116)	(136)
					现金净变动	420	169	129	112
					货币资金的期初余额	1282	1702	1871	2000
					货币资金的期末余额	1702	1871	2000	2112
					企业自由现金流	269	213	285	335
					权益自由现金流	412	256	332	385

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.48	1.79	2.04	2.38
每股红利	0.45	0.54	0.61	0.71
每股净资产	10.03	11.29	12.72	14.38
ROIC	18%	17%	22%	23%
ROE	15%	16%	16%	17%
毛利率	40%	39%	38%	39%
EBIT Margin	14%	12%	12%	13%
EBITDA Margin	14%	12%	12%	13%
收入增长	0%	18%	12%	10%
净利润增长率	12%	20%	14%	17%
资产负债率	37%	36%	36%	35%
息率	1.4%	1.6%	1.9%	2.2%
P/E	22.2	18.4	16.1	13.8
P/B	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	27.5	28.0	24.6	20.9

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。

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