

2021年三季报点评: 疫情反复行业短期承压, 公司领先地位依然稳固

2021年10月29日

买入 (维持)

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

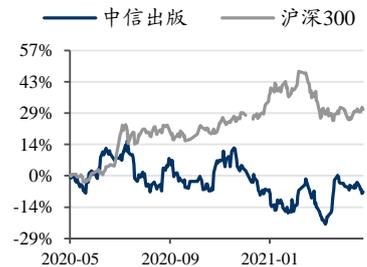
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,892	2,141	2,475	2,791
同比 (%)	0.2%	13.2%	15.6%	12.8%
归母净利润 (百万元)	282	307	377	430
同比 (%)	12.3%	8.8%	22.9%	14.0%
每股收益 (元/股)	1.48	1.61	1.98	2.26
P/E (倍)	21.64	19.89	16.18	14.19

投资要点

- **事件:** 2021年1-9月公司实现营收140,457.94万元, 同比+10.42%; 实现归母净利润20,134.92万元, 同比+11.58%。2021Q3公司实现营收45,292.86万元, 同比-3.87%; 实现归母净利润5,665.51万元, 同比-27.77%。
- **Q3业绩波动主要系疫情影响以及公司投入加大。**一方面, 自2021年7月开始受疫情反复和全国疫情防控政策的影响, 公司旗下实体门店零售业务亏损影响当季利润1,059万元; 另一方面为积极应对市场变化, 公司加大在内容电商、内容经纪和技术研发等方面的投入, 费用有所增加。
- **线下渠道承压, 短期公司渠道投放策略调整以应对行业变化。**根据开卷数据, 2021年1-9月全国图书零售市场码洋规模同比增长2.99%, 比2019年同期下降4.19%。与上半年增速放缓相比, Q3受国内多点散发的疫情以及汛情等自然灾害影响, 线下渠道码洋规模同比下滑23.45%; 且流量红利见顶, 线上渠道打折促销的销售转化率逐步走低, 码洋规模较2020年同期首次出现下滑。同时, 线上渠道的销售折扣不断下探, 2020年线上渠道折扣为6.0折, 三季度低至5.7折; 尤其是公司今年重点的关注渠道短视频电商, 通过全网最低价的方式快速崛起, 折扣水平低于线上整体, 占比最大的少儿类折扣最低, 低至3.3折。图书市场码洋规模下降和销售折扣下滑给出版行业的经营带来压力。Q3公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为21.59%/6.65%/0.97%, 同比增加1.99/1.13/0.37pct。在实体书店行业压力较大的环境下, 公司在内容电商等线上渠道投放加大使得销售费用率短期有所提升。
- **9月份公司优势品类保持领先。**公司通过加大在内容电商、内容经纪和技术研发等方面的投入, 在三季度市场低迷的情况下, 在少儿类和科普类图书市场地位进一步提升, 其中少儿类8、9月连续两个月市场占有率排名第一位。2021年1-9月, 按照实洋口径, 公司在出版机构中排名第2, 在出版集团+出版机构中排名第7, 少儿类和科普类在出版机构中的排名皆有所提升; 按照码洋口径, 公司在出版机构中排名第2, 在出版集团+出版机构中排名第5。9月份, 无论按照码洋还是实洋口径, 公司在经营、少儿、科普等品类都实现排名第一, 学术文化品类按照码洋口径提升到第3名, 按照实洋口径提升到第2名。
- **维持买入评级:** 考虑到短期实体书店行业受疫情影响超过我们预期, 同时为应对渠道格局变化投入加大, 我们将2021-2023年的EPS从1.77/2.11/2.40元下调至1.61/1.98/2.26元, 当前市值对应2021-2023年PE为20/16/14倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 渠道格局变化风险, 盗版风险, 政策变动风险, 疫情反复。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.10
一年最低/最高价	29.52/46.00
市净率(倍)	3.09
流通A股市值(百万元)	6103.86

基础数据

每股净资产(元)	10.40
资产负债率(%)	40.12
总股本(百万股)	190.15
流通A股(百万股)	50.39

相关研究

- 1、《中信出版 (300788): 2020 年年报及 2021 年一季报点评: 恢复进展超预期, 看好公司市场份额持续提升》2020-05-03
- 2、《中信出版 (300788): 除书店外业务受疫情影响可控, 借机调整战略后续恢复可期》2020-04-27
- 3、《中信出版 (300788): 渠道优化成效显著, 关注疫情过后恢复进展》2020-03-27

中信出版三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,853	3,208	3,650	4,120	营业收入	1,892	2,141	2,475	2,791
现金	1,702	1,931	2,193	2,558	减:营业成本	1,127	1,263	1,448	1,619
应收账款	116	102	150	134	营业税金及附加	9	10	12	13
存货	771	904	1,015	1,131	营业费用	377	445	520	592
其他流动资产	265	271	292	297	管理费用	122	150	176	201
非流动资产	169	176	183	186	研发费用	10	11	13	15
长期股权投资	101	94	86	79	财务费用	-29	-12	-12	-15
固定资产	12	23	37	48	资产减值损失	30	0	20	23
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	7	13	14	18
无形资产	9	12	11	11	其他收益	35	28	32	31
其他非流动资产	46	48	50	48	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,022	3,384	3,832	4,306	营业利润	287	315	387	440
流动负债	1,086	1,231	1,377	1,501	加:营业外净收支	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	287	316	388	441
应付账款	823	977	1,085	1,221	减:所得税费用	3	7	8	9
其他流动负债	264	254	292	280	少数股东损益	2	2	2	3
非流动负债	16	16	16	16	归属母公司净利润	282	307	377	430
长期借款	0	0	0	0	EBIT	236	262	326	370
其他非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	272	285	361	407
负债合计	1,103	1,247	1,393	1,518	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	12	14	16	19	每股收益(元)	1.48	1.61	1.98	2.26
归属母公司股东权益	1,907	2,123	2,423	2,769	每股净资产(元)	10.03	11.16	12.74	14.56
负债和股东权益	3,022	3,384	3,832	4,306	发行在外股份(百万股)	190	190	190	190
					ROIC(%)	13.9%	13.5%	15.0%	14.8%
					ROE(%)	14.8%	14.5%	15.6%	15.5%
					毛利率(%)	40.4%	41.0%	41.5%	42.0%
					销售净利率(%)	14.9%	14.3%	15.2%	15.4%
					资产负债率(%)	36.5%	36.9%	36.4%	35.2%
					收入增长率(%)	0.2%	13.2%	15.6%	12.8%
					净利润增长率(%)	19.0%	8.8%	22.9%	14.0%
					P/E	21.64	19.89	16.18	14.19
					P/B	3.20	2.88	2.52	2.20
					EV/EBITDA	15.64	14.17	10.44	8.37

数据来源: WIND, 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>