

《规划》释放积极信号，行业重归理性可期

投资要点

- **事件：**国家新闻出版署公布《出版业“十四五”时期发展规划》，其中提到了推动制定相关法规规章的计划，包括“图书价格立法”。
- **《规划》旨在推动“十四五”时期出版业高质量发展，维护图书公平交易。**《规划》在网下出版方面，提出要求要以高质量发展为主，加强出版物价格管理，推动图书价格立法，有效制止网上网下出版物销售恶性“价格战”；在网上出版方面，对于出版秩序监管将更加严格，对各种出版乱象进行严格惩戒，维护行业健康生态环境。
- **图书价格立法有望引导行业回归理性。**前三季度，图书市场码洋规模下降和销售折扣下滑使得出版行业整体经营承压。根据公司三季报显示，2020年线上渠道折扣为6折，2021年1-9月网店渠道折扣已下降至5.7折。短视频电商平台通过全网最低价的方式迅速发展，渠道折扣为4折，低于线上整体水平，其中占比最大的少儿类最低为3.3折。不合理的低价倾销行为很大程度上冲击出版公司主营业务正常发展；一方面，低价将直接影响实体书店较大部分的销售收入；另一方面，为应对电商过低的书价，进而被动下调售价，或将进一步影响整体毛利水平，影响行业正常的交易与生态。我们认为，新闻出版署《规划》的公布，不合理定价的现象有望得到极大改善，线上线下恶性价格战大概率将被有效遏制，利好出版行业定价重归理性区间，公司营收、毛利水平或将得到提升。
- **出版业务强者恒强。**2021H1，公司在整体图书市场保持领先地位，图书出版和发行业务营收同比增长10.6%至7.1亿元，公司出版图书品类丰富，包括少儿、财经、商业、社科等细分品类，经管类市占率为15.3%，位居市场第一；少儿业务营收约2.2亿元(+35%)，市占率排名升至第4。2021年三季度市场低迷的大环境下，公司少儿类图书市场地位进一步提升，8、9月连续两个月市占率排名第一。公司将不断加大版权投入和内容研发投入，扩大优质内容储备的规模和质量，未来强者恒强趋势或将大概率延续。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2021-2023年的归母净利润分别为3.05亿元、3.97亿元、4.76亿元，对应的PE为18倍、14倍、12倍；考虑到公司书店业务正在逐步盈利，幼儿图书发展迅猛，图书价格立法将引导图书价格回归理性，助力公司业务保持稳增。综上，我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**国家政策出现风险、疫情发展出现超预期的风险、公司书籍市场效果不及预期的风险。

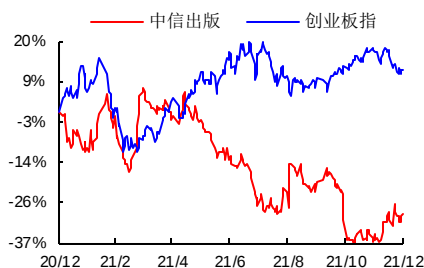
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1891.76	2343.56	2791.50	3326.96
增长率	0.17%	23.88%	19.11%	19.18%
归属母公司净利润(百万元)	282.09	304.92	397.36	475.72
增长率	12.27%	8.09%	30.32%	19.72%
每股收益EPS(元)	1.48	1.60	2.09	2.50
净资产收益率ROE	14.79%	14.09%	15.89%	16.42%
PE	20	18	14	12
PB	2.95	2.60	2.25	1.95

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)	1.90
流通A股(亿股)	0.50
52周内股价区间(元)	26.29-45.22
总市值(亿元)	56.32
总资产(亿元)	32.99
每股净资产(元)	10.40

相关研究

1. 中信出版(300788): 净利润稳定增长, 书店改善显著 (2021-08-27)
2. 中信出版(300788): 书店业务改善良好, 出版业务强势进击 (2021-03-24)

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	1891.76	2343.56	2791.50	3326.96	净利润	283.78	306.74	399.73	478.56
营业成本	1126.72	1389.88	1623.36	1925.59	折旧与摊销	36.42	9.23	9.23	9.23
营业税金及附加	8.83	10.55	12.65	15.12	财务费用	-29.37	2.88	3.47	4.21
销售费用	376.95	468.71	557.61	664.85	资产减值损失	-30.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	121.73	191.94	212.29	259.50	经营营运资本变动	32.06	-97.10	-3.53	-9.38
财务费用	-29.37	2.88	3.47	4.21	其他	30.11	-42.78	-72.34	2.07
资产减值损失	-30.39	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	322.60	178.97	336.56	484.69
投资收益	7.06	28.75	20.59	24.67	资本支出	3.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.68	0.88	0.93	0.87	其他	-434.42	29.62	21.52	25.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-430.84	29.62	21.52	25.54
营业利润	287.12	309.22	403.64	483.23	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.14	0.99	0.62	0.74	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	286.98	310.21	404.25	483.97	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.21	3.47	4.52	5.41	支付股利	-79.29	-56.42	-60.98	-79.47
净利润	283.78	306.74	399.73	478.56	其他	13.90	3.53	-3.47	-4.21
少数股东损益	1.69	1.82	2.37	2.84	筹资活动现金流净额	-65.39	-52.89	-64.45	-83.68
归属母公司股东净利润	282.09	304.92	397.36	475.72	现金流量净额	-173.94	155.71	293.62	426.55
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	1702.10	1857.82	2151.44	2577.99	成长能力				
应收和预付款项	199.52	220.18	266.59	319.84	销售收入增长率	0.17%	23.88%	19.11%	19.18%
存货	770.70	979.28	1203.48	1400.30	营业利润增长率	19.45%	7.69%	30.54%	19.72%
其他流动资产	180.98	183.45	185.89	188.80	净利润增长率	19.04%	8.09%	30.32%	19.72%
长期股权投资	100.94	100.94	100.94	100.94	EBITDA 增长率	8.00%	9.23%	29.57%	19.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12.42	10.86	9.29	7.73	毛利率	40.44%	40.69%	41.85%	42.12%
无形资产和开发支出	9.02	5.62	2.22	-1.18	三费率	24.81%	28.31%	27.70%	27.91%
其他非流动资产	46.19	41.92	37.65	33.39	净利率	15.00%	13.09%	14.32%	14.38%
资产总计	3021.88	3400.07	3957.51	4627.82	ROE	14.79%	14.09%	15.89%	16.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.39%	9.02%	10.10%	10.34%
应付和预收款项	926.51	1079.20	1276.39	1519.79	ROIC	167.20%	148.93%	122.16%	123.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.55%	13.71%	14.91%	14.93%
其他负债	176.08	144.08	165.58	193.40	营运能力				
负债合计	1102.59	1223.28	1441.97	1713.19	总资产周转率	0.66	0.73	0.76	0.78
股本	190.15	190.15	190.15	190.15	固定资产周转率	135.66	201.36	277.05	390.83
资本公积	751.27	751.27	751.27	751.27	应收账款周转率	19.67	19.78	20.73	20.31
留存收益	972.80	1221.30	1557.68	1953.92	存货周转率	1.39	1.49	1.45	1.46
归属母公司股东权益	1907.05	2162.72	2499.10	2895.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.49%	—	—	—
少数股东权益	12.24	14.06	16.44	19.28	资本结构				
股东权益合计	1919.29	2176.79	2515.54	2914.63	资产负债率	36.49%	35.98%	36.44%	37.02%
负债和股东权益合计	3021.88	3400.07	3957.51	4627.82	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.63	2.68	2.67	2.64
					速动比率	1.92	1.87	1.83	1.82
					股利支付率	28.11%	18.50%	15.35%	16.71%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	294.17	321.33	416.34	496.67	每股收益	1.48	1.60	2.09	2.50
PE	19.97	18.47	14.17	11.84	每股净资产	10.03	11.37	13.14	15.23
PB	2.95	2.60	2.25	1.95	每股经营现金	1.70	0.94	1.77	2.55
PS	2.98	2.40	2.02	1.69	每股股利	0.42	0.30	0.32	0.42
EV/EBITDA	12.77	11.20	7.94	5.80					
股息率	1.41%	1.00%	1.08%	1.41%					

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
	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
	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
	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	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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn