

出版同比持平，书店扭亏为盈

投资要点

- **业绩总结：**中信出版发布 2021 年年度报告，根据公告内容：1) 公司在 2021 年实现收入 19.2 亿元，同比增长 1.6%；归母净利润 2.4 亿元，同比增长-14.4%；扣非归母净利润实现 2.1 亿元，同比增长-17%。
- **出版业务营收同比持平，市场地位强者恒强。**2021，公司在整体图书市场仍然排名第一，图书出版和发行业务实现营收 14.6 亿元，同比小幅下降 0.5%，毛利率为 32%，同比下降 2.6 个百分点。细分领域中，经管类图书市场占有率持续领跑市场；科普类保持市场第一；传记类排名上升至第二位；艺术类较去年提升六位排名第六。未来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，强者恒强局面有望维持。
- **中信书店扭亏为盈。**2021，疫情反复背景下，公司书店业务实现营业收入 4.5 亿元，同比上涨 3.4%，利润口径已实现盈利。分类别来看，中信书店机场店规模跻身头部，年覆盖客流 4.46 亿人次；商务店已建立成熟模型和竞争优势。同时，公司致力于开展多元化经营，比如与茑屋书店合作，郁柒文化生活公司为境内所有茑屋书店提供全面供应链服务，达到了日本茑屋书店和日贩集团认可的柔性供应链标准，公司线下店的品种丰富度和门店管理能力均得到提升。
- **互联网团队加入建设中台体系。**公司组建专业互联网技术和运营团队加大产品数字化和运营智能化投入，2021，公司研发投入 1736 万，研发费率同比近翻倍，研发人员数量同比增长 40.7%至 38 人。大量研发投入有效的改善了公司经营：1) 升级软件：升级中信书店小程序和中信书院 APP，打通线上线下会员体系，实施全链路整合运营，中信书院 APP 单日营收可达 10 万。2) 线上有声阅读：中信书院策划开发大咖领读、视频读书、直播读书会等专栏，增强用户粘性，年度新增用户近百万人。2021 年，公司有声产品收入同比增长 29%， “跳岛 FM” 播客订阅数超 10 万。3) 渠道运营：构建覆盖 B 站、小红书、知乎和抖快等平台的音视频运营矩阵，培育出头部知识型 MCN 和专业直播团队，提升销售能力，2021 年 MCN 矩阵覆盖全网粉丝数达 3,933 万，内容视频播放量 27 亿次。
- **盈利预测与投资建议。**预计中信出版 2022-2024 年 EPS 分别为 1.44 元、1.62 元、1.81 元，对应 PE 为 17 倍、15 倍、14 倍；考虑到公司书店业务已经盈利，公司教育培训图书有较大储备，线上阅读发展势头强劲，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。

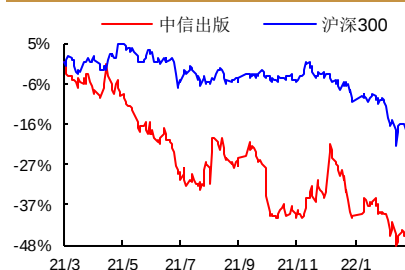
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1922.10	2217.13	2412.25	2585.10
增长率	1.60%	15.35%	8.80%	7.17%
归属母公司净利润（百万元）	241.60	272.88	308.11	344.57
增长率	-14.35%	12.95%	12.91%	11.84%
每股收益 EPS（元）	1.27	1.44	1.62	1.81
净资产收益率 ROE	11.66%	11.85%	12.06%	12.14%
PE	19	17	15	14
PB	2.30	2.07	1.86	1.67

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)	23.23-45.22
总市值(亿元)	46.78
总资产(亿元)	33.85
每股净资产(元)	10.69

相关研究

1. 中信出版(300788):规划释放积极信号,行业重归理性可期 (2022-01-04)
2. 中信出版 (300788):净利润稳定增长,书店改善显著 (2021-08-27)

关键假设：

假设 1：受宏观经济、疫情和双减政策影响，图书出版业务 2021 同比持平，但得益于公司在出版领域的领头地位，以及 2022 计划推出的多款书籍，预计出版业务将迎来一定复苏，2022-2024 增速为 15%、8%、6%。

假设 2：书店业务已于 2021 年实现盈亏平衡，随着轻资产模式铺开，书店数量增多，叠加成熟的运营经验和数字化门店系统，预计 2022-2024 书店业务整体增速为 15%、10%、10%。

假设 3：公司有声阅读产品增长迅速，随着公司不断加大投入，预计数字阅读业务 2022-2024 增速为 20%、15%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
图书出版	收入	1,456.8	1,675.3	1,809.4	1,917.9
	增速	-0.5%	15.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	32.0%	35.0%	35.0%	36.0%
书店业务	收入	451.1	518.8	570.7	627.7
	增速	3.5%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%
数字阅读	收入	65.2	78.2	89.9	98.9
	增速	-7.6%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	54.2%	60.0%	62.0%	65.0%
其他	收入	68.0	74.8	82.3	90.5
	增速	-23.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	64.3%	64.0%	64.0%	64.0%
内部抵消	收入	-119.0	-130.0	-140.0	-150.0
	增速	-28.7%	9.2%	7.7%	7.1%
	毛利率	-7.3%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
合计	收入	1922.1	2217.1	2412.3	2585.1
	增速	1.6%	15.3%	8.8%	7.2%
	毛利率	35.5%	38.2%	38.3%	39.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1922.10	2217.13	2412.25	2585.10	净利润	237.55	268.30	302.94	338.79
营业成本	1240.12	1369.93	1488.15	1572.09	折旧与摊销	26.25	5.28	5.28	5.28
营业税金及附加	7.66	9.47	10.23	10.88	财务费用	-13.34	-14.93	-18.76	-15.05
销售费用	346.54	413.75	445.08	478.79	资产减值损失	-15.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	136.00	181.58	194.63	209.63	经营营运资本变动	24.87	70.11	-27.72	8.25
财务费用	-13.34	-14.93	-18.76	-15.05	其他	25.19	20.84	-39.93	-0.82
资产减值损失	-15.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	284.87	349.61	221.81	336.45
投资收益	4.09	10.58	9.65	10.12	资本支出	-16.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.49	0.36	0.34	其他	-110.42	34.23	10.01	10.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-126.71	34.23	10.01	10.46
营业利润	236.22	268.40	302.95	339.24	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.35	2.19	2.57	2.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.57	270.59	305.52	341.68	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.02	2.29	2.58	2.89	支付股利	0.00	-48.32	-54.58	-61.62
净利润	237.55	268.30	302.94	338.79	其他	-216.57	-82.29	18.76	15.05
少数股东损益	-4.05	-4.58	-5.17	-5.78	筹资活动现金流净额	-216.57	-130.61	-35.81	-46.57
归属母公司股东净利润	241.60	272.88	308.11	344.57	现金流量净额	-59.15	253.23	196.02	300.35
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1859.47	2112.70	2308.71	2609.06	成长能力				
应收和预付款项	420.22	391.73	459.68	473.68	销售收入增长率	1.60%	15.35%	8.80%	7.17%
存货	536.35	560.59	641.63	668.29	营业利润增长率	-17.73%	13.62%	12.87%	11.98%
其他流动资产	31.96	10.16	11.05	11.84	净利润增长率	-16.29%	12.95%	12.91%	11.84%
长期股权投资	78.50	78.50	78.50	78.50	EBITDA 增长率	-15.31%	3.86%	11.87%	13.82%
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	15.65	14.94	14.24	13.54	毛利率	35.48%	38.21%	38.31%	39.19%
无形资产和开发支出	21.33	20.14	18.94	17.74	三费率	24.41%	26.18%	25.74%	26.05%
其他非流动资产	421.57	418.19	414.82	411.44	净利率	12.36%	12.10%	12.56%	13.11%
资产总计	3385.06	3606.94	3947.56	4284.09	ROE	11.66%	11.85%	12.06%	12.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.02%	7.44%	7.67%	7.91%
应付和预收款项	874.26	1027.72	1112.05	1165.76	ROIC	378.69%	-	-	-
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.96%	11.67%	12.00%	12.74%
其他负债	472.88	315.00	322.93	328.57	营运能力				
负债合计	1347.14	1342.72	1434.98	1494.33	总资产周转率	0.60	0.63	0.64	0.63
股本	190.15	190.15	190.15	190.15	固定资产周转率	136.96	144.94	165.31	186.14
资本公积	751.27	751.27	751.27	751.27	应收账款周转率	18.97	22.48	20.86	20.83
留存收益	1097.48	1322.04	1575.57	1858.52	存货周转率	1.81	2.43	2.41	2.38
归属母公司股东权益	2032.59	2263.46	2516.99	2799.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.39%	—	—	—
少数股东权益	5.33	0.75	-4.41	-10.19	资本结构				
股东权益合计	2037.92	2264.22	2512.58	2789.75	资产负债率	39.80%	37.23%	36.35%	34.88%
负债和股东权益合计	3385.06	3606.94	3947.56	4284.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.53	2.75	2.82	2.96
					速动比率	2.06	2.25	2.29	2.43
					股利支付率	0.00%	17.71%	17.71%	17.88%
					每股指标				
					每股收益	1.27	1.44	1.62	1.81
					每股净资产	10.69	11.90	13.24	14.72
					每股经营现金	1.50	1.84	1.17	1.77
					每股股利	0.00	0.25	0.29	0.32
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	249.14	258.76	289.46	329.46					
PE	19.36	17.14	15.18	13.58					
PB	2.30	2.07	1.86	1.67					
PS	2.43	2.11	1.94	1.81					
EV/EBITDA	10.17	8.41	6.84	5.10					
股息率	0.00%	1.03%	1.17%	1.32%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn