

中信出版（300788.SZ）

短期业绩承压，关注行业边际改善

增持

核心观点

受行业下行和价格战影响，公司短期业绩承压。2021年公司实现营业总收入19.22亿，同增1.6%，实现归母净利润2.42亿，同减14.35%，其中21Q4实现营业总收入5.18亿，同减16.49%，实现归母净利润4025万，同减60.4%。2021年公司拟向全体股东每10股派发现金红利5.08元（含税）。公司短期业绩承压，一方面图书出版行业持续下行，尚未恢复至19年水平；另一方面，短视频电商折扣极低，挤压出版机构的利润空间。针对行业无序竞争，如相关法规出台，可有效改善当前出版业的盈利困境。

维持行业龙头地位，少儿类逆势增长，拟成立“中信少儿文化集团”。公司仍然在大众出版位列市场第一，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；其中少儿类逆势增长，市场占有率继续提升至3.75%，排名同比去年提升一位至第三位，2022年公司将成立“中信少儿文化集团”，以中信童书为基础，着力构建儿童成长服务体系。

线下书店扭亏为盈，线上着力数字转型升级，尝试探索新业态。1) 2021年中信书店实现扭亏为盈。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。2) 公司积极应对渠道迁移、线上竞争加剧的外部挑战，快速组建图书自播矩阵，图书自营收入占比达45%，累计服务用户数达到2050万；中信书院策划开发大咖领读、视频读书、直播读书会、播客电台等专栏。2022年公司将整合中信书店、中信书院等资源，搭建会员制知识服务体系，打造“中信知识服务集团”。3) 公司将构建线上线下融合的融出版体系以探索新经济模式。公司将启动“2022中信出版元宇宙设计大赛”，还将推出中信经典系列NFT产品。

风险提示：出版行业持续下行；直播电商价格战扰乱市场秩序；新业务探索不及预期。

投资建议：公司在行业持续下行的背景下，具有较强的抗风险能力，公司业绩未大幅下滑，且少儿类逆势增长，实体书店扭亏为盈；线上渠道在新电商渠道价格战背景下，公司积极探索新业态，建议积极关注相关规范行业秩序的法规出台，行业有望边际改善。考虑出版行业下滑、线上渠道的无序竞争对公司的利润端都有一定压制，我们下调22-23年利润29.67%/31.92%至2.73/3.08亿，新增2024年利润预测3.43亿，预计22-24年EPS为1.44/1.62/1.81元，对应PE为17/15/13x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,892	1,922	2,066	2,308	2,613
(+/-%)	0.2%	1.6%	7.5%	11.7%	13.2%
净利润(百万元)	282	242	272.69	307.60	343.20
(+/-%)	12.3%	-14.4%	12.9%	12.8%	11.6%
每股收益(元)	1.48	1.27	1.44	1.62	1.81
EBIT Margin	13.6%	10.0%	9.3%	9.7%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	11.9%	12.4%	12.9%	13.3%
市盈率 (PE)	16.2	18.9	16.8	14.9	13.3
EV/EBITDA	21.2	29.3	30.4	26.6	23.5
市净率 (PB)	2.40	2.25	2.08	1.92	1.77

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

公司研究·财报点评

传媒·出版

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn xiaayan2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：夏妍

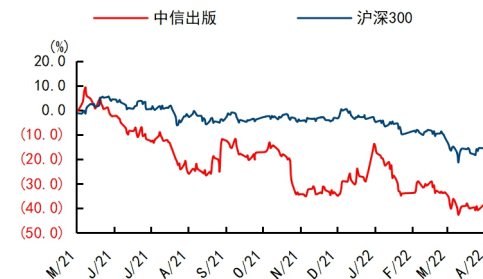
021-60933162

S0980520030003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	24.05元
总市值/流通市值	4570/1203百万元
52周最高价/最低价	45.45/22.60元
近3个月日均成交额	46.13百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中信出版-300788-2021年中报点评：构建渠道生态圈，加强精细化运营》——2021-09-02
- 《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

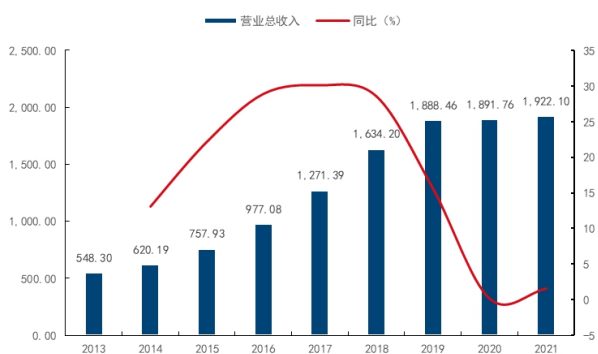
受行业下行和价格战影响,公司短期业绩承压。2021 年公司实现营业总收入 19.22 亿,同增 1.6%,实现归母净利润 2.42 亿,同减 14.35%,其中 21Q4 实现营业总收入 5.18 亿,同减 16.49%,实现归母净利润 4025 万,同减 60.4%。2021 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.08 元(含税)。公司短期业绩承压,一方面图书出版行业持续下行,尚未恢复至 19 年水平;另一方面,线上渠道短视频电商折扣极低,挤压出版机构的利润空间。

1)图书出版行业尚未恢复。根据国家新闻出版署,2020 年实现营业收入 963.6 亿元,同比降低 2.6%,首次出现负增长。据开卷数据,2021 年图书零售市场码洋规模 986.8 亿,同比上升 1.65%,较 2019 年下降 3.51%,尚未恢复到疫情前水平。

2)价格战挤压线上渠道利润空间。2021 年线上渠道占比接近 80%,短视频电商迅速崛起。短视频电商折扣低至 3.9 折,对其他类型电商和实体店渠道造成了冲击,“无序价格战”极大地挤压了出版机构的利润空间。

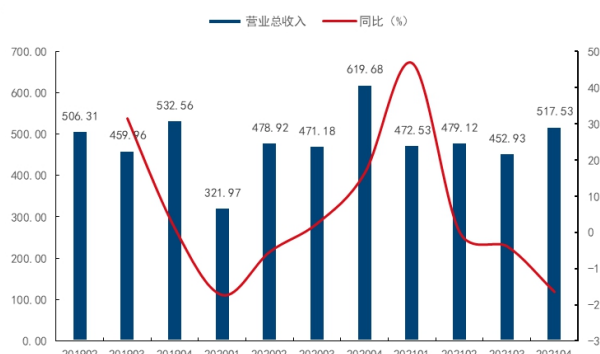
关注行业政策规范下的边际改善。《出版业“十四五”时期发展规划》中明确提出“规范网上网下出版秩序”的要求。加强出版物价格监督管理,推动图书价格立法,有效制止网上网下出版物销售恶性“价格战”,营造健康有序的市场环境。如相关法规出台,可有效改善当前出版业的盈利困境。

图1: 中信出版营业收入及增速(单位:百万,%)



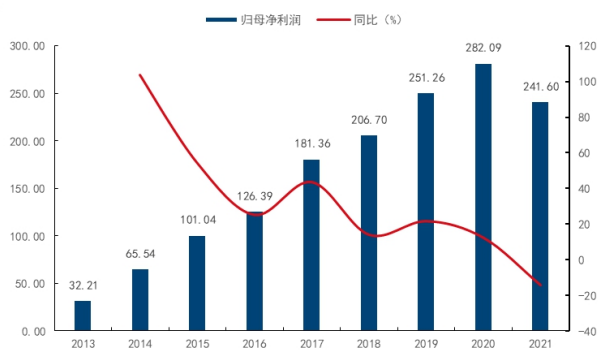
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中信出版单季营业收入及增速(单位:百万,%)



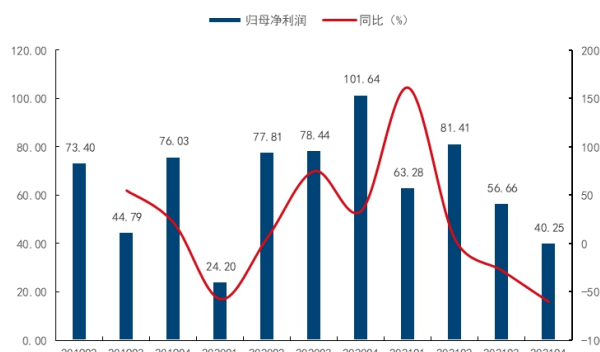
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中信出版归母净利润及增速(单位:百万,%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

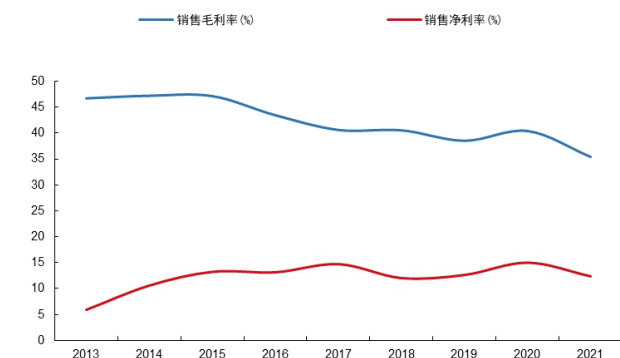
图4: 中信出版单季归母净利润及增速(单位:百万,%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

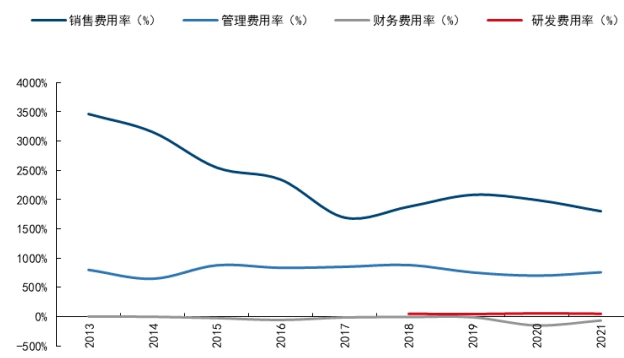
2021 年公司综合毛利率为 35.48%，同减 4.96pct，净利率为 12.36%，同减 2.64%，其中公司主业图书出版毛利率 32.01%，同减 4.86pct，2021 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 18.03%、7.53%和-0.69%，整体保持相对平稳。

图5：中信出版毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中信出版费用率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司维持行业龙头地位，少儿类逆势增长，拟成立“中信少儿文化集团”。公司仍然在大众出版位列市场第一，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。其中少儿类逆势增长，市场占有率继续提升至 3.75%，排名同比去年提升 1 位至第三位，2022 年公司将成立“中信少儿文化集团”，以中信童书为基础，结合 IP 化的创意生产和标准化的内容生产，通过“端”和“场景”的打造，着力构建儿童成长服务体系。

线下书店扭亏为盈，线上着力数字转型升级，尝试探索新业态和新经济模式。1) 2021 年中信书店实现扭亏为盈。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。2) 公司积极应对渠道迁移、线上竞争加剧的外部挑战，快速组建图书自播矩阵，图书自营收入占比达 45%，累计服务用户数达到 2050 万；中信书院策划开发大咖领读、视频读书、直播读书会、播客电台等专栏。2022 年公司将整合中信书店、中信书院等资源，搭建会员制知识服务体系，打造“中信知识服务集团”；3) 公司将构建线上线下融合的融出版体系。公司将启动“2022 中信出版元宇宙设计大赛”，还将推出中信经典系列 NFT 产品。

风险提示：出版行业持续下行；直播电商价格战扰乱市场；新业务探索不及预期。

投资建议：公司在行业持续下行的背景下，具有较强的抗风险能力，公司业绩未大幅下滑，且少儿类逆势增长，实体书店扭亏为盈；线上渠道在新电商渠道价格战背景下，公司积极探索新业态，建议积极关注相关规范行业秩序的法规出台，行业有望边际改善。考虑出版行业下滑、线上渠道的无序竞争对公司的利润端都有一定压制，我们下调 22-23 年利润 29.67%/31.92%至 2.73/3.08 亿，新增 2024 年利润预测 3.43 亿，预计 22-24 年 EPS 为 1.44/1.62/1.81 元，对应 PE 为 17/15/13x，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
603096.SH	新经典	20.80	33.80	1.62	1.18	1.50	1.70	12.84	17.63	13.87	12.24	增持
300788.SZ	中信出版	24.05	45.73	1.48	1.27	1.44	1.62	16.20	18.90	16.80	14.90	增持

资料来源：Wind、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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1702	1859	1969	2111	2264	营业收入	1892	1922	2066	2308	2613
应收款项	166	131	170	190	215	营业成本	1127	1240	1333	1476	1663
存货净额	771	536	550	608	685	营业税金及附加	9	8	9	10	12
其他流动资产	44	298	310	346	392	销售费用	377	347	382	429	486
流动资产合计	2853	2848	3036	3315	3650	管理费用	122	136	149	169	194
固定资产	12	16	45	78	104	财务费用	(29)	(13)	(48)	(49)	(52)
无形资产及其他	9	13	12	12	11	投资收益	7	4	6	6	7
投资性房地产	46	430	430	430	430	资产减值及公允价值变动	31	16	21	23	20
长期股权投资	101	78	88	98	108	其他收入	(38)	11	0	0	0
资产总计	3022	3385	3612	3933	4305	营业利润	287	236	267	302	337
短期借款及交易性金融负债	1	104	35	46	62	营业外净收支	(0)	3	4	4	4
应付款项	823	765	843	892	959	利润总额	287	240	271	305	341
其他流动负债	263	255	262	291	328	所得税费用	3	2	3	3	3
流动负债合计	1086	1124	1140	1229	1349	少数股东损益	2	(4)	(5)	(5)	(6)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	282	242	273	308	343
其他长期负债	16	223	273	323	373						
长期负债合计	16	223	273	323	373	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1103	1347	1413	1552	1722	净利润	282	242	273	308	343
少数股东权益	12	5	3	(1)	(4)	资产减值准备	18	(18)	24	24	25
股东权益	1907	2033	2196	2381	2587	折旧摊销	10	10	5	7	9
负债和股东权益总计	3022	3385	3612	3933	4305	公允价值变动损失	(31)	(16)	(21)	(23)	(20)
						财务费用	(29)	(13)	(48)	(49)	(52)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	56	(245)	94	38	31
每股收益	1.48	1.27	1.44	1.62	1.81	其它	(17)	15	(27)	(27)	(28)
每股红利	0.45	0.50	0.57	0.65	0.72	经营活动现金流	318	(11)	347	326	360
每股净资产	10.03	10.69	11.56	12.53	13.61	资本开支	0	(6)	(37)	(40)	(40)
ROIC	18%	11%	10%	12%	14%	其它投资现金流	161	148	(14)	(22)	(36)
ROE	15%	12%	12%	13%	13%	投资活动现金流	160	164	(60)	(72)	(86)
毛利率	40%	35%	35%	36%	36%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	11%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(85)	(96)	(109)	(123)	(137)
收入增长	0%	2%	8%	12%	13%	其它融资现金流	112	196	(69)	11	15
净利润增长率	12%	-14%	13%	13%	12%	融资活动现金流	(58)	5	(178)	(112)	(122)
资产负债率	37%	40%	39%	39%	40%	现金净变动	420	157	109	142	153
息率	1.9%	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%	货币资金的期初余额	1282	1702	1859	1969	2111
P/E	16.2	18.9	16.8	14.9	13.3	货币资金的期末余额	1702	1859	1969	2111	2264
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	0	(51)	252	226	256
EV/EBITDA	21.2	29.3	30.4	26.6	23.5	权益自由现金流	0	146	231	286	323

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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