

## 加筑核心竞争壁垒，巩固大众图书领先地位

### 投资要点

- **事件：**中信出版发布2022年半年度报告。2022H1，公司实现营收8.5亿元，同比减少10.9%；归母净利润8964万元，同比减少38.1%；扣非净利润8855.7万元，同比减少33.9%；单季度来看，22Q2单季实现营收4.4亿元，同比减少8.9%；环比增加6%；归母净利润4865.8万元，同比减少40.2%；环比增加18.7%，Q2单季度整体业绩较Q1有所改善。
- **跑赢行业大势，保持大众出版龙头地位。**2022H1，公司在整体图书中国的实洋市场占有率为3.1%，较去年同期增长0.3%，位居出版机构第1位。公司于年初实施“细分市场领先战略”，在细分板块中：1) 社科类综合排名第2位。2) 生活休闲类、自然科学类、传记类实洋市场占有率均排名第2位。3) 少儿类实洋市场占有率3.3%，位居第4位。
- **持续加大版权投入，不断筑高核心竞争壁垒。**2022H1，公司累计获得部委级奖项9项，其中《全球化的裂解与再融合》荣获2021年度“中国好书”。公司上半年累计输出版权172种。公司目前拥有授权期内各类版权和IP储备超过1.5万种，自上市以来已新签版权2000余种。公司围绕IP特色积极探索影视、文创、VR、数字藏品、活动等不同形式的衍生开发授权和运营，持续对内容进行综合开发和全媒体传播，为公司后续加速增长奠定良好基础。
- **组织变革助推提质增效，改革创新突破行业困境。**面对宏观环境和行业下行困境，报告期内，公司加大研发投入，研发费用同比提升30%，实施多种改革举措：1) 少儿集团渠道改革进行时，打造IP化生产运营模式。2) 累计组织大咖直播活动76场，全网总观看量超3500万；与新浪联合主办ESG会议，视频全网曝光总量超9000万，相关话题的阅读人数达1.4亿。3) 对文化消费类资产“关、改、增、调、转”，整体将“卖货”逻辑转为“流量”逻辑，不断扩大线上产品和服务比重。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润为2.1亿元、2.2亿元、2.3亿元，对应PE分别为18倍、16倍、16倍。考虑到公司为国内大众出版龙头企业，公司持续加码版权投入，多项改革措施并举重塑“产品力”和“渠道力”业务体系，维持“买入”评级，建议关注。
- **风险提示：**宏观环境变化的风险、行业变革的风险、知识产权被侵害的风险。

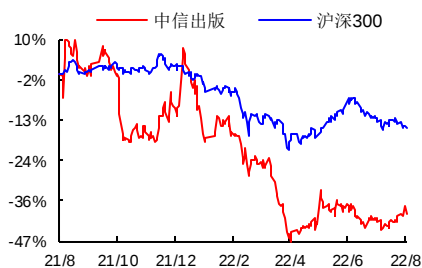
| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1922.10 | 2016.57 | 2198.73 | 2353.57 |
| 增长率           | 1.60%   | 4.91%   | 9.03%   | 7.04%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 241.60  | 205.74  | 222.77  | 230.30  |
| 增长率           | -14.35% | -14.84% | 8.28%   | 3.38%   |
| 每股收益EPS(元)    | 1.27    | 1.08    | 1.17    | 1.21    |
| 净资产收益率ROE     | 11.66%  | 9.20%   | 9.22%   | 8.85%   |
| PE            | 15      | 18      | 16      | 16      |
| PB            | 1.80    | 1.66    | 1.53    | 1.42    |

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)    | 1.90        |
| 52周内股价区间(元) | 17.28-35.74 |
| 总市值(亿元)     | 36.49       |
| 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): 出版同比持平, 书店扭亏为盈(2022-03-31)
2. 中信出版(300788): 规划释放积极信号, 行业重归理性可期(2022-01-04)

### 关键假设：

假设 1：受宏观经济和疫情影响，图书出版业务 2021 同比持平，2022 随着疫情影响逐渐消退，预计出版业务将迎来一定复苏，预计 2022-2024 图书价格保持稳定，图书出版量增速预计分别为 5%、8%、6%，图书出版业务毛利率分别为 32.5%、32%、32%。

假设 2：2022 年随着轻资产模式铺开，后期随书店数量逐步增多，叠加成熟的运营经验和数字化门店系统，预计 2022-2024 书店业务毛利率为 28%、28%、28%。

假设 3：公司有声阅读产品增长迅速，随业务模式不断创新，预计数字阅读业务 2022-2024 毛利率为 55%、55%、55%。

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  | 1456.8 | 1529.7 | 1652.0 | 1751.1 |
|        | 增速  | -0.5%  | 5.0%   | 8.0%   | 6.0%   |
|        | 毛利率 | 32.0%  | 32.5%  | 32.0%  | 32.0%  |
| 书店业务   | 收入  | 451.1  | 473.7  | 530.5  | 583.6  |
|        | 增速  | 3.5%   | 5.0%   | 12.0%  | 10.0%  |
|        | 毛利率 | 28.4%  | 28.0%  | 28.0%  | 28.0%  |
| 数字阅读   | 收入  | 65.2   | 68.4   | 73.9   | 78.3   |
|        | 增速  | -7.6%  | 5.0%   | 8.0%   | 6.0%   |
|        | 毛利率 | 54.2%  | 55.0%  | 55.0%  | 55.0%  |
| 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 | 2016.6 | 2198.7 | 2353.6 |
|        | 增速  | 1.6%   | 4.9%   | 9.0%   | 7.0%   |
|        | 毛利率 | 35.5%  | 36.0%  | 35.6%  | 35.6%  |

数据来源：Wind，西南证券

### 相对估值：

综合考虑业务范围，我们选取了传媒出版行业的三家主流公司。从 PE 的角度看，22-24 年，三家公司平均估值为 24/21/19 倍。预计 2022-2024 年归母净利润为 2.1 亿元、2.2 亿元、2.3 亿元，对应 PE 分别为 18 倍、16 倍、16 倍。考虑到公司为国内大众出版龙头企业，公司持续加码版权投入，多项改革措施并举重塑“产品力”和“渠道力”业务体系，维持对公司“买入”的评级，建议关注。

表 2：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |       |       |       |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |             |           | 21A     | 22E  | 23E  | 24E  | 21A    | 22E   | 23E   | 24E   |
| 601098.SH | 中南传媒 | 179.96      | 10.02     | 0.84    | 0.92 | 1.00 | 1.10 | 11.34  | 10.90 | 9.99  | 9.09  |
| 300654.sz | 世纪天鸿 | 22.40       | 10.57     | 0.19    | 0.21 | 0.24 | 0.27 | 49.97  | 50.68 | 43.31 | 38.56 |
| 601811.SH | 新华文轩 | 108.66      | 11.05     | 1.06    | 1.16 | 1.27 | 1.41 | 8.57   | 9.57  | 8.69  | 7.84  |
| 平均值       |      |             |           |         |      |      |      | 23.29  | 23.72 | 20.66 | 18.50 |
| 300788.SZ | 中信出版 | 37.55       | 19.75     | 1.27    | 1.35 | 1.54 | 1.76 | 23.31  | 14.59 | 12.80 | 11.25 |

数据来源：Wind，西南证券整理

**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        | 2016.57        | 2198.73        | 2353.57        | 净利润               | 237.55         | 202.29         | 219.04        | 226.44        |
| 营业成本          | 1240.12        | 1290.88        | 1417.02        | 1516.78        | 折旧与摊销             | 26.25          | 9.47           | 9.47          | 9.47          |
| 营业税金及附加       | 7.66           | 8.61           | 9.32           | 9.90           | 财务费用              | -13.34         | -15.16         | -19.02        | -15.33        |
| 销售费用          | 346.54         | 376.32         | 405.68         | 435.90         | 资产减值损失            | -15.66         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 136.00         | 165.16         | 177.40         | 190.85         | 经营营运资本变动          | -29.35         | 65.74          | -28.89        | 7.65          |
| 财务费用          | -13.34         | -15.16         | -19.02         | -15.33         | 其他                | 79.42          | -6.28          | -67.04        | 17.25         |
| 资产减值损失        | -15.66         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>284.87</b>  | <b>256.06</b>  | <b>113.56</b> | <b>245.48</b> |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-126.71</b> | <b>34.23</b>   | <b>10.01</b>  | <b>10.46</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>236.22</b>  | <b>201.83</b>  | <b>218.33</b>  | <b>225.92</b>  | 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          |
| <b>利润总额</b>   | <b>239.57</b>  | <b>204.01</b>  | <b>220.90</b>  | <b>228.37</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 2.02           | 1.72           | 1.87           | 1.93           | 支付股利              | -91.27         | -48.32         | -41.15        | -44.55        |
| 净利润           | 237.55         | 202.29         | 219.04         | 226.44         | 其他                | -125.30        | -82.06         | 19.02         | 15.33         |
| 少数股东损益        | -4.05          | -3.45          | -3.74          | -3.86          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-216.57</b> | <b>-130.37</b> | <b>-22.13</b> | <b>-29.23</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 241.60         | 205.74         | 222.77         | 230.30         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-59.15</b>  | <b>159.92</b>  | <b>101.44</b> | <b>226.71</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 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        | 2019.38        | 2120.83        | 2347.54        | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 420.22         | 363.70         | 430.37         | 446.66         | 销售收入增长率           | 1.60%          | 4.91%          | 9.03%         | 7.04%         |
| 存货            | 536.35         | 555.73         | 672.83         | 692.62         | 营业利润增长率           | -17.73%        | -14.56%        | 8.18%         | 3.48%         |
| 其他流动资产        | 31.96          | 9.24           | 10.07          | 10.78          | 净利润增长率            | -16.29%        | -14.84%        | 8.28%         | 3.38%         |
| 长期股权投资        | 78.50          | 78.50          | 78.50          | 78.50          | EBITDA 增长率        | -15.31%        | -21.28%        | 6.45%         | 5.40%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 15.65          | 13.80          | 11.95          | 10.10          | 毛利率               | 35.48%         | 35.99%         | 35.55%        | 35.55%        |
| 无形资产和开发支出     | 21.33          | 17.10          | 12.86          | 8.62           | 三费率               | 24.41%         | 26.10%         | 25.65%        | 25.98%        |
| 其他非流动资产       | 421.57         | 418.19         | 414.82         | 411.44         | 净利率               | 12.36%         | 10.03%         | 9.96%         | 9.62%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3385.06</b> | <b>3475.64</b> | <b>3752.22</b> | <b>4006.26</b> | ROE               | 11.66%         | 9.20%          | 9.22%         | 8.85%         |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 7.02%          | 5.82%          | 5.84%         | 5.65%         |
| 应付和预收款项       | 874.26         | 967.75         | 1057.97        | 1123.43        | ROIC              | 378.69%        | -378.89%       | -591.32%      | 7991.62%      |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 12.96%         | 9.73%          | 9.50%         | 9.35%         |
| 其他负债          | 472.88         | 309.69         | 318.16         | 324.86         | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>1347.14</b> | <b>1277.44</b> | <b>1376.13</b> | <b>1448.29</b> | 总资产周转率            | 0.60           | 0.59           | 0.61          | 0.61          |
| 股本            | 190.15         | 190.15         | 190.15         | 190.15         | 固定资产周转率           | 136.96         | 136.96         | 170.78        | 213.46        |
| 资本公积          | 751.27         | 751.27         | 751.27         | 751.27         | 应收账款周转率           | 18.97          | 21.54          | 20.88         | 20.82         |
| 留存收益          | 1097.48        | 1254.90        | 1436.53        | 1622.27        | 存货周转率             | 1.74           | 2.14           | 2.20          | 2.17          |
| 归属母公司股东权益     | 2032.59        | 2196.32        | 2377.95        | 2563.69        | 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           | 1.88           | -1.86          | -5.72          | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2037.92</b> | <b>2198.20</b> | <b>2376.09</b> | <b>2557.98</b> | 资产负债率             | 39.80%         | 36.75%         | 36.67%        | 36.15%        |
| 负债和股东权益合计     | 3385.06        | 3475.64        | 3752.22        | 4006.26        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.53           | 2.80           | 2.80          | 2.85          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.06           | 2.27           | 2.22          | 2.29          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 37.78%         | 23.49%         | 18.47%        | 19.35%        |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>       |                |                |               |               |
| EBITDA        | 249.14         | 196.13         | 208.78         | 220.06         | 每股收益              | 1.27           | 1.08           | 1.17          | 1.21          |
| PE            | 15.10          | 17.74          | 16.38          | 15.84          | 每股净资产             | 10.69          | 11.55          | 12.51         | 13.48         |
| PB            | 1.80           | 1.66           | 1.53           | 1.42           | 每股经营现金            | 1.50           | 1.35           | 0.60          | 1.29          |
| PS            | 1.90           | 1.81           | 1.66           | 1.55           | 每股股利              | 0.48           | 0.25           | 0.22          | 0.23          |
| EV/EBITDA     | 6.04           | 6.33           | 5.46           | 4.15           |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 2.50%          | 1.32%          | 1.13%          | 1.22%          |                   |                |                |               |               |

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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理       | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 高宇乐 | 销售经理         | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 薛世宇 | 销售经理         | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 岑宇婷 | 销售经理         | 18616243268  | 18616243268 | cyrlyf@swsc.com.cn   |
|    | 张玉梅 | 销售经理         | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@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 |
|    | 杜小双 | 高级销售经理       | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理         | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理         | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人、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      |
|    | 陈韵然 | 销售经理         | 18208801355  | 18208801355 | cyrlyf@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售经理         | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 陈慧玲 | 销售经理         | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |