

中信出版 (300788.SZ)

降本增效，22Q2 业绩环比改善

增持

核心观点

公司经营状况好于行业，22Q2 业绩环比改善。2022H1 公司实现营业总收入 8.48 亿，同减 10.9%；实现归母净利润 8964 万，同减 38.05%。其中 22Q2 实现营业总收入 4.36 亿，同减 8.92%，环比上升 6.04%；22Q2 实现归母净利润 4866 万，同减 40.23%，环比上升 18.73%。1) 行业持续下行、疫情反复致使公司业绩承压，但 22Q2 公司降本增效、实行集约化运营，业绩环比改善。2) 从行业数据看，2022H1 图书零售市场仍表现为负增长，同比下降 13.8%。分渠道来看，实体店、平台电商、垂直及其他电商均出现同比下降，增速为 -39.7%/-15%/-2.3%，而短视频电商逆势增长，同增 60%。

公司保持大众出版龙头地位。公司图书出版发行实现营收 6.66 亿，同减 6.2%，根据开卷报告数据，2022 年 1-6 月，公司在整体图书市场中的实洋市场占有率为 3.08%，较去年同期提升 0.247 个百分点，位居出版机构第 1 位。社科类综合排名第 2 位，较去年同期上升两位；经管类实洋市场占有率持续领先市场；少儿类实洋市场占有率 3.30%，位居第 4 位；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。

自播电商卓有成效，顺应形势调整文化消费板块。面对短视频电商平台的快速增长，公司快速搭建自播电商账号矩阵，在业内公认的《出版人》自播排名榜单中，公司旗下的 5 个账号进入出版社自播前 10 强，少儿集团重组了儿童内容电商事业部，打造自播、达人直播、分销矩阵、短视频带货的立体化传播；文化消费业务实现营收 2.29 亿，同减 18.94%。针对线下门店公司关停亏损的实体门店，改造城市休闲店，商务写字楼店加大拓店力度，用户端公司以政企客户拉新为主要驱动力，重视线下的“引流”，短期来看，文化消费板块拖累当期业绩，但后续有望“轻装上阵”。

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：面对行业下行困境，公司积极降本增效，加强自播电商，灵活调控亏损板块，实现优于行业的业绩，维持行业龙头地位。考虑出版行业市场下滑、疫情冲击线下场景消费，我们下调 22-24 年利润预期 -22.91%/-19.88%/-17.94%，预计 22-24 年公司归母净利润 2.1/2.46/2.82 亿，增速为 -13%/17.2%/14.3%，预计 22-24 年 EPS 为 1.11/1.30/1.48 元，对应 PE 为 18/15/14x，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	1,931	2,159	2,447
(+/-%)	0.2%	1.6%	0.5%	11.8%	13.3%
净利润(百万元)	282	242	210.22	246.46	281.61
(+/-%)	12.3%	-14.4%	-13.0%	17.2%	14.3%
每股收益(元)	1.48	1.27	1.11	1.30	1.48
EBIT Margin	13.6%	10.0%	9.2%	9.8%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	11.9%	9.7%	10.7%	11.4%
市盈率 (PE)	13.3	15.5	17.9	15.2	13.3
EV/EBITDA	18.2	25.2	28.1	24.0	21.5
市净率 (PB)	1.97	1.85	1.74	1.63	1.52

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

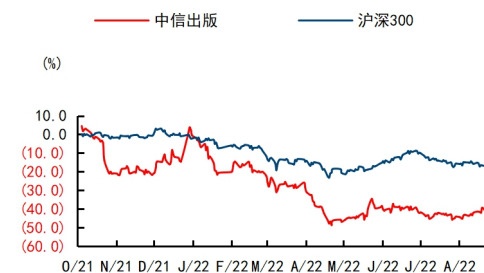
证券分析师：夏妍
021-60933162
xiayan2@guosen.com.cn
S0980520030003

证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	20.59 元
总市值/流通市值	3912/3912 百万元
52 周最高价/最低价	36.79/17.02 元
近 3 个月日均成交额	31.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

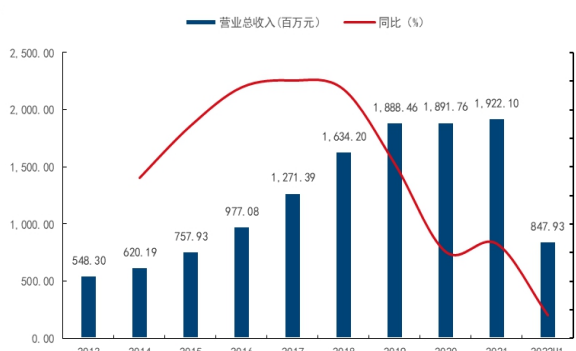
相关研究报告

- 《中信出版 (300788.SZ) - 短期业绩承压，关注行业边际改善》——2022-04-08
- 《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

公司经营状况好于行业，22Q2 业绩环比改善。2022H1 公司实现营业总收入 8.48 亿，同减 10.9%；实现归母净利润 8964 万，同减 38.05%。其中 22Q2 实现营业总收入 4.36 亿，同减 8.92%，环比上升 6.04%；22Q2 实现归母净利润 4866 万，同减 40.23%，环比上升 18.73%。行业持续下行、疫情反复致使公司业绩承压，但 22Q2 公司降本增效、实行集约化运营，业绩环比改善。

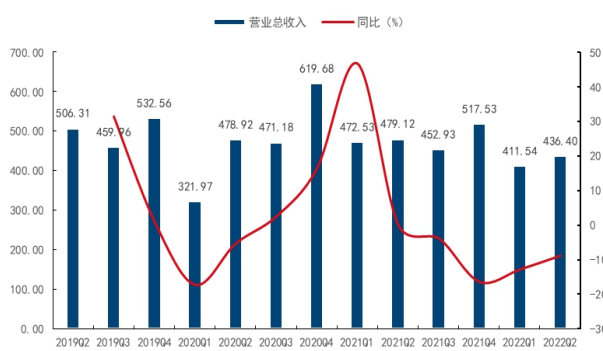
从行业数据看，2022H1 图书零售市场仍表现为负增长，同比下降 13.8%。分渠道来看，实体店、平台电商、垂直及其他电商均出现同比下降，增速为 -39.7%/-15%/-2.3%，而短视频电商逆势增长，同增 60%。

图1：中信出版营业收入及增速（单位：百万，%）



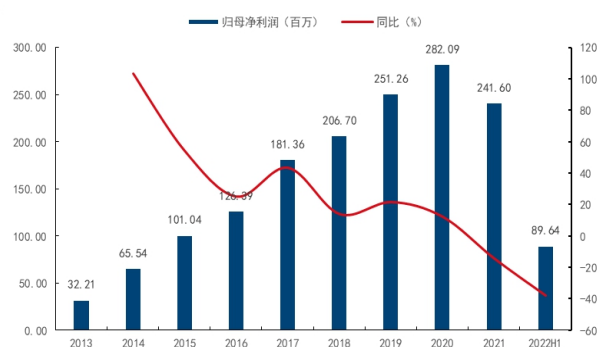
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中信出版单季营业收入及增速（单位：百万，%）



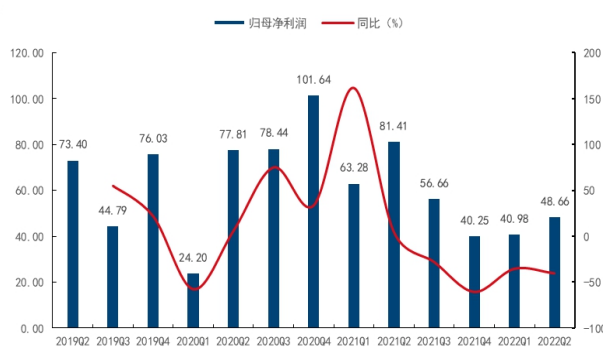
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

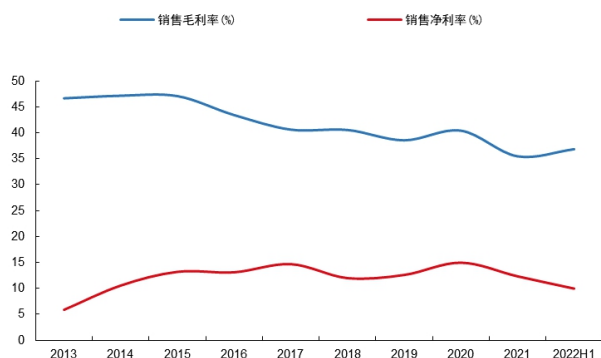
图4：中信出版单季归母净利润及增速（单位：百万，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

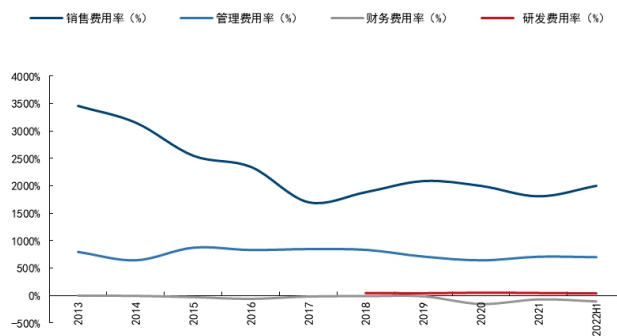
降本增效，核心主业毛利率提升，费用率相对平稳。2022H1 公司综合毛利率为 36.85%，同减 1.84pct，其中公司主业图书出版与发行毛利率 35.71%，同增 2.39pct，因公司年初建立发行集团，重组流量、营销渠道，提升商业转化效率，而文化消费业务板块毛利率 26.94%，同减 4.78%，主要受线下书店等实体业务的拖累。2022H1 公司期间费用率略增，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 19.94%、6.98%和-1.07%，同比+1.07/+0.61/-0.55pct，整体保持相对平稳，公司压实“降本增效”任务，通过技术改进印制成本，有效控制整体费用率。

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

公司保持大众出版龙头地位。公司图书出版发行实现营收 6.66 亿，同减 6.2%，根据开卷报告数据，2022 年 1-6 月，公司在整体图书市场中的实洋市场占有率为 3.08%，较去年同期提升 0.247 个百分点，位居出版机构第 1 位。社科类综合排名第 2 位，较去年同期上升两位；经管类实洋市场占有率持续领先市场；少儿类实洋市场占有率 3.30%，位居第 4 位；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。

自播电商卓有成效，顺应形势调整文化消费板块。面对短视频电商平台的的增长，公司快速搭建自播电商账号矩阵，在业内公认的《出版人》自播排名榜单中，公司旗下的 5 个账号进入出版社自播前 10 强，少儿集团重组了儿童内容电商事业部，打造自播、达人直播、分销矩阵、短视频带货的立体化传播；文化消费业务实现营收 2.29 亿，同减 18.94%。针对线下门店公司关停亏损的实体门店，改造城市休闲店，商务写字楼店加大拓店力度，用户端公司以政企客户拉新为主要驱动力，重视线下的“引流”，短期来看，文化消费板块拖累当期业绩，但后续有望“轻装上阵”。

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：面对行业下行困境，公司积极降本增效，加强自播电商，灵活调控亏损板块，实现优于行业的业绩，维持行业龙头地位。考虑出版行业市场下滑、疫情冲击线下场景消费，我们下调 22-24 年利润预期-22.91%/-19.88%/-17.94%，预计 22-24 年公司归母净利润 2.1/2.46/2.82 亿，增速为-13%/17.2%/14.26%，预计 22-24 年 EPS 为 1.11/1.30/1.48 元，对应 PE 为 18/15/14x，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
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
603096.SH	新经典	22.99	37.47	0.80	1.17	1.42	1.74	28.74	19.65	16.19	13.21	增持
300788.SZ	中信出版	19.75	37.53	1.27	1.11	1.30	1.48	15.54	17.85	15.23	13.33	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）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1702	1859	1926	2032	2150	营业收入	1892	1922	1931	2159	2447
应收款项	166	131	159	177	201	营业成本	1127	1240	1251	1377	1546
存货净额	771	536	516	567	636	营业税金及附加	9	8	9	10	11
其他流动资产	44	298	290	324	367	销售费用	377	347	357	404	465
流动资产合计	2853	2848	2928	3160	3449	管理费用	122	136	138	158	184
固定资产	12	16	47	80	108	财务费用	(29)	(13)	(47)	(48)	(50)
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	25	24	22
长期股权投资	101	78	88	98	108	其他收入	(38)	11	(50)	(48)	(43)
资产总计	3022	3385	3506	3780	4106	营业利润	287	236	205	241	276
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	791	832	891	利润总额	287	240	209	245	280
其他流动负债	263	255	245	272	308	所得税费用	3	2	2	2	3
流动负债合计	1086	1124	1071	1150	1260	少数股东损益	2	(4)	(4)	(4)	(5)
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	210	246	282
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）					
负债合计	1103	1347	1344	1473	1633	净利润	282	242	210	246	282
少数股东权益	12	5	3	1	(2)	资产减值准备	18	(18)	26	25	25
股东权益	1907	2033	2159	2307	2476	折旧摊销	10	10	5	7	9
负债和股东权益总计	3022	3385	3506	3780	4106	公允价值变动损失	(31)	(16)	(25)	(24)	(22)
						财务费用	(29)	(13)	(47)	(48)	(50)
关键财务与估值指标						营运资本变动	56	(245)	92	38	34
每股收益	1.48	1.27	1.11	1.30	1.48	其它	(17)	15	(28)	(27)	(28)
每股红利	0.45	0.50	0.44	0.52	0.59	经营活动现金流	318	(11)	280	265	301
每股净资产	10.03	10.69	11.36	12.14	13.03	资本开支	0	(6)	(37)	(40)	(40)
ROIC	18%	11%	9%	11%	13%	其它投资现金流	161	148	(14)	(22)	(36)
ROE	15%	12%	10%	11%	11%	投资活动现金流	160	164	(60)	(72)	(86)
毛利率	40%	35%	35%	36%	37%	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%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(85)	(96)	(84)	(99)	(113)
收入增长	0%	2%	0%	12%	13%	其它融资现金流	112	196	(69)	11	15
净利润增长率	12%	-14%	-13%	17%	14%	融资活动现金流	(58)	5	(153)	(87)	(97)
资产负债率	37%	40%	38%	39%	40%	现金净变动	420	157	67	106	118
息率	2.3%	2.5%	2.2%	2.6%	3.0%	货币资金的期初余额	1282	1702	1859	1926	2032
P/E	13.3	15.5	17.9	15.2	13.3	货币资金的期末余额	1702	1859	1926	2032	2150
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(51)	235	214	242
EV/EBITDA	18.2	25.2	28.1	24.0	21.5	权益自由现金流	0	146	214	273	306

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提及的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