

中信出版 (300788.SZ)

业绩逐季改善，积极构建抖音自播矩阵

增持

核心观点

三季度业绩持续改善，利润率平稳。2022Q1-Q3 公司实现营业收入 13.27 亿，同减 13.27%；实现归母净利润 1.39 亿，同减 31.1%。其中 22Q3 实现营业总收入 4.79 亿，同增 5.75%，环比上升 9.8%；22Q3 实现归母净利润 4910 万，同减 13.34%，环比上升 0.9%。公司经营活动产生的现金流量净额同减 90%，主要因加大内容版权投入以及疫情影响下部分应收账款回款滞后的影响。22Q3 公司毛利率 33.51%，同比环比均有下降，费用率下降，因而公司净利率保持相对稳定。

行业仍未恢复至疫情前，短视频渠道逆势增长。从行业看，2022 前三季度，图书零售市场仍表现为负增长，同比下降了 13.41%。一方面图书消费市场受疫情冲击，另一方面流量饱和状态下消费疲软。分渠道看，实体书店/平台电商/垂直及其他电商/短视频电商增速分别为 -36.28%/-14.45%/-2.01%/+56.69%，2022H1 增速分别为 -39.7%/-15%/-2.3%/+60%。

抖音自播矩阵表现较好。公司打造了包括“中信读书会”、“中信出版旗舰店”“中信出版好书”、“中信出版童书旗舰店”、“中信童书优选”等一系列差异化账号。根据出版人，按出版主体进行划分，出版社自播带货能力 10 强指数门槛为 1025，其中中信出版集团旗下中信出版童书旗舰店等 5 个账号入围 10 强。

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，公司积极降本增效，加强自播电商，灵活调控亏损板块，实现业绩逐季改善，维持行业龙头地位。我们维持此前盈利预测，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 16/13/12x，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)	11.7	13.6	15.7	13.4	11.7
EV/EBITDA	16.5	22.9	25.5	21.9	19.7
市净率 (PB)	1.73	1.62	1.52	1.43	1.33

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

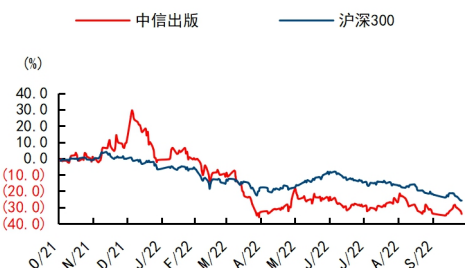
证券分析师：夏妍
021-60933162
xiayan2@guosen.com.cn
S0980520030003

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	17.32 元
总市值/流通市值	3291/3291 百万元
52 周最高价/最低价	35.48/16.80 元
近 3 个月日均成交额	27.95 百万元

市场走势



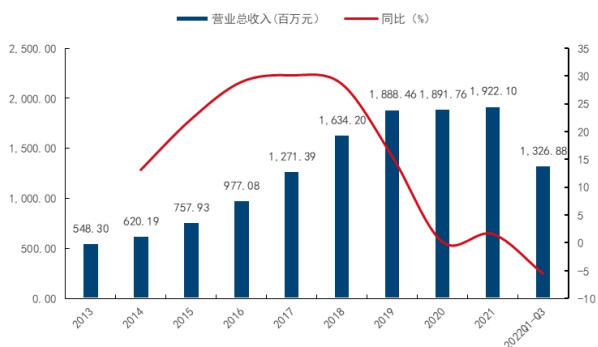
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中信出版 (300788.SZ) - 降本增效，22Q2 业绩环比改善》——2022-09-01
- 《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

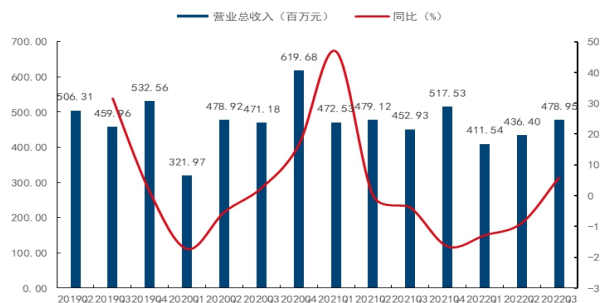
三季度业绩持续改善，利润率平稳。2022Q1-Q3 公司实现营业收入 13.27 亿，同减 13.27%；实现归母净利润 1.39 亿，同减 31.1%。其中 22Q3 实现营业总收入 4.79 亿，同增 5.75%，环比上升 9.8%；22Q3 实现归母净利润 4910 万，同减 13.34%，环比上升 0.9%。公司经营活动产生的现金流量净额同减 90%，主要因加大内容版权投入以及疫情影响下部分应收账款回款滞后的影响。22Q3 公司毛利率 33.51%，同比环比均有下降，费用率下降，因而公司净利率保持相对稳定。

图1：中信出版营业收入及增速



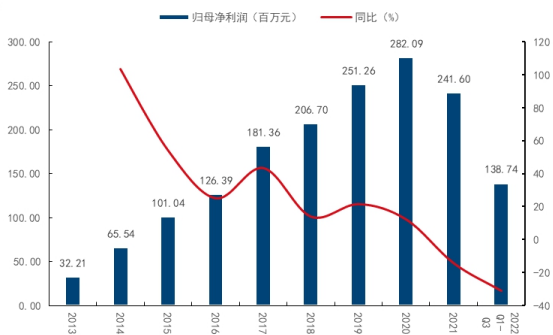
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中信出版单季营业收入及增速（单位：百万，%）



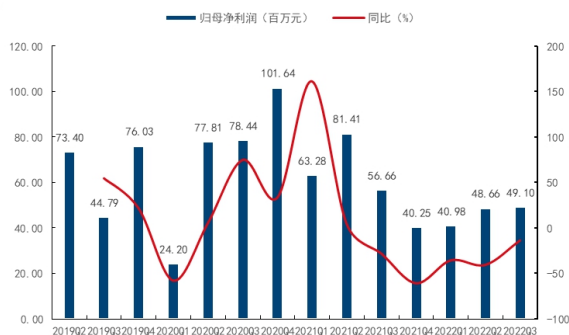
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中信出版归母净利润及增速

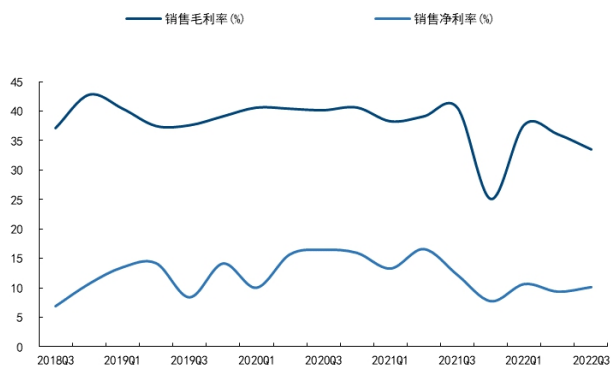


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

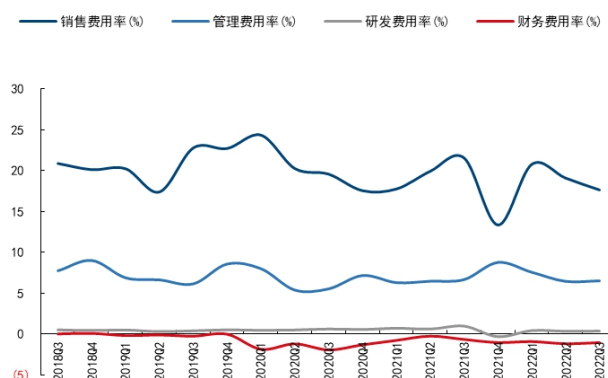
图4：中信出版单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中信出版毛利率、净利率变化情况


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


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业仍未恢复至疫情前, 短视频渠道逆势增长。从行业看, 2022 前三季度, 图书零售市场仍表现为负增长, 同比下降了 13.41%。一方面图书消费市场受疫情冲击, 另一方面流量饱和状态下消费疲软。分渠道看, 实体书店/平台电商/垂直及其他电商/短视频电商增速分别为-36.28%/-14.45%/-2.01%/+56.69%, 2022H1 增速分别为-39.7%/-15%/-2.3%/+60%。

中信出版社建设丰富的抖音自播矩阵。包括“中信读书会”、“中信出版旗舰店”“中信出版好书”、“中信出版童书旗舰店”、“中信童书优选”等一系列差异化账号。根据出版人, 按出版主体进行划分, 出版社自播带货能力 10 强指数门槛为 1025, 其中中信出版集团旗下中信出版童书旗舰店等 5 个账号入围 10 强。

表1: 近一个月出版社自播 TOP10 (9 月 15 日-10 月 14 日)

排名	昵称	直播场次	场均直播时长 (小时)	累计销售额 (万)	场均在线 人数	场均销售额 (万元)	指数
1	中信出版童书旗舰店	71	3~4	250-300	100-150	1~5	1347
2	机械工业出版社	19	4~5	50-100	150-200	1~5	1230
3	中信童书优选	76	2~3	100-150	50-100	1~5	1201
4	外研社官方旗舰店	21	7~8	0-50	50-100	1~5	1199
5	浙江文艺出版社	52	2~3	0-50	50-100	1~5	1185
6	中信出版旗舰店	12	3~4	0-50	150-200	1~5	1165
7	中信出版好书	18	3~4	0-50	50-100	1~5	1090
8	中国中医药出版社	29	4~5	0-50	50-100	1~5	1059
9	接力出版社图书旗舰店	9	5~6	0-50	50-100	1~5	1049
10	中信读书会	18	1~2	0-50	50-100	1~5	1025

资料来源: 出版人, 国信证券经济研究所整理

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, 公司积极降本增效, 加强自播电商, 灵活调控亏损板块, 实现业绩逐季改善, 维持行业龙头地位。我们维持此前盈利预测, 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 16/13/12x, 维持“增持”评级。

表2：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	16.65	27.00	0.80	1.17	1.42	1.74	20.81	14.23	11.73	9.57	增持
300788.SZ	中信出版	17.32	33.00	1.27	1.11	1.30	1.48	13.6	15.7	13.4	11.7	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	2.6%	2.9%	2.6%	3.0%	3.4%	货币资金的期初余额	1282	1702	1859	1926	2032
P/E	11.7	13.6	15.7	13.4	11.7	货币资金的期末余额	1702	1859	1926	2032	2150
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(51)	235	214	242
EV/EBITDA	16.5	22.9	25.5	21.9	19.7	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