

中信出版（300788）

深耕内容核心业务，全面加速 AI 布局

- ◆ 大众出版龙头企业，推进数字文化强国建设。公司成立于 1993 年 2 月，作为全国优秀出版机构，拥有图书、报刊、电子、音像和网络出版及批发零售全牌照，年出版新书品种 1400 种以上，是中国百佳图书出版单位，出版物多次获得中国出版行业重要奖项，能够实现高品质数字内容的聚合、运营、分发，在出版数字阅读领域具有一定的领先优势。公司定位于为大众提供知识服务及文化消费，主营业务为图书出版与发行业务、知识服务业务和文化消费业务。
- ◆ 2023 年公司业绩略有承压，但市占率稳步提升。受消费市场疲软、图书渠道结构性变化等消极影响，整体出版企业业绩承压。但公司凭借图书出版主营业务优势，公司在整体图书市场中的实洋市场占有率为 3.25%，较去年同期提升 0.22 个百分点，夯实行业龙头地位。
 - 业绩方面，23 年公司实现营收 17.17 亿元/同比-4.65%，归母净利润 1.16 亿元/同比-7.72%，扣非后归母净利润 0.62 亿元/-47.75%。分季度看，Q1-Q4 分别实现营收 4.27/4.46/4.13/4.31 亿元，同比+3.69%/+2.18%/-13.37%/-8.98%，归母净利润分别为 0.42/0.49/0.35/0.1 亿元，分别同比+2.57%/+0.32%/-27.82%/+21.54%。分行业看，23 年公司一般图书出版与发行/文化消费业务/知识服务服务分别实现收入 13.19/3.91/0.58 亿元（内部抵消-0.97 亿元），分别同比-5.20%/-2.37%/+15.02%，除数字阅读服务实现增长外，其他业务均有所下滑。
 - 盈利能力方面，1) 毛利率方面，2023 年公司整体毛利率 34.87%/同比+0.63pct，主要系前三大业务毛利率均上升所致（23 年一般图书出版与发行/书店业务/数字阅读服务 31.98%/26.23%/47.36%，分别同比-3.09pct/+23.57pct/+5.16pct）；2) 费率方面，2023 年公司整体费用率 27.92%/同比+1.78pct，销售费用率 20.37%/同比+1.25pct；管理费用率 7.71%/同比+0.20pct，主要原因为不同板块营收增长导致管理费用增加；研发费用率为 0.65%/同比

投资评级

买入

首次评级

2024 年 04 月 01 日

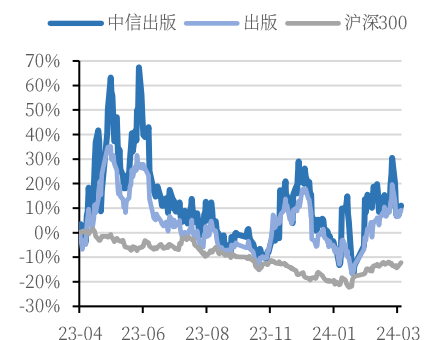
收盘价(元):

30.65

公司基本数据

总股本(百万股)	190.15
总市值(百万)	5,828.14
流通股本(百万股)	190.15
流通市值(百万)	5,828.14
12 月最高/最低价(元)	48.88/21.48
资产负债率(%)	37.24
每股净资产(元)	11.07
市盈率(TTM)	50.09
市净率(PB)	2.77
净资产收益率(%)	5.53

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC 执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

+0.15pct，主要系公司在供应链、出版、AI 等方面加大投入所致；财务费用率为-0.81%/同比+0.18pct，主要系利息费用较上年同期增加所致；3) 净利率方面，2023 年公司净利率为 6.96%/同比+0.80pct，盈利能力持续改善。

- ◆ **图书出版主业短期承压，“实体门店+电商拓展”多渠道助推出版规模 and 效率提升。**①**主业表现：**2023 年，公司实洋品种效率进一步提升 0.12 至 5.18，图书 SKU 超 40 万种，龙头地位稳固；细分领域中，经管、心理自助、传记类图书排名市场第一，少儿、自然科学类图书跃升至市场第二位，但公司图书出版与发行业务收入在 23 年同比下滑 5.20%至 13.19 亿元，毛利率同比-1.02pct 至 31.98%，主要系图书渠道折扣变化及图书行业需求承压所致。②**渠道：**实体门店持续优化调整，机场店恢复明显，商务店标准化模型进一步完善，城市休闲店专注打造标志性体验空间，整体坪效同比提升 68%；线上中信书店信选商城方面，拓展新媒体内容电商矩阵，构建集“内容-营销-产品”为一体的模式将给消费者带来文化消费体验的新场景。公司已建立起覆盖实体门店、平台电商、自媒体矩阵、社群电商、内容电商、分销平台和机构客户的立体化销售网络，有助于推进公司图书销售。
- ◆ **知识服务向 B 端转移，有望打造新的业绩增长曲线。**2023 年，公司知识服务业务实现营收 0.58 亿元/同比+15.02%，公司积极由单一知识付费向多场景知识服务延展，且知识服务盈利模式已基本成熟，重点面向政府机构和企业提供全方位、多场景的知识服务解决方案。报告期内，公司推出“企学堂”标杆企业探访产品，并启动线上学习平台建设，已上线超 2,000 门课程。公司有望借助中信集团体系的资源协同优势，加速对接企业需求，围绕产业升级进程中的企业需求构建产品和服务体系，提升品牌影响力，打造业绩新增量。
- ◆ **深化 AIGC 技术应用，内外发力已成共振之势。**①**对内：**公司建立智慧阅读新生态探索出版新模式，运用 AIGC 降本增效，积累数字资产，积极孵化财经翻译图书智能数字营销、少儿 IP 等领域的创新项目；将知识产品数据化、信息化升级，探索 AIGC 数智阅读新业态；完善产品和营销数据模型，应用 AIGC 技术提升营销效率、优化精准投放。②**对外：**在百度世界大会上与百度联合发布“中信书院 AI 阅读助手”插件，与人工智能小冰合作出版首部 AI 绘画作品集并推动“AIGC 数智出版项目”，公司积极以 AI 助力阅读和作品创作。我们认为，公司积极拥抱新质生产力，探索 AI 在出版行业的应用场景，

有望重塑出版业态，助推数据产品设计、数据资产入表、AIGC 赋能出版&营销等多个场景加速落地，在央企市值管理政策出台背景下，或重新定义出版央企的估值逻辑，提升公司费用管控能力和增厚主业利润。

- ◆ **投资建议：**作为国内大众出版龙头央企，公司主业优势明显，立体化销售网络有望持续提升图书出版规模和效率，AIGC 技术内生外延赋能多业务场景，叠加央企市值管理政策落地，公司有望迎来估值和业绩提振。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.52/1.83/2.14 亿元，EPS 分别为 0.80/0.96/1.12 元，对应目前 PE 分别为 38/32/27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、AIGC 技术发展不及预期、知识产权保护风险、行业竞争加剧的风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1800.73	1716.96	1894.43	2130.77	2397.73
增长率 (%)	-6.31%	-4.65%	10.34%	12.48%	12.53%
归属母公司股东净利润	126.09	116.36	152.08	183.25	213.61
增长率 (%)	-47.81%	-7.72%	30.70%	20.49%	16.57%
每股收益 EPS(元)	0.66	0.61	0.80	0.96	1.12
PE	46.22	50.09	38.32	31.80	27.28

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,800.73	1,716.96	1,894.43	2,130.77	2,397.73
yoy	-6.31%	-4.65%	10.34%	12.48%	12.53%
毛利率	34.24%	34.87%	35.01%	35.33%	35.68%
1、图书出版物销售					
收入	1,603.53	1,529.65	1,682.62	1,884.53	2,110.67
yoy	-3.78%	-4.61%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	32.16%	32.28%	33.00%	33.30%	33.50%
2、数字阅读					
收入	50.50	57.76	69.31	86.64	108.30
yoy	-22.34%	14.37%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	70.76%	68.53%	72.00%	73.00%	74.00%
3、其他					
收入	146.70	129.54	142.50	159.60	178.75
yoy	-22.98%	-11.69%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	44.43%	50.46%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s	会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s
货币资金	1959.47	1737.74	1663.58	1748.00	1895.65	2075.66	营业收入	1922.10	1800.73	1716.96	1894.43	2130.77	2397.73
应收票据及账款	86.91	123.24	65.37	95.81	107.77	121.27	营业成本	1240.12	1184.17	1118.27	1218.01	1360.17	1521.13
预付账款	288.78	337.51	414.07	365.52	411.13	462.63	税金及附加	7.66	6.88	6.86	9.47	10.65	11.99
其他应收款	44.52	38.88	27.84	38.50	43.30	48.73	销售费用	346.54	344.33	349.83	333.42	366.49	407.61
存货	536.35	521.37	474.42	526.60	588.06	657.65	管理费用	136.00	135.26	132.39	132.61	147.02	158.25
其他流动资产	31.96	2.04	50.43	60.14	61.65	63.35	研发费用	8.65	8.96	11.19	9.47	10.65	11.99
流动资产总计	2848.01	2760.78	2695.70	2834.58	3107.55	3429.29	财务费用	-13.34	-17.76	-13.97	0.19	-2.75	-5.55
长期股权投资	78.50	152.74	135.97	123.72	111.47	99.22	资产减值损失	-15.66	-37.47	-49.88	-3.79	-4.26	-4.80
固定资产	244.39	129.69	215.48	181.72	147.96	114.20	信用减值损失	0.42	-0.31	-1.85	-0.65	-0.73	-0.83
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	12.62	13.88	31.86	27.90	23.68	19.18	投资收益	4.09	-12.55	-14.53	-7.66	-7.66	-7.66
长期待摊费用	33.77	17.08	11.62	5.81	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	167.77	119.03	246.84	265.42	263.80	262.17	资产处置收益	15.33	-5.48	0.74	3.53	3.53	3.53
非流动资产合计	537.05	432.41	641.77	604.58	546.91	494.78	其他收益	35.56	34.28	28.22	32.69	32.69	32.69
资产总计	3385.06	3193.19	3337.48	3439.15	3654.46	3924.07	营业利润	236.22	117.37	75.13	215.36	262.08	315.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	3.66	3.83	6.61	4.70	4.70	4.70
应付票据及账款	765.27	716.75	692.02	747.53	834.78	933.57	营业外支出	0.31	11.64	3.93	5.29	5.29	5.29
其他流动负债	358.85	342.03	382.47	373.53	417.47	467.14	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1124.11	1058.78	1074.49	1121.07	1252.26	1400.71	利润总额	239.57	109.57	77.81	214.77	261.48	314.65
长期借款	208.34	71.37	154.33	99.82	49.90	7.64	所得税	2.02	-0.18	-41.76	57.99	70.60	84.95
其他非流动负债	14.89	14.90	14.10	14.10	14.10	14.10	净利润	237.55	109.75	119.57	156.78	190.88	229.69
非流动负债合计	223.03	86.27	168.43	113.92	64.00	21.74	少数股东损益	-4.05	-16.34	3.21	4.70	7.64	16.08
负债合计	1347.14	1145.05	1242.92	1234.99	1316.26	1422.45	归属母公司股东净利润	241.60	126.09	116.36	152.08	183.25	213.61
股本	190.15	190.15	190.15	190.15	190.15	190.15	EBITDA	252.49	122.77	86.58	260.11	304.16	348.97
资本公积	751.27	751.22	751.22	751.22	751.22	751.22	NOPLAT	205.80	105.24	92.78	154.78	186.73	223.49
留存收益	1091.16	1120.34	1164.48	1269.38	1395.78	1543.13	EPS(元)	1.27	0.66	0.61	0.80	0.96	1.12
归属母公司权益	2032.59	2061.72	2105.86	2210.76	2337.16	2484.50							
少数股东权益	5.33	-13.57	-11.30	-6.59	1.04	17.12							
股东权益合计	2037.92	2048.14	2094.56	2204.16	2338.20	2501.62							
负债和股东权益合计	3385.06	3193.19	3337.48	3439.15	3654.46	3924.07							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s
税后经营利润	237.55	109.75	119.57	136.37	170.47	209.28
折旧与摊销	26.25	30.96	22.73	45.15	45.42	39.88
财务费用	-13.34	-17.76	-13.97	0.19	-2.75	-5.55
投资损失	-4.09	12.55	14.53	7.66	7.66	7.66
营运资金变动	-55.07	-100.47	-6.39	-7.87	5.86	6.72
其他运营现金流	2.81	46.33	11.75	4.22	24.43	24.43
经营性现金流	194.11	81.35	148.22	185.73	251.10	282.42
资本支出	34.63	26.08	35.94	0.00	0.00	-0.00
长期投资	89.80	-96.61	-148.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-181.87	134.05	-19.98	0.57	0.57	0.57
投资性现金流	-126.71	21.35	-203.92	0.57	0.57	0.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	208.34	-136.97	82.96	-54.50	-49.92	-42.26
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-424.91	-42.32	-201.90	-47.37	-54.10	-60.71
筹资性现金流	-216.57	-179.34	-118.94	-101.88	-104.02	-102.98
现金流量净额	-149.90	-78.65	-176.45	84.43	147.65	180.01

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s
成长能力						
营收增长率	1.60%	-6.31%	-4.65%	10.34%	12.46%	12.53%
营业利润增长率	-17.73%	-50.31%	-35.99%	186.65%	21.69%	20.29%
EBITDA增长率	-12.18%	-59.42%	-30.46%	236.71%	20.36%	19.46%
EBITDA增长率	-14.13%	-51.36%	-29.48%	200.44%	16.93%	14.73%
归母净利润增长率	-14.35%	-47.81%	-7.72%	30.70%	20.49%	16.57%
经营现金流增长率	-39.83%	-58.09%	82.19%	25.31%	35.19%	12.47%
盈利能力						
毛利率	35.48%	34.24%	34.87%	35.71%	36.17%	36.56%
净利率	12.36%	6.09%	6.96%	8.28%	8.96%	9.58%
营业利润率	12.29%	6.52%	4.38%	11.37%	12.30%	13.15%
ROE	11.89%	6.12%	5.53%	6.88%	7.84%	8.60%
ROA	7.14%	3.95%	3.49%	4.42%	5.01%	5.44%
ROIC	87.32%	21.74%	19.87%	30.11%	37.17%	48.32%
估值倍数						
P/E	24.12	46.22	50.09	38.32	31.80	27.28
P/S	3.03	3.24	3.39	3.08	2.74	2.43
P/B	2.87	2.63	2.77	2.64	2.49	2.35
股息率	1.66%	1.15%	0.00%	0.81%	0.98%	1.14%
EV/EBIT	18.05	24.57	61.74	19.16	15.28	12.21
EV/EBITDA	16.17	18.37	45.53	15.84	13.00	10.81
EV/NOPLAT	19.84	21.43	42.48	26.62	21.17	16.89

数据来源: 同花顺iFind

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637