

中信出版（300788）

证券研究报告
2026年02月25日

大众出版领军，积极拓展 IP+AI 新增长曲线

中信出版：传媒央企，大众出版领军

中信出版成立于1988年，隶属于中国中信集团有限公司，拥有图书、报刊、电子、音像和网络出版及批发零售全牌照，是国内首批一级出版社和全国百佳图书出版单位。业务结构看，目前公司主营 1) 图书出版与发行：核心主业，25H1 收入占比~79%，涵盖主题出版、经管、少儿、文学、动漫等主要图书品类；2) 数智服务：25H1 收入占比~12%，运营面向 C 端用户的中信书院 APP 和面向 B 端客户的企业学习综合服务，提供数字阅读类产品等数智化驱动的泛知识服务；3) 城市文化空间运营：25H1 收入占比~19%，以中信书店为核心品牌，布局国内重要城市机场、商务区 and 城市社区，以覆盖全书业的图书、文创商品、餐饮供应链为基础，围绕用户流量运营，开展线上和线下融合销售。

出版主业优势稳固，动漫等新品类持续发力中

公司是国内头部大众图书出版方，24-25H1 码洋均位列全国图书零售市场单体出版社首位。细分板块看：1) 公司在经管、传记、心理自助等赛道排名靠前，少儿、自然科学、文学艺术等也逐渐成为新优势方向。2) 新孵化动漫产线快速增长；积极布局影游书 IP 联动等，24 年同比增长超 25%，动漫游戏图书占有率跃升至市场第一。展望后续，我们预计公司一方面继续实现已有优势品类提效与优势维持；另一方面，将深化动漫文创战略，加大版权战略储备，逐步完善影游书联动的 IP 覆盖、挖掘、策划机制和 IP 运营体系，并积极借助城市文化空间运营，驱动业务增量。

积极布局 IP+AI 等新增长曲线

24 年发布动漫文创战略，未来五年计划将 IP 运营板块提升到公司主营板块，形成公司第四大支柱主业。布局方向包括：1) 开发 IP 衍生图书：拓展与国内外头部动漫、游戏、影视公司的合作 + 持续签约头部 IP 和新锐 IP。2) IP 衍生品：推出“谷知谷知”二次元新零售品牌，运营动漫主题空间、快闪店和主题展活动 + 搭建 IP 衍生品货盘。

积极利用 AI 等新技术赋能全业态提效，并探索新的商业化空间，有望构筑第三成长曲线。1) “夸父 AI 数智出版平台”，赋能业务全流程提质增效，目前已内部验证实用性，未来将进行商业化探索。2) 科技评论智能体“Thinker”预发布等。

投资建议：我们看好公司主业+IP/AI 布局带来新增长点，预计公司 25-27 年营业收入 17.39/18.10/18.85 亿元，同比增速 3%/4%/4%，归母净利润 1.73/2.04/2.15 亿元，同比增速 46%/18%/5%。对应当前股价 PE 分别为 47/40/38 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：主业下滑风险、IP 市场竞争加剧风险、相关政策改变风险、谷子店进展不及预期、股价波动风险

投资评级

行业	传媒/出版
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	42.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	190.15
流通 A 股股本(百万股)	190.15
A 股总市值(百万元)	8,127.08
流通 A 股市值(百万元)	8,127.08
每股净资产(元)	11.91
资产负债率(%)	31.55
一年内最高/最低(元)	42.74/25.57

作者

刘欣	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120007	
liuxinb@tfzq.com	
吴婧	分析师
SAC 执业证书编号：S1110526020002	
wujingb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,716.96	1,687.48	1,739.39	1,810.28	1,884.58
增长率(%)	(4.65)	(1.72)	3.08	4.08	4.10
EBITDA(百万元)	157.05	293.21	260.92	279.22	286.30
归属母公司净利润(百万元)	116.36	118.67	172.69	204.01	214.50
增长率(%)	(7.72)	1.99	45.52	18.13	5.14
EPS(元/股)	0.61	0.62	0.91	1.07	1.13
市盈率(P/E)	69.85	68.48	47.06	39.84	37.89
市净率(P/B)	3.86	3.76	3.61	3.46	3.31
市销率(P/S)	4.73	4.82	4.67	4.49	4.31
EV/EBITDA	21.72	13.51	22.56	21.10	19.84

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中信出版：传媒央企，大众出版领军	3
1.1. 中信出版：传媒央企，大众出版领军	3
1.2. 股权结构与管理层介绍	3
1.3. 财务分析	4
2. 出版主业优势稳固，积极布局 IP+AI 等新增长曲线	6
2.1. 大众图书龙头，积极拓展动漫等新品类	6
2.2. 再创业：发布动漫文创战略，进军 IP 赛道	8
2.3. 再创业：AI 技术赋能降本增效+探索新商业化方向	9
3. 盈利预测与估值	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：公司营业收入（亿元，%）	4
图 3：公司分业务收入增速（%）	5
图 4：公司营收结构（%）	5
图 5：公司总毛利率及分业务毛利率（%）	5
图 6：公司费率（%）	5
图 7：公司归母净利润（亿元，%）	5
图 8：公司旗下部分出版社列举	6
图 9：公司出版部分代表作	7
图 10：中信出版书店	7
图 11：抖音直播+线上店铺	7
图 12：中信书院介绍	8
图 13：《黑神话：悟空》艺术设定集	9
图 14：谷知谷知线下旗舰店	9
表 1：公司主营业务	3
表 2：管理层介绍	3
表 3：盈利预测（亿元）	10

1. 中信出版：传媒央企，大众出版领军

1.1. 中信出版：传媒央企，大众出版领军

中信出版社成立于 1988 年，隶属于中国中信集团有限公司，是国家新闻出版署批准成立的第一家由中央企业主管、主办的图书出版机构，拥有图书、报刊、电子、音像和网络出版及批发零售全牌照，是国内首批一级出版社和全国百佳图书出版单位。2008 年，中信出版社改制为中信出版股份有限公司；2013 年发展为中信出版集团；2019 年 7 月，中信出版集团作为大众出版龙头企业登陆 A 股。

业务结构看，目前公司主营图书出版与发行业务、数智服务业务和城市文化空间运营业务。1) 出版：涵盖主题出版、经济与管理、少儿、文学、动漫、传记、科普、生活、艺术等主要图书品类；2) 数智服务：运营面向 C 端用户的中信书院 APP 和面向 B 端客户的企业学习综合服务，提供数字阅读类产品、课程、播客、视频节目、企业学习平台、知识礼物、数字内容分销、论坛、研学等数智化驱动的泛知识服务；3) 城市文化空间运营：以中信书店为核心品牌，布局国内重要城市机场、商务区和城市社区，以覆盖全书业的图书、文创商品、餐饮供应链为基础，围绕用户流量运营，开展线上和线下融合销售。

表 1：公司主营业务

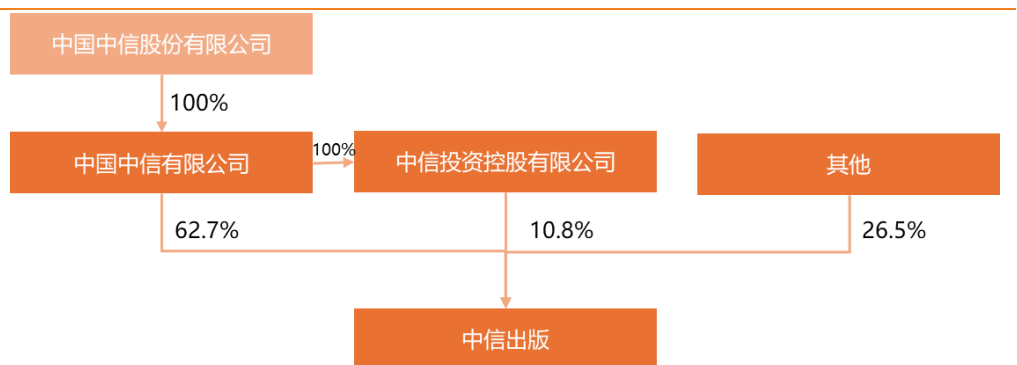
主营业务	业务详情	2024 年收入 (亿元)
图书出版发行	涵盖主题出版、经济与管理、少儿、文学、动漫、传记、科普、生活、艺术等主要图书品类，图书销售覆盖全模式、全渠道，内容电商自播发展迅速	13.12
城市文化空间运营	以中信书店为核心品牌，布局国内重要城市机场、商务区和城市社区，以覆盖全书业的图书、文创商品、餐饮供应链为基础，围绕用户流量运营，开展线上和线下融合销售	3.13
数智内容	运营面向 C 端用户的中信书院 app 和面向 B 端客户的企业学习综合服务，提供数字阅读类产品、课程、播客、视频节目、企业学习平台、知识礼物、数字内容分销、论坛、研学等数智化驱动的泛知识服务	2.22

资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所

1.2. 股权结构与管理层介绍

股东结构看，稀缺传媒央企。截至 2025 年三季度，中信股份有限公司通过中国中信有限公司(控股股东)和中信投资控股有限公司合计持有公司 73.5%的股权，股权集中度较高。

图 1：公司股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

管理层看，高管团队经验丰富，在相关行业有多年任职经历，专业知识丰富；且大部分管理层均在公司或者中信集团体系内任职多年，企业文化认同感强。

表 2：管理层介绍

姓名	职务	履历
陈炜	董事长、董事	生于 1978 年 11 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，文学博士、法学博士，毕业

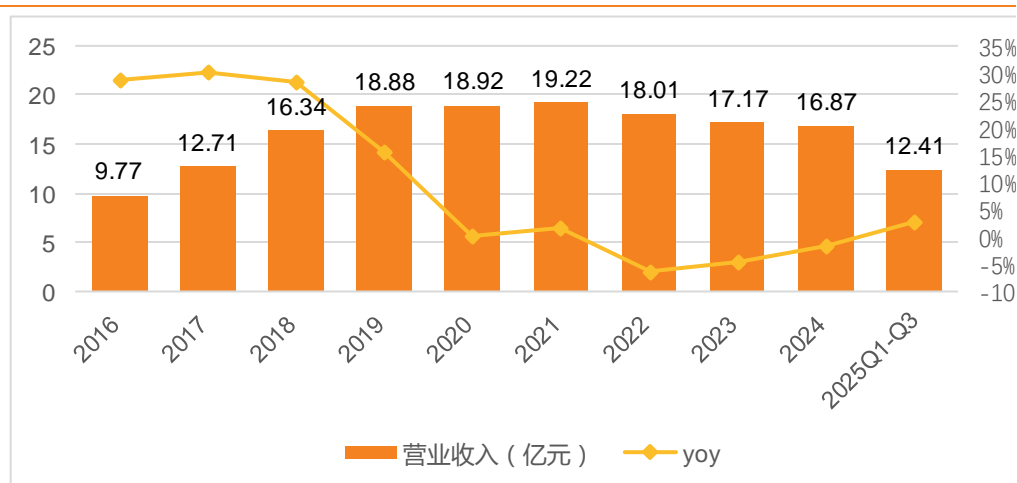
		于上海复旦大学传播学专业，上海交通大学法学专业。曾任上海市政府办公厅机关团委书记，上海市委办公厅秘书处正处级秘书，上海国际集团有限公司战略研究部总经理，中信兴业投资集团有限公司副总经理、工会主席，公司副董事长、总经理、党委副书记。现任公司董事长、党委书记。
段甲强	副董事长、总经理、董事	生于 1975 年 1 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，毕业于中国人民大学行政管理专业。2005 年 7 月至 2024 年 11 月，历任中国中信集团有限公司办公厅秘书处文字秘书、副处长、处长，办公厅主任助理、副主任。现任公司副董事长、总经理、党委副书记。
潘岳	副总经理	生于 1969 年 10 月，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，毕业于北京大学中文专业。曾任公司大众图书市场部负责人、社长助理、总编辑、工会主席。现任公司副总经理、党委委员。
汪媛媛	副总经理	生于 1970 年 11 月，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，毕业于浙江大学经济学专业。曾任公司财务部主任、总经理助理、财务负责人。现任公司副总经理、党委委员。
朱虹	副总经理	生于 1981 年 2 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，毕业于中国传媒大学国际关系专业。2006 年 8 月至今，历任公司经管社编辑、经管社社长、财经事业部总经理。现任公司副总经理、党委委员，知识服务事业部总经理。
王亮	财务总监	出生于 1981 年 12 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，毕业于南开大学会计学专业，中国注册会计师。曾任安永华明会计师事务所审计经理，中国神华能源股份有限公司财务部主管，中国中信集团有限公司财务部高级主管、副处长、处长，中信建设有限责任公司董事，中信金属集团有限公司董事。现任公司财务总监，党委委员。
张海东	董事会秘书	生于 1973 年 12 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，持有对外经济贸易大学工商管理硕士学位。曾任中国国际经济咨询公司信息部副经理，中信集团办公厅秘书，中美工程公司人事部经理。现任公司总经理助理、董事会秘书，北京上市公司协会监事。
苏斌	纪委书记	生于 1975 年 1 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，毕业于解放军南京政治学院。曾任海军政治部办公室编辑、武警山东总队指导员、总队宣传处干事，武警总部政治部宣传部教育处宣传干事，中国中信集团有限公司党务工作部宣传处宣传主管、人事教育部任免处主管、人力资源部信息签证处处长、直属机关纪委副书记，公司监事。现任公司纪委书记、党委委员。
洪勇刚	总编辑	生于 1976 年 5 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，毕业于北京大学哲学专业。曾任国家新闻出版总署图书出版管理司审读处主任科员、图书处副处长，国家新闻出版广电总局出版管理司图书处处长。现任公司职工董事、总编辑、党委副书记、工会主席。

资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 财务分析

营收趋势：近年来相对稳定。20 年前受益大众阅读需求提升，收入保持中高速增长；20 年后行业进入相对稳态阶段，公司收入也基本保持稳定，增速仅有个位数上下浮动。

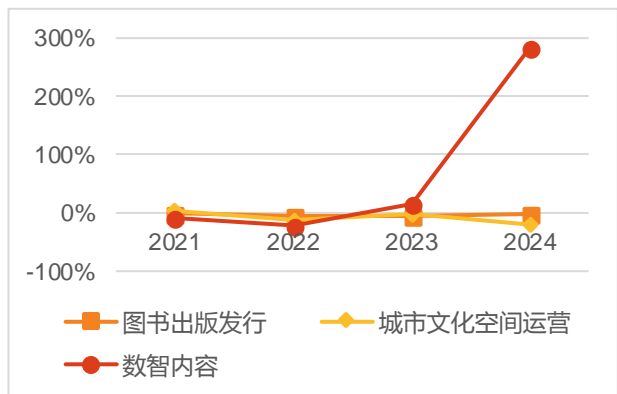
图 2：公司营业收入（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

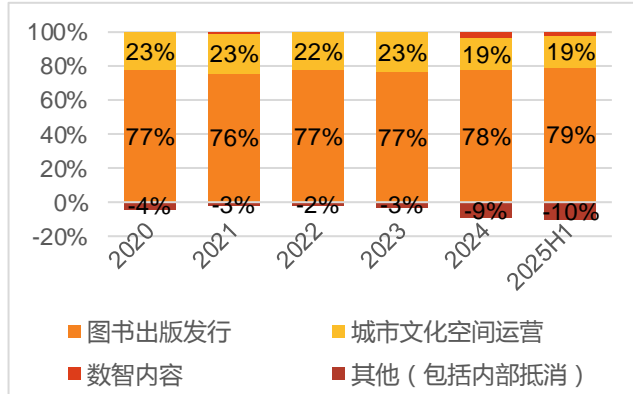
营收结构：图书出版发行为核心主业，积极探索新业务增量。以 25H1 营收占比口径观测，1) 图书出版发行业务占比达 79%，近五年来都稳定占比超 75%，是公司核心主业；2) 新业务：城市文化空间运营（书店业务）占比~19%、数智内容占比~12%，其中空间运营业务受疫情冲击+弱宏观等影响近年来占比略下降，数智内容业务快速增长。

图 3：公司分业务收入增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

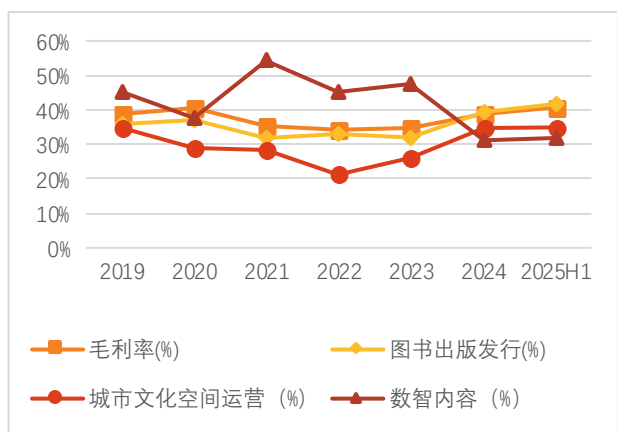
图 4：公司营收结构（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

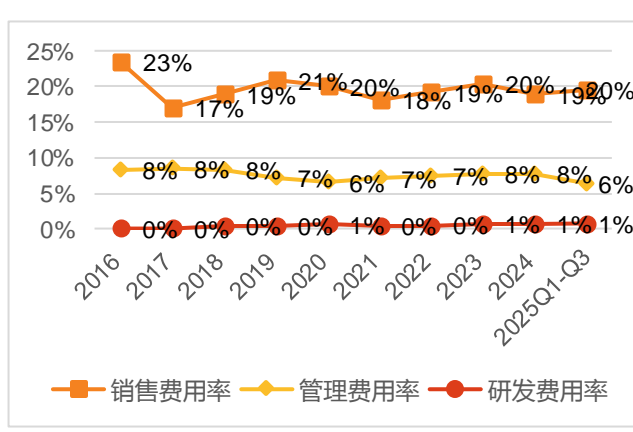
毛利率：整体保持相对稳定，其中 21-23 年受疫情等影响收入端承压但成本较为刚性毛利率有所下滑，但当前已开始逐渐好转。此外，公司三费控制也较为稳定。

图 5：公司总毛利率及分业务毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

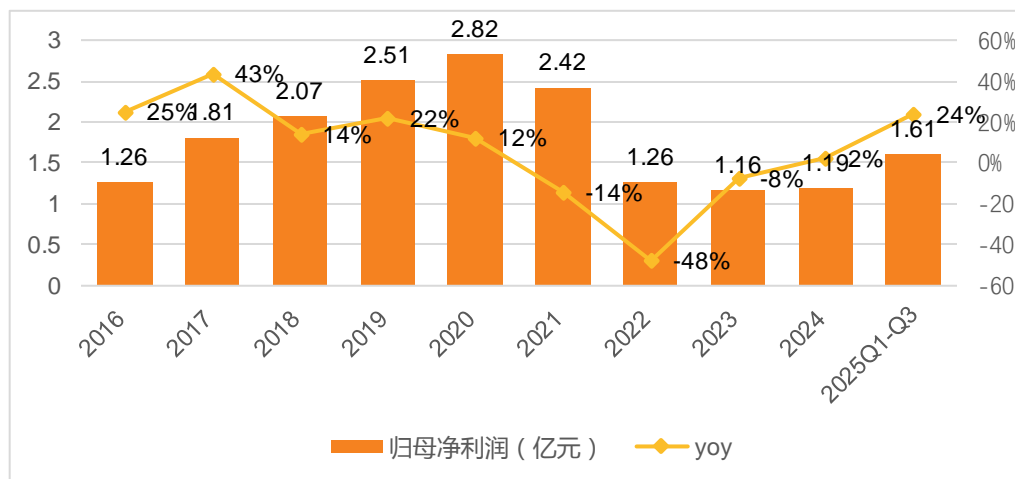
图 6：公司费率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

利润趋势：与营收趋势类似（20 年之前高增，21-23 年下滑，24 年起重回增长），但波动较收入更大，主因为毛利率有波动。

图 7：公司归母净利润（亿元，%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 出版主业优势稳固，积极布局 IP+AI 等新增长曲线

2.1. 大众图书龙头，积极拓展动漫等新品类

大众出版领军，经管、传记等多品类位列 TOP1，动漫等新品类持续发力中

- **总实力突出：**根据开卷报告，公司零售市场市占率常年靠前，其中 24-25H1 均位列全国图书零售市场单体出版社首位。旗下拥有见识城邦、前沿、灰犀牛、中信大方等知名出版社/品牌，曾与超 13,000 位国内外作者建立合作，出版图书超过 12,000 种，基本实现了大众出版领域的全覆盖，曾出版了《谁动了我的奶酪》、《从优秀到卓越》、《激荡三十年》、《黑天鹅》、《人类简史》等经典书籍。

图 8：公司旗下部分出版社列举





资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 细分板块看：**1) 公司在经管、传记、心理自助等赛道排名靠前，少儿、自然科学、文学艺术等也逐渐成为新优势方向。25H1 公司在经管、传记、艺术、科普类图书位居第一，文学类跃居第三。2) 新孵化动漫产线快速增长；积极布局影游书 IP 联动等，与《黑神话：悟空》《哪吒之魔童闹海》达成衍生图书合作，动漫产线 24 年同比增长超 25%，25H1 动漫游戏图书占有率跃升至市场第一。

图 9：公司出版部分代表作



资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前公司已实现线上线下一体化的多维销售渠道。一方面，发挥中信书店线上线下触达 C 端用户的核心优势，夯实“内容策划+产品选品+供应链运营”的综合能力。围绕“Z 世代”群体消费特征，以提供情绪价值和 IP 价值为抓手，扩大“谷知谷知”在二次元消费群体中的品牌认知度。另一方面，公司内容电商渠道自播和分发优势进一步巩固，政企直销已发展为零售渠道的有力补充，渠道把控与控价能力稳步提升。公司已完成短视频营销体系和基于数据的数字化分发体系构建，建立综合优质内容生产、议题设置、内容宣发等能力的立体化营销阵地。公司进一步强化会员体系建设，营销策略日益精细化、垂直化。

图 10：中信出版书店

图 11：抖音直播+线上店铺



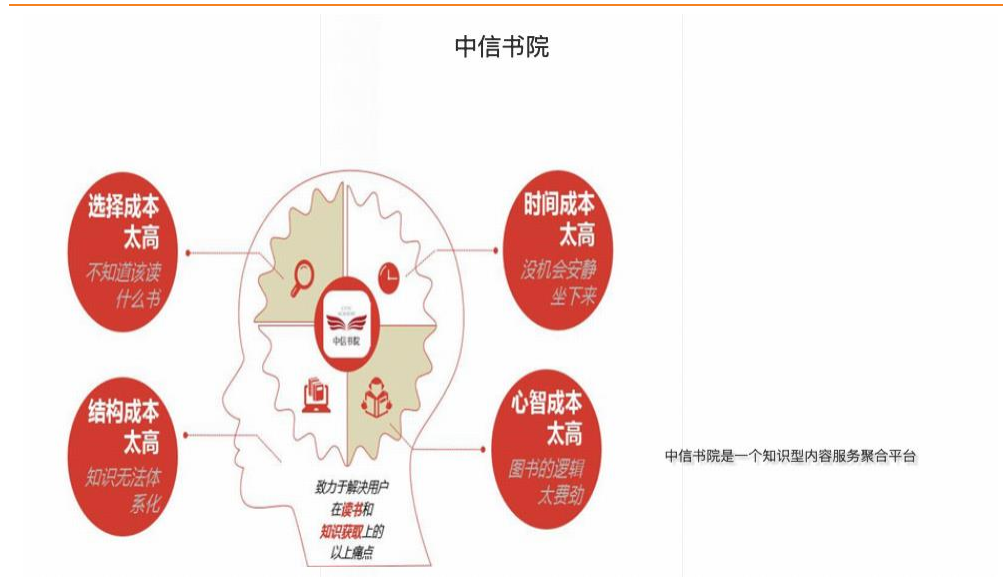
资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：抖音，天风证券研究所

此外，数智服务业务孵化阅读新场景，打造智库品牌影响力。以数智化业务流和出版知识库驱动创新阅读场景构建。中信书院 app 焕新升级 2.0 版本，加强 2B2C 渠道商务体系拓展，聚焦商务人群和高净值用户，持续扩大用户规模、提升付费转化率。以“文字图像化、图像视频化、视频智能化、作者 IP 化”构建多模态知识 IP 矩阵的虚实互动场景。围绕政企客户需求，持续打造以知新学习平台为核心的企业学习培训场景，构建智库产品和服务体系，形成系列化、品牌化的智库成果。

图 12：中信书院介绍



资料来源：公司官网，天风证券研究所

展望后续，24 年公司已重组升级新经济、主题学术、财经、社科、生活美学、文学和动漫七大出版事业部，深度运营全品线百种精品力作，我们预计公司将一方面继续实现已有优势品类提效与优势维持；另一方面，将深化动漫文创战略，加大版权战略储备，逐步完善影游书联动的 IP 覆盖、挖掘、策划机制和 IP 运营体系，并积极借助城市文化空间运营，驱动业务增量。

2.2. 再创业：发布动漫文创战略，进军 IP 赛道

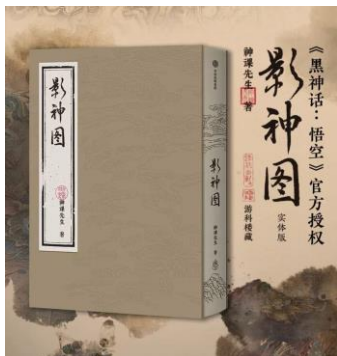
24 年公司发布动漫文创战略，根据公司公司公告，2025 年预计 IP 运营类业务（不包括图书）收入近 5000 万元。未来五年，公司计划将 IP 运营板块提升到公司主营板块，形成公司第四大支柱主业。公司目前正在推动将 IP 运营业务独立公司化。

- **基于已有出版能力积淀，开发 IP 衍生图书：**1) 持续拓展与国内外头部动漫、游戏、影视公司的合作，包括光线、游戏科学、爱奇艺、阅文、腾讯动漫、分子互动等，已

成功与《黑神话：悟空》《哪吒之魔童闹海》《中国奇谭》《长安三万里》《唐人街探案》等头部游戏影视 IP 合作开发衍生图书；2) 持续签约头部 IP 和新锐 IP，包括“非人哉”“诡秘之主”“永夜星河”“莲花楼”“赴山海”“垂涎”等。

- **IP 衍生品：**1) 推出“谷知谷知”二次元新零售品牌，运营动漫主题空间、快闪店和主题展活动；2) 搭建 IP 衍生品货盘，已覆盖百余种 IP，SKU 近 4 万种，其中自研产品 SKU 约 400 种。

图 13：《黑神话：悟空》艺术设定集



资料来源：新华文轩淘宝旗舰店，天风证券研究所

图 14：谷知谷知线下旗舰店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，我们再进一步讨论上文中处于快速成长阶段的【**动漫**】产线。公司动漫事业部定位为公司流行文化 IP 生态布局的核心源头，连接图书内容与泛娱乐业态，2025Q1-Q3 出版图书品种 43 种，营收水平、销售折扣、毛利率等均列行业最高位。

根据公司公司公告，目前公司已与众多国内外头部内容机构建立合作和定期沟通机制，包括哔哩哔哩漫画、上美影、光线传媒、翻翻动漫、腾讯动漫、阅文动漫等。

- **短期目标：**稳固图书业务基本盘，完成首批核心 IP 孵化，实现 IP 授权初步盈利，搭建 AI 微短剧制作与运营团队。全力打造 1-2 个具有全国影响力的动漫 IP，形成“图书+授权+新兴业态”的多元化盈利结构。
- **长期目标：**实现整体战略转型，从单一图书出版经营单元发展为具有核心竞争力的动漫 IP 运营服务公司。

2.3. 再创业：AI 技术赋能降本增效+探索新商业化方向

除传统主业+IP 孵化外，公司也积极利用 AI 等新技术赋能全业态提效，并探索新的商业化空间，有望构筑第三成长曲线。

AI 出版内容工具平台——“夸父 AI 数智出版平台”，赋能业务全流程提质增效：平台覆盖出版生产宣发全流程，面向 17 类出版场景，构建 122 个 AI 助理应用。目前 1) 选题报告的 70% 工作已经可以由 AI 处理；2) 每年支持翻译书稿 2500 余次，错误检出率提升了 15 个百分点；3) 营销端，“夸父”营销功能文案生成时间从原来的 3 至 5 天缩短至 10 分钟，视频生产效率提升了 5-10 倍。目前公司内部使用已验证具备较强的实用性，未来五年主要是面向行业推出，并进行商业化探索。

科技评论智能体“Thinker”预发布：Thinker Agent 将打造更具未来个性化的信息传播体验，对内容产出与知识服务完成“AI+阅读，AI+科技评论，AI+媒体创新体验”三位一体的系统性升级。构建 AI 科技评论平台+数据基座，使前沿 AI 科技可理解、可讨论、可参与。聚集全球顶尖“AI 科技专家思想”，以结构化的 AI 科技书库和全球 AI 前沿情报源（Inspire）两大数据资产构成可持续发展的 AI 科技知识底图，打造 AI 时代的科技评论平台。核心功能一是科技社群，聚合作者、投资者、创业者和研究者四类科技群体，从“看内容”到“共建价值”，其数据库不只是“阅读内容”，更是未来 AI 应用不可或缺的“知识底座”。二是科技评论（TechReview），目标是使中国所有 AI 相关的新企业、新项目都

能在 Thinker 里被找到，以 Inspire（情报雷达）+AI 编辑部的方式，使其成为“有观点、有责任、有深度的科技评论”。三是项目发现（Tech Discovery），让最优秀的项目和 AI 投资者都能在 Thinker 里遇见。四是线下打造 AI 科技思想展场 ThinkersCLUB，聚集科技领域专家、行业精英、投研操盘手、高潜新秀。

3. 盈利预测与估值

收入端：1）图书出版发行：25H1 收入 YOY+4.54%，动漫战略已有一定成效，展望后续预计传统优势品类保持相对稳定，随着动漫品类发展带动整体收入小幅提升；2）城市文化空间运营：25H1 收入 YOY+4.42%，预计原有中信出版书店相对稳定，此外 24 年起随动漫文创战略实施，更多谷子店开业带动该业务增长提速（根据公司财报，公司预计在上海/北京/成都/长沙等地筹备拓店）；3）数智内容：保持稳定小幅增长。

成本端：1）图书出版发行：预计动漫图书占比提升带动毛利率小幅上行；2）城市文化空间运营：预计毛利率相对稳定；3）数智内容：预计毛利率相对稳定。

我们看好公司主业优势稳固，并看好公司 IP/AI 新布局带来新增长点，预计公司 25-27 年营业收入 17.39/18.10/18.85 亿元，同比增速 3%/4%/4%，归母净利润 1.73/2.04/2.15 亿元，同比增速 46%/18%/5%。对应当前股价 PE 分别为 47/40/38 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18.01	17.17	16.87	17.39	18.10	18.85
YOY	-6%	-5%	-2%	3%	4%	4%
图书出版发行	13.92	13.19	13.12	13.38	13.78	14.20
YOY	-4%	-5%	-1%	2%	3%	3%
城市文化空间运营	4.01	3.91	3.13	3.29	3.55	3.83
YOY	-11%	-2%	-20%	5%	8%	8%
数智内容	0.51	0.58	2.22	2.22	2.26	2.31
YOY	-22%	14%	283%	0%	2%	2%
其他	-0.42	-0.52	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5
YOY	-18%	24%	208%	-6%	0%	0%
毛利率	34%	35%	39%	39%	39%	39%
图书出版发行	33%	32%	39%	42%	42%	42%
城市文化空间运营	21%	26%	35%	35%	35%	35%
数智内容	45%	47%	31%	31%	31%	31%
其他	-120%	-89%	23%	47%	47%	47%
成本	11.84	11.18	10.3	10.6	11.1	11.5
图书出版发行	9.33	8.97	7.97	7.76	7.99	8.23
城市文化空间运营	3.16	2.88	2.04	2.14	2.31	2.50
数智内容	0.28	0.31	1.53	1.53	1.56	1.59
其他	-0.93	-0.98	-1.24	-0.8	-0.8	-0.8

资料来源：wind，天风证券研究所估算

4. 风险提示

1. 主业下滑风险：若宏观经济恢复不及预期，或消费者阅读习惯改变，或线上短视频等渠道竞争加剧等，或带来主业收入下滑风险。
2. IP 市场竞争加剧风险：网络流量、IP 制作资源等方面的市场竞争将愈发激烈，AI 技术的快速发展也在加速推进新技术在行业内的落地应用，进一步加剧市场竞争。
3. 相关政策变化风险：若内容监管政策收紧，或影响公司主业出版收入；若 IP 授权、运营等政策收紧，或影响公司 IP 获得及动漫文创收入。
4. 谷子店进展不及预期：公司目前正在筹备多地拓展“谷知谷知”谷子主题店，若拓店/表现不及预期，则将影响主业收入。
5. 股价波动风险：公司流通市值较小，可能会有股价波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,663.58	1,746.98	1,949.97	1,949.98	2,161.55
应收票据及应收账款	65.37	61.43	69.27	66.76	74.86
预付账款	414.07	422.59	441.16	457.91	478.22
存货	474.42	495.56	505.83	536.51	548.78
其他	78.27	62.00	66.57	64.22	68.89
流动资产合计	2,695.70	2,788.57	3,032.81	3,075.38	3,332.30
长期股权投资	135.97	101.01	106.01	111.01	116.01
固定资产	10.27	11.13	7.06	2.94	2.33
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	41.61	44.74	38.46	32.02	25.43
其他	453.92	363.49	353.02	342.27	336.87
非流动资产合计	641.77	520.37	504.54	488.24	480.64
资产总计	3,337.48	3,308.94	3,537.35	3,563.62	3,812.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	692.02	613.20	734.29	668.30	792.09
其他	382.47	395.05	415.71	410.24	431.64
流动负债合计	1,074.49	1,008.25	1,150.00	1,078.54	1,223.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	168.43	120.83	120.83	120.83	120.83
非流动负债合计	168.43	120.83	120.83	120.83	120.83
负债合计	1,242.92	1,129.09	1,270.84	1,199.38	1,344.56
少数股东权益	(11.30)	15.82	14.99	14.00	12.97
股本	190.15	190.15	190.15	190.15	190.15
资本公积	751.22	751.23	751.23	751.23	751.23
留存收益	1,176.39	1,236.12	1,320.82	1,420.87	1,526.08
其他	(11.91)	(13.47)	(10.67)	(12.02)	(12.05)
股东权益合计	2,094.56	2,179.85	2,266.52	2,364.24	2,468.38
负债和股东权益总计	3,337.48	3,308.94	3,537.35	3,563.62	3,812.94
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	119.57	117.50	172.69	204.01	214.50
折旧摊销	22.73	19.46	14.35	14.55	11.20
财务费用	(12.30)	(14.13)	(17.01)	(27.67)	(27.67)
投资损失	14.53	2.53	9.87	8.97	7.12
营运资金变动	(128.39)	(103.42)	105.97	(108.27)	100.23
其它	183.89	140.28	(1.70)	(2.01)	(2.11)
经营活动现金流	200.02	162.22	284.18	89.58	303.27
资本支出	(80.29)	30.26	3.99	3.99	3.99
长期投资	(16.77)	(34.96)	5.00	5.00	5.00
其他	(106.86)	52.08	(22.86)	(21.96)	(20.11)
投资活动现金流	(203.92)	47.38	(13.86)	(12.97)	(11.12)
债权融资	12.46	14.90	17.01	27.67	27.67
股权融资	(64.23)	(62.02)	(84.32)	(104.27)	(108.26)
其他	(67.17)	(74.95)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(118.94)	(122.07)	(67.32)	(76.60)	(80.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(122.84)	87.53	203.00	0.01	211.57

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,716.96	1,687.48	1,739.39	1,810.28	1,884.58
营业成本	1,118.27	1,030.05	1,063.41	1,106.90	1,152.51
营业税金及附加	6.86	6.59	6.79	7.07	7.36
销售费用	349.83	317.35	327.12	334.90	348.65
管理费用	132.39	130.10	134.10	135.77	141.34
研发费用	11.19	11.19	11.54	12.01	12.50
财务费用	(13.97)	(17.01)	(17.01)	(27.67)	(27.67)
资产/信用减值损失	(51.73)	(79.92)	(61.11)	(61.38)	(61.22)
公允价值变动收益	0.04	(0.04)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(14.53)	(2.53)	(9.87)	(8.97)	(7.12)
其他	28.96	29.03	28.93	28.97	28.98
营业利润	75.13	155.74	171.39	199.93	210.53
营业外收入	6.61	4.81	5.08	5.50	5.13
营业外支出	3.93	0.89	5.48	3.43	3.27
利润总额	77.81	159.67	170.99	202.00	212.39
所得税	(41.76)	42.16	0.00	0.00	0.00
净利润	119.57	117.50	170.99	202.00	212.39
少数股东损益	3.21	(1.17)	(1.70)	(2.01)	(2.11)
归属于母公司净利润	116.36	118.67	172.69	204.01	214.50
每股收益(元)	0.61	0.62	0.91	1.07	1.13
主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-4.65%	-1.72%	3.08%	4.08%	4.10%
营业利润	-35.99%	107.29%	10.05%	16.65%	5.30%
归属于母公司净利润	-7.72%	1.99%	45.52%	18.13%	5.14%
获利能力					
毛利率	34.87%	38.96%	38.86%	38.86%	38.85%
净利率	6.78%	7.03%	9.93%	11.27%	11.38%
ROE	5.53%	5.48%	7.67%	8.68%	8.74%
ROIC	70.76%	-651.27%	125.95%	1469.35%	158.74%
偿债能力					
资产负债率	37.24%	34.12%	35.93%	33.66%	35.26%
净负债率	-76.78%	-77.70%	-83.69%	-80.23%	-85.41%
流动比率	2.51	2.77	2.64	2.85	2.72
速动比率	2.07	2.27	2.20	2.35	2.27
营运能力					
应收账款周转率	18.21	26.61	26.61	26.61	26.61
存货周转率	3.45	3.48	3.47	3.47	3.47
总资产周转率	0.53	0.51	0.51	0.51	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.62	0.91	1.07	1.13
每股经营现金流	1.05	0.85	1.49	0.47	1.59
每股净资产	11.07	11.38	11.84	12.36	12.91
估值比率					
市盈率	69.85	68.48	47.06	39.84	37.89
市净率	3.86	3.76	3.61	3.46	3.31
EV/EBITDA	21.72	13.51	22.56	21.10	19.84
EV/EBIT	23.53	14.17	23.88	22.26	20.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com