

城市传媒（600229.SH）/互联网传媒行业

证券研究报告/公司深度报告

2023年02月26日

**评级：增持（首次覆盖）**

市场价格：7.14元

分析师：韩筱辰

执业证书编号：S0740521110002

电话：15618770927

Email：hanxc@zts.com.cn

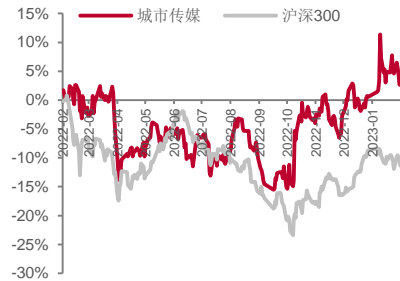
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,155	2,415	2,470	2,691	3,004
增长率 yoy%	-7%	12%	2%	9%	12%
净利润（百万元）	244	278	300	326	358
增长率 yoy%	-35%	14%	8%	9%	10%
每股收益（元）	0.36	0.41	0.45	0.49	0.53
每股现金流量	0.47	0.66	0.65	0.56	0.69
净资产收益率	8%	9%	11%	11%	11%
P/E	19.6	17.2	16.0	14.7	13.4
P/B	1.7	1.6	1.7	1.6	1.4

备注：股价取自 2023 年 02 月 24 日收盘

**基本状况**

总股本(百万股)	671
流通股本(百万股)	671
市价(元)	7.14
市值(百万元)	4,792
流通市值(百万元)	4,792

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**报告摘要**

- 公司概要：**图书出版发行主营业务稳中向好，背靠国企积极布局新业态。城市传媒主要从事图书、期刊等出版物的出版发行业务以及新兴媒体的开发运营业务，其依托国企控股的稳健优势和民企的创新精神，在夯实图书出版发行主营业务的同时，积极向新媒体应用、艺术文创、IP 延伸开发等领域拓展。2017-2021 年，公司营收收入由 19.7 亿增至 24.2 亿元，4 年 CAGR 达 5.2%，营收增速稳健。同时，公司财务状况健康，防御属性良好，2021 年，公司经营活动现金流量净额达 4.5 亿元，现金流储备充沛。
- 行业分析：**图书出版发行平稳增长，文学品类图书及新媒体渠道红利显著。根据中国新闻出版广电报及国家新闻出版署数据，2017-2021 年，量价齐增驱动全国图书零售金额持续增长，2021 年图书零售金额达 1,285.1 亿元，4 年 CAGR 达 10.9%，行业发展稳中向好。图书品类方面，2022 年，我国图书零售市场码洋占比排行前四分别为少儿、社科、教辅教材和文学类，其中文学类增速远超其余三类，品类红利已由先前少儿、社科转向文学品类。零售渠道方面，以短视频直播电商为首的新媒体渠道涨势明显，市占率已超实体书店，红利显著。面对短视频激进折扣力度影响行业盈利能力问题，政策端已释放积极信号，图书价格管控政策有望加速落地以改善行业生态。
- 商业模式与核心竞争力：**以图书出版发行主营业务为主干，向其它特色领域拓展多元化变现渠道。城市传媒商业模式由图书出版发行、文创空间和视听生态业务构成。（1）**优质版权内容持续推动图书出版发行业务发展，教材教辅和一般图书优势显著。**公司凭借丰富产品储备及完善的发行分销平台，实现了单个教材教辅收入行业领先，未来有望向全国市场持续开拓。此外，公司一般图书营收占比较高，其中以文学类大众读物为特色优势板块，公司已签约季羡林、冯骥才以及渡边淳一等国内外知名作家，IP 资源丰富。另外，公司通过拓展影视等新变现路径、出版发行剧改小说等方式，实现了影视剧与图书出版的双向正反馈，进一步丰富版权储备，并持续完善新媒体零售渠道建设，提升产品销售能力。（2）**拓展线上线下文化消费渠道，打造“线上阅读平台+线下文化空间”新模式。**公司已打造青岛城市传媒广场、BC MIX 美食书店、明悦岛 24 小时书店等多个线下复合式文化空间业态，有望与主业持续联动提升用户粘性。（3）**推进视听生态业务，虚拟现实+教育有望打开成长空间。**公司积极推进以 IP 为核心的视听生态业务，其中在虚拟现实板块布局领先，并与青岛虚拟现实研究院签约，其数字教育等产品成果丰硕，VR 海洋研学产品持续迭代，用户体验不断优化。虚拟现实+教育业务有望受政策催化打开成长空间。
- 盈利预测、估值：**我们预计城市传媒 2022-2024 年收入分别为 24.70/26.91/30.04 亿元，分别同比增长 2.29%/8.92%/11.65%。2022-2024 年归母净利润分别为 3.00/3.26/3.58 亿元，分别同比增长 7.66%/8.63%/9.80%，对应 PE 估值分别 16.0x/14.7x/13.4x，首次覆盖，给予增持评级。
- 风险提示：**文化监管端的政策风险；疫情反复风险；短视频直播电商图书折扣力度加大；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>公司概况</b> .....	<b>- 5 -</b>
国有控股扎根出版发行业务，积极布局新业态 .....	- 5 -
<b>财务分析</b> .....	<b>- 7 -</b>
充沛现金流+较高分红助力公司稳中向上 .....	- 7 -
<b>行业分析</b> .....	<b>- 9 -</b>
图书出版发行：价格抬升驱动千亿市场增长 .....	- 9 -
虚拟现实+教育：政策端利好加速应用场景落地 .....	- 14 -
<b>经营分析</b> .....	<b>- 15 -</b>
优质版权内容储备充足，出版发行稳中向上 .....	- 16 -
虚拟现实布局领先，视听产业生态有望打开成长空间 .....	- 23 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 25 -</b>
盈利预测 .....	- 25 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 27 -</b>
文化监管端的政策风险 .....	- 27 -
疫情反复风险 .....	- 27 -
短视频直播电商图书折扣力度加大 .....	- 27 -
研报使用的信息数据更新不及时的风险 .....	- 27 -

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5 -
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年三季度) .....	6 -
图表 3: 2021 年公司营收按业务拆分 (百万元) .....	6 -
图表 4: 2017-2021 年公司营收按产品拆分 (百万元) .....	6 -
图表 5: 2017-2021 年公司营收收入及增速 (亿元) .....	7 -
图表 6: 2017-2021 年公司营收按业务拆分 (亿元) .....	7 -
图表 7: 2017-2021 年公司毛利率情况 (%) .....	7 -
图表 8: 2017-2021 年公司毛利构成 (百万元) .....	7 -
图表 9: 2017-2021 年公司归母净利率情况 (%) .....	8 -
图表 10: 2017-2021 年公司费用率情况 (%) .....	8 -
图表 11: 2017-2021 年公司经营活动现金流量净额 (百万元) .....	8 -
图表 12: 2017-2021 年公司货币资金及资产负债率 (百万元) .....	8 -
图表 13: 2017-2021 年公司分红比例及股息率 (%) .....	9 -
图表 14: 出版行业产业链.....	9 -
图表 15: 2017-2021 年全国图书出版定价总金额及增速拆分 (亿元) .....	10 -
图表 16: 2017-2021 年全国图书零售金额及增速 (亿元) .....	10 -
图表 17: 2017-2021 年全国图书零售量价拆分及增速 (亿册, 元) .....	10 -
图表 18: 出版行业品类成长性版图变化示意图.....	11 -
图表 19: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元) .....	11 -
图表 20: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%) .....	11 -
图表 21: 2018-2022 年全国图书零售市场分渠道码洋规模及增速 (亿元) .....	12 -
图表 22: 2018-2022 年全国图书零售市场分渠道码洋占比 (%) .....	12 -
图表 23: 出版行业渠道成长性版图变化示意图.....	12 -
图表 24: 2022 年全国图书零售市场分渠道码洋规模占比 (%) .....	13 -
图表 25: 2022H1 全国图书零售市场分渠道码洋增速及折扣 (%) .....	13 -
图表 26: 出版行业图书价格管控相关政策会议梳理.....	13 -
图表 27: 《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划 (2022-2026 年)》中应用场景表述.....	14 -
图表 28: 2017-2023E 虚拟现实教育培训市场规模及增速 (亿元) .....	15 -
图表 29: 公司商业模式示意图.....	16 -
图表 30: 2017-2021 年公司出版业务营收及增速 (亿元) .....	17 -
图表 31: 2017-2021 年公司发行业务营收及增速 (亿元) .....	17 -
图表 32: 2017-2021 年公司出版业务营收拆分 (百万元) .....	17 -
图表 33: 2017-2021 年公司发行业务营收拆分 (百万元) .....	17 -

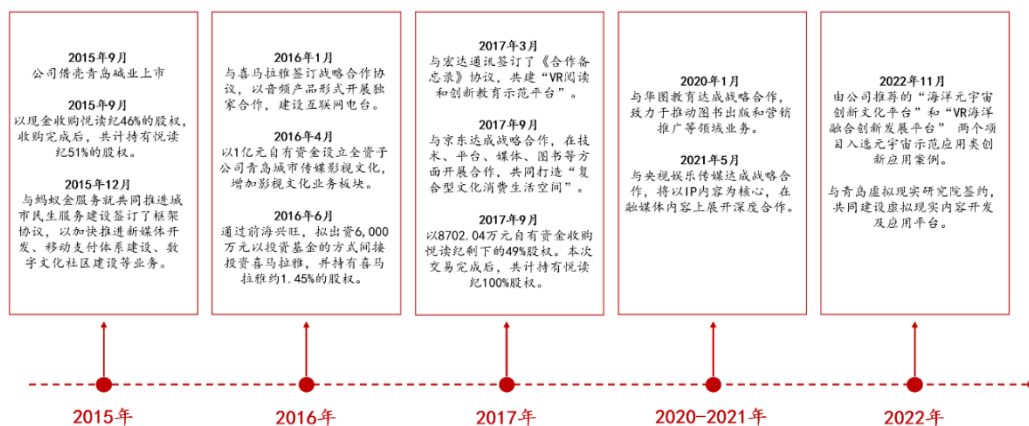
图表 34: 2017-2021 年青岛市出生人口及增速 (万人)	- 18 -
图表 35: 2017-2021 年青岛市 K12 在校学生数及增速 (万人)	- 18 -
图表 36: 2017-2021 年青岛市人均可支配收入及增速 (元)	- 18 -
图表 37: 2017-2021 年公司教材教辅营收及增速 (百万元)	- 18 -
图表 38: 2017-2021 年公司教材教辅销售量及增速 (百万册)	- 19 -
图表 39: 2017-2021 年公司教材教辅码洋及增速 (百万元)	- 19 -
图表 40: 2017-2021 年公司单个教材教辅收入情况 (元)	- 19 -
图表 41: 2021 年公司同可比公司单个教材教辅收入对比 (元)	- 19 -
图表 42: 2017-2021 年公司一般图书营收及增速 (百万元)	- 20 -
图表 43: 2017-2021 年公司一般图书销售量 (百万册)	- 20 -
图表 44: 2017-2021 年公司一般图书码洋 (百万元)	- 20 -
图表 45: 2019-2021 年公司同可比公司一般图书营收情况对比 (百万元)	- 20 -
图表 46: 2017-2021 年公司单个一般图书收入情况 (元)	- 21 -
图表 47: 2021 年公司同可比公司单个一般图书收入对比 (元)	- 21 -
图表 48: 公司一般图书产品矩阵	- 21 -
图表 49: 公司剧改图书《狂飙》销售情况	- 22 -
图表 50: 公司多元销售渠道平台情况	- 23 -
图表 51: 公司虚拟现实布局动态整理	- 24 -
图表 52: 公司虚拟现实业务布局	- 24 -
图表 53: 公司“我爱祖国新疆”VR 研学体验馆	- 25 -
图表 54: 公司“青知智教”数字教育产品	- 25 -
图表 55: 公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)	- 25 -
图表 56: 可比公司估值	- 26 -

## 公司概况

### 国有控股扎根出版发行业务，积极布局新业态

- **以出版发行为根，积极布局新业态。**青岛城市传媒股份有限公司于2015年成功借壳青岛碱业上市，主要从事图书、期刊、电子音像等出版物的出版发行业务以及新兴媒体的开发运营业务。公司在不断提升版权运营水平、推动书店业态转型、夯实主营业务基础的同时，积极向新媒体应用、艺术文创、IP 延伸开发等领域拓展，初步构建了以 IP 运营为核心的业务构架。
- 2015年，公司与蚂蚁金服签订协议，推进新媒体开发、移动支付体系等业务。2016年，与喜马拉雅达成合作，共建互联网电台。2017年，与宏达通讯、京东建立合作关系，致力于打造“VR 阅读和创新教育示范平台”、“复合型文化消费生活空间”。2020年，与央视娱乐合作，以 IP 为核心推动融媒体内容发展。在文化和科技加速融合发展的背景下，城市传媒积极推进数字化转型升级，并于2022年与青岛虚拟现实研究院签约，共同建设虚拟现实内容开发及应用平台。

图表 1: 公司发展历程

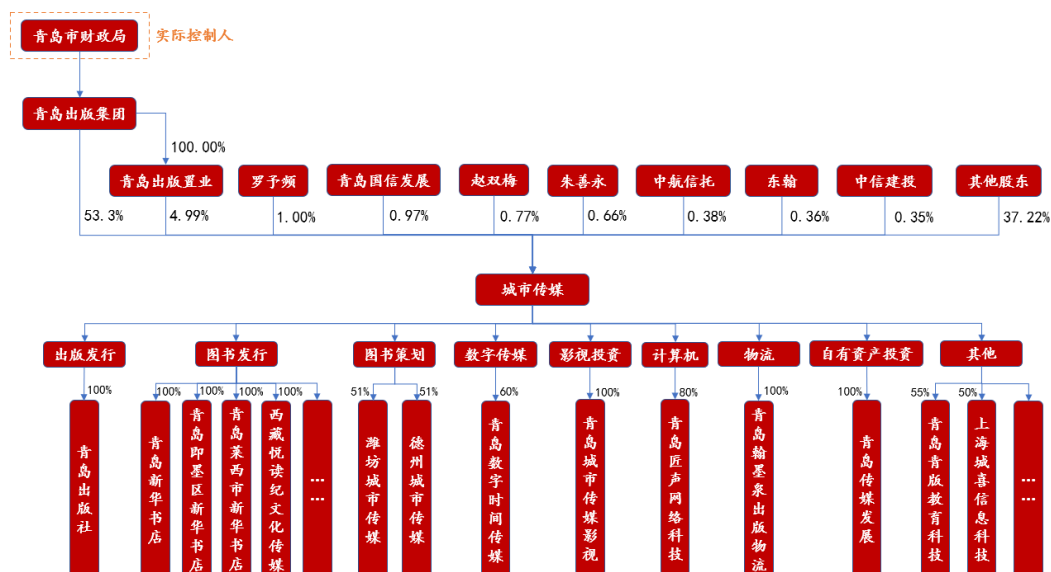


来源：公司公告，城市传媒官网，中泰证券研究所

- **国有控股+民企创新精神为公司转型升级打下坚实基础。**青岛出版集团有限公司直接持有公司 53.30%的股权，并通过全资子公司青岛出版置业有限公司间接持有公司 4.99%的股权，合计持有公司 58.29%的股权，成为公司控股股东。青岛市财政局通过持有青岛出版集团 100%的股权为城市传媒的实际控制人。青岛出版集团是 2009 年 3 月由青岛出版社整体转企改制组建的市属国有独资文化企业，集团下辖青岛城市传媒股份有限公司、青岛首页传媒有限责任公司等 60 余家控股公司，形成了出版、发行、媒体、投资等多元协同的发展格局。公司既具备国企控股稳健意识，又兼具民企创新精神，机制灵活，为公司转型升级打下坚实

基础。

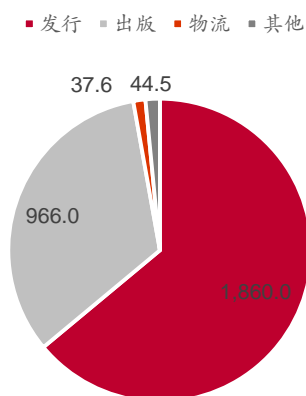
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年三季度报)



来源: 公司公告, 青島出版集團官網, 中泰證券研究所 (注: 下屬子公司數據截至 2022 年半年報)

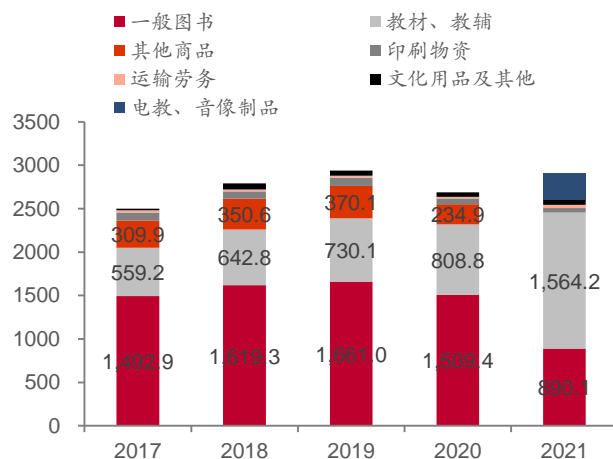
- 出版發行主業堅挺, 一般圖書及教材教輔持續貢獻營收。公司業務模式圍繞核心圖書出版、發行業務展開, 同時布局影視製作、VR 教育等新業態業務。2021 年公司發行及出版業務分別為 18.60 億元及 9.66 億元, 合計占總收入比超 90%。分產品來看, 一般圖書及教材教輔為公司主要產品, 2021 年因口徑調整使得教材教輔成為最大收入品類圖書。

图表 3: 2021 年公司營收按業務拆分 (百萬元)



来源: Wind, 中泰證券研究所 (注: 未剔除內部抵消)

图表 4: 2017-2021 年公司營收按產品拆分 (百萬元)



来源: Wind, 中泰證券研究所 (注: 未剔除內部抵消)

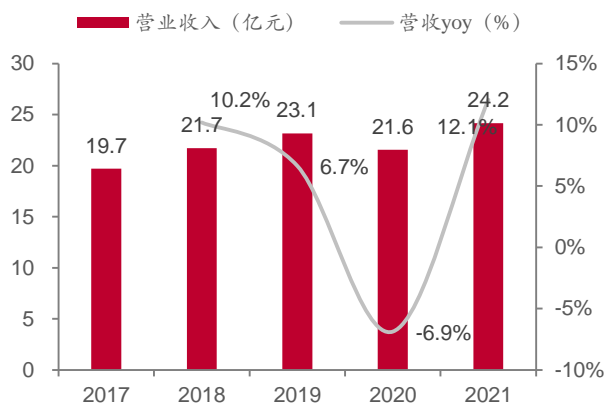


## 财务分析

### 充沛现金流+较高分红助力公司稳中向上

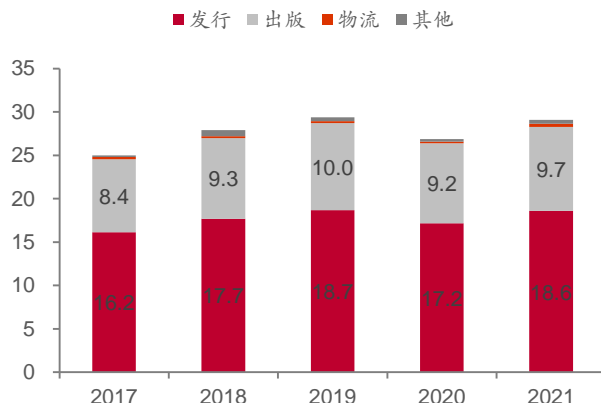
- **核心主业稳中向上。**2017-2021年，公司营收收入由19.7亿增至24.2亿元，4年CAGR达5.2%。其中，2017-2021年公司出版及发行业务收入CAGR均为3.6%。

图表 5: 2017-2021 年公司营收收入及增速 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

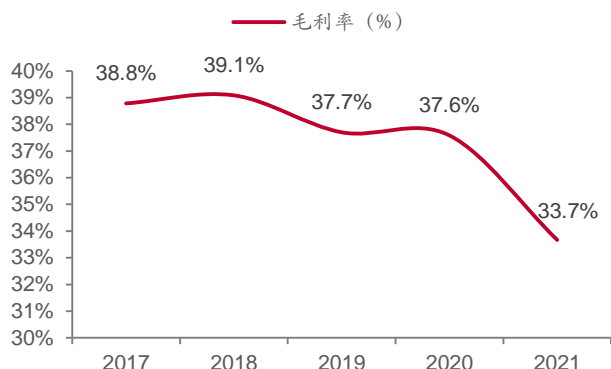
图表 6: 2017-2021 年公司营收按业务拆分 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

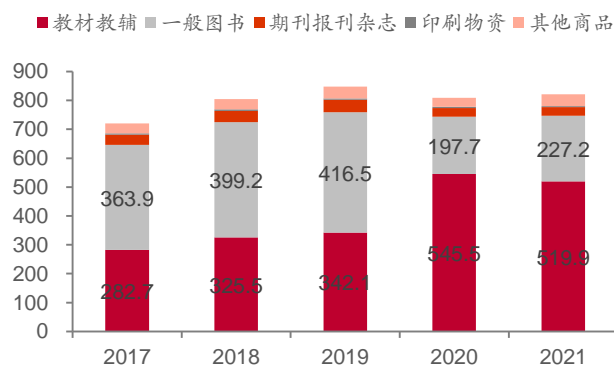
- **毛利率有望随着图书价格管控政策落地企稳。**2017-2021年，公司毛利率变动呈较为明显的下降趋势，由2017年的38.8%减少为2021年的33.7%，主要由于线上销售渠道采取低折扣导致毛利空间承压，但预计有望随着图书价格管控政策落地企稳。毛利构成方面，公司教材教辅和一般图书为毛利的主要来源，2021年毛利分别为5.2亿元及2.3亿元。

图表 7: 2017-2021 年公司毛利率情况 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

图表 8: 2017-2021 年公司毛利构成 (百万元)

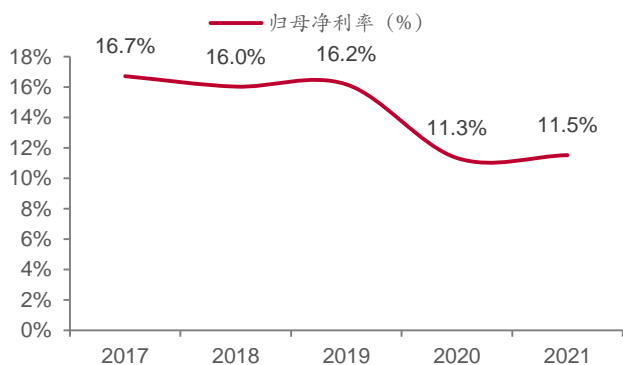


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

- **稳控费用支出积极应对毛利承压, 归母净利率反弹展现韧性。**2017-2021年，公司归母净利率在毛利润承压情况下有所回落，但随着公司稳控费用端支出，三项费用率稳中有降，其归母净利率触底反弹展现韧性，

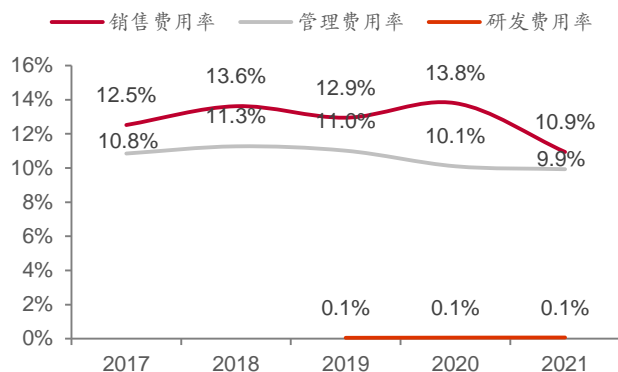
2021 年归母净利率达 11.5%。

图表 9: 2017-2021 年公司归母净利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

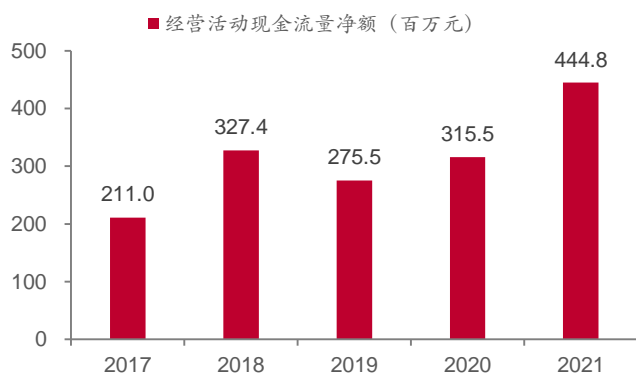
图表 10: 2017-2021 年公司费用率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

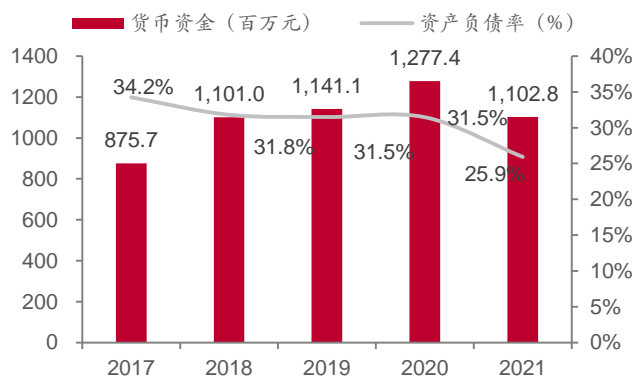
- 现金储备充沛, 资产结构健康。**公司在 2017-2021 年期间的经营活动现金流量净额总体上呈不断增长趋势, 2021 年, 公司经营活动现金流量净额达 4.5 亿元, 账上现金储备充沛, 拥有足够资金以支持未来经营活动。同时, 公司资产负债率呈逐年下降趋势, 2021 年其资产负债率为 25.9%, 总体负债水平较低, 偿债能力较强。

图表 11: 2017-2021 年公司经营活动现金流量净额(百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2017-2021 年公司货币资金及资产负债率(百万元)

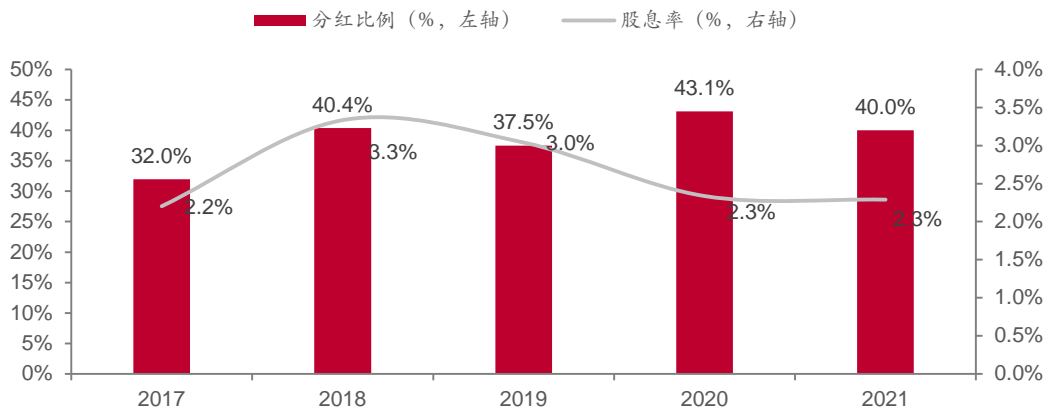


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 分红比例稳中向上, 防御属性良好。**公司在 2017-2021 年保持了稳中向上的分红比例和适中水平的股息率, 防御属性良好, 2021 年分红比例及股息率分别为 40.0%和 2.3%。



图表 13: 2017-2021 年公司分红比例及股息率 (%)



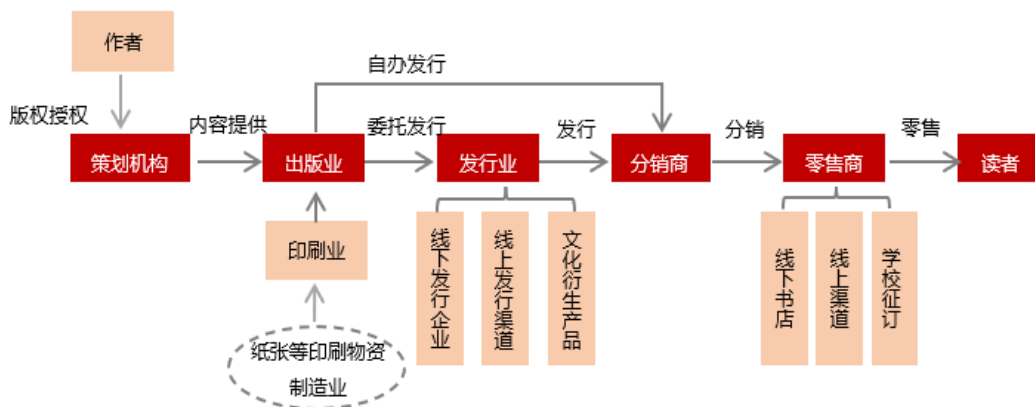
来源: 公司公告, Wind, 东方财富, 中泰证券研究所 (注: 股息率计算公式为当年每股分红/当年年末收盘价)

## 行业分析

### 图书出版发行: 价格抬升驱动千亿市场增长

- **图书出版产业链以内容创作及出版为核心持续演化发展。**我国图书出版行业产业链由内容创作策划、出版、发行、分销和零售五个环节构成, 涵盖从上游的作者、纸张供应商, 到下游的实体书店、线上零售渠道和消费者等, 每个环节均具有较为独立的商业体系, 产业链愈发细化成熟。一般运作模式如下: 作者将版权授权给策划机构后, 出版社对作品进行报批, 通过后可申请书号, 进行图书出版, 并在国家新闻出版广电总局备案。出版社委托印刷企业进行实体图书的印刷之后, 发行商从出版社购入图书, 并销售给下游分销商、零售商, 下游分销零售最终面向消费者进行多渠道销售。

图表 14: 出版行业产业链

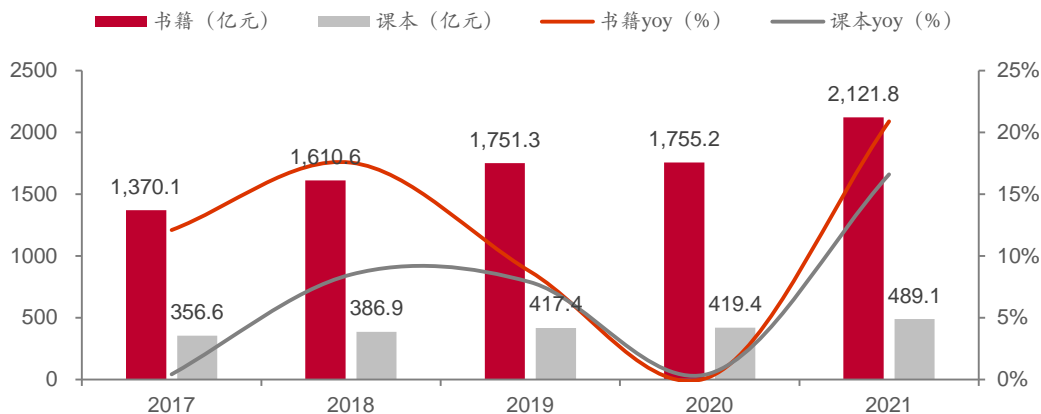


来源: 华经产业研究院, 中泰证券研究所

- **图书出版定价总金额持续向上。**出版方面, 根据中国新闻出版广电报及

国家新闻出版署数据，截止 2021 年，全国图书出版定价（码洋）市场规模约 2,600 亿元。2017-2021 年，书籍和课本出版定价总金额均呈增长趋势，2020 年受疫情影响增长有所放缓，但 2021 年随着疫情稳定其迅速反弹，书籍/课本分别同比增加 20.9%/16.6%。

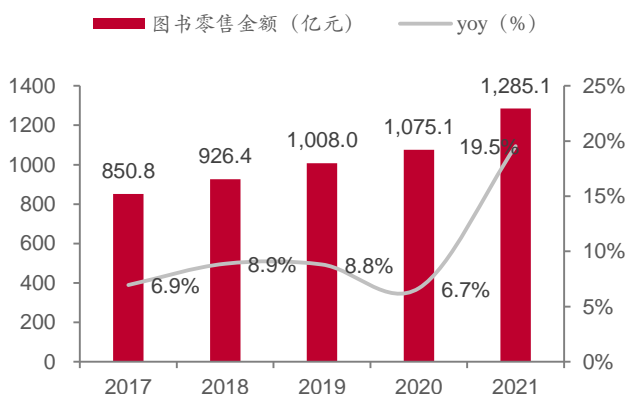
图表 15: 2017-2021 年全国图书出版定价总金额及增速拆分 (亿元)



来源：中国新闻出版广电报，国家新闻出版署，中泰证券研究所

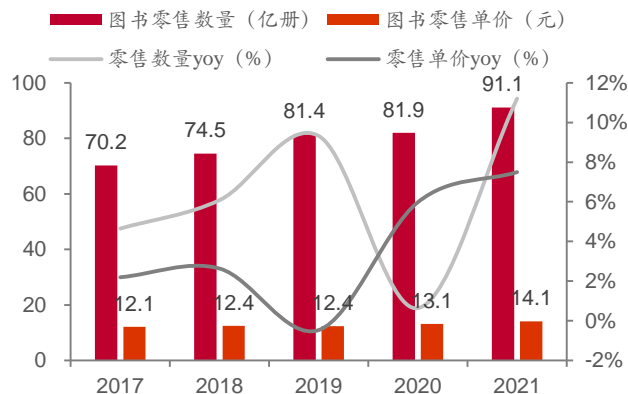
- **量价齐增驱动发行零售额规模增长。**发行方面，根据中国新闻出版广电报及国家新闻出版署数据，2017-2021 年全国图书零售实现 5 年连续递增，2021 年图书零售金额达 1,285.1 亿元，4 年 CAGR 达 10.9%。我们对图书零售金额进行量价拆分，2021 年图书零售数量达 91.1 亿册，随着疫情稳定增速明显加快，同比增长 11.2%，图书平均零售单价为 14.1 元，同比增长 7.5%，数量及价格端持续抬升驱动发行零售额规模增长。

图表 16: 2017-2021 年全国图书零售金额及增速 (亿元)



来源：中国新闻出版广电报，国家新闻出版署，中泰证券研究所

图表 17: 2017-2021 年全国图书零售量价拆分及增速 (亿册, 元)



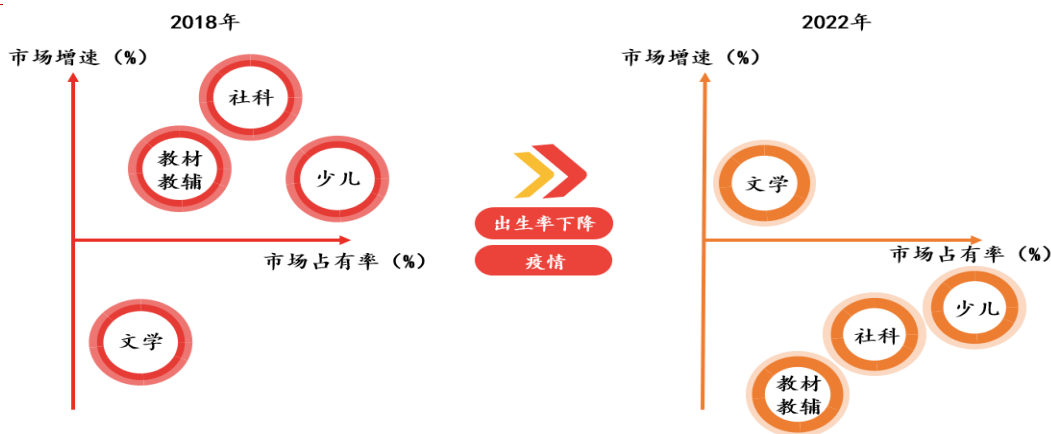
来源：中国新闻出版广电报，国家新闻出版署，中泰证券研究所

- **少儿、社科等品类图书需求有所收缩，文学品类势头渐涨。**根据北京开卷数据，2018 年，我国图书零售市场码洋占比排行前三品类为少儿、社

科和教材教辅,且均处于高速增长阶段,文学类码洋占比紧随三者之后,但由于内容端作品创新不足,爆款空缺,增长遭遇瓶颈。2022年,码洋占比排行前三品类仍为少儿、社科和教材教辅,码洋规模分别为 249.3 亿元、212.6 亿元及 144.8 亿元,但三者均出现不同程度的负增长,主要受双减政策落地、疫情带来的居民收入下降、物流运力下降以及人口出生率降低所导致的适龄少儿同比减少等因素影响。

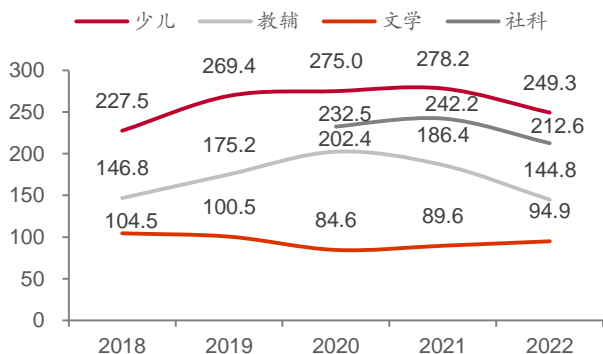
- 相反,文学类图书在品类大盘整体承压情况下实现逆势增长,2018年还处于“寒冬期”的文学品类是2022年图书零售主要细分市场中仅有的2个正增长品类之一,主要受到网文纸书、经典读物以及名家新作等网络热度的带动,北京开卷数据显示,2022年其码洋规模为 94.9 亿元,同比增长 6.0%。由此可看出,品类红利已由少儿、社科品类转向文学品类。

**图表 18: 出版行业品类成长性版图变化示意图**



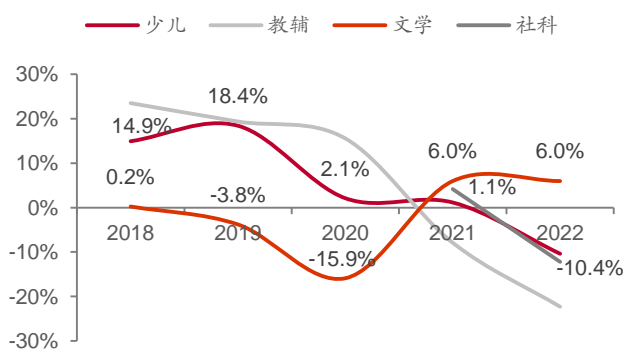
来源:北京开卷,中泰证券研究所

**图表 19: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋规模(亿元)**



来源:北京开卷,中泰证券研究所

**图表 20: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋增速(%)**

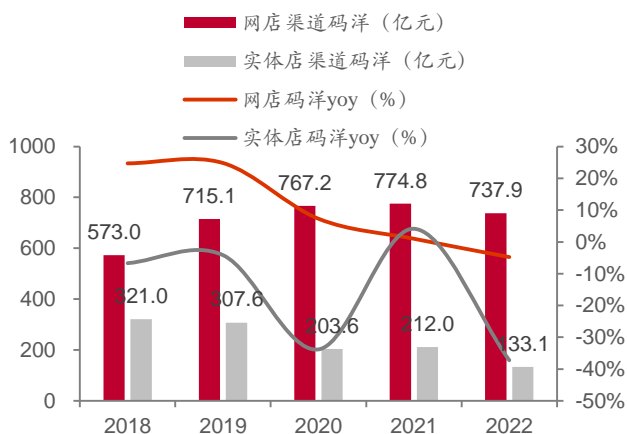


来源:北京开卷,中泰证券研究所

- 线下实体店渠道规模收缩,线上网店渠道流量天花板显现。从渠道角度,北京开卷数据显示,线上网店渠道受电商高速发展影响自 2018 年以来

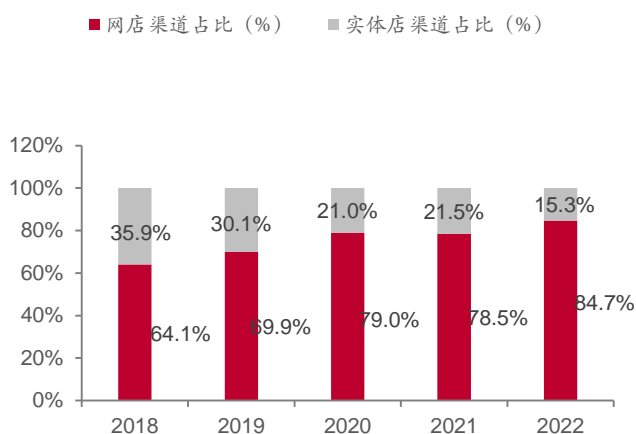
持续上升,持续挤压线下渠道码洋规模,2021年码洋规模为774.8亿元,占比达78.5%。但随着互联网用户数步入存量市场,线上流量天花板已较为清晰,2022年网店渠道码洋规模首次出现下滑,码洋规模仅737.9亿元,同比减少4.8%。

**图表 21: 2018-2022 年全国图书零售市场分渠道码洋规模及增速 (亿元)**



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

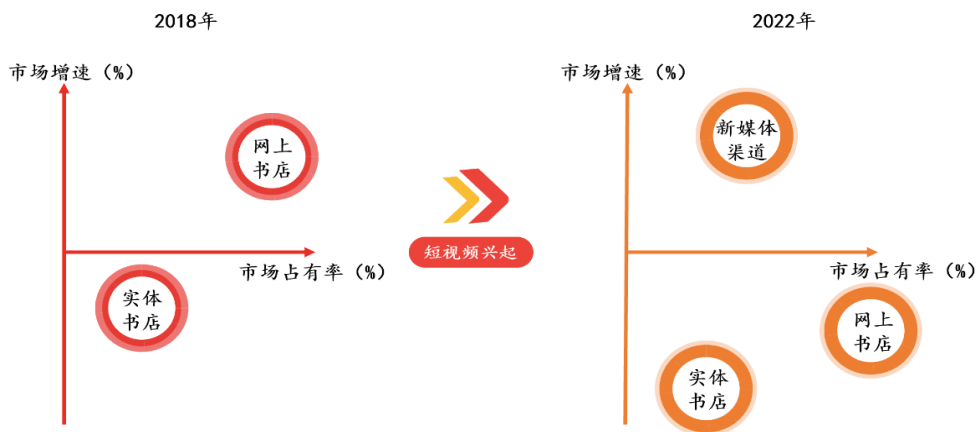
**图表 22: 2018-2022 年全国图书零售市场分渠道码洋占比 (%)**



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

- **新媒体渠道红利显著, 传统渠道遭挤压。**我们对线上零售渠道进一步拆分, 2018年, 处于高速发展阶段的平台电商带动网上书店蓬勃发展, 网上书店占据过半的市场份额, 并以较快速度继续保持增长, 而实体书店受到网上书店的冲击出现下降趋势。但近年来, 随着短视频电商凭借巨额折扣优惠、高人货匹配度等优势兴起, 以短视频电商为首的新媒体渠道在 2022 年全国图书零售市场整体有所收缩时逆势增长, 市占率已超实体书店, 红利显著。尽管网上书店仍居渠道市占率首位, 但由于受到短视频电商的冲击, 已开始出现负增长。

**图表 23: 出版行业渠道成长性版图变化示意图**

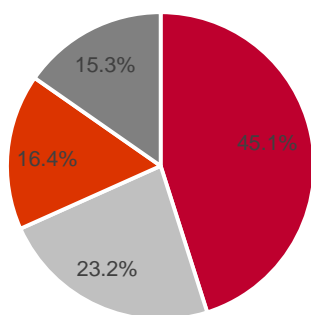


来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

- **短视频兴起持续扩大份额，激进折扣力度挤压出版盈利空间。**根据北京开卷数据，2022年，平台电商仍然是占比最高渠道，码洋占比达45%，但已有一定幅度下滑。而短视频电商凭借高人货匹配度等优势实现快速增长，2022H1同比增长60%，2022年同比增长43%，并持续扩大市场份额，2022年码洋占比达16%。虽然短视频直播电商的兴起可为出版公司持续贡献增量，但其采取的激进折扣策略和跑马圈地的打法会加剧码洋与实洋割裂分离，与销售单价抬升驱动发行销售额的增长逻辑相背离，直播电商折扣后的图书收入减去营业成本、营销费用、佣金后利润微薄，恐将持续挤压出版行业内公司盈利空间，使得图书生态失衡。

**图表 24: 2022 年全国图书零售市场分渠道码洋规模占比 (%)**

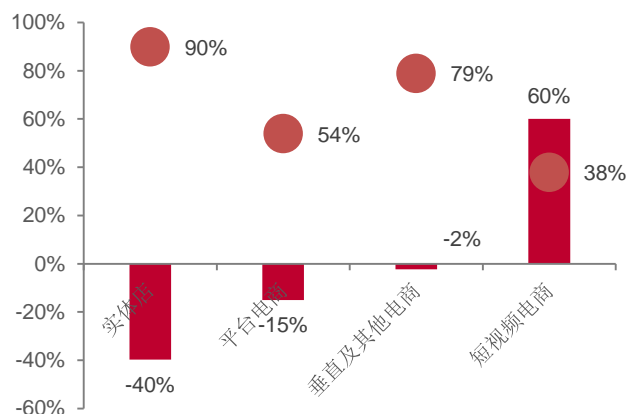
■ 平台电商 ■ 垂直及其他电商 ■ 短视频电商 ■ 实体店



来源：北京开卷，中泰证券研究所

**图表 25: 2022H1 全国图书零售市场分渠道码洋增速及折扣 (%)**

■ 码洋增速 (%) ■ 渠道折扣 (%)



来源：北京开卷，中泰证券研究所

- **政策端持续推进图书价格管控，有望形成图书价格底部支撑。**为了规范图书市场秩序，自2016年以来，以国家新闻出版署为代表的各部门持续推进图书价格管控。2021年，国家新闻出版署在《出版业“十四五”时期发展规划》中明确要加强出版物价格监督管理，推动图书价格立法。2022年，中发协网上发行工作委员会提出“推进《图书网上营销行为规范》编写工作”等决议。虽然目前暂无有关限定图书折扣力度的具体政策方案落地，但是相关政策的出台对完善图书市场价格管控机制的推进释放积极信号，相关具体方案有望尽早落地，为图书交易价格形成底部支撑，进而实现改善行业内公司利润空间，激发创作者意愿，营造健康图书生态目标。

**图表 26: 出版行业图书价格管控相关政策会议梳理**

时间	政策/会议名称	发布机构	具体内容
2016年	《支持实体书店发展的指导意见》	中央宣传部、国家新闻出版广电总局等11部门	规范图书市场秩序，完善图书市场价格管理机制，打击恶性打折、无序竞争行为，资源配置效率进一步提高，为实体书店发展营造公平有序的市场环境。
2020年	《关于加强新华书店网络发行能力建设的通知》	国家新闻出版署	加强市场管理，营造良好发展环境。要规范发行市场秩序，指导出版单位调节发货折扣，有效制止网上网下出版物销售恶性“价格战”，引导出版发行单位聚焦提升内容质量和服务水平。
2020年	《加强少儿图书质量监控建议》	民进中央	出版部门要完善出版管理体系，在销售上，打造公正、公开的青少年出版大数据平台，打击图书网站价格战、低折扣等不良手段。
2021年	《出版业“十四五”时期发展规划》	国家新闻出版署	规范网上网下出版秩序，加强出版物价格监督管理，推动图书价格立法，有效制止网上网下出版物销售恶性“价格战”，严厉打击图书恶性打折、无序竞争等扰乱市场秩序的行为，营造健康有序的市场环境。
2022年	《关于做好2022年印刷发行重点管理工作的通知》	国家新闻出版署	开展网上图书市场秩序专项整治。启动修订《出版物市场管理规定》，指导行业协会出台行业公约，规范图书电商营销行为，规制超低价直播带货、线上打折倾销等发行乱象。
2022年	中宣协网上发行工作委员会筹备工作会	中宣部印刷发行局、中国书刊发行业协会	中宣部印刷发行局副局长董伊薇表示，要统一思想，切实增强图书价格管理工作的责任感、紧迫感；要群策群力，推进《图书网上营销行为规范》编写工作，共同维护出版物市场秩序。

来源：国家新闻出版署，国务院，中泰证券研究所

### 虚拟现实+教育：政策端利好加速应用场景落地

- 政策利好将推动虚拟现实上层生态在 2B/G 端普及推广应用，深化虚拟现实在教育行业领域的有机融合。《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》文件中强调的应用场景推广成为产业发展新目标，将大幅推动虚拟现实上层生态在 2B/G 端普及推广，并加速推进虚拟现实+教育培训场景应用落地，在 VR/AR 教育培训场景布局领先的公司有望率先受益。

图表 27：《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》中应用场景表述

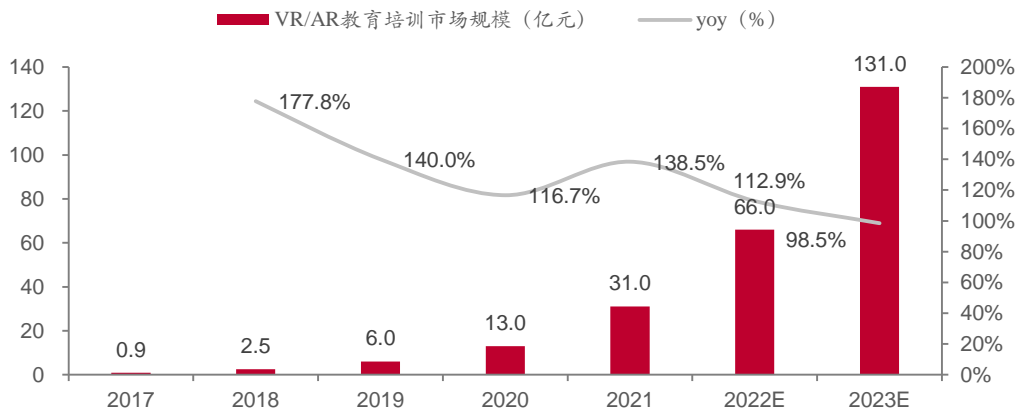




来源：《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》，中泰证券研究所

- **VR/AR 教育培训拥有强交互性等优势，有望随着商业化落地达百亿市场。** VR/AR 教育培训通过提供在现实课堂中无法实现的教学方案，拥有强交互性、高创造性、生动有趣展示效果、低教学耗材、安全稳定性等优势，有望随着政策推动开启商业规模化应用，打开市场空间。VR 陀螺数据显示，VR/AR 教育培训市场规模已由 2017 年 0.9 亿元增至 2021 年 31 亿元，4 年 CAGR 达 142.3%，发展迅猛，2023 年预计将达 131 亿元。

图表 28：2017-2023E 虚拟现实教育培训市场规模及增速（亿元）



来源：VR 陀螺，中泰证券研究所

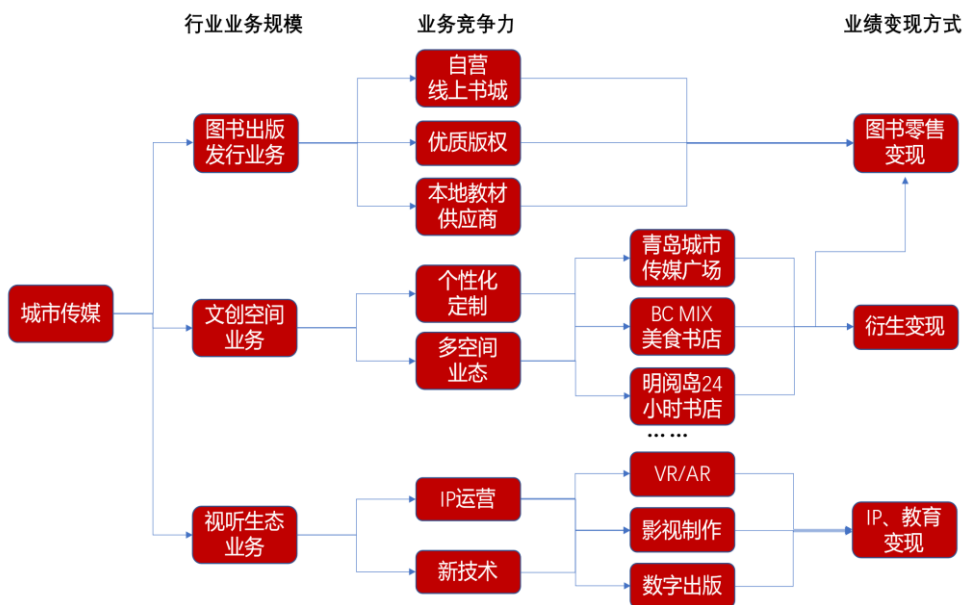
## 经营分析

- **公司多元商业模式：以图书出版发行主营业务为主干，向其它特色领域**

**拓展多元化变现渠道。**首先，深耕内容品质并提升图书出版业务竞争力是公司未来持续稳定发展的主要动力来源。公司在此基础上聚焦用户需求、签约畅销作家，提供更为多元化、精品化的内容输出服务，同时向影视等新变现路径拓展，输出优质 IP。此外，公司持续强化线上销售渠道建设，并立足青岛本地教辅教材供应发行商优势，完善教育图书体系，提升产品发行销售能力。

- 其次，公司利用主营业务优势，拓展线上线下文化消费渠道，建立“线上阅读平台+线下文化空间”的“云书坊”生态，提供定制化服务，并打造以文化产品销售为核心的特色复合式文化空间业态，有望与主业持续联动提升用户粘性。
- 最后，公司利用 AI、5G、VR/AR 等新技术推进以 IP 运营为核心的视听生态业务，提供虚拟现实、影视短剧、有声读物等产品，形成以 IP 上中下游全产业链覆盖生态。其中，优质的影视剧 IP 也能够对图书出版发行业务形成正反馈，影视作品通过剧改小说等方式，向图书出版形成反向输出，进一步丰富图书 IP 资源，与主业产生协同效应，实现双向正反馈；在虚拟现实赛道上，公司已与青岛虚拟现实研究院签约，有望加快在教育科普培训等应用场景数字化产品落地，打开公司成长空间。

图表 29：公司商业模式示意图



来源：公司公告，城市传媒官网，中泰证券研究所

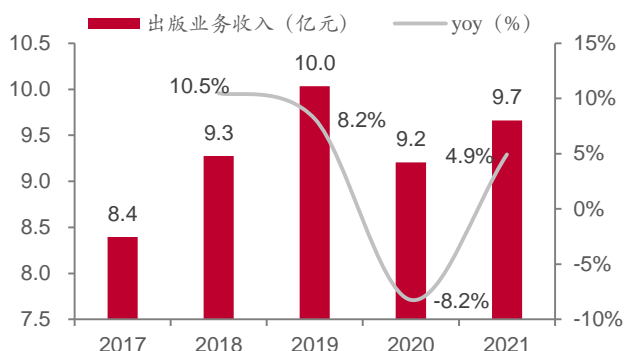
### 优质版权内容储备充足，出版发行稳中向上

- 2017-2021 年，公司出版业务营收由 8.4 亿元增至 9.7 亿元，发行业务营收由 16.2 亿元增至 18.6 亿元，公司在受到疫情冲击及经济下行压力

增加背景下稳中推进，2021 年其出版及发行营收均已明显反弹，分别同比增长 4.9%和 8.2%。

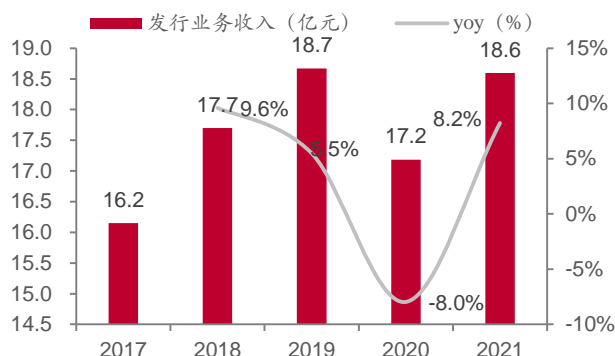
- 出版业务中，公司凭借海量优质版权内容资源持续驱动一般图书收入持续增长，其收入已由 2017 年 2.8 亿元增至 2021 年 3.9 亿元，2021 年一般图书收入占总营收比达 40.3%。发行业务中，教材教辅因口径调整成为第一大收入品类，2021 年收入达 11.2 亿元，占总营收比为 60.2%。

图表 30: 2017-2021 年公司出版业务营收及增速 (亿元)



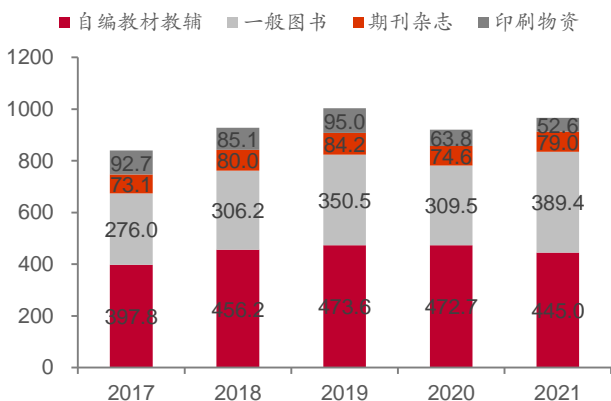
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

图表 31: 2017-2021 年公司发行业务营收及增速 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

图表 32: 2017-2021 年公司出版业务营收拆分 (百万)



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

图表 33: 2017-2021 年公司发行业务营收拆分 (百万)

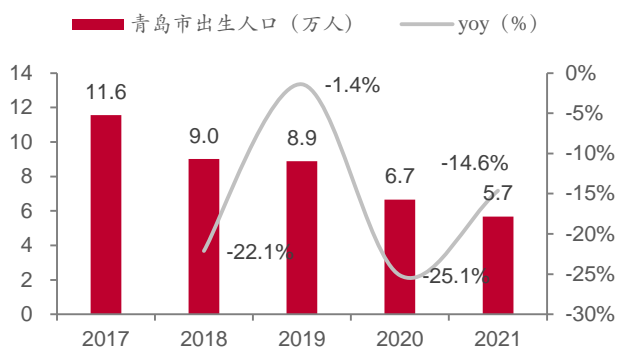


来源：公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

- 青岛市出生人口逐年下降或对教材教辅出版行业带来压力，但短期影响有限。从教材教辅角度来看，青岛市出生人口下滑趋势较为明显，从长期来看将导致青岛市未来 K12 在读学生数量的减少，或对教辅教材形成压制。但是根据青岛市统计局数据，目前青岛市 K12 在校学生人数仍在稳步增长，由 2017 年 92.3 万人增至 2021 年 107.7 万人，4 年 CAGR 达 3.9%，教材教辅出版市场仍有较大的需求基础。

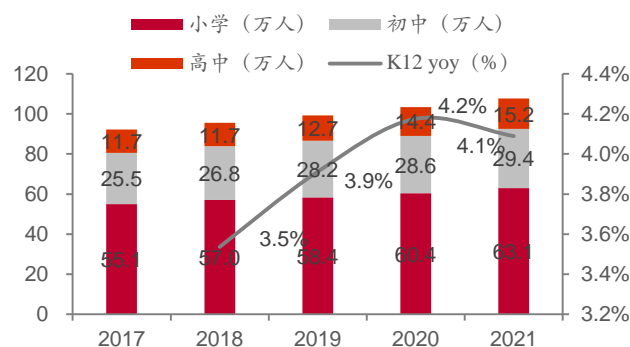
- 随着教材教辅出版行业的转型升级叠加青岛市人均可支配收入上升为居民教育支出提供增长引擎，生均教育支出有望增加，预计可在一定程度上抵消未来在读学生数量下降带来的负面影响。因此，出生人口增速下滑在短期内预计对教材教辅出版行业不会造成过大影响。

图表 34: 2017-2021 年青岛市出生人口及增速(万人)



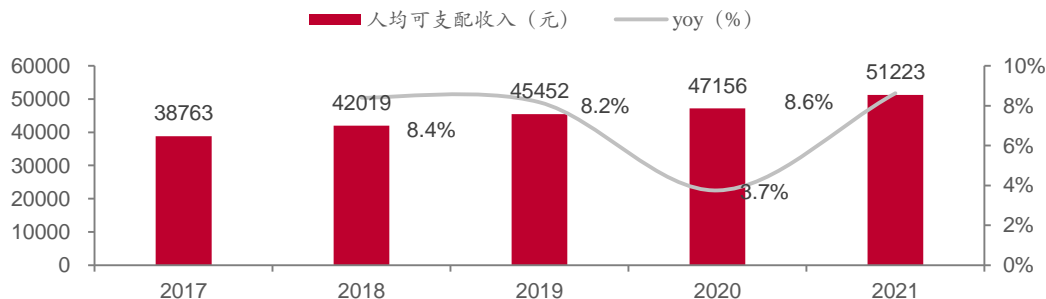
来源：青岛市统计局，中泰证券研究所

图表 35: 2017-2021 年青岛市 K12 在校学生数及增速(万人)



来源：青岛市统计局，中泰证券研究所

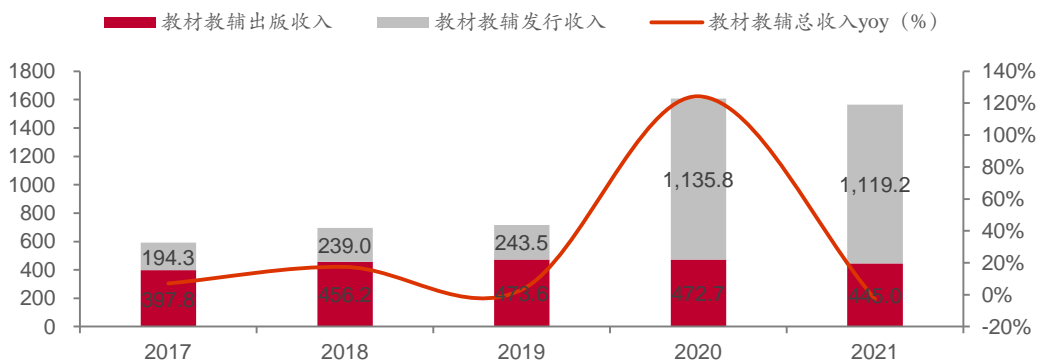
图表 36: 2017-2021 年青岛市人均可支配收入及增速(元)



来源：青岛市统计局，中泰证券研究所

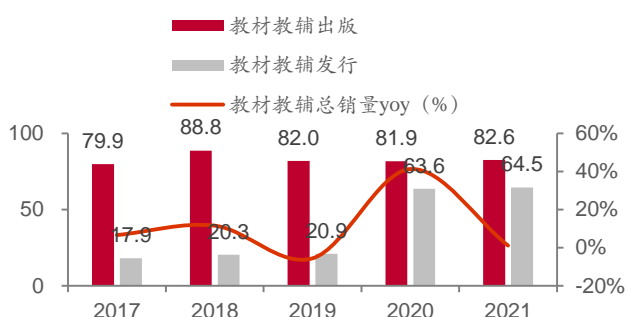
- **教材教辅产品丰富，营销体系持续完善。**公司教材教辅销售量、码洋规模随着品种丰富和产品发行结构调整总体呈上升趋势，总营收由 2017 年的 5.9 亿元增至 2021 年的 15.6 亿元。出版业务方面，公司自主开发了《小学数学》、《小学科学》等国标教材，并形成一套较为成熟的教育产品结构，自编教材教辅共计 1,614 种，惠及全国 1,000 万余学生。发行业务方面，公司享有中小学教科书发行业务资质，旗下青岛新华书店承担青岛地区中小学教材发行服务业务。公司在保证教材发行稳步推进的同时，加快教辅产品结构调整，完善营销体系，辅读物《加分宝》系列产品发行覆盖全国十多个省市区。

图表 37: 2017-2021 年公司教材教辅营收及增速(百万元)



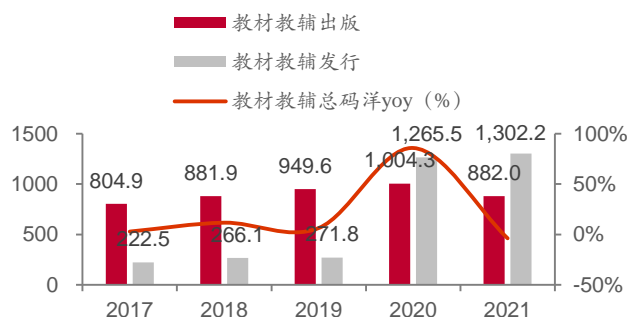
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：剔除内部抵消）

图表 38: 2017-2021 年公司教材教辅销售量及增速(百万册)



来源：公司公告，中泰证券研究所

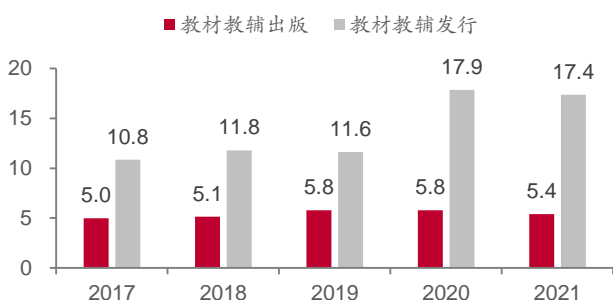
图表 39: 2017-2021 年公司教材教辅码洋及增速(百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

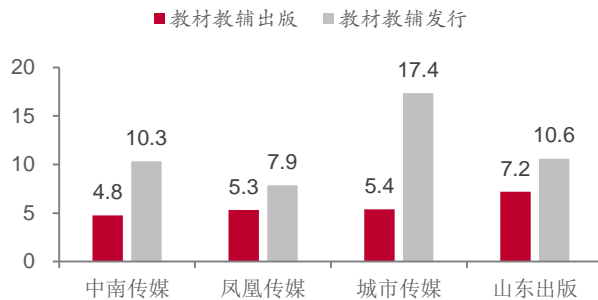
- 单个教材教辅收入持续上升，盈利能力行业领先。**公司出版单教材教辅收入由 2017 年的 5.0 元增长到 2021 年的 5.4 元；发行单教材教辅收入由 2017 年的 10.8 元增加到 2021 年的 17.4 元。与行业内可比公司横向比较，公司凭借丰富产品储备及完善的发行分销平台，已基本形成市场化教育产品矩阵和营销体系，其单个自编教材教辅及发行教材教辅收入均处于行业领先水平。

图表 40: 2017-2021 年公司单个教材教辅收入情况(元)



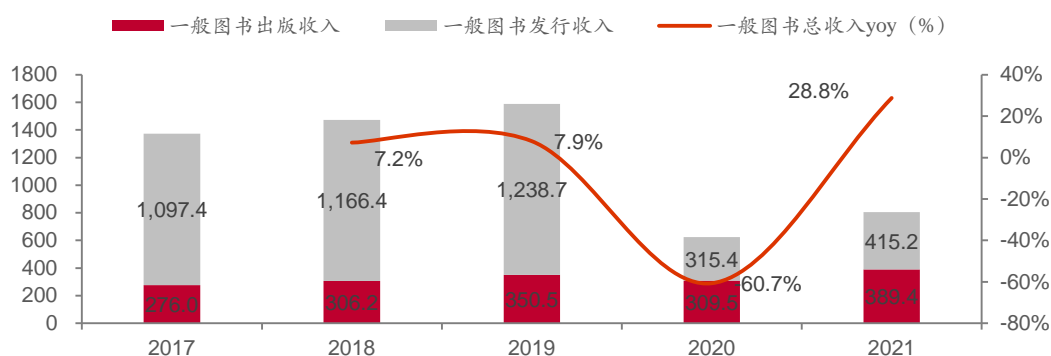
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：剔除内部抵消）

图表 41: 2021 年公司同可比公司单个教材教辅收入对比(元)

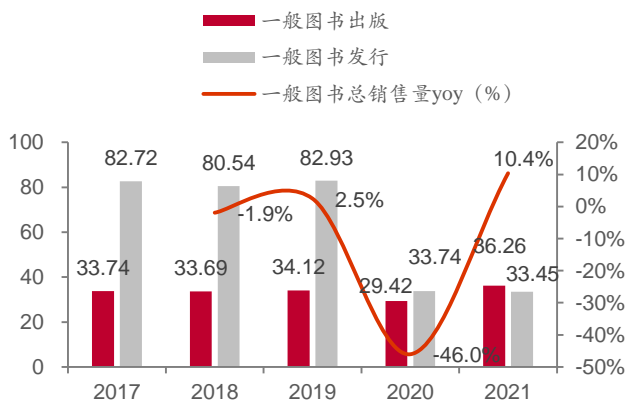


来源：公司公告，中南传媒公司公告，凤凰传媒公司公告，山东出版公司公告，中泰证券研究所（注：城市传媒为剔除内部抵消后口径）

- 一般图书影响力持续提升，积极拓展新媒体渠道。**公司一般图书销售量、码洋规模及总营收因口径调整，体量有所下降，2021年营收8.0亿元，同比增长28.8%。出版业务方面，公司从顶层设计、组织实施、激励机制等方面保障内容生产的高品质，最大程度地激发一般图书内容生产力和创新活力，公司图书《喜鹊窝》荣获第33届陈伯吹国际儿童文学奖。发行业务方面，公司积极拓展运营平台矩阵，提升新媒体渠道销售规模。

**图表 42：2017-2021 年公司一般图书营收及增速（百万元）**


来源：公司公告，中泰证券研究所（注：剔除内部抵消）

**图表 43：2017-2021 年公司一般图书销售量（百万册）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 44：2017-2021 年公司一般图书码洋（百万元）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 一般图书营收占比较高，单一般图书出版收入稳步提升。**公司不单一依赖于教材教辅高壁垒优势，其一般图书营收占比高于行业内其他公司，2021年一般图书营收占比达36.9%（未剔除内部抵消口径）。另外，尽管公司单一般图书收入同行业头部存在差距，但公司持续加强内容生产能力，单一般图书出版收入稳步提升，2021年达10.7元，拥有较大成长空间。

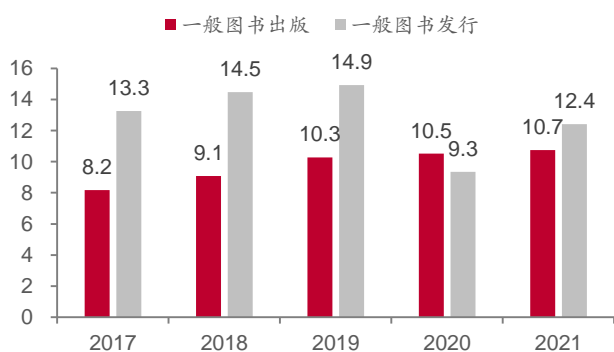
**图表 45：2019-2021 年公司同可比公司一般图书营收情况对比（百万元）**



公司名称	项目	2019	2020	2021
城市传媒	营收(百万元)	1,661.0	709.7	890.1
	营收增速(%)	2.6%	-9.1%	25.4%
	营收占比(%)	71.8%	32.9%	36.9%
中南传媒	营收(百万元)	2,485.1	2,851.0	3,466.5
	营收增速(%)	4.7%	14.7%	21.6%
	营收占比(%)	24.2%	27.2%	30.6%
凤凰传媒	营收(百万元)	3,782.5	4,486.9	4,177.3
	营收增速(%)	9.3%	18.6%	-6.9%
	营收占比(%)	30.1%	37.0%	33.4%
山东出版	营收(百万元)	1,745.8	1,581.2	2,031.1
	营收增速(%)	-1.7%	-9.4%	28.5%
	营收占比(%)	17.9%	16.2%	18.7%

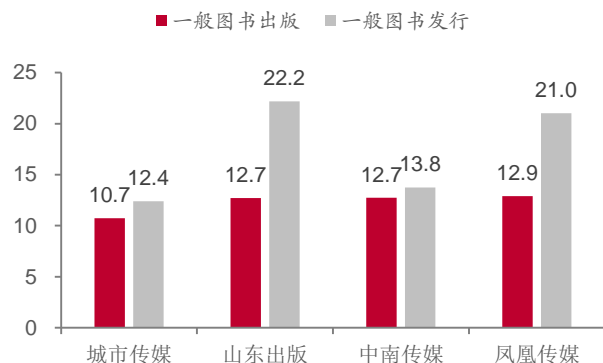
来源：公司公告，Wind，山东出版公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

图表 46：2017-2021 年公司单个一般图书收入情况（元）



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：剔除内部抵消）

图表 47：2021 年公司同可比公司单个一般图书收入对比（元）



来源：公司公告，中南传媒公司公告，凤凰传媒公司公告，山东出版公司公告，中泰证券研究所（注：城市传媒为剔除内部抵消后口径）

- 创作者储备深厚，完备产品矩阵影响力持续增加。**公司同季美林、冯骥才等众多名家签约，一般图书产品线涵盖生活、少儿、社科人文、大众读物四个精品图书门类，打造“专、精、特、新”内容生产模式，品牌化、特色化更加明晰，并凭借图书 IP 长生命周期优势持续吸引读者阅读，以提升影响力实现热销。
- 发挥品类红利优势，挖掘爆款有望持续推动码洋增长。**公司在红利显著的大众读物文学品类上一方面深耕“悦读纪”品牌，与阅文、晋江等头部网络文学平台合作，打造爆款影视剧同名图书，另一方面凭借拥有渡边淳一独家版权优势发展两性、人生解读等高讨论度主题图书，具备爆款潜力，有望推动码洋持续增长。

图表 48：公司一般图书产品矩阵

板块	细分板块	细分子板块	代表性的出版发行书籍	代表作者
生活	美食	健身保健	《巧厨娘家常菜》、《蔡澜旅行食记》	园猪猪、蔡澜
		时尚美妆	《中国中草药图鉴》	李勇
	生活休闲	棋牌运动	《听肌肤的话 2: 问题肌肤护理全书》	冰寒
			《21 世纪新概念: 速成围棋(入门篇中)》	黄焰、金成来
少儿	儿童文学	“少年读经典”系列	《少年读中国哲学》、《少年读山海经》、《少年读徐霞客游记》	张嘉骅、刘兴诗、成君忆
		“有故事的汉字”系列	《有故事的汉字》	邱昭瑜
	绘本/科普	“学会爱自己”系列	《不要随便摸我》	珊蒂·克雷文、朱蒂·柏斯玛
社科	人文艺术	“宫西达也智慧绘本”系列	《真的真的好想你》、《正义之士》	宫西达也
		“大江大河”系列	《三江源》	
		“传统石窟寺艺术”系列	《云冈石窟全集》	张焯、王恒、赵昆雨
		“中国民间工艺集成”系列	《中国民间工艺集成》	
大众读物	畅销网文		《开端》、《雪中悍刀行》、《狂飙》	祈祷君、烽火戏诸侯、徐纪周、朱俊懿
	女性读物		《偷偷藏不住》、《黑莲花攻略手册》、《打火机与公主裙》	竹已、白羽摘雕弓、Twentine
	文学		《钝感力》、《大故宫六百年风云史》	渡边淳一、阎崇年
	小说		《失乐园》、《心》	渡边淳一、夏目漱石

来源：公司公告，城市传媒官网，京东，青岛财经日报，中国民间文艺家协会，中泰证券研究所

- 挖掘优质影视 IP，实现对图书出版正反馈。** 影视 IP 所积累的粉丝对 IP 周边付费意愿强，公司通过挖掘优质 IP，将影视剧本改编为同名图书，其影视附加值持续吸引粉丝购买，销量旺盛，实现影视 IP 对图书出版正向反馈，其中公司剧改图书《狂飙》销售火爆，在首发后 10 天内已加印 6 次。

**图表 49: 公司剧改图书《狂飙》销售情况**

书籍名称	内容简介	销售情况
------	------	------

《狂飙》



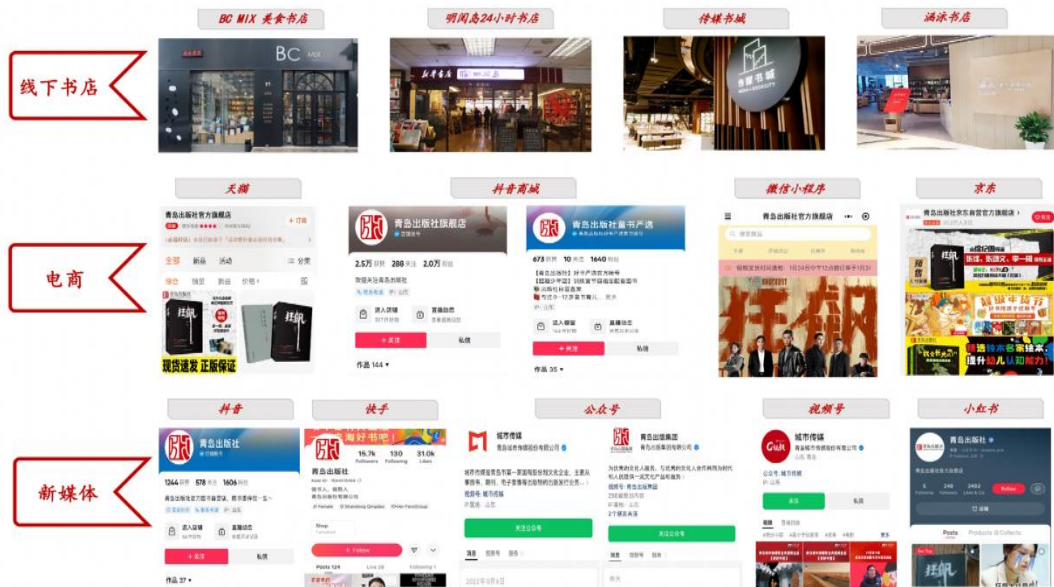
以横跨 20 年的群像叙事方式全景式地展现时代变迁下的黑白较量与复杂人性。

京东：789 条评价，好评度 97%，  
自营图书周热卖榜第 1 名；  
淘宝：月销 1 万+

来源：京东，淘宝，中泰证券研究所（注：数据截至 2023 年 2 月 15 日）

- **多元渠道平台齐发力，合作创新提高主业竞争力。**公司将美食等元素同图书结合，打造特色线下复合式文化空间业态。2017 年，公司与京东达成长期战略合作关系，在市场、平台、渠道等方面优势资源互补，开创书店新型发展模式。同时，公司在天猫、京东等传统平台电商开设旗舰店基础上，积极利用新媒体红利打造平台矩阵，覆盖抖音、快手、微信等多个平台，进一步拓展线上渠道。其中，公司已在微信公众号推出 9 个账号，涵盖育儿、美食、地理等多个方向，以实现全面多角度推广营销。

图表 50：公司多元销售渠道平台情况

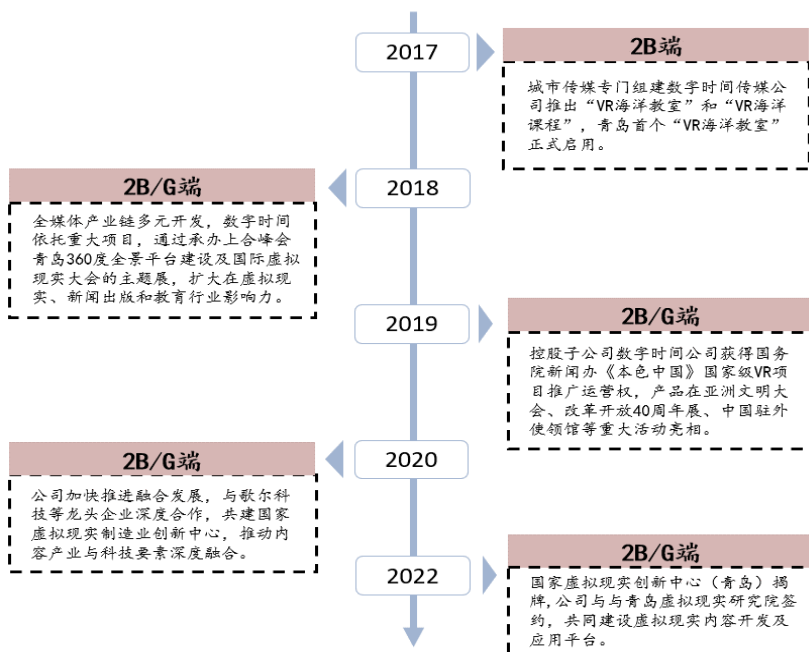


来源：青岛出版集团，城市传媒官网，城市传媒 CM，城市传媒，淘宝，抖音，京东，快手，小红书，中泰证券研究所

**虚拟现实布局领先，视听产业生态有望打开成长空间**

- **加速推进虚拟现实业态场景落地，培育业绩新增长点。**一方面，公司着力发展 2B、2C 端教育衍生、研学等多种业态，以“青知智慧教辅”、“AI 作文批阅”为抓手，增强服务大教育的能力水平，力争将研学教育打造成新的增长点。另一方面，公司持续推进 2B/G 端内容版权运营业务，并于 2019 年获得《本色中国》国家级 VR 项目推广运营权，产品在亚洲文明大会等重大活动亮相，视听产业生态持续完善，有望打开成长空间。

图表 51: 公司虚拟现实布局动态整理



来源：公司公告，城市传媒官网，青岛出版集团，中泰证券研究所

图表 52: 公司虚拟现实业务布局

业务	商业类型	布局简况
数字教育产品	2B 端、2C 端	“VR/AR 富媒体融合出版平台”、“VR 教育云平台”重点项目，入选中国新闻出版广电总局改革发展重点项目库；数字时间 VR 阅读、VR 教育在北京、上海等地落地。公司海洋、航天数字科普 VR 产品体系日益丰富，并与国际领先的裸眼 3D 研发制造商 EVIS 共建 3D 数字内容生态。
数字内容版权运营	2B/G 端	胜任国务院新闻办公室《本色中国》VR 产品推广运营、“城市 360 度”VR 平台建设运营。

来源：公司公告，青岛出版集团，中泰证券研究所

- 其中，在数字教育产品方面，公司 VR 海洋研学产品已由最初的 VR 海洋教室发展至“我爱祖国海疆”VR 研学体验馆，虚拟现实技术迭代有望提升学生沉浸式及交互性体验效果并激发其自主学习兴趣。另外，公司打造“青知智教”等数字教育产品矩阵，探索“AI+出版+内容+服务”的教育服务新模式，打破了出版内容服务的单向输出，实现了知识提供

者与应用者的双向互动和出版业态升级，截至 2022 年 12 月已累计服务用户 60 万人，月平均浏览量达 300 万，“AI 作文批阅”使用学生近 10 万人。

图表 53: 公司“我爱祖国海疆”VR 研学体验馆



来源：城市传媒 CM，中泰证券研究所

图表 54: 公司“青知智教”数字教育产品



来源：城市传媒 CM，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们对公司不同产品业务进行拆分，公司未来收入主要由一般图书、教材教辅、电教及音像制品、印刷物资等部分构成。
- **一般图书**：北京开卷数据显示，2022 年一般图书中少儿、社科类码洋增速有一定下滑，但文学类码洋实现逆势增长，公司在大众读物文学赛道有望凭借丰富创作者资源及内容储备持续打造畅销爆款图书。我们预计公司 2022-2024 年一般图书出版收入增速分别为 9%/10%/10%；一般图书发行收入增速分别为 15%/15%/15%。
- **教材教辅**：北京开卷数据显示，2022 年教材教辅品类码洋增速有较大幅度下滑，但考虑到公司教材教辅产品结构成熟且营销体系持续完善具备韧性，我们预计公司 2022-2024 年教材教辅出版收入增速分别为 -14%/-5%/3%；教材教辅发行收入增速分别为 -3%/4%/5%。
- **电教及音像制品**：公司少儿期刊影响力持续提升有望拉动电教收入增长，我们预计公司 2022-2024 年电教及音像制品收入增速分别为 21%/20%/21%。
- **毛利率**：公司一般图书及教材教辅出版模式稳健有望保持稳定盈利能力，一般图书及教材教辅发行盈利能力有望随着政策端对图书价格加强监管迎来边际改善。我们预计公司 2022-2024 年一般图书毛利率分别为 24%/26%/28%，教材教辅毛利率分别为 31%/31%/33%。电教及音像制品 2022-2024 年毛利率预计较为稳定，分别为 13%/13%/14%。公司 2022-2024 年综合毛利率预计分别为 33%/34%/36%。

图表 55: 公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)



产品名称		2021A	2022E	2023E	2024E
一般图书	收入	890.1	977.3	1,068.2	1,172.4
	yoy (%)	25.4%	9.8%	9.3%	9.8%
	毛利率 (%)	28.8%	24.0%	25.9%	27.5%
教材教辅	收入	1,564.2	1,473.9	1,498.4	1,566.1
	yoy (%)	-2.8%	-5.8%	1.7%	4.5%
	毛利率 (%)	33.2%	30.6%	31.3%	32.6%
印刷物资	收入	52.6	51.1	52.3	53.5
	yoy (%)	-17.5%	-3.0%	2.5%	2.2%
	毛利率 (%)	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%
电教、音像制品	收入	303.2	367.2	439.2	529.2
	yoy (%)	29.0%	21.1%	19.6%	20.5%
	毛利率 (%)	12.1%	13.1%	13.4%	14.0%
运输劳务	收入	37.6	33.5	37.5	43.5
	yoy (%)	90.0%	-11.0%	12.0%	16.0%
	毛利率 (%)	47.4%	45.0%	47.2%	49.6%
文化用品及其他	收入	60.4	52.8	58.1	66.3
	yoy (%)	18.7%	-12.5%	10.1%	14.0%
	毛利率 (%)	28.3%	27.7%	28.3%	29.1%
其他业务	收入	54.8	46.6	58.2	76.3
	yoy (%)	43.4%	-15.0%	25.0%	31.0%
	毛利率 (%)	13.8%	13.1%	14.5%	17.3%
内部抵消数		-547.7	-531.9	-521.2	-503.0
合计	收入	2,415.1	2,470.5	2,690.8	3,004.2
	yoy (%)	12.1%	2.3%	8.9%	11.6%
	毛利率 (%)	33.7%	32.6%	34.3%	36.1%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 考虑到公司积极布局虚拟现实等新业态, 其营收、归母净利润成长空间较大, 我们预计城市传媒 2022-2024 年收入分别为 24.70/26.91/30.04 亿元, 分别同比增长 2.29%/8.92%/11.65%。2022-2024 年归母净利润分别为 3.00/3.26/3.58 亿元, 分别同比增长 7.66%/8.63%/9.80%, 对应 PE 估值分别 16.0x/14.7x/13.4x。参考同业可比公司 PE, 其具备一定布局性价比, 建议关注, 首次覆盖, 给予增持评级。

图表 56: 可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E



601098.SH	中南传媒	179.8	13.9	17.3	18.7	12.9	10.4	9.6
601928.SH	凤凰传媒	221.2	18.3	19.8	21.2	12.1	11.2	10.4
601019.SH	山东出版	139.0	16.7	17.4		8.3	8.0	
601921.SH	浙版传媒	169.6	14.4	15.2	15.8	11.8	11.2	10.7
601900.SH	南方传媒	76.4	8.0	9.3		9.6	8.2	
601801.SH	皖新传媒	112.4	7.0	7.6	8.3	16.2	14.8	13.6
	均值	149.7	13.0	14.4	16.0	11.8	10.6	11.1
600229.SH	城市传媒	47.9	3.0	3.3	3.6	16.0	14.7	13.4

来源：Wind，中泰证券研究所（市值数据截至 2023 年 2 月 24 日，除城市传媒外，可比公司归母净利润均取自 Wind 一致预期）

## 风险提示

### 文化监管端的政策风险

- 图书出版属于内容行业，监管较严。公司作为内容出版发行平台，存在内容不合规导致产品下架风险。

### 疫情反复风险

- 疫情反复或对公司线下书店经营、出版发行印刷、物流等造成冲击。

### 短视频直播电商图书折扣力度加大

- 短视频直播电商在零售渠道增速明显，若其图书折扣力度进一步增强，恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。

### 研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,103	1,168	1,513	1,963	营业收入	2,415	2,470	2,691	3,004
应收票据	23	10	0	6	营业成本	1,602	1,664	1,768	1,921
应收账款	375	408	461	492	税金及附加	16	15	18	20
预付账款	49	55	58	63	销售费用	264	242	304	388
存货	529	545	579	629	管理费用	240	242	266	309
合同资产	0	0	0	0	研发费用	2	2	4	5
其他流动资产	60	76	89	96	财务费用	1	1	1	1
流动资产合计	2,139	2,261	2,700	3,249	信用减值损失	-8	-17	-21	-25
其他长期投资	747	747	747	748	资产减值损失	-34	-15	-16	-16
长期股权投资	31	40	40	40	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	391	386	418	438	投资收益	-3	-5	-5	-6
在建工程	0	32	32	32	其他收益	33	35	40	46
无形资产	282	254	234	215	营业利润	278	301	327	359
其他非流动资产	368	366	366	365	营业外收入	5	5	5	7
非流动资产合计	1,818	1,825	1,836	1,837	营业外支出	2	2	2	3
资产合计	3,957	4,086	4,536	5,086	利润总额	281	304	330	363
短期借款	0	5	0	0	所得税	3	4	4	5
应付票据	109	201	211	216	净利润	278	300	326	358
应付账款	498	506	566	678	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	5	20	22	24	归属母公司净利润	278	300	326	358
合同负债	229	234	255	285	NOPLAT	279	301	327	359
其他应付款	42	40	40	40	EPS (摊薄)	0.41	0.45	0.49	0.53
一年内到期的非流动负债	35	35	35	35					
其他流动负债	79	96	107	123					
流动负债合计	996	1,137	1,235	1,401					
长期借款	0	109	218	327					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	30	24	24	24					
非流动负债合计	30	133	242	351					
负债合计	1,026	1,271	1,477	1,752					
归属母公司所有者权益	2,924	2,808	3,051	3,326					
少数股东权益	8	8	8	8					
所有者权益合计	2,932	2,816	3,059	3,334					
负债和股东权益	3,957	4,086	4,536	5,086					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	445	437	378	464
现金收益	367	339	362	392
存货影响	1	-16	-34	-50
经营性应收影响	48	-11	-30	-26
经营性应付影响	-75	114	71	121
其他影响	104	11	10	27
投资活动现金流	-37	-50	-52	-39
资本支出	-49	-38	-46	-34
股权投资	-6	-9	0	0
其他长期资产变化	18	-3	-6	-5
融资活动现金流	-537	-322	20	25
借款增加	-272	114	104	109
股利及利息支付	-118	-187	-192	-225
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-149	-249	108	141

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	12.1%	2.3%	8.9%	11.6%
EBIT 增长率	11.8%	8.3%	8.6%	9.8%
归母公司净利润增长率	13.9%	7.7%	8.6%	9.8%
获利能力				
毛利率	33.7%	32.6%	34.3%	36.1%
净利率	11.5%	12.1%	12.1%	11.9%
ROE	9.5%	10.6%	10.6%	10.7%
ROIC	15.0%	16.4%	15.0%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	31.1%	32.6%	34.5%
债务权益比	2.2%	6.2%	9.1%	11.6%
流动比率	2.1	2.0	2.2	2.3
速动比率	1.6	1.5	1.7	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	59	57	58	57
应付账款周转天数	111	109	109	117
存货周转天数	119	116	114	113
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.45	0.49	0.53
每股经营现金流	0.66	0.65	0.56	0.69
每股净资产	4.36	4.18	4.55	4.96
估值比率				
P/E	17	16	15	13
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	36	39	37	34

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。