

读者传媒 (603999.SH)

期刊龙头，多元布局谋求成长新格局

增持

核心观点

国内领先期刊品牌。1) 公司主要从事期刊、图书、教材教辅等纸质出版物的出版、发行、阅读服务及电子出版物、在线教育、文化创意等领域。其中出版业务主要包括期刊出版及新媒体运营、一般图书出版、教材教辅出版等。发行业务主要为期刊、图书、电子出版物的批发及零售。公司年出版图书 3000 余种，主管主办报刊共 13 种、月均发行量 573 万册（含数字版），其中核心产品《读者》杂志是全国最具影响力的期刊之一，单刊期销量位列全国同类期刊出版物市场首位，累计发行量超过 21 亿册，具备遥遥领先的品牌和用户优势。

业绩增长稳定。1) 公司过去 10 年营收增长较为稳定，从 2011 年的 6.1 亿元增长至 2020 年的 10.84 亿元，10 年复合增速为 5.9%；净利润受高毛利的期刊业务冲击较为明显等因素影响，从同期的 1.4 亿元下降至 2020 年的 0.74 亿元，10 年复合增速为 -6.1%；2) 从近期表现上来看，随着互联网对期刊业务的冲击高峰过去，公司期刊业务增速趋于稳定，同时在教材教辅、一般图书业务增长推动之下，公司 2019 年以来营收及净利润实现较为显著增长，2019/20 年营收增速分别为 28%、12%，净利润增速分别为 52%、15%；2021 年前三季度分别实现营业收入 7.82 亿元、归母净利润 0.64 亿元，同比分别增长 17%、12%，继续保持较高增速。

多元跨界布局谋发展，元宇宙时代具备更大发展潜力。1) 依托读者品牌优势，发力品牌输出及线下文化产业综合体。文化综合体方面兰州市正在围绕读者品牌打造“读者印象”精品街区项目（核心用地面积达到 507 亩），品牌输出上联合第三方打造惠州读者文化园，发力读者书店扩张线下渠道；2) 教育方面，布局读者·新语文”，线上线下共同发力中小学阅读写作教育；3) 数字藏品（NFT）如火如荼，IP 价值持续凸显，公司品牌及内容优势显著，元宇宙大潮之下价值具备重估可能。

风险提示：新出生人口下降速高于预期影响教材教辅及一般图书业务增速；新业务拓展低于预期；期刊业务受新媒体冲击导致营收增长低于预期。

投资建议：看好公司成长新机遇，首次覆盖予以“增持”评级。

考虑到新业务尚处于早期，我们暂不考虑其业绩贡献，预计公司 2021/22/23 年归母净利润分别为 0.86/1.04/1.24 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 0.15/0.18/0.22 元，当前股价分别对应同期 40/33/28x PE；我们持续看好稀缺品牌长期价值、新业务拓展之下业务稳定向上的可能以及元宇宙时代头部 IP 资源价值重估机遇，首次覆盖予以“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	972	1,084	1,224	1,394	1,579
(+/-%)	27.8%	11.5%	12.9%	13.9%	13.3%
净利润(百万元)	65	74	86	104	124
(+/-%)	52.2%	15.1%	15.1%	21.0%	19.9%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.15	0.18	0.22
EBIT Margin	4.2%	3.9%	4.2%	4.9%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	3.8%	4.2%	4.7%	5.5%	6.3%
市盈率 (PE)	53.5	46.5	40.4	33.4	27.8
EV/EBITDA	64.5	63.8	55.7	42.0	29.3
市净率 (PB)	2.04	1.98	1.91	1.84	1.76

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

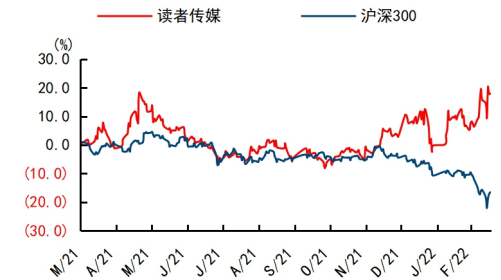
证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

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

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	4.50 - 6.30 元
收盘价	6.02 元
总市值/流通市值	3468/3468 百万元
52 周最高价/最低价	6.38/4.68 元
近 3 个月日均成交额	51.32 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

国内领先期刊品牌，业绩成长稳健

读者传媒成立于 2009 年，主要从事期刊、图书、教材教辅等纸质出版物的出版、发行、阅读服务及电子出版物、在线教育、文化创意等领域。其中出版业务主要包括期刊出版及新媒体运营、一般图书出版、教材教辅出版等。发行业务主要为期刊、图书、电子出版物的批发及零售。公司于 2015 年在上交所上市，成为西部地区第一家登陆 A 股市场的出版企业。

公司年出版图书 3000 余种，主管主办报刊共 13 种、月均发行量 573 万册（含数字版），其中核心产品《读者》杂志是全国最具影响力的期刊之一，单期刊销量位列全国同类期刊出版物市场首位，累计发行量超过 21 亿册。

图1：《读者》杂志



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图2：公司旗下精品图书



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司的控股股东为读者集团，实际控制人为甘肃省人民政府。读者集团的前身为甘肃人民出版社，于 2006 年实现转企改制。读者集团当前持有公司 57.84% 的股份，2021 年 3 季报前十大股东持股合计占比 64.6%，股权关系稳定。

表1：2021Q3 前十大股东

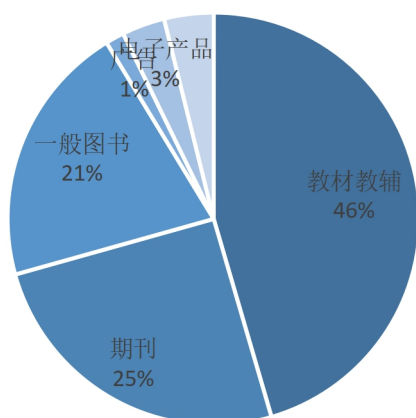
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
读者出版集团有限公司	333,145,944	57.84
玄元科新12号私募证券投资基金	12,446,152	2.16
甘肃省电力投资集团有限责任公司	6,940,542	1.20
甘肃兴陇资本管理有限公司	6,940,540	1.20
时代出版传媒股份有限公司	3,148,200	0.55
伍立明	2,741,800	0.48
迟宏斌	2,036,000	0.35
中国化工资产管理有限公司	1,728,000	0.30

屈永杰	1,525,700	0.26
任勇	1,228,800	0.21
合计	371,881,678	64.55

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

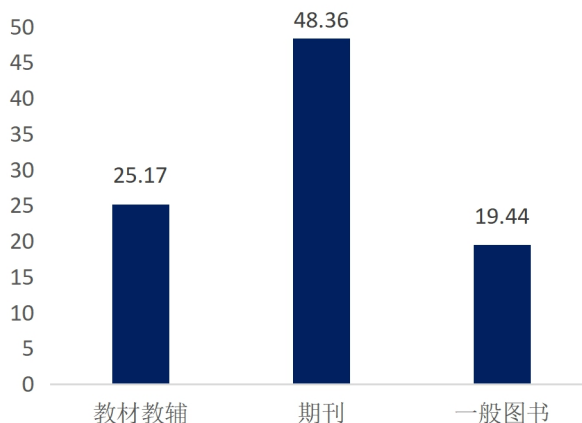
出版业务是公司营收主要来源。1) 公司主营业务主要为教材教辅、期刊及一般图书业务；其中教材教辅业务主要为甘肃省内中小学教材出版发行；一般图书主要为大众图书出版发行，2021年上半年公司出版图书总印数2426万册（新版747万册、重印1679万册），较同期增长了35%，实现了较高增长；期刊为包括《读者》在内的杂志订阅发行，当前公司旗下拥有期刊11种、上半年累计发行3433万册（含数字版），月均发行量574万册，同比增长4.25%；2) 从收入构成上来看，教材教辅、期刊、一般图书占比分别达到46%、25%、21%，是公司主营收入的主要来源；3) 从毛利率上来看，期刊业务毛利率达到48%，显著高于教材教辅（25%）、一般图书（19%）的毛利率水平。

图3：教材教辅及期刊是公司营收主要来源



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：期刊业务毛利率较高（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司营收及业绩增速较为稳定，近年恢复较高增速。1) 公司过去10年营收增长较为稳定，从2011年的6.1亿元增长至2020年的10.84亿元，10年复合增速为5.9%；净利润受高毛利的期刊业务冲击较为明显等因素影响，从同期的1.4亿元下降至2020年的0.74亿元，10年复合增速为-6.1%；2) 从近期表现上来看，随着互联网对期刊业务的冲击高峰过去，公司期刊业务增速趋于稳定，同时在教材教辅、一般图书业务增长推动之下，公司2019年以来营收及净利润实现较为显著增长，2019/20年营收增速分别为28%、12%，净利润增速分别为52%、15%；2021年前三季度分别实现营业收入7.82亿元、归母净利润0.64亿元，同比分别增长17%、12%，继续保持较高增速。

图5: 读者传媒营业收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 读者传媒归母净利润及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多元跨界布局谋发展

依托读者品牌优势，发力品牌输出及线下文化产业综合体

“读者”具备良好的品牌价值，在传统的出版发行业务之外，公司正在通过品牌输出，打造基于“读者”品牌的文化综合体，通过“读者+”的方式深化 IP 变现能力，依托品牌授权及商业运营等方式获得收益。

文化综合体方面，兰州市正围绕读者品牌打造“读者印象”精品街区项目，核心用地面积 33.8 达到公顷（507 亩）；项目打造成为以文化创意产业为支撑、城市品质生活为内核、地域特色景观为肌理，集文创博览、休闲商业、光影夜游等多元业态的“文化生态精品街区”，从而构建全国首席“读者”品牌体验地、甘肃首个全域沉浸式艺术街区、书香社会全民阅读旗舰基地和中华民族艺术原乡。

图7: 兰州“读者印象”精品街区规划



资料来源: 兰州市自然资源局、国信证券经济研究所整理

图8: “读者印象”精品街区效果图



资料来源: 兰州市自然资源局、国信证券经济研究所整理

品牌输出方面，首个读者文化产业园落地惠州，后续有望向全国范围复制扩展。公司与惠州市秋谷实业合作，通过品牌输出方式，共同打造以《读者》IP 为核心的城市文化产业园，项目占地 66667 m²，总建筑面积约 25 万 m²。园区由新文创中心，惠州文化客厅，美食天下，文化产业四部分组成。包括读吧、读者美术馆、艺术酒店、独栋企业总部、艺术影院、读者大厦、LOFT 公寓及艺术街区等，涵

盖艺术馆、书城、写字楼、公寓、酒店、影院、商业等多种业态，打造数字出版、文化、艺术、创意、设计、休闲、亲子娱乐、教育培训等一体的多元化文化综合体。

图9：读者文化园效果图



资料来源：赢商网、国信证券经济研究所整理

布局读者书店，加速渠道扩张。传统发行渠道之外，依托读者品牌形象，公司正在全国范围内着力拓展读者书店，以“读者”品牌深厚的文化积淀和读者出版集团雄厚的实力为依托，将“读者”品牌形象及内容具象化、场景化，通过好书、好物、饮品、活动、展览等多种形式与载体，为读者提供丰富可感的“一站式”文化服务和面向心灵的阅读解决方案，扩展公司渠道资源并丰富公司出版业务之外的其他收入来源。

图10：读者外滩旗舰店



资料来源：大众点评、国信证券经济研究所整理

图11：读者书店



资料来源：大众点评、国信证券经济研究所整理

布局读者·新语文”，筹划中小学阅读写作教育

在线教育平台方面，公司已经在多平台上线写作教育内容：“读者·新语文”微信公众号粉丝 5.8 万人，阅读数累计 70 万次；今日头条 MCN 矩阵总粉丝数近 6.5 万人，总浏览量达 500 万次，单篇最高阅读 82.8 万次；音视频课程已制作完成 1800 余集；喜马拉雅平台上线的“读者·新语文”系列课程累计播放量超过 45 万次；线上之外，公司正在加速布局线下读者俱乐部，推动公司大语文教育加速成长。从商业模式上来看，当前线上教育平台主要采取付费订阅模式，线下业务仍处于前期布局阶段。

图12：读者新语文公众号



资料来源：公司公众号、国信证券经济研究所整理

图13：读者书新语文套餐

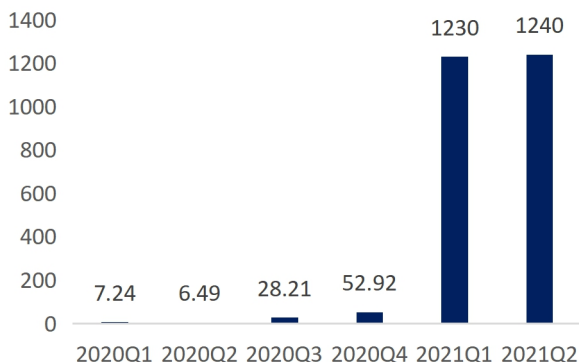


资料来源：公司公众号、国信证券经济研究所整理

元宇宙时代，公司具备更多成长可能

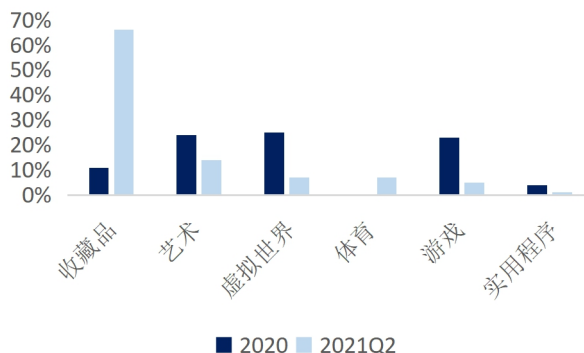
数字藏品大潮兴起，IP 价值凸显。1) 区块链基数的成熟带动 NFT 快速兴起。NFT 是可锚定现实世界中物品的数字凭证，能够映射到特定资产（包括数字资产如游戏皮肤、装备、虚拟地块等，甚至实体资产）；2) 2021 年 3 月 11 日佳士得历史上首次以非同质化代币（NFT）形式拍卖的数字艺术家 Beeple 的 NFT 作品《每一天，前 5000 天》（Everydays: The First 5000 Days），底价 100 美元，最终以 6934.6 万美元成交，一举成为在世艺术家成交作品第三高价；3) 根据 Coingecko 的数据，全球 NFT 总市值已经突破 450 亿美元，其中 2021Q2 收藏品占据大头（66%）；4) 数字藏品进一步提升 IP 的变现能力，并且在整个商业链条，IP 扮演着核心地位，IP 价值进一步凸显。

图 14: 交易规模 (百万美元)



资料来源: DappRadar、Coingecko, 国信证券经济研究所整理

图 15: 交易构成



资料来源: DappRadar、Coingecko, 国信证券经济研究所整理

公司 IP 优势显著, 元宇宙时代有望迎来深度变现可能。1) 公司旗下《读者》是国内第一期刊品牌, 在 40 余年的创刊时间内积累了众多的读者资源以及经典的插图、文学资源, 具备深度变现可能; 2) 在积累的出版内容之外, 甘肃省内丰富的文化历史旅游资源也有望为公司提供源源不断的内容 IP 支; 3) 可行的路径上来看, 图片及相关内容资源的数字藏品资源是可行方案之一 (参考视觉中国), 考虑到公司创刊 40 余年所积累的文学艺术素材资源, 通过数字藏品模式发售具备较大的利润弹性空间。

图 16: 读者创刊号



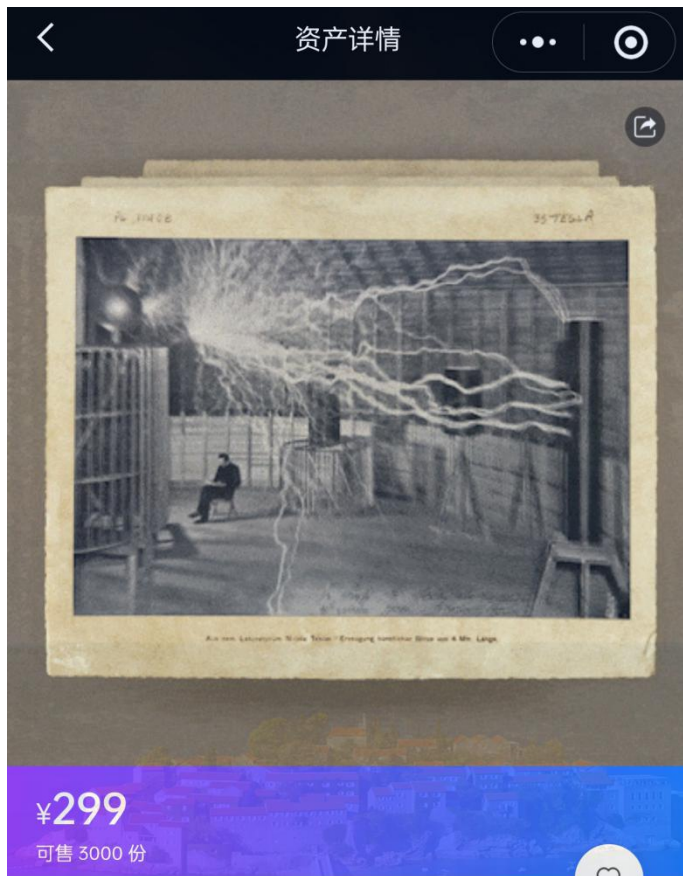
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 17: 敦煌莫高窟壁画



资料来源: 腾讯新闻, 国信证券经济研究所整理

图 18: 视觉中国“元视觉”藏品发售



资料来源：元视觉小程序，国信证券经济研究所整理

投资建议：品牌优势显著，关注新业务布局表现，首次覆盖予以“增持”评级

我们假设公司教材教辅业务收入增速分别为 10%/15%/15%，对应毛利率为 25%/26%/26%，期刊业务收入增速分别为 5%/8%/8%，对应毛利率分别为 48%/49%/50%，一般图书业务收入增速分别为 8%/10%/10%，对应毛利率分别为 19%/20%/21%，预计公司 2021-2023 年收入增速为 12.9%/13.9%/13.3%，综合毛利率为 19%/19%/19%。同时考虑到新业务布局尚处于早期，暂不考虑其业绩贡献。

表2: 分项业务收入（百万元）及增速、毛利率

	2020	2021E	2022E	2023E
教材教辅	286	315	362	417
YoY	1.17%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	25%	25%	26%	27%
期刊	159	167	180	194
YoY	-5.91%	5.00%	8.00%	8.00%
毛利率	48.4%	48.4%	49.0%	50.0%
一般图书	130	140	154	170
YoY	3.03%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.4%	19.4%	20.0%	21.0%
非主营业务	462	531	611	703
YoY	28.44%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	2.7%	4.6%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们预计公司 2021/22/23 年归母净利润分别为 0.86/1.04/1.24 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 0.15/0.18/0.22 元，当前股价分别对应同期 40/33/28x PE；考虑业务模式、市值等条件，公司图书出版业务可对标出版传媒等公司（22 年 21x PE），期刊 IP 资源可对标视觉中国（22 年 41x PE）；考虑到新业务尚属布局阶段暂不考虑业绩、市值贡献，同时考虑到公司作为期刊龙头及领先的 IP 资源优势，我们给予公司 22 年 25-35x PE 估值区间，对应合理股价区为 4.50-6.30 元；我们持续看好公司稀缺品牌长期价值以及新业务拓展之下业务稳定向上的可能，首次覆盖予以“增持”评级。

表3:

公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
读者传媒	增持	6.01	35	0.13	0.15	0.18	0.22	47	40	33	28
视觉中国	买入	15.18	106	0.20	0.28	0.37	0.49	75	54	41	31
出版传媒	无评级	6.19	34	0.28	0.28	0.29	0.28	22	22	21	22

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)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	753	719	1093	858	753	营业收入	972	1084	1224	1394	1579
应收款项	89	109	123	35	40	营业成本	772	877	988	1123	1271
存货净额	102	119	231	263	298	营业税金及附加	5	4	5	6	6
其他流动资产	191	191	7	8	9	销售费用	35	39	44	45	47
流动资产合计	1317	1389	1613	1415	1350	管理费用	105	112	126	139	140
固定资产	225	222	225	275	307	研发费用	13	8	9	12	12
无形资产及其他	34	30	30	30	29	财务费用	(8)	(17)	(17)	(19)	(21)
投资性房地产	443	461	461	461	461	投资收益	18	11	3	3	3
长期股权投资	34	35	36	37	38	资产减值及公允价值变动	13	12	15	15	0
资产总计	2054	2137	2359	2205	2166	其他收入	(38)	(15)	(9)	(12)	(12)
短期借款及交易性金融负债	8	8	500	300	200	营业利润	57	76	87	105	126
应付款项	47	88	72	81	92	营业外净收支	6	(0)	0	0	0
其他流动负债	161	168	137	155	172	利润总额	63	75	87	105	126
流动负债合计	216	264	708	536	465	所得税费用	0	0	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	0	1	1	1
其他长期负债	95	92	92	93	95	归属于母公司净利润	65	74	86	104	124
长期负债合计	95	92	92	93	95	现金流量表 (百万元)					
负债合计	312	356	750	526	404	净利润	65	74	86	104	124
少数股东权益	48	30	30	30	30	资产减值准备	(1)	(8)	1	2	2
股东权益	1694	1751	1809	1878	1962	折旧摊销	17	17	24	26	30
负债和股东权益总计	2054	2137	2589	2435	2396	公允价值变动损失	(13)	(12)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(8)	(17)	(17)	(19)	(21)
每股收益	0.11	0.13	0.15	0.18	0.22	营运资本变动	255	(18)	52	(58)	(61)
每股红利	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07	其它	(0)	8	(1)	(2)	(1)
每股净资产	2.94	3.04	3.14	3.26	3.41	经营活动现金流	322	62	147	57	94
ROIC	4%	3%	5%	7%	10%	资本开支	0	(16)	(13)	(63)	(63)
ROE	4%	4%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(180)	(70)	0	0	0
毛利率	21%	19%	19%	19%	20%	投资活动现金流	(117)	(87)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	4%	4%	4%	5%	6%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	28%	12%	13%	14%	13%	支付股利、利息	(14)	(20)	(28)	(34)	(41)
净利润增长率	52%	15%	15%	21%	20%	其它融资现金流	(43)	32	492	(200)	(100)
资产负债率	17%	18%	30%	23%	18%	融资活动现金流	(71)	(9)	464	(234)	(141)
息率	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	134	(34)	604	(235)	(105)
P/E	53.5	46.5	40.4	33.4	27.8	货币资金的期初余额	620	753	719	1093	858
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	货币资金的期末余额	753	719	1323	858	753
EV/EBITDA	64.5	63.8	55.7	42.0	29.3	企业自由现金流	0	26	103	(42)	(15)
						权益自由现金流	0	57	379	(228)	(99)

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