

研究所
 证券分析师：姚蕾 S0350521080006
 yaol02@ghzq.com.cn
 证券分析师：谭瑞娇 S0350521120004
 tanrq@ghzq.com.cn

占有率逆势提升、“瘦身健体”轻装上阵；直播电商先发布局，AIGC布局提升至战略高度

——中信出版（300788）2022年年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中信出版	19.2%	34.5%	19.0%
沪深300	-1.0%	5.2%	-4.3%

市场数据

市场数据	2023/04/03
当前价格(元)	27.93
52周价格区间(元)	16.80-32.56
总市值(百万)	5,310.93
流通市值(百万)	5,310.93
总股本(万股)	19,015.15
流通股本(万股)	19,015.15
日均成交额(百万)	206.58
近一月换手(%)	2.41

事件：

公司公告 2022 年业绩：实现营业收入 18 亿元，yoy-6.3%，归母净利润 1.3 亿元，yoy-47.8%；对应 2022Q4 营业收入 4.7 亿元，yoy-8.4%，归母净利润-1265 万元，yoy-131.4%。

投资要点：

■ 图书出版主业稳健，主动采取“瘦身健体”措施

- ① **2022 年为应对外部环境冲击主动“瘦身健体”，实体店营收下降并产生撤店损失，占归母净利润影响额的 30%，此外因市场下行可能产生的资产减值损失充分于 2022 年报计提。**2022 全年营收 18 亿元（yoy-6.3%），毛利润 6.2 亿元（yoy-9.6%），毛利率 34.2%（同比-1.2pct），销售、管理、研发费用 3.4/1.4/0.1 亿元，yoy-0.6%/-0.5%/+3.6%，投资净收益-1255 万元（去年为 409 万元），资产减值损失 3747 万元（去年为 1566 万元），主要是存货跌价损失及合同履行成本减值损失，资产处置收益为-548 万元（去年为 1533 万元），归母净利润 1.3 亿元（yoy-47.8%），归母净利率 7%（同比-5.6pct）。
- ② **2022 年分业务情况：**图书出版与发行业务收入 13.9 亿元（yoy-4.5%/占比 77.3%），毛利率 33%（同比+1pct），主业毛利率改善主要来自数据模型和预测算法的优化，加强精细化运营和量价管理体系效率；文化消费业务 4 亿元（yoy-11.2%/占比 22.2%），毛利率 21.2%（同比-7.2pct）；知识服务业务 5050 万元（yoy-22.5%/占比 2.8%）。
- ③ **2022 年分季度情况：**2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 4.1/4.4/4.8/4.7 亿元，yoy-12.9%/-8.9%/+5.7%/-8.4%，归母净利润为 0.4/0.5/0.5/-0.1 亿元，yoy-35.2%/-40.2%/-13.3%/-131.4%。
- ④ **资产负债表端：**2022 年末，应收票据及应付账款 1.2 亿元（yoy+41.8%）、存货 5.2 亿元（yoy-2.8%）、应付票据及应付账款 7.2 亿元（yoy-6.3%）。

■ **跑赢行业大势，实洋占有率 3.03%、同比+0.15pct，龙头地位进一步稳固；2023 年将启动 “AIGC 数智出版框架方案”**

① **2022 年图书零售市场整体下滑，公司出版业务跑赢行业大势，稳居大众图书市场首位，实洋市场占有率 3.03%，同比去年提升 0.15pct，经管、科普、传记持续排名 TOP1，生活休闲类 TOP2，少儿类图书 TOP4。**据北京开卷，2022 年图书零售市场受疫情和居民收入等因素影响 yoy-11.8%，码洋 871 亿元。分渠道看，平台电商 yoy-16.1%（占比 45.1%）、垂直及其他电商 yoy-2.4%（占比 23.2%）、短视频电商 yoy+42.9%（占比 16.4%）、实体店渠道 yoy-37.2%（相比 2019 年下降 56.7%、占比 15.3%）。分品类看，码洋比重 TOP5 分别为少儿、教辅、文学、学术文化和经管，少儿类 yoy-10.4%（码洋比重 28.6%）、教辅类 yoy-22.3%（码洋比重 16.6%）、文学类 yoy+5.9%（码洋比重 10.9%）、学术文化类 yoy-12%（码洋比重 8.7%）、经管类 yoy-14.5%（码洋比重 4.6%）。各品类中，仅文学和传记类实现同比增长。

② **搭建直播电商自播矩阵、优势显著。**据出版人杂志，2022 年书业集体入场抖音，包括出版社、图书策划公司、渠道在内的出版发行机构抖音账号数量从 2021 年的 231 个翻倍增长至 505 个，其中近 50%（250 家）尝试直播带货，18 个账号年累计销售额超 1000 万元，42 个账号介于 100 万~1000 万元间。年度出版社带货力 TOP10 榜单中，中信出版占一半，中信出版童书旗舰店、中信童书优选、中信出版旗舰店、中信精选书品、中信读书会分别位列第 1、4、5、7、10 名，中信出版童书旗舰店开播次数最多，共计直播 585 场；中信出版童书旗舰店、中信童书优选全年码洋破亿元。

③ **战略层面，2023 年公司将启动 “2023 年改革 4.0 方案” “AIGC 数智出版框架方案” “对标世界一流行动体系” 等计划，夯实领先优势。**

■ **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023/2024/2025 年实现归母净利润 2.16/2.78/3.46 亿元，对应 PE25/19/15X，公司主业基础稳固，市场份额持续扩大，龙头地位进一步巩固；版权资源优势明显，内容电商业务领先；2023 年疫后图书消费意愿有望复苏，公司瘦身减负后业绩有望实现反弹；积极探索 AIGC 等新技术赋能出版业务，首次覆盖，给予 “买入” 评级。

■ **风险提示：**图书销售表现及生命周期不及预期；重要版权未能如期取得/续约；版权/印装/纸张等重要成本波动；存货减值风险；核心人才流失；公司治理风险；用户阅读偏好改变；监管/税收政策变化；市场风格切换等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1801	2000	2227	2516
增长率 (%)	-6	11	11	13
归母净利润 (百万元)	126	216	278	346
增长率 (%)	-48	72	29	24
摊薄每股收益 (元)	0.66	1.14	1.46	1.82
ROE (%)	6	9	11	12
P/E	30.68	24.55	19.08	15.33
P/B	1.87	2.33	2.08	1.83
P/S	2.14	2.65	2.39	2.11
EV/EBITDA	9.92	16.27	12.06	8.05

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图表 1: 业务拆分表

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入				
图书出版发行	1,391.79	1,558.80	1,761.45	2,025.66
数字阅读	50.50	53.03	55.68	58.47
书店业务	400.57	420.60	441.62	463.71
内部抵销	(101.67)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
其他	59.55	68.00	68.00	68.00
成本				
图书出版发行	932.46	1,028.81	1,144.94	1,296.43
数字阅读	27.76	26.51	27.84	29.23
书店业务	315.53	302.83	313.55	324.59
内部抵销	(113.96)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
其他	22.37	27.20	27.20	27.20
毛利率				
图书出版发行	33.00%	34.00%	35.00%	36.00%
数字阅读	45.03%	50.00%	50.00%	50.00%
书店业务	21.23%	28.00%	29.00%	30.00%
内部抵销	-12.08%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	62.43%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中信出版盈利预测表

证券代码:	300788				股价:	27.93				投资评级:	买入				日期:	2023/04/04			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	6%	9%	11%	12%	EPS	0.66	1.14	1.46	1.82										
毛利率	34%	36%	37%	37%	BVPS	10.84	11.98	13.44	15.27										
期间费率	26%	26%	25%	24%	估值														
销售净利率	7%	11%	13%	14%	P/E	30.68	24.55	19.08	15.33										
成长能力					P/B	1.87	2.33	2.08	1.83										
收入增长率	-6%	11%	11%	13%	P/S	2.14	2.65	2.39	2.11										
利润增长率	-48%	72%	29%	24%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.56	0.56	0.58	0.57	营业收入	1801	2000	2227	2516										
应收账款周转率	15.25	21.48	15.69	22.94	营业成本	1184	1285	1414	1577										
存货周转率	3.45	3.64	3.54	3.67	营业税金及附加	7	10	11	13										
偿债能力					销售费用	344	378	405	453										
资产负债率	36%	36%	34%	35%	管理费用	135	152	167	181										
流动比	2.61	2.60	2.80	2.74	财务费用	-18	-19	-24	-27										
速动比	1.79	1.87	2.00	2.00	其他费用/(-收入)	9	10	11	11										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	117	222	285	355										
现金及现金等价物	1738	2108	2271	2782	营业外净收支	-8	0	0	0										
应收款项	123	94	148	111	利润总额	110	222	285	355										
存货净额	521	550	628	686	所得税费用	0	4	6	7										
其他流动资产	378	373	380	442	净利润	110	217	280	348										
流动资产合计	2761	3125	3427	4021	少数股东损益	-16	1	1	2										
固定资产	11	9	8	6	归属于母公司净利润	126	216	278	346										
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	268	268	268	268	经营活动现金流	146	378	170	518										
长期股权投资	153	153	153	153	净利润	126	216	278	346										
资产总计	3193	3556	3856	4448	少数股东权益	-16	1	1	2										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	96	2	2	2										
应付款项	717	883	876	1087	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-100	151	-119	161										
其他流动负债	342	321	348	382	投资活动现金流	21	0	0	0										
流动负债合计	1059	1204	1224	1468	资本支出	-26	0	0	0										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-87	0	0	0										
其他长期负债	86	86	86	86	其他	134	0	0	0										
长期负债合计	86	86	86	86	筹资活动现金流	-179	-7	-7	-7										
负债合计	1145	1290	1310	1555	债务融资	0	0	0	0										
股本	190	190	190	190	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2048	2266	2545	2893	其它	-179	-7	-7	-7										
负债和股东权益总计	3193	3556	3856	4448	现金净增加额	-14	370	163	511										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

杨牧笛，传媒教育行业研究助理，上海财经大学本科，福特汉姆大学硕士，从业1年，主要研究方向为游戏赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞娇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。