

23年修复趋势确定，新题材 AI 知识输出能力强

——中信出版 22 年财报点评

核心观点

【事件】公司发布 22 财年年报：22 年实现营业总收入 18.01 亿元，yoy-6.31%，归母净利润为 1.26 亿元，yoy-47.81%

- **外部环境冲击大，需求较弱是主因。22 年实现营业总收入 18.01 亿元，yoy-6.31%**，其中图书出版物销售 16.03 亿元（yoy-3.78%），2022 年图书零售市场同比下降了 11.77%，**公司表现优于行业大盘**。实洋市场占有率 3.03%，同比去年提升 0.15pct。细分领域中，经管、科普、传记持续排名第一，生活休闲类排名第二，少儿类图书位居第四位。实体店渠道零售图书市场同比下降 37.22%，**公司书店业务受冲击较大**，文化消费业务同比下降 11.2%，公司主动采取“瘦身健体”举措裁减了大量门店。
- **成本端控价效果显现，费用端投入审慎**。公司 22 年毛利率为 34.2%（yoy-1.2pct），主要受到线下业务拖累。渠道价格梳理下，公司出版业务毛利率为 33%（yoy+1pct），效果显现。费用端总额为 4.89 亿，同比 21 年 4.91 亿持平，人员渠道稳健投入，公司基本盘稳健。收入端需求叠加成本相对刚性，不考虑非经营性损益，经营利润率下降到 6.73%，23 年利润率修复空间大。
- **内容渠道成绩优异，图书迭代能力强**。公司迅速适配内容电商行业契机，搭建直播电商账号矩阵，在业内公认的《出版人》书业直播排名榜单中，公司旗下的 5 个账号进入出版社直播前 10 强。23 年以来语言大模型知识科普热度提升，公司题材选编，全流程出版能力强，在新需求下抓住爆款图书机遇，随着相关内容图书的出版发行，贡献全年增长点。同时 AIGC 多模态能力持续增强，新技术的应用有望放大出版行业的生产效能，多样化实现内容输出。

盈利预测与投资建议

- 宏观外部环境波动较大，居民消费能力缓慢复苏，考虑到公司作为出版行业龙头公司，新技术迭代公司适配能力强，短期成本费用刚性，下调利润率预测，远期效率提升利润率修复，我们预计 23-25E 收入为 20.39/22.10/23.77（原预测 23-24E 20.14/21.69）亿元，归母净利润 1.89/2.17/2.46（原预测 23-24E 为 2.54/2.64）亿元，维持 FCFF 估值方法，给予目标价 30.99 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 图书消费需求不景气；大众内容消费习惯变化；新技术落地低于预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,922	1,801	2,039	2,210	2,377
同比增长(%)	1.6%	-6.3%	13.2%	8.4%	7.6%
营业利润(百万元)	236	117	183	211	240
同比增长(%)	-17.7%	-50.3%	56.2%	15.2%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	242	126	189	217	246
同比增长(%)	-14.4%	-47.8%	49.6%	14.9%	13.5%
每股收益(元)	1.27	0.66	0.99	1.14	1.29
毛利率(%)	35.5%	34.2%	35.7%	36.1%	36.5%
净利率(%)	12.6%	7.0%	9.2%	9.8%	10.4%
净资产收益率(%)	12.3%	6.2%	8.7%	9.2%	9.7%
市盈率	22.5	43.1	28.8	25.1	22.1
市净率	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

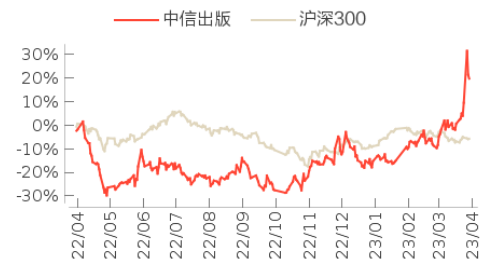
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2023年03月29日）	28.6元
目标价格	30.99元
52周最高价/最低价	32.56/16.56元
总股本/流通A股（万股）	19,015/19,015
A股市值（百万元）	5,438
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2023年03月30日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	14.04	30.7	45.64	22.64
相对表现	13.87	32.26	41.77	25.74
沪深300	0.17	-1.56	3.87	-3.1



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001

相关报告

营销渠道构建成熟，静待业绩拐点：——	2022-11-01
中信出版 2022Q3 点评	
线上竞争加剧扰动利润，关注行业价格监管落地进度：——中信出版 2021 年报点评	2022-05-05
复苏增长好于行业，利润延续增长趋势：——中信出版 21Q1 季报点评	2021-05-09

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

表 1：盈利预测调整前后对比表

主要财务信息	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,014	2,169		2,039	2,210	2,377
变动幅度				1.3%	1.9%	
营业利润(百万元)	249	258		183	211	240
变动幅度				-26.4%	-18.1%	
归属母公司净利润(百万元)	254	264		189	217	246
变动幅度				-25.7%	-17.9%	
每股收益 (元)	1.34	1.39		0.99	1.14	1.29
变动幅度				-26.0%	-18.0%	
毛利率(%)	36.6%	37.0%		35.7%	36.1%	36.5%
变动幅度				-0.9%	-0.9%	
净利率(%)	12.6%	12.2%		9.2%	9.8%	10.4%
变动幅度				-3.4%	-2.4%	

数据来源：东方证券研究所

投资建议

宏观外部环境波动较大，居民消费能力缓慢复苏，考虑到公司作为出版行业龙头公司，抗冲击能力强，新技术迭代公司适配能力强，短期下调毛利率，上调销售费用率，远期效率提升利润率修复，我们预计 23-25E 收入为 20.39/22.10/23.77（原预测 23-24E 20.14/21.69）亿元，归母净利润 1.89/2.17/2.46（原预测 23-24E 为 2.54/2.64）亿元，维持 FCFF 估值方法，给予目标价 30.99 元，维持“增持”评级。

表 2：估值参数表

所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	1.50%
无风险利率 Rf	2.85%
无杠杆影响的 β 系数	0.78
考虑杠杆因素的 β 系数	0.81
市场收益率 Rm	10.1%
股权投资成本 (Ke)	8.72%
债务比率 D/(D+E)	5%
债务利率 rd	4.3%
WACC	8.44%

数据来源：东方证券研究所

表 2：敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 (%)					
	30.99	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%	4.50%
6.44%	6.44%	36.50	40.16	45.67	54.94	73.74
6.94%	6.94%	34.28	37.23	41.50	48.27	60.56
7.44%	7.44%	32.38	34.79	38.18	43.29	51.87
7.94%	7.94%	30.74	32.74	35.47	39.43	45.70
8.44%	8.44%	29.32	30.99	33.22	36.36	41.09
8.94%	8.94%	28.06	29.47	31.33	33.86	37.53
9.44%	9.44%	26.95	28.15	29.70	31.77	34.68
9.94%	9.94%	25.96	26.99	28.30	30.02	32.37
10.44%	10.44%	25.07	25.96	27.08	28.52	30.44

数据来源：东方证券研究所

风险提示

图书消费需求不景气；大众内容消费习惯变化；新技术落地低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,859	1,738	2,003	2,172	2,336	营业收入	1,922	1,801	2,039	2,210	2,377
应收票据及应收账款	87	123	119	127	146	营业成本	1,240	1,184	1,311	1,412	1,509
预付账款	289	338	318	364	403	营业税金及附加	8	7	8	9	9
存货	536	521	543	606	646	营业费用	347	344	387	420	452
其他	76	41	102	79	81	管理费用及研发费用	145	144	163	173	181
流动资产合计	2,848	2,761	3,086	3,347	3,612	财务费用	(13)	(18)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	78	153	153	153	153	资产减值损失	15	38	16	16	16
固定资产	16	11	9	7	6	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	4	(13)	4	4	4
无形资产	13	14	7	0	0	其他	51	29	25	25	25
其他	430	255	145	153	161	营业利润	236	117	183	211	240
非流动资产合计	537	432	314	314	319	营业外收入	4	4	4	4	4
资产总计	3,385	3,193	3,400	3,661	3,931	营业外支出	0	12	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	240	110	187	215	244
应付票据及应付账款	765	717	795	861	916	所得税	2	(0)	2	2	2
其他	359	342	293	313	329	净利润	238	110	185	213	242
流动负债合计	1,124	1,059	1,088	1,174	1,245	少数股东损益	(4)	(16)	(3)	(4)	(4)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	242	126	189	217	246
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.27	0.66	0.99	1.14	1.29
其他	223	86	71	71	71						
非流动负债合计	223	86	71	71	71	主要财务比率					
负债合计	1,347	1,145	1,160	1,245	1,316		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	5	(14)	(17)	(20)	(24)	成长能力					
股本	190	190	190	190	190	营业收入	1.6%	-6.3%	13.2%	8.4%	7.6%
资本公积	751	751	751	751	751	营业利润	-17.7%	-50.3%	56.2%	15.2%	13.7%
留存收益	1,097	1,127	1,316	1,495	1,697	归属于母公司净利润	-14.4%	-47.8%	49.6%	14.9%	13.5%
其他	(6)	(7)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,038	2,048	2,240	2,416	2,614	毛利率	35.5%	34.2%	35.7%	36.1%	36.5%
负债和股东权益总计	3,385	3,193	3,400	3,661	3,931	净利率	12.6%	7.0%	9.2%	9.8%	10.4%
						ROE	12.3%	6.2%	8.7%	9.2%	9.7%
						ROIC	10.9%	4.7%	8.2%	8.7%	9.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.8%	35.9%	34.1%	34.0%	33.5%
净利润	238	110	185	213	242	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	24	24	25	28	22	流动比率	2.53	2.61	2.84	2.85	2.90
财务费用	(13)	(18)	(1)	(1)	(1)	速动比率	2.01	2.12	2.34	2.34	2.38
投资损失	(4)	13	(4)	(4)	(4)	营运能力					
营运资金变动	14	(25)	39	(60)	(16)	应收账款周转率	19.0	17.6	17.4	18.4	17.9
其它	26	42	91	0	0	存货周转率	2.3	2.1	2.5	2.5	2.4
经营活动现金流	285	146	336	175	242	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(1)	21	(26)	(27)	(28)	每股指标(元)					
长期投资	22	(74)	0	0	0	每股收益	1.27	0.66	0.99	1.14	1.29
其他	(148)	75	(40)	39	2	每股经营现金流	1.50	0.77	1.77	0.92	1.27
投资活动现金流	(127)	21	(66)	12	(26)	每股净资产	10.69	10.84	11.87	12.81	13.88
债权融资	103	(44)	(5)	18	(10)	估值比率					
股权融资	0	(0)	0	0	0	市盈率	22.5	43.1	28.8	25.1	22.1
其他	(319)	(135)	1	(37)	(42)	市净率	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1
筹资活动现金流	(217)	(179)	(4)	(19)	(52)	EV/EBITDA	14.8	29.6	17.6	15.4	14.0
汇率变动影响	(1)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.4	36.8	20.1	17.4	15.3
现金净增加额	(59)	(14)	266	169	164						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。