

投资评级 优于大市 维持

## 22Q2 营收和净利润增速稳健，主营业务逆周期属性强

### 股票数据

08月26日收盘价(元)	9.83
52周股价波动(元)	8.11-10.56
总股本/流通A股(百万股)	1796/1796
总市值/流通市值(百万元)	17655/17655

### 相关研究

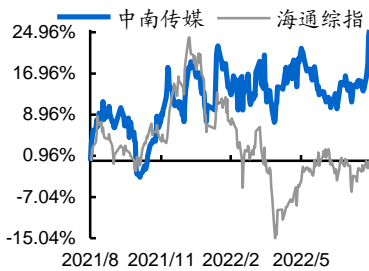
《业绩增速稳健，码洋市占率略有提升》

2021.08.31

《主营增速稳健，分红金额创历史新高》

2021.04.27

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.7	10.5	4.7
相对涨幅(%)	10.9	17.0	1.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@htsec.com

证书: S0850519070002

联系人: 康百川

Tel: (021)23212208

Email: kbc13683@htsec.com

联系人: 崔冰睿

Tel: (021)23219774

Email: cbr14043@htsec.com

### 投资要点:

- 22Q2 营收和净利润增速稳健，经济下行背景下逆周期属性明显。**2022Q2 公司实现营业收入 38.55 亿元，同比增长 12.72%，实现归属于上市公司股东的净利润为 5.63 亿元，同比增长 12.45%；实现扣非归母净利润为 5.69 亿元，同比增长 15.21%。公司营收和利润实现稳健增长，主要系出版和发行板块的教材教辅、主题类和阅读类图书、期刊的销售增加所致。根据公司 22 年半年报援引开卷监测，受疫情冲击及经济下行压力影响，2022H1 全国整体图书零售市场码洋同比下降 13.78%，我们认为公司收入构成中教辅教材收入占比较高，必选消费属性较强，在疫情冲击及图书消费下行的大环境下，具有较强的逆周期属性。
- 图书出版持续增长，市占率逆势扩张。**根据公司 22 年半年报援引开卷监测数据，公司 2022H1 在全国综合图书零售市场的实洋占有率为 3.14%，同比上升 0.29 个百分点，继续位列全国第一方阵。细分市场多板块排名靠前。科普、家庭教育在全国零售市场排名第一，心理自助、艺术板块排名第二，音乐、学术文化、低幼启蒙板块排名第三。《极区空间物理研究》等 11 个项目入选国家出版基金。《云边有个小卖部》、《苏东坡传》16 次登上开卷零售畅销月榜。我们认为公司在出版领域拥有多年的积淀，在今年疫情冲击及经济下行背景下，公司市占率实现逆势扩张，未来随着疫情形势的好转，公司图书出版业务有望实现高速增长。
- 22H1 发行业务营收、净利润实现高速增长，疫情环境下业务韧性十足。**在发行业务上，22H1 公司旗下的湖南省新华书店实现营业收入 43.52 亿元，同比增长 28.68%。净利润 5.80 亿元，同比增长 28.36%，教辅教材具有较强的必须消费品属性，受经济环境影响较小。上半年公司积极拓展教辅多元化，整体业务稳中有升。在双减背景下，公司积极开拓职教等新领域教材教辅开发，珈汇公司收入与利润大幅增长，获得中职统编三科教材湖南地区代理权、中职新国规七科公共基础课程教材湖南地区总代理权，进一步提升职教发行主渠道地位。
- 盈利预测与估值分析。**我们预测公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.93 元、1.01 元和 1.13 元。参考同行业公司，我们给予公司 2022 年 12-14 倍动态 PE 估值，对应合理价值区间为 11.16-13.02 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**疫情影响图书线下消费，纸张成本上涨。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10473	11331	12170	13467	14879
(+/-)YoY(%)	2.1%	8.2%	7.4%	10.7%	10.5%
净利润(百万元)	1437	1515	1668	1821	2030
(+/-)YoY(%)	12.6%	5.5%	10.0%	9.2%	11.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.84	0.93	1.01	1.13
毛利率(%)	41.1%	44.1%	43.5%	44.7%	45.9%
净资产收益率(%)	10.3%	10.5%	11.5%	12.5%	13.6%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 中南传媒业务分项收入预测与假设 (亿元)**

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	113.31	121.70	134.67	148.79	<b>毛利</b>	49.98	52.97	60.22	68.34
发行	86.70	91.91	102.02	112.22	发行	28.78	30.33	34.69	39.28
出版	32.73	35.35	38.89	43.17	出版	12.09	12.73	14.39	15.97
物资	16.60	18.26	20.27	22.70	物资	0.68	0.73	0.81	0.91
数字出版	10.29	11.22	12.45	13.94	数字出版	2.05	2.24	2.61	3.07
印刷	8.38	8.38	8.80	9.68	印刷	2.64	2.77	3.08	3.87
金融	3.59	3.59	3.77	4.08	金融	1.89	1.98	2.08	2.24
其他	1.53	1.84	2.21	2.65	其他	1.22	1.46	1.75	2.11
内部抵消	-46.52	-48.84	-53.73	-59.64	内部抵消	0.64	0.73	0.81	0.89
<b>成本</b>	63.33	68.73	74.46	80.45	<b>毛利率 (%)</b>	44.11	43.52	44.71	45.93
发行	57.92	61.58	67.33	72.94	发行	33.19	33.00	34.00	35.00
出版	20.64	22.63	24.50	27.20	出版	36.94	36.00	37.00	37.00
物资	15.92	17.53	19.46	21.79	物资	4.09	4.00	4.00	4.00
数字出版	8.24	8.97	9.83	10.88	数字出版	19.93	20.00	21.00	22.00
印刷	5.74	5.61	5.72	5.81	印刷	31.46	33.00	35.00	40.00
金融	1.71	1.62	1.70	1.83	金融	52.51	55.00	55.00	55.00
其他	0.31	0.38	0.45	0.54	其他	79.47	79.47	79.47	79.47
内部抵消	-47.15	-49.58	-54.54	-60.53	内部抵消	-1.37	-1.50	-1.50	-1.50

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**盈利预测假设。** 1) 公司为行业龙头, 盈利水平处于行业领先地位, 公司出版、发行中教辅教材占比较高, 收入未来实现稳健增长, 基于风险管控, 公司金融业务收入有望保持平稳。 2) 随着公司整体经营效率的提升, 整体毛利率有望稳中略升。

**表 2 可比公司估值表**

简称	代码	股价 (元/股)	每股收益(元)			市盈率 (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中信出版	300788	18.98	1.40	1.60	1.83	14	12	10
新经典	603096	19.86	1.20	1.43	1.74	17	14	11
新华文轩	601811	9.50	1.16	1.27	1.41	8	7	7
凤凰传媒	601928	8.15	0.76	0.81	0.82	11	10	10
平均						12	11	10

注: 对应为 2022 年 08 月 26 日收盘价

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

**风险提示:** 疫情影响图书线下消费, 纸张成本上涨。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>11331</b>	<b>12170</b>	<b>13467</b>	<b>14879</b>
每股收益	0.84	0.93	1.01	1.13	营业成本	6333	6873	7446	8045
每股净资产	8.02	8.06	8.12	8.31	毛利率%	44.1%	43.5%	44.7%	45.9%
每股经营现金流	-0.25	1.28	1.24	1.36	营业税金及附加	64	73	81	89
每股股利	0.00	0.89	0.95	0.95	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1943	2154	2491	2827
P/E	11.53	10.48	9.60	8.61	营业费用率%	17.1%	17.7%	18.5%	19.0%
P/B	1.21	1.21	1.20	1.17	管理费用	1514	1704	1953	2232
P/S	1.54	1.44	1.30	1.17	管理费用率%	13.4%	14.0%	14.5%	15.0%
EV/EBITDA	4.08	3.95	3.32	2.56	EBIT	1310	1293	1416	1596
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.7%</b>	财务费用	-108	-225	-237	-250
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.0%	-1.9%	-1.8%	-1.7%
毛利率	44.1%	43.5%	44.7%	45.9%	资产减值损失	-192	0	0	0
净利润率	13.4%	13.7%	13.5%	13.6%	投资收益	96	122	135	149
净资产收益率	10.5%	11.5%	12.5%	13.6%	<b>营业利润</b>	<b>1675</b>	<b>1822</b>	<b>1990</b>	<b>2218</b>
资产回报率	6.3%	6.7%	7.1%	7.6%	营业外收支	-11	0	0	0
投资回报率	8.4%	8.2%	8.8%	9.6%	<b>利润总额</b>	<b>1664</b>	<b>1822</b>	<b>1990</b>	<b>2218</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1548	1501	1632	1821
营业收入增长率	8.2%	7.4%	10.7%	10.5%	所得税	27	29	32	35
EBIT 增长率	11.8%	-1.3%	9.5%	12.7%	有效所得税率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
净利润增长率	5.5%	10.0%	9.2%	11.5%	少数股东损益	121	126	137	153
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1515</b>	<b>1668</b>	<b>1821</b>	<b>2030</b>
资产负债率	36.5%	37.4%	38.4%	39.0%					
流动比率	2.53	2.47	2.41	2.37	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	2.27	2.22	2.16	2.12	货币资金	10965	11639	12154	12909
现金比率	1.34	1.34	1.32	1.32	应收账款及应收票据	1004	1070	1184	1309
<b>经营效率指标</b>					存货	1677	1695	1836	1984
应收账款周转天数	32.28	32.00	32.00	32.00	其它流动资产	7095	6997	7049	7104
存货周转天数	96.64	90.00	90.00	90.00	流动资产合计	20741	21402	22223	23305
总资产周转率	0.47	0.49	0.53	0.56	长期股权投资	101	101	101	101
固定资产周转率	8.34	8.98	10.02	11.24	固定资产	1358	1355	1344	1324
					在建工程	64	64	64	64
					无形资产	977	982	987	992
					非流动资产合计	3321	3323	3316	3301
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>24062</b>	<b>24724</b>	<b>25539</b>	<b>26606</b>
净利润	1515	1668	1821	2030	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	121	126	137	153	应付票据及应付账款	3486	3936	4263	4607
非现金支出	455	208	217	225	预收账款	8	0	0	0
非经营收益	-259	-182	-201	-222	其它流动负债	4708	4736	4966	5206
营运资金变动	-2287	483	251	257	流动负债合计	8202	8672	9229	9813
<b>经营活动现金流</b>	<b>-454</b>	<b>2302</b>	<b>2224</b>	<b>2443</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-331	-149	-143	-136	其它长期负债	574	574	574	574
投资	192	0	0	0	非流动负债合计	574	574	574	574
其他	131	122	135	149	<b>负债总计</b>	<b>8776</b>	<b>9245</b>	<b>9803</b>	<b>10387</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-8</b>	<b>-27</b>	<b>-8</b>	<b>13</b>	实收资本	1796	1796	1796	1796
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	14400	14468	14589	14919
股权募资	14	0	0	0	少数股东权益	885	1011	1148	1301
其他	-1259	-1601	-1701	-1701	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>24062</b>	<b>24724</b>	<b>25539</b>	<b>26606</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1245</b>	<b>-1601</b>	<b>-1701</b>	<b>-1701</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1708</b>	<b>674</b>	<b>515</b>	<b>755</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

毛云聪 互联网及传媒  
孙小雯 互联网及传媒  
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,欢瑞世纪,智度股份,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,捷成股份,皖新传媒,天下秀,三人行,乐享集团,分众传媒,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。