



2021年8月3日

中文传媒 (600373): 主业稳健, 21H1 新游带动业绩回暖

推荐 (首次)

传媒

当前股价: 10.53 元

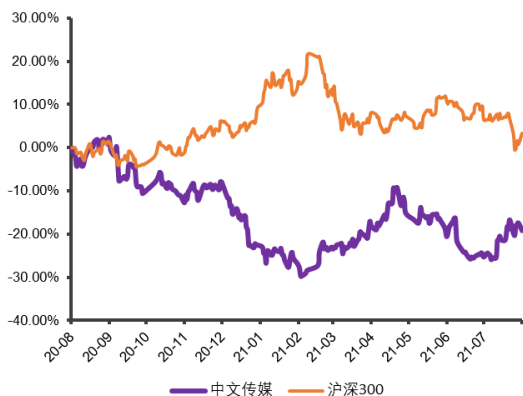
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,340	11,487	12,804	14,227
(+/-)	-8.2%	11.1%	11.5%	11.1%
营业利润	2,072	2,394	2,779	3,107
(+/-)	8.5%	15.5%	16.1%	11.8%
归属母公	1,806	2,097	2,448	2,743
司净利润				
(+/-)	4.6%	16.2%	16.7%	12.0%
EPS (元)	1.33	1.55	1.81	2.02
市盈率	7.9	6.8	5.8	5.2

公司基本情况 (最新)

总股本/流通股 (万股)	135506 / 135506
流通市值 (亿元)	143
每股净资产 (元)	10.91
资产负债率 (%)	36.9

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰
 执业证书编号: S1050520020002
 电话: (86 21) 64967860
 邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (86 21) 64339000
 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **公司外延并购, 全产业链布局, 2021H1 业绩有所回暖。**公司于 2010 年 12 月 21 日完成资产重组, 江西省出版集团以主营业务整体借壳鑫新股份上市。公司在传统出版业务的基础上不断外延并购, 先后投资过艺术公司、印刷公司立华彩印、出版发行公司新华联合, 强化原有的主业, 同时 2014 年并购游戏公司智明星通, 以游戏业务为契机, 开启了新业态板块的大力发展。公司预计 2021 上半年实现归母净利润 11.4 至 12 亿元, 同比增 32%至 40%, 公司业绩迎来拐点。

● **把握游戏出海大趋势, 深耕 SLG 市场。**根据游戏工委的数据, 中国自主研发移动网络游戏海外市场销售收入的增长势头更为迅猛, 从 2015 年的 53.1 亿美元高速增长至 2020 年的 154.5 亿美元, 年均复合增速达 23.8%。国产游戏在日、美、英等 6 个主要国家市场表现亮眼, 竞争力强。子公司智明星通深耕 SLG 领域, 在自研爆款产品《列王的纷争》基础上, 不断推出新产品, 同时加强与头部厂商的合作。2021 年上半年在海外发行自研产品《The Walking Dead:Survivors》, 该游戏根据 Skybound 授权 IP 制作, 已于 2020 年 11 月及 2021 年 4 月分别登陆 Google Play 和 AppStore, 上线以来表现良好, SensorTower 数据显示其 6 月 IOS 端流水超 300 万美元, 我们预计今年新游的良好表现, 有望拉动 2021 年业绩增长。

● **2020 年图书零售行业承压, 公司一体化产业链完善, 出版发行主业逆势增长。**公司的传统主业形成了完善的一体化产业链, 覆盖了上游纸张、油墨、印刷设备等出版物资, 中游的出版和印刷环节, 以及下游发行和物流配送等环节。我国图书零售市场在 2015-2019 年保持着 10%以上的增速, 2020 年受到疫情影响, 首次出现负增长, 但四季度明显回暖, 长期上行趋势不改。2020 年公司在全国图书零售市场整体排名中位居全国第 3, 同比上升两位; 零售市场码洋超 20 亿元, 码洋占有率为 3.09%。随着市占率的不断提高, 公司出版与发行主业 2020 年收入逆势增长, 为公司业绩稳定奠定了良好的基础。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 114.87 亿元、128.04 亿元和 142.27 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 20.97 亿元、24.48 亿元和 27.43 亿元。8 月 2 日收盘价对应 PE 分别为 6.8、5.8、5.2 倍。公司出版发

行与新业态双轮驱动，出版发行主业整体表现平稳，20 年逆势增长，21 年有望维持增长势头。新业态方面公司新游上线表现良好，或成为公司业绩增长点。当前行业可比公司 2021 年平均 PE 为 8.69 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**新游戏表现不如预期的风险；图书零售需求不及预期的风险；投资项目不达预期的风险等。

正文目录

1. 出版主业基石牢固，新游戏带动业绩回暖	5
1.1 外延并购，全产业链布局	5
1.2 公司股权结构	6
1.3 盈利能力稳定，新游支撑业绩回暖	6
2. 把握游戏出海大趋势，深耕 SLG 市场	7
2.1 智明星通专注海外游戏研发与发行	7
2.2 全球市场快速发展，国内厂商竞争力强	9
2.3 国内市场竞争激烈，公司侧重海外 SLG 市场开拓	11
3. 出版发行主业是公司业绩的“压舱石”	14
3.1 公司一体化产业链优势显著	14
3.2 图书零售市场短暂承压，公司出版发行业务逆势增长	14
4. 公司盈利预测与估值	16
5. 风险提示	18

图表目录

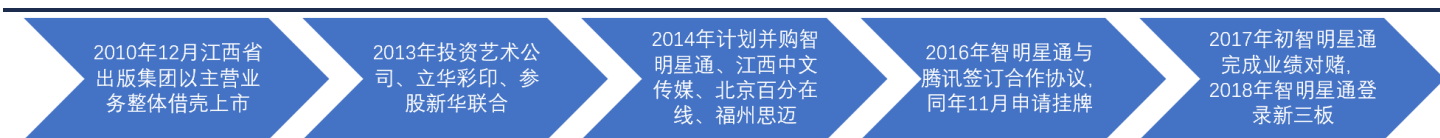
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司收入占比（按产品）	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）	6
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）	6
图表 6 公司 2016-2021Q1 毛利率净利率表现（%）	7
图表 7 公司 2016-2021Q1 费用率表现（%）	7
图表 8 智明星通游戏产品	7
图表 9 智明星通获得中国 2020 年度厂商出海 30 强中的第 20 名	8
图表 10 智明星通营业收入（百万元）及增速（%）	9
图表 11 智明星通归母净利润（百万元）及增速（%）	9
图表 12 智明星通毛利率净利率表现（%）	9
图表 13 智明星通费用率表现（%）	9
图表 14 2015-2020E 全球移动游戏市场规模预计	9
图表 15 . 2015-2020 中国自主研发移动网络游戏海外市场实际销售收入	10
图表 16 . 2020 年国产游戏流水在全球范围内同比增长更快	10
图表 17 . 2020 年中国自主研发移动游戏海外市场收入类别中策略类占比最高	11
图表 18 . 【COK 列王的纷争】前期表现亮眼	12
图表 19 . 【COK 列王的纷争】2020-07-30~2021-07-30Appstore 收入估算（美元）	12
图表 20 . 《The Walking Dead: Survivors》上线以来 google play 排名表现较好	13
图表 21 公司出版的各类报刊主要在全国和省内发行	14
图表 22 图书零售市场规模在 2020 年首次出现负增长	15
图表 23 2020 年不同渠道图书零售对比	15
图表 24 公司营业收入假设	16
图表 25 所处行业可比公司估值（wind 一致预期）	17

1. 出版主业基石牢固，新游戏带动业绩回暖

1.1 外延并购，全产业链布局

公司是一家具有多介质、平台化、全产业链特征的大型出版传媒公司。公司业务包括书刊核音像电子出版物编辑出版、印刷发行、物资供应等传统出版业务，现代物流和物联网技术应用、国内外贸易和供应链相关业务，在线教育、互联网游戏、数字出版、影视剧生产、投融资等新业态业务。

图表 1 公司发展历程

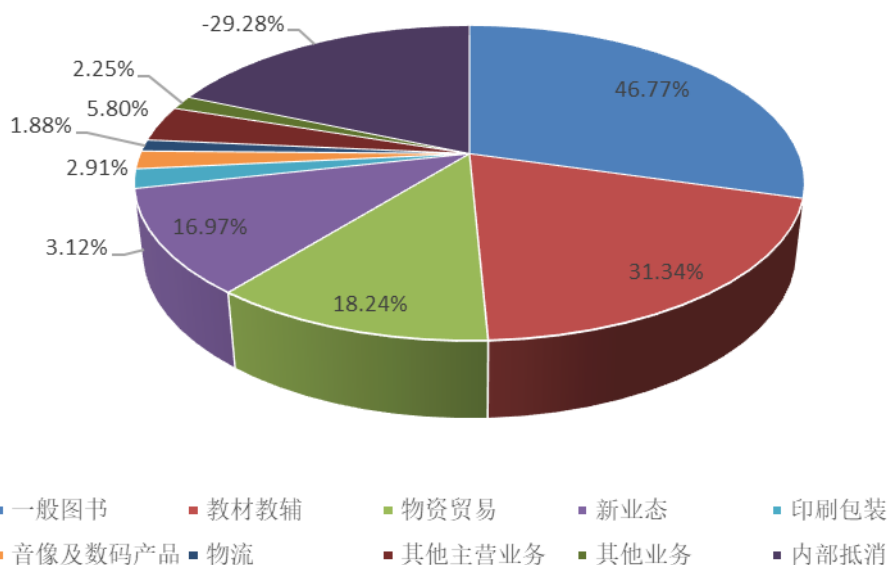


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司于 2010 年 12 月 21 日完成资产重组，江西省出版集团以主营业务整体借壳鑫新股份上市。公司在传统出版业务的基础上不断外延并购，先后投资过艺术公司、印刷公司立华彩印、出版发行公司新华联合，强化原有的主业，同时 2014 年并购游戏公司智明星通，以游戏业务为契机，开启了新业态板块的大力发展。

智明星通为中国游戏出海领导者，2016 年与腾讯签订了《策略类移动游戏制作与运营协议》，以共同开发 SLG 游戏市场，2017 年与动视暴雪签订合作协议，联合开发一款以《Call of Duty: 使命召唤》IP 为背景的手机游戏。智明星通连续三年超额完成业绩对赌，在 2018 年 4 月挂牌新三板，同年 6 月登录新三板。

图表 2 公司收入占比（按产品）

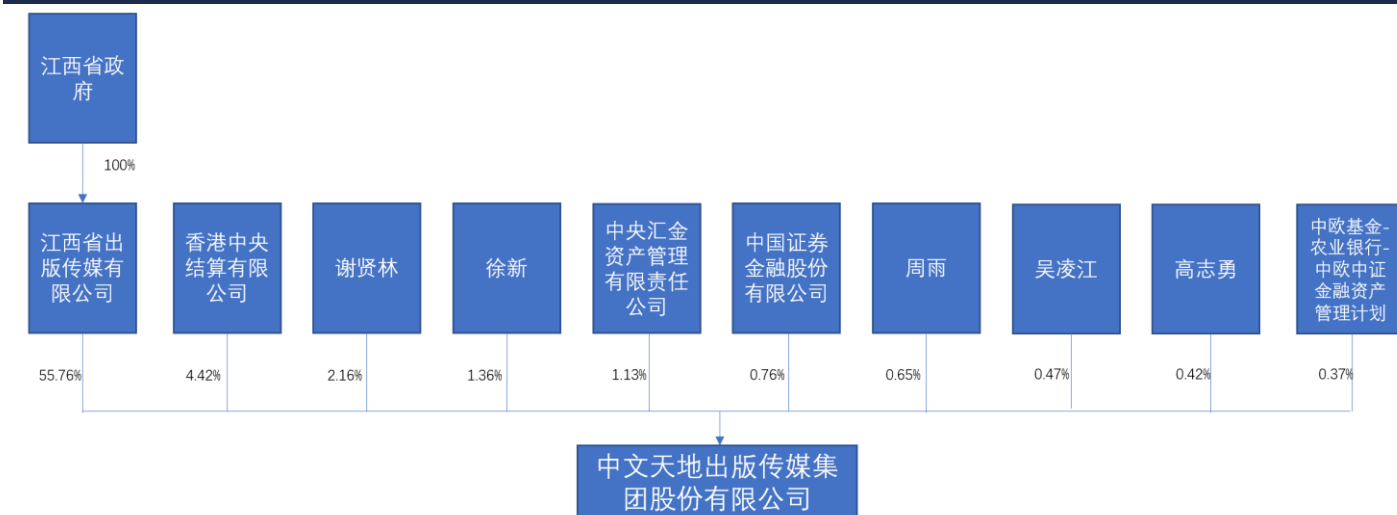


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.2 公司股权结构

公司的第一大股东为江西省出版传媒有限公司，持股比例为 55.76%。公司实际控制人为江西省人民政府。

图表 3 公司股权结构

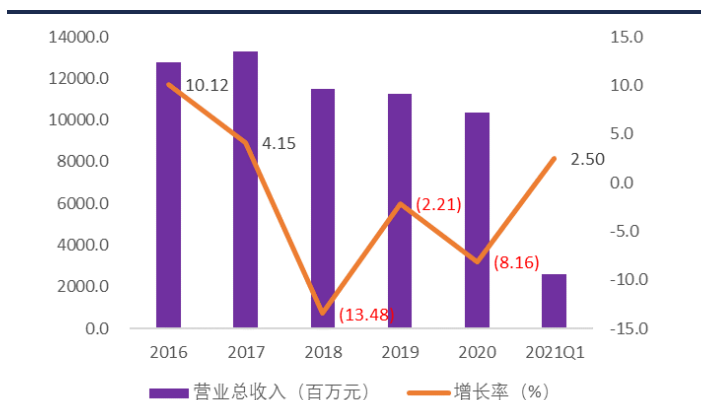


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.3 盈利能力稳定，新游支撑业绩回暖

由于子公司智明星通旗下游戏产品《列王的纷争》流水不断下滑，公司近五年业绩增长有所放缓，2018-2020 年收入增速出现负增长，2021 年上半年，智明星通自研游戏《The Walking Dead: Survivors》在海外发行，取得了较好的表现，公司预计 2021 上半年实现归母净利润 11.4 至 12 亿元，同比增 32%至 40%，公司业绩迎来拐点。另一方面，尽管公司收入有所下滑，公司盈利能力变化不大，净利率在 2016-2020 年逐步增长，2021 年上半年由于海外新游的宣发，预计销售费用将显著增加，或小幅影响公司净利率。

图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

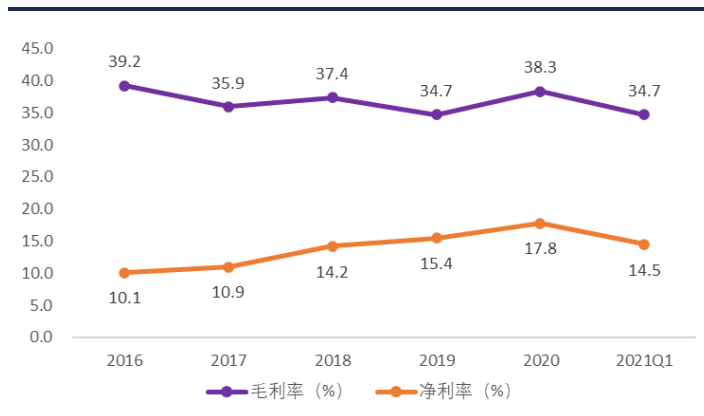
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

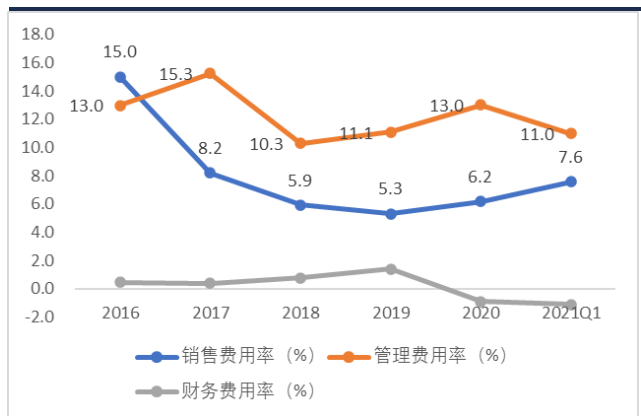


图表 6 公司 2016-2021Q1 毛利率净利率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司 2016-2021Q1 费用率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2.把握游戏出海大趋势，深耕 SLG 市场

2.1 智明星通专注海外游戏研发与发行

智明星通是一家集研发和运营于一体的国际化精品移动游戏公司，依靠专业化研发团队，持续为游戏玩家提供高质量的游戏产品。公司以策略游戏为核心，根据市场动向优化现有游戏，并自主研发或代理运营优秀的新游戏，在保持自身传统优势的基础上不断创新，满足市场的多元化需求。

图表 8 智明星通游戏产品

游戏名称	运营范围	游戏类型	研发模式	运营模式
列王的纷争 (clash of kings)	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	自主运营/授权运营
帝国战争 (age of warring empire)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
战地红警 (battle alert)	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	自主运营/授权运营
开心农场	全球	移动游戏/网页游戏	自主研发	自主运营/授权运营
女王的纷争 (clash of queens)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
王权争霸 (age of kings)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
魔法英雄 (magic rush)	全球	移动游戏	第三方研发	自主运营
奇迹暖暖 (love nkki)	境外	移动游戏	第三方研发	自主运营
弹弹堂	境外	网页游戏	第三方研发	自主运营
悍将三国	境外	移动游戏	第三方研发	自主运营
列王的纷争: 西部大陆 (COK of the west)	全球	移动游戏	自主研发	自主运营
行尸走肉: 幸存者 (the walking dead: survivors)	境外	移动游戏	自主研发	自主运营

资料来源: 智明星通公告, 华鑫证券研发部

智明星通自主研发并运营了《开心农场》、《帝国战争》、《列王的纷争》、《女王的纷争》等一系列全球发行的移动游戏，并代理运营了《魔法英雄》、《奇迹暖暖》等精品移动游戏。智明星通凭借集中力量研发、代理精品游戏并进行全球发行的策略，成为了 AppAnnie 评选的中国 2020 年度厂商出海 30 强中的第 20 名。

图表 9 智明星通获得中国 2020 年度厂商出海 30 强中的第 20 名

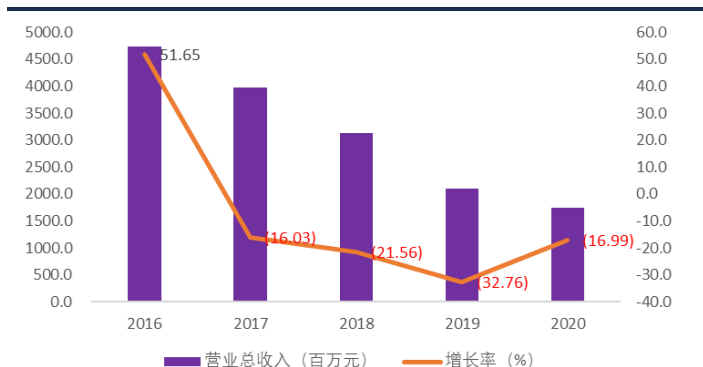
iOS 和 Google Play 综合数据

排名	公司名称
1	FunPlus
2	莉莉丝
3	腾讯
4	网易
5	IGG
6	欢聚集团
7	友塔游戏
8	龙创悦动
9	米哈游
10	博乐游戏
11	4399
12	悠星网络
13	壳木游戏
14	游族网络
15	三七互娱
16	沐瞳科技
17	Magic Tavern
18	字节跳动
19	有爱互娱
20	智明星通

资料来源：AppAnnie，华鑫证券研发部

由于 2014 年下半年在海外发行的自研产品《列王的纷争》表现良好，在 2015 年一度进入 Google Play 收入榜的前 10，驱动智明星通业绩飞速增长。但由于《列王的纷争》占公司收入比重较高，随着游戏流水的逐步下滑，公司 2016-2020 年收入开始逐年下滑，尽管后续公司不断推出新产品，但对收入的影响甚微。2020 年上半年新冠疫情爆发，移动游戏收入有所回升，公司业绩下降速度所放缓。由于在《列王的纷争》后新品表现较为一般，公司更加注重降本增效，毛利率维持在 60%左右，而净利率逐年增长，从 16 年的 12.9%升至 20 年的 30.9%，我们认为公司的销售、管理、研发费用逐年下降是净利润率增长的主要原因。

图表 10 智明星通营业收入（百万元）及增速（%）



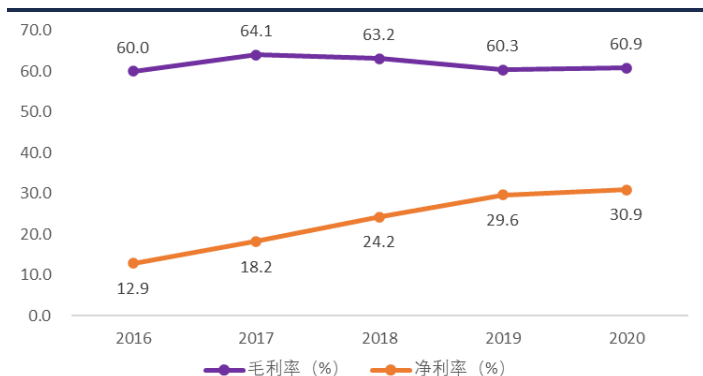
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 11 智明星通归母净利润（百万元）及增速（%）



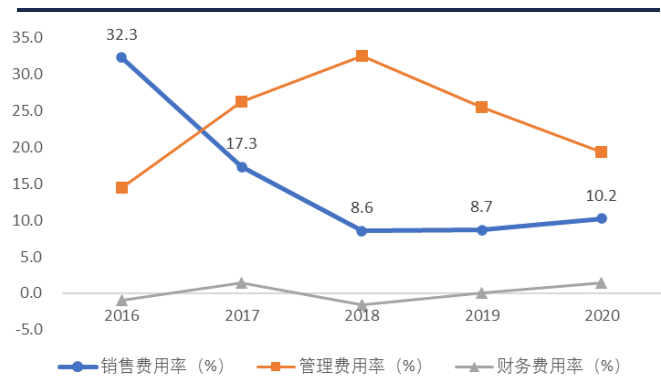
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 12 智明星通毛利率净利率表现（%）



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 13 智明星通费用率表现（%）

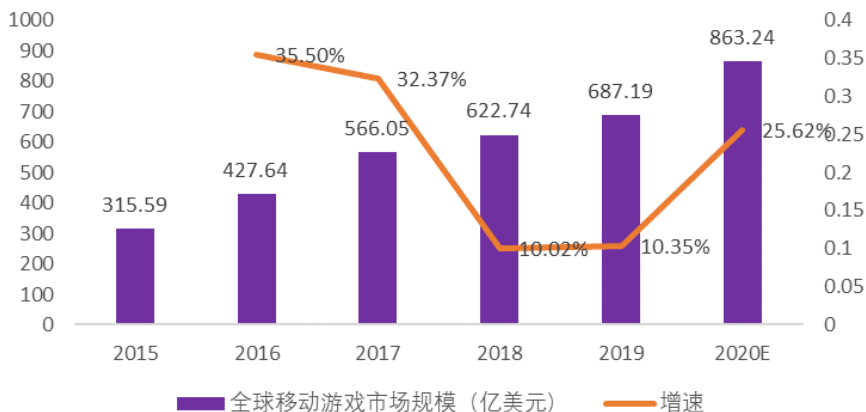


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2.2 全球市场快速发展，国内厂商竞争力强

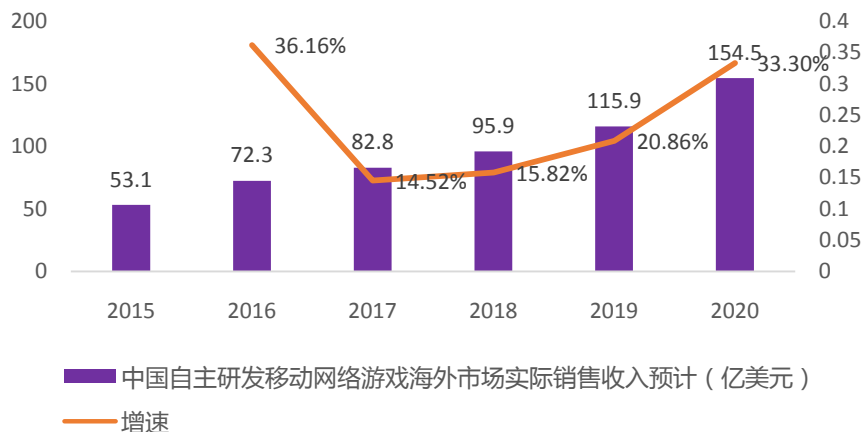
随着智能手机渗透率的不断提高，全球移动游戏市场规模也在不断扩大，根据 Newzoo 数据，全球移动游戏市场规模从 2015 年的 315.59 亿美元逐年增长，预计 2020 年达到 863.24 亿美元，年均复合增速达 22.29%。根据游戏工委的数据来看，中国自主研发移动网络游戏海外市场销售收入的增长势头更为迅猛，从 2015 年的 53.1 亿美元高速增长至 2020 年的 154.5 亿美元，年均复合增速达 23.8%。

图表 14 2015-2020E 全球移动游戏市场规模预计



资料来源: Newzoo, 华鑫证券研发部

图表 15. 2015-2020 中国自主研发移动网络游戏海外市场实际销售收入

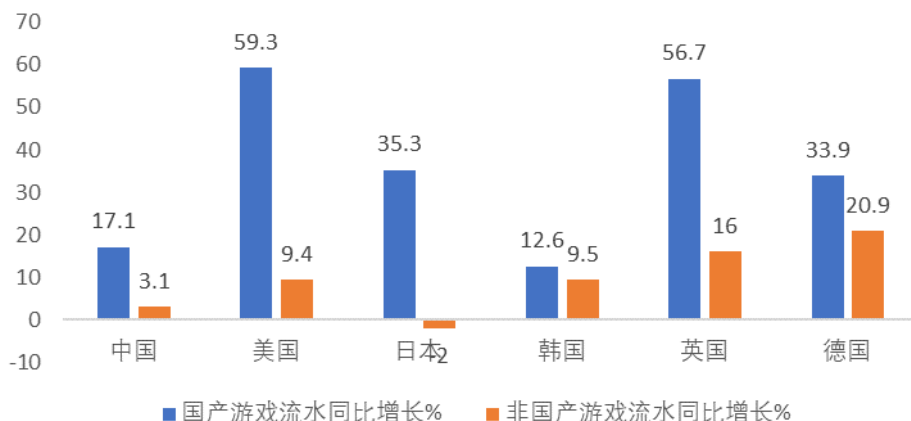


资料来源：游戏工委，华鑫证券研发部

2020 年，国产游戏在全球范围内同比增长好于非国产游戏，根据伽马数据，国产游戏在几个主要国家市场表现亮眼，增速均在两位数以上，美国、英国市场的增速超 50%。这反映出我国移动游戏在全球范围内的竞争力正在迅速提高，游戏出海或将受益于国产移动游戏的崛起，成为国内游戏厂商的布局重点。

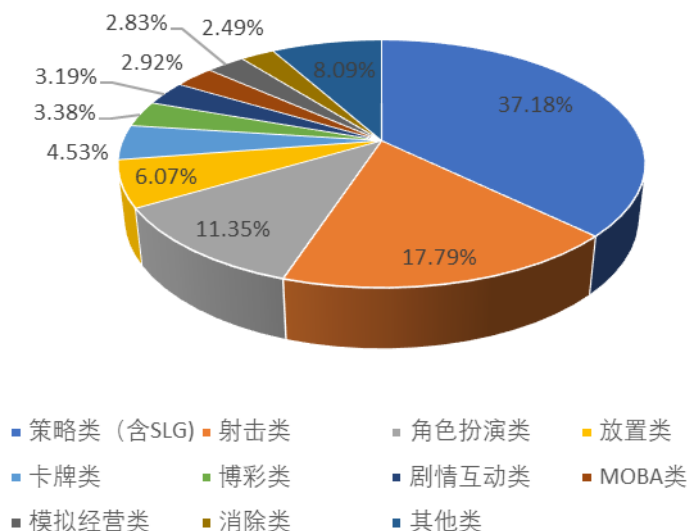
分类别来看，策略类游戏（含 SLG）在各类型中占比最高，达到 37.18%，超过第二名射击类近 20 个百分点。国内策略游戏发展迅猛，下游策略游戏玩家群体较大，需求旺盛，国内游戏厂商凭借强大的策略游戏研发能力和长期积累的海外发行经验，国产策略游戏逐渐在海外市场站稳脚跟。从早期的《列王的纷争》，到近几年的《王国纪元》、《万国觉醒》等，爆款产品层出不穷，为国产游戏出海打下了坚实的基础。

图表 16 . 2020 年国产游戏流水在全球范围内同比增长更快



资料来源：伽马数据，华鑫证券研发部

图表 17. 2020 年中国自主研发移动游戏海外市场收入类别中策略类占比最高



资料来源：游戏工委，华鑫证券研发部

2.3 国内市场竞争激烈，公司侧重海外 SLG 市场开拓

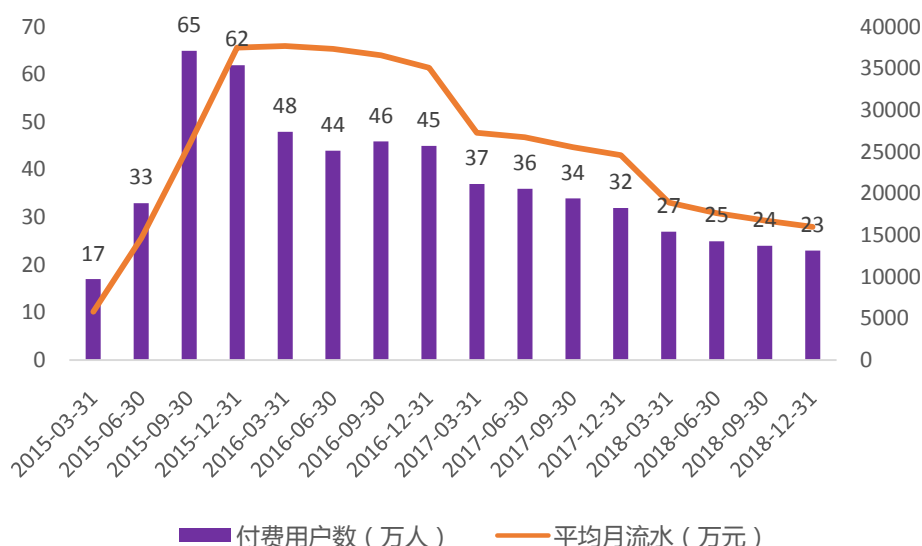
作为以《列王的纷争 (Clash of Kings)》这款沙盘 SLG 游戏起家的智明星通，可以算是国内沙盘 SLG 手游的先驱者。智明星通自研产品很多都是围绕着“COK like”这个游戏内核演变而成的，如《女王的纷争》、《列王的纷争：西部大陆》以及今年刚在海外发行的《行尸走肉：幸存者》。“COK like”的核心，以《列王的纷争》这个原型为例，就是玩家通过扮演一名领主，以各种方式收集资源来建造城堡、训练士兵，参与游戏中的战斗征程，并同来自全球的玩家进行对战。除了传统的策略属性外，COK like 更强调社交属性，比如玩家可以在游戏中加入联盟，与盟友一起进行各种战役，或者与其他联盟战斗。在漫长的收集资源与建造的等待时间中，玩家们可以互相交流各种经验，也可以联合起来指定各种作战计划。强社交属性可以显著提高游戏玩家的粘性，能够有效延长游戏生命周期。

自《列王的纷争》上线以后，在全球范围内获得了较好的市场反响，是当时唯一能够在美国、日本、德国等移动游戏的重要市场均长期稳定在 App Store、Google Play 排名前列的中国游戏。App Annie 发布的行业报告《2016 年中国移动游戏在世界舞台大显身手》中提到，“2016 年 1-5 月 iOS 应用商店与 Google Play 在大中华区以外的综合收入排行榜上，《列王的纷争》位居第一；热门中国发行商（按海外表现排名）按照收入排名的榜单中，智明星通位居第一”。《列王的纷争》还被 facebook 评为 2015 年年度最佳游戏。

《列王的纷争》的成功为沙盘 SLG 游戏指明了道路，但同时其自身的竞争力也逐渐被新品所赶超。2015 年 10 月，网易的《率土之滨》在国内公测，其在线上后的半年内一直稳居畅销榜前 30，网易并没有参照“COK like”的内核，却把沙盘 SLG 的精髓

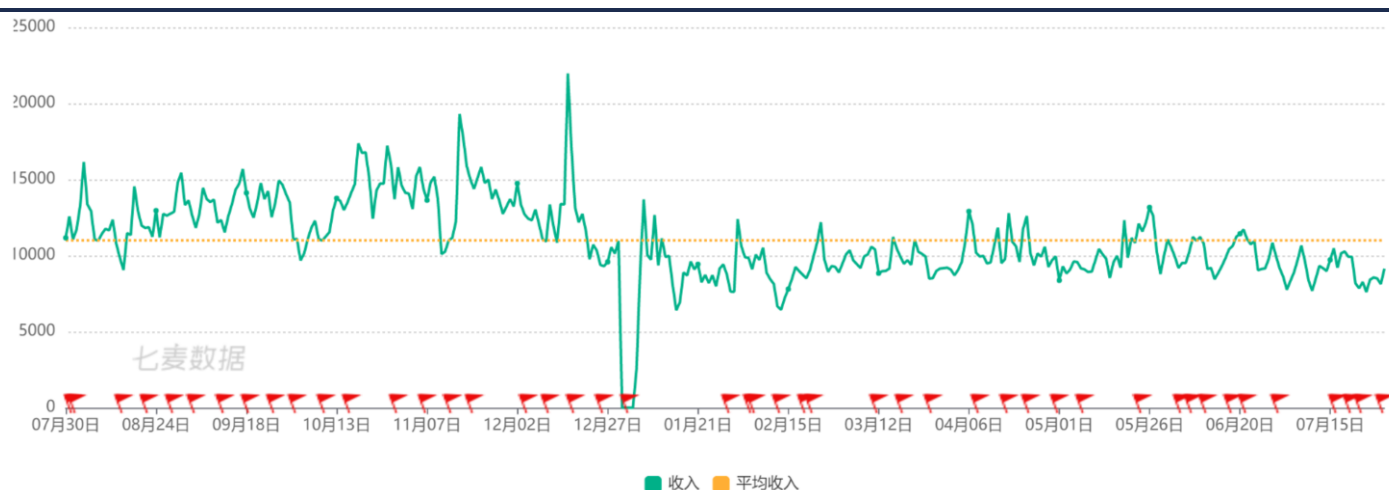
展现得更好，形成了别具一格的“率土 like”沙盘 SLG 游戏，更加强调玩家团队所具备的战术能力和协作能力，而不是个别玩家的购买力。时至今日，《率土之滨》依旧火爆，月流水约为《列王的纷争》的 40-50 倍。而作为先驱者的《列王的纷争》流水大不如前，这也证明了“COK like”沙盘策略游戏在国内的长期竞争力要稍弱于“率土 like”。

图表 18 . 【COK 列王的纷争】前期表现亮眼



资料来源: datayes! , 华鑫证券研发部

图表 19 . 【COK 列王的纷争】2020-07-30~2021-07-30Appstore 收入估算 (美元)



资料来源: 七麦数据, 华鑫证券研发部

2016 年，智明星通与腾讯签订合作协议，智明星通授权腾讯基于 COK 的 SLG 游戏引擎进行再开发和制作一款手游，即《乱世王者》。根据协议，智明星通将获得游戏流水分成。《乱世王者》上线次日便拿下 iOS 免费榜 TOP5，此后还一跃登上了畅销榜第 3 的位置。《列王的纷争》曾经拿下超过 100 个国家 iOS 畅销榜第一的好成绩，但在国内 iOS 畅销榜中最好的成绩是第 5 名。长期维度来看，《乱世王者》表现也很不错，月流水约为《列王的纷争》的 7 倍左右。公司也因为《乱世王者》长期良好表现，盈利能

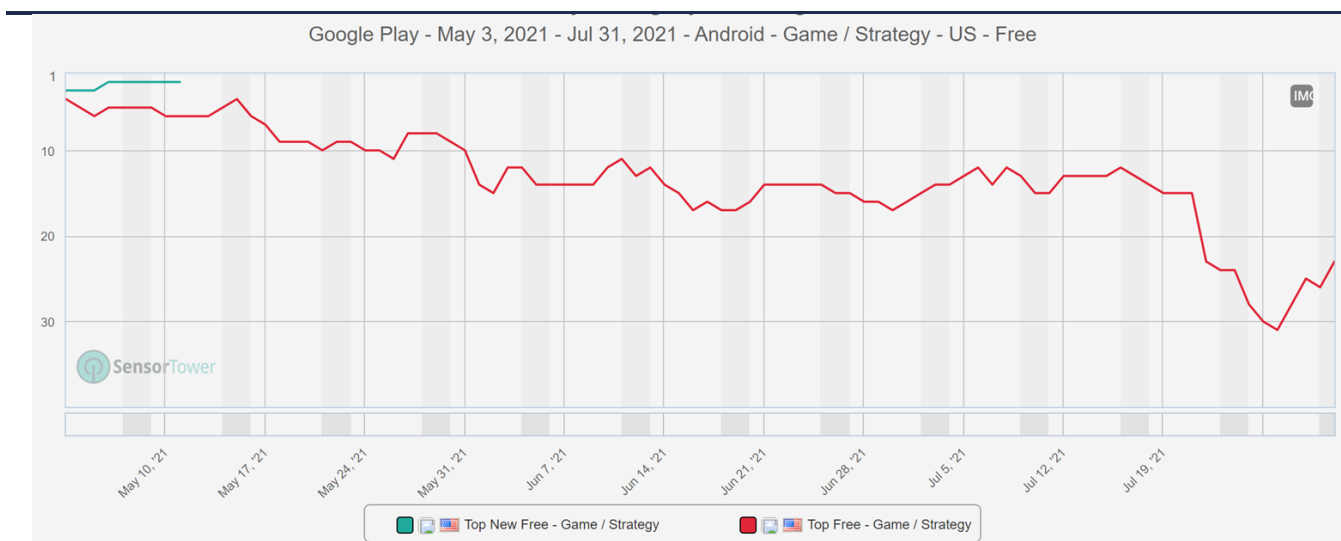
力不降反增。

除了《率土之滨》和《乱世王者》两个上线比较早的沙盒 SLG 游戏外，2019 年 9 月公测的“率土 like”沙盒 SLG《三国志战略版》以及 2020 年 9 月公测的“COK like”沙盒 SLG《万国觉醒》更是将沙盒 SLG 玩法拔高到了新的次元，前者引入了日本 KOEI 公司《三国志》系列的高人气 IP，而后者在 COK 的玩法和画面上进行了优化。由于沙盒 SLG 游戏需要用户花费较多精力和时间，因此他们互相之间具有一定排他性，这使得沙盒 SLG 的存量用户竞争格外激烈，头部产品可以享受国内大量 SLG 玩家人口的红利，而腰部、尾部产品则很难长期生存，其高壁垒也使得新进入者望而却步。

今年 5 月公司在投资者互动平台表示，智明星通新游戏《The Walking Dead: Survivors》已于 2021 年 4 月正式上线并在全球范围内推广。这是一款基于 COK 内核玩法的沙盒 SLG 游戏，在原本的玩法上又新增了塔防玩法等。该游戏上线以来在 Google Play 策略游戏排名榜上处于中上水平，Sensor Tower 数据显示，该游戏 21 年 6 月 IOS 流水约 300 万美元，整体来看好于市场预期。我们认为这款新游表现好于《女王的纷争》和《西部大陆》的主要原因在于与知名的 IP 结合吸引了更多玩家。上文我们提到了《三国志战略版》就是因其选用了人气很高的 IP，吸引了大量 SLG 玩家，使其宣发事半功倍，可见高人气 IP 对于 SLG 类游戏的加持非常明显，而《The Walking Dead: Survivors》也是选用了美国的恐怖电视剧 IP《The Walking Dead》，效果也颇为显著。

在国内 SLG 游戏激烈竞争的格局下，海外优秀 SLG 作品的渗透率还有巨大的提升空间，公司作为国内游戏出海的先驱者，不断通过深耕自研 SLG 产品打开海外市场，占据先发优势；同时国内较为严苛的版号制度和经过大量优秀 SLG 产品洗礼的玩家都会成为新游在国内发行的巨大门槛，在海外发行游戏也可以一定程度上规避开服后因审核过久而导致游戏过时或远低于玩家预期而瞬间“暴死”的风险。因此我们认为后续公司自研 SLG 有望通过加强 IP 联动，重新站稳海外市场，为公司带来稳定的业绩增长。

图表 20. 《The Walking Dead:Survivors》上线以来 googleplay 排名表现较好



资料来源: sensortower, 华鑫证券研发部

3. 出版发行主业是公司业绩的“压舱石”

3.1 公司一体化产业链优势显著

除了新业态之外，公司的传统主业形成了完善的一体化产业链，覆盖了上游纸张、油墨、印刷设备等出版物资，中游的出版和印刷环节，以及下游发行和物流配送等环节。公司拥有覆盖江西全省的出版物发行渠道和物流体系，教材教辅业务市场稳定，基础扎实；新兴出版领域的物联网技术应用、新媒体、互联网游戏、数字出版、在线教育等业务全球有效布局，产业规模初步形成并正逐步成为公司新的利润增长点。

出版业务：主要包括一般图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品、数字出版物、教材、教辅的编辑出版。公司所属出版单位，围绕各自的出版专业定位，策划组织内容，按专业出版流程完成出版工作，并通过相关营销渠道对外销售。

发行业务：主要包括教材教辅发行和一般图书、报刊等发行业务、电子产品销售、教育服务、物流配送、文化综合体运营等业务。公司所属相关经营实体通过连锁经营、电子商务、团供直销等方式，开展相关产品的销售经营和相关服务的承接运营。

贸易业务：主要从事纸张、油墨、印刷设备等出版物资及文化产业相关产品的采购贸易。公司所属经营企业通过市场化机制，以公平交易为前提，为公司所属企业提供出版生产所需物资采购服务，也同时为社会第三方提供相关物资贸易服务。

图表 21 公司出版的各类报刊主要在全国和省内发行

主要报刊名称	报刊类别	主要发行区域	营业收入	发行量（万份）
江西晨报	都市类日报	江西南昌	1126.27	249.53
致富快报	报纸	全国	71.89	117.28
足球俱乐部	期刊	全国	18.22	0.19
会计师	期刊	全国	110.73	4.29
幸福家庭	期刊	全国	52.66	0.32
当代会计	期刊	全国	85.85	1.33
美成在久	期刊	全国	59.51	0.31
高铁速递	期刊	全国	18.99	0.08
课程导报	教学辅导报	省内	1475.21	182
大灰狼	少儿	省内	390	107
微型小说选刊	期刊	全国	175.88	58.22
农村百事通	期刊	全国	256.47	56.19
小星星	少儿	省内	2300	752

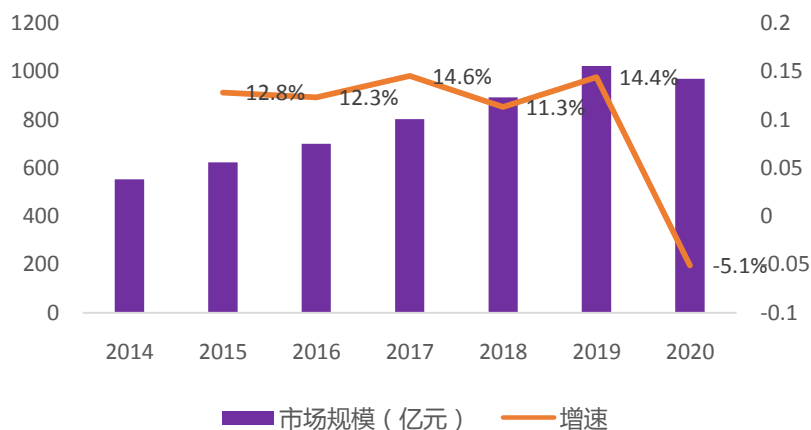
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

3.2 图书零售市场短暂承压，公司出版发行业务逆势增长

我国图书零售市场在 2015-2019 年保持着 10% 以上的增速，2020 年受到疫情影响，首次出现负增长，分季度来看，第一季度受疫情影响最为严重，同比下降 15.93%，二季度复工复产复学开始，降幅开始压缩，三季度同比下降 3.3%，到第四季度回暖，同

比出现小幅上涨，上升了 0.25%。总体来看，四季度是明显回暖，标志着行业有望再次进入上升通道。

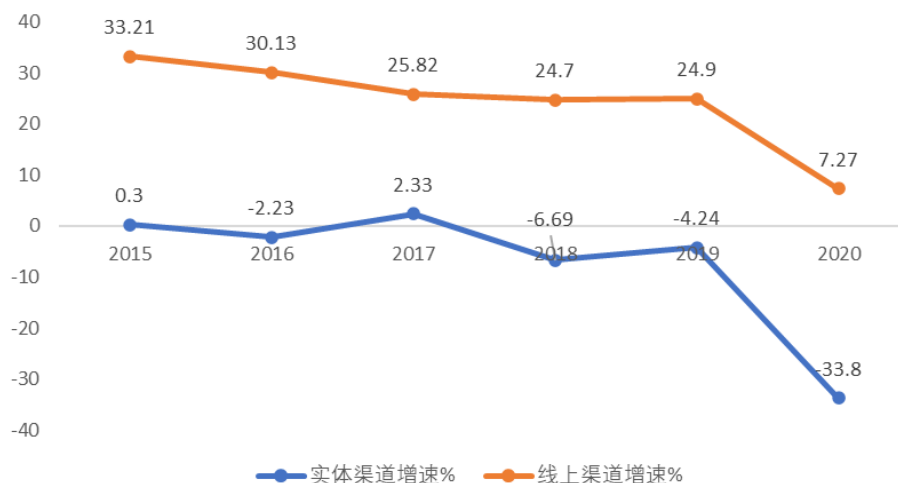
图表 22 图书零售市场规模在 2020 年首次出现负增长



资料来源：北京开卷，华鑫证券研发部

从渠道来看，受新冠肺炎疫情影响，本就弱勢的实体书店停业、半停业状态导致客流下降明显，实体书店在 2020 年亏损较多，整体销售码洋规模同比下降 33.8%，码洋规模为 203.6 亿元；而线上渠道只是增速放缓，同比增长 7.27%，码洋规模为 767.2 亿元，在整体零售市场占比达到 79%。另外，线上渠道的大力发展也跟 2020 年兴起的网络直播带货、短视频带货售书渠道息息相关，线上低折扣图书导致出版社利润被压缩，电商“爆款”导向、算法推荐引流模式使得出版社不再精益求精打磨产品，难免出现劣币驱逐良币的情形。

图表 23 2020 年不同渠道图书零售对比



资料来源：北京开卷，华鑫证券研发部

我们认为图书出版行业未来线下渠道的模式依然是不可或缺的一部分，新兴渠道低价书籍虽然对于消费者是利好，但长期来看会影响企业盈利能力，不利于行业和企业长期健康发展。传统渠道依然是图书出版企业的重要销售渠道，未来随着新冠疫情的影响逐步消退，线下渠道的增长或将逐步稳定。

尽管图书零售市场承压，公司凭借一体化产业链和强大的品牌力，出版发行主业依旧表现良好，市占率稳步提升。根据公司公告，2020 年公司在全国图书零售市场整体排名中位居全国第 3，同比上升两位；零售市场码洋超 20 亿元，码洋占有率为 3.09%，连续六年整体排名进入全国图书零售市场前 10。公司电商销售码洋占有率排名也位居全国第 3，码洋超 18 亿元，码洋占有率为 3.13%。

收入端来看，2020 年公司出版板块实现营业收入 33.80 亿元，同比增长 11.40%；毛利 6.57 亿元，同比增长 8.85%；发行板块实现营业收入 49.97 亿元，同比增长 10.56%；毛利 19.83 亿元，同比增长 14.28%。出版发行合计实现收入 83.77 亿元，同比增长 10.90%，毛利 26.40 亿元，同比增长 12.88%，传统核心主业发展稳健，为公司全年业绩保持稳定奠定了良好的基础。

4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 预计图书和教辅两大板块未来表现稳定，2021-2023 年一般图书增速 18%、20%、18%；教材教辅增速 5%、6%、7%。
- (2) 预计未来三年新业态增速有所回暖，2021-2023 年新业态在移动游戏业绩释放的驱动下增速 10%、7%、5%。
- (3) 预计未来三年公司管理费用率和研发费用率与 2020 年水平基本持平，2021 年销售费率小增；
- (4) 公司总股本按照当前股本 13.55 亿股计算。

图表 24 公司营业收入假设

营业收入（万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
一般图书	415,889.9	483,630.4	570,683.9	684,820.7	808,088.4
YoY	13.1%	16.3%	18.0%	20.0%	18.0%
教材教辅	309,937.9	323,995.0	340,194.8	360,606.5	385,848.9
YoY	3.4%	4.5%	5.0%	6.0%	7.0%
贸易	289,318.0	188,554.9	216,838.1	238,521.9	262,374.1
YoY	6.8%	-34.8%	15.0%	10.0%	10.0%
新业态	205,817.6	175,453.2	192,998.5	206,508.4	216,833.8
YoY	-33.8%	-14.8%	10.0%	7.0%	5.0%
印刷	31,053.1	32,287.3	35,516.0	37,291.8	39,156.4
YoY	-18.6%	4.0%	10.0%	5.0%	5.0%
音像数码	29,611.0	30,130.3	30,130.3	30,130.3	30,130.3
YoY	-11.4%	1.8%	2.0%	3.0%	4.0%
物流	20,283.5	19,488.9	20,463.4	21,486.6	22,560.9
YoY	20.7%	-3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	98,674.3	83,147.6	74,832.9	67,349.6	60,614.6
YoY	5.5%	-15.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%

内部抵消	(274,767.3)	(302,733.1)	(333,006.4)	(366,307.1)	(402,937.8)
YoY	-1.9%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
合计:	1,125,818.0	1,033,954.5	1,148,651.4	1,280,408.6	1,422,669.6

营业成本 (万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
一般图书	275,734.5	325,588.1	342,410.3	408,153.1	476,772.1
教材教辅	221,995.7	223,712.6	275,557.8	293,894.3	316,396.1
贸易	282,878.1	183,798.7	211,417.1	232,558.9	255,814.7
新业态	88,916.6	76,823.2	84,919.3	90,863.7	95,406.9
印刷	27,080.6	28,249.4	31,076.5	32,630.3	34,261.8
音像数码	23,760.2	24,377.7	24,405.6	24,556.2	24,706.9
物流	10,717.0	8,845.2	9,208.5	9,454.1	9,701.2
其他业务	65,173.3	53,752.1	59,866.3	53,879.7	48,491.7
内部抵消	(264,144.0)	(289,903.4)	(319,686.2)	(351,654.8)	(386,820.3)
合计:	732,111.9	635,243.7	707,595.4	780,478.1	864,031.3
毛利率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
一般图书	33.7%	32.7%	32.0%	32.5%	33.0%
教材教辅	28.4%	31.0%	32.0%	33.0%	33.0%
贸易	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
新业态	56.8%	56.2%	56.0%	56.0%	56.0%
印刷	12.8%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
音像数码	19.8%	19.1%	19.0%	18.5%	18.0%
物流	47.2%	54.6%	55.0%	56.0%	57.0%
其他业务	34.0%	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
内部抵消	3.9%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
合计:	35.0%	38.6%	37.8%	38.2%	38.4%

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 114.87 亿元、128.04 亿元和 142.27 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 20.97 亿元、24.48 亿元和 27.43 亿元。8 月 2 日收盘价对应 PE 分别为 6.8、5.8、5.2 倍。公司出版发行与新业态双轮驱动, 出版发行主业整体表现平稳, 20 年逆势增长, 21 年有望维持增长势头。新业态方面公司新游上线表现良好, 或成为公司业绩增长点。目前行业可比公司 2021 年平均 PE 为 8.69 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 25 所处行业可比公司估值 (wind 一致预期)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (百万)		
			TTM	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
601928.SH	凤凰传媒	162.87	8.03	7.72	9.43	1595.5	2109	1728
601098.SH	中南传媒	149.07	9.95	9.66	8.90	1436.99	1543.53	1674.62

601921.SH	浙版传媒	269.33	20.33			1148.68		
	平均值		12.77	8.69	9.165			
600373.SH	中文传媒	145.8	8.1	6.8	5.8	1806	2097	2448

资料来源：wind，华鑫证券研发部

5. 风险提示

(1) 新游戏表现不如预期的风险。

海外发行的新游《The Walking Dead: Survivors》自4月发行以来表现良好，若未来流水大幅下降，可能会导致公司新业态收入下滑。

(2) 图书零售需求不及预期的风险。

图书零售行业在2020年出现下滑，尽管2024Q4已经出现明显回暖迹象，但不排除市场因政策、消费等因素再度萎缩的可能。一旦图书零售需求下滑，可能影响公司传统主业的业绩。

(3) 投资项目不达预期的风险。

公司2020年年报披露了公司目前6项非股权投资项目，如“新华文化城项目”“现代出物流港项目”“九江环保书刊包装印刷项目”“印刷技术改造项目”等。若投资项目不达预期，或影响公司未来业绩表现。



图表 24 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	10,340	11,487	12,804	14,227
货币资金	11,973	11,507	12,743	14,154	营业成本	6,352	7,094	7,860	8,724
应收款	1,162	1,276	1,423	1,581	营业税金及附加	42	42	42	42
存货	1,118	1,182	1,310	1,454	销售费用	635	804	768	854
其他流动资产	2,143	2,250	2,362	2,480	管理费用	1,340	1,378	1,665	1,849
流动资产合计	16,396	16,215	17,838	19,669	财务费用	-91	-175	-237	-263
非流动资产:					研发费用	208	230	256	285
金融类资产	384	422	464	511	费用合计	2,092	2,237	2,452	2,724
固定资产+在建工程	1,541	1,557	1,578	1,595	资产减值损失	-143	-100	-70	-49
无形资产+商誉	3,304	3,634	3,998	4,397	公允价值变动	59	62	65	68
其他非流动资产	2,746	3,020	3,322	3,654	投资收益	225	236	248	260
非流动资产合计	7,974	8,633	9,362	10,158	营业利润	2,072	2,394	2,779	3,107
资产总计	24,370	24,848	27,199	29,827	加: 营业外收入	40	44	49	53
流动负债:					减: 营业外支出	195	215	236	260
短期借款	210	221	232	243	利润总额	1,917	2,223	2,591	2,900
应付账款、票据	1,721	1,773	2,074	2,423	所得税费用	87	101	118	132
其他流动负债	4,762	4,688	5,157	5,672	净利润	1,830	2,122	2,473	2,769
流动负债合计	6,693	6,682	7,463	8,339	少数股东损益	25	25	26	26
非流动负债:					归母净利润	1,806	2,097	2,448	2,743
长期借款	860	0	0	0					
其他非流动负债	1,449	1,521	1,597	1,677	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	2,309	1,521	1,597	1,677	成长性				
负债合计	9,002	8,204	9,060	10,016	营业收入增长率	-8.2%	11.1%	11.5%	11.1%
所有者权益					营业利润增长率	8.5%	15.5%	16.1%	11.8%
股本	1,355	1,355	1,355	1,355	归母净利润增长率	4.6%	16.2%	16.7%	12.0%
资本公积金	5,162	5,162	5,162	5,162	总资产增长率	6.8%	2.0%	9.5%	9.7%
未分配利润	8,253	9,324	10,571	11,966	盈利能力				
少数股东权益	210	210	210	210	毛利率	38.6%	38.2%	38.6%	38.7%
所有者权益合计	15,369	16,652	18,146	19,818	营业利润率	20.0%	20.8%	21.7%	21.8%
负债和所有者权益	24,370	24,856	27,207	29,835	三项费用/营收	20.2%	19.5%	19.2%	19.1%
					EBIT/销售收入	19.9%	20.0%	20.4%	20.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	17.7%	18.5%	19.3%	19.5%
净利润	1830	2122	2473	2769	ROE	11.9%	12.7%	13.6%	14.0%
折旧与摊销	234	153	165	177	营运能力				
财务费用	165	-175	-237	-263	总资产周转率	42.4%	46.2%	47.1%	47.7%
存货的减少	26	-64	-128	-144	资产结构				
营运资本变化	657	-62	154	191	资产负债率	36.9%	33.0%	33.3%	33.6%
其他非现金部分	-232	-213	-233	-255	现金流质量				
经营活动现金净流量	2770	1762	2195	2474	经营净现金流/净利润	1.51	0.83	0.89	0.89
投资活动现金净流量	-2481	-215	-227	-241	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-215	-2014	-732	-822	每股收益	1.33	1.55	1.81	2.02
现金流量净额	49	-467	1,236	1,411	每股净资产	11.34	12.29	13.39	14.63

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>