

大众出版龙头，构建多元内容生态，发力新渠道驱动成长

证券研究报告

2023 年 05 月 31 日

中信出版（300788.SZ）首次覆盖报告

核心结论

摘要内容图书市场迎来修复，未来将随经济增长持续扩张。1Q23 图书零售市场同比下降 6.55%，降幅同比收窄，去年同期降幅为 13.28%；随着经济生活节奏恢复正常，预计居民收入及文化消费意愿将逐步提升，阅读支出随之增加，推动图书市场回暖。长期而言，我国图书市场规模有望随着文娱消费意愿修复实现稳健增长，据美国市场研究公司 Report Linker 预测，中国图书市场规模将在 2030 年达到 1466 亿元（211 亿美元），年化复合增速约为 3.6%。

依托丰富版权储备，经管社科份额保持领先。公司与全球多位著名作家保持长期良好合作，聚集海量优质版权，发展成为领先的大众出版平台，据公司 22 年财报，2022 年中信出版码洋市场占有率同比增加 0.15%至 3.03%，稳居大众出版领域第一名。在图书细分领域中，公司在社科经管领域形成强大的品牌影响力与读者口碑，其中经管类、科普类图书多年保持实洋市场占有率第一，传记类图书实洋市场占有率排名在 2022 年上升至第一名。

成功拓展直播电商渠道，扩大少儿图书销售优势。公司在渠道端积极把握抖音童书市场增长机遇，2022 年起搭建直播账号矩阵带货，实现销售突破，根据出版人统计，公司旗下五个直播账号进入 2022 年出版社抖音账号销售额前十，合计带货 GMV 超 7000 万元，收入提升的同时，公司在少儿图书的头部地位得到巩固，2019/20/21/22 年公司年少儿品类的实洋市场占有率排名分别为第 11/5/3/4 名。

盈利预测与投资建议：公司为大众出版领域头部公司，在版权储备、品牌影响力和销售渠道上具备领先优势，未来有望凭借丰富的版权积累、多元内容和全媒介传播体系获得更多份额。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润 2.38/3.00/3.80 亿元，给予公司 2023 年 32 倍 PE，对应 2023 年目标股价 40.13 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：线下书店经营不及预期，线上动销不及预期，行业折扣力度增加。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,922	1,801	2,025	2,233	2,445
增长率	2%	-6%	12%	10%	10%
归母净利润（百万元）	242	126	238	300	380
增长率	-14%	-48%	89%	26%	27%
每股收益（EPS）	1.27	0.66	1.25	1.58	2.00
市盈率（P/E）	28.5	54.7	28.9	23.0	18.1
市净率（P/B）	3.4	3.3	3.1	2.9	2.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

增持

股票代码

300788.SZ

前次评级

--

评级变动

首次

当前价格

36.27

近一年股价走势



相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
中信出版核心指标概览	6
一、 策划发行稳中求进，财务状况良好	7
1.1 业务概览：优质的综合文化服务提供商	7
1.2 发展历程：以出版发行为起点，向知识服务与创意传播拓展	7
1.3 股权结构及管理：股权集中度较高，治理结构完善	8
1.4 财务分析：图书出版发行贡献主要营收，费用率平稳	9
二、 市场规模有望复苏，新兴渠道快速成长	11
2.1 市场规模：消费支出修复以及政策支持驱动行业增长	11
2.2 品类结构：少儿、经管社科、文艺类图书码洋占比稳中有升	13
2.3 竞争格局：图书行业集中度低，经典作品头部效应凸显	17
2.4 营销渠道：新兴渠道发展迅速	18
2.5 消费场景：与线上平台深度融合，阅读方式趋于多样化	21
三、 构建多元内容生态，成功拓展短视频电商渠道	22
3.1 依托丰富版权储备，经管社科份额保持领先	22
3.2 少儿类图书持续贡献增量收入	23
3.3 构建 MCN 营销矩阵，成功拓展短视频电商渠道	24
3.4 逐步完善全媒介传播生态体系	26
四、 盈利预测与投资建议	27
4.1 盈利预测及关键假设	27
4.2 相对估值	28
五、 风险提示	28

图表目录

图 1：中信出版核心指标概览图	6
图 2：中信出版发展历程示意图	8
图 3：中信出版股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）	8
图 4：2018-2022 年中信出版营业总收入	9
图 5：2019-2022 年中信出版各业务毛利率	9

图 6: 2018-2022 年中信出版各项费用率情况	10
图 7: 2018-2022 年中信出版归母净利润及归母净利率	10
图 8: 2018-2022 年中信出版业务结构 (单位: 百万元)	10
图 9: 中国图书零售市场规模及同比增速	11
图 10: 中国图书零售市场结构 (分渠道)	11
图 11: 2012-2022 我国居民人均可支配收入	11
图 12: 2012-2022 我国居民教育文化娱乐支出占比	11
图 13: 部分发达国家 2020-2021 年图书市场实际营收 (单位: 亿美元)	12
图 14: 2020-2022 年我国各品类图书码洋占比情况	13
图 15: 2017-2021 我国未成年阅读量及阅读习惯培养情况	14
图 16: 经管理财类新书关注度较高	15
图 17: 2017-2021 年文学图书零售市场增速	16
图 18: 2019-2021 文学类图书码洋占比情况	16
图 19: 我国图书行业产业链	17
图 20: 2017-2021 年图书零售市场销量前 1%品种的码洋占比	18
图 21: 2017-2022 年国内网络渠道与实体渠道图书销售码洋情况	19
图 22: 2018-2022 年图书实体店及网店渠道折扣率	20
图 23: 2021-2022 年网店各细分渠道折扣率	20
图 24: 2017-2021 年我国数字阅读产业整体规模及增速	21
图 25: 2021 年数字阅读用户年龄分布	21
图 26: 2016-2022 中信出版社科类图书码洋市占率情况	22
图 27: 与中信出版深入合作的作家举例	22
图 28: 2015-2022 年中信出版少儿类码洋市占率情况	23
图 29: 公司少儿类图书码洋增速	23
图 30: 公司少儿类图书码洋占比持续提升	23
图 31: 中信童书全面覆盖 0-12 岁读者, 构建完善的内容体系	24
图 32: 国内出版社直播间近一年销售 GMV 前十名 (单位: 万元)	24
图 33: 中信出版抖音直播号与同行业直播号粉丝量对比	25
图 34: 中信书店打造集成供应链能力和主题文化空间的新型书店	26
图 35: 中信书店举办多元推广活动, 开展线上和线下融合销售	26
表 1: 中信出版核心业务构成	7
表 2: 公司高管背景情况 (截至 2022 年 12 月 31 日)	8
表 3: 2017-2021 年国家与图书出版行业部分相关政策及主要内容	12
表 4: 图书行业细分类别	13
表 5: 不同阶段教育部阅读指导代表书籍	14
表 6: 2023 年 1 季度文学类新书销量前 10 名	16
表 7: 2022 年出版社 TOP10	17

表 8: 2022 不同渠道图书动销情况	19
表 9: 实行图书固定定价制度的国家及基本规定	20
表 10: 2022 年中信出版重点新书情况（资料采集截至 2023 年 5 月 25 日）	22
表 11: 中信出版在喜马拉雅头部作品播放情况（资料采集截至 2023 年 5 月 25 日）	26
表 12: 中信出版分业务收入及毛利率预测	27
表 13: 可比公司估值对比	28

投资要点

关键假设

1) 图书策划与发行业务：公司作为大众图书领域的龙头出版社，经营社科销量将构建公司销售的基本盘，同时少儿等品类的高速发展将带动公司书籍销量的进一步增长，价格方面，行业联合打击盗版以及加强动销策略将推动公司图书售价稳中有升，预计 2023/24/25 年公司图书出版与发行业务营收分别为 15.6/17.2/19.0 亿元，分别同比+12%/+10%/+10%。

2) 文化消费业务：实体书店渠道有望受益于线下经济活动增加实现修复，销量和销售价格均迎来回升，预计 2023/24/25 年线下渠道销量分别同比+10%/+6%/+4%，销售均价同比+5%/+4%/+3%，从而得到文化消费服务业务营收分别为 4.6/5.1/5.5 亿元，分别同比+15%/+11%/+7%。

3) 知识服务业务：公司在“再造知识生产和服务体系”战略指引下，稳步推进与产业链上游各方合作，共建“知识共同体”，知识服务业务稳步发展，我们预测 2023/24/25 知识服务业务营收分别为 0.53/0.56/0.58 亿元，分别同比+5.0%/+5.0%/+5.0%。

毛利率方面，公司降本增效不断取得进展，书籍印制成本保持下降态势，全网控价卓有成效，成本管理稳健，我们预计 2023/24/25 年公司一般图书出版与发行毛利率分别为 39.0%/39.5%/40.0%，文化消费业务未来毛利率分别为 30.0%/31.0%/32%。公司未来整体毛利率分别为 36.9%/37.6%/38.3%。

区别于市场的观点

市场普遍关注目前中信出版新零售渠道带来的销售增量，我们认为，公司核心优势在于品牌价值 and 深厚版权积累，公司立足于全面的内容体系，通过布局网店直播间、文化内容节目以及线下精品书店不断提升中信品牌影响力，随着线下经济生活恢复正常节奏以及公司运营效率的优化，我们看好公司线上线下销售同步放量。

股价上涨催化剂

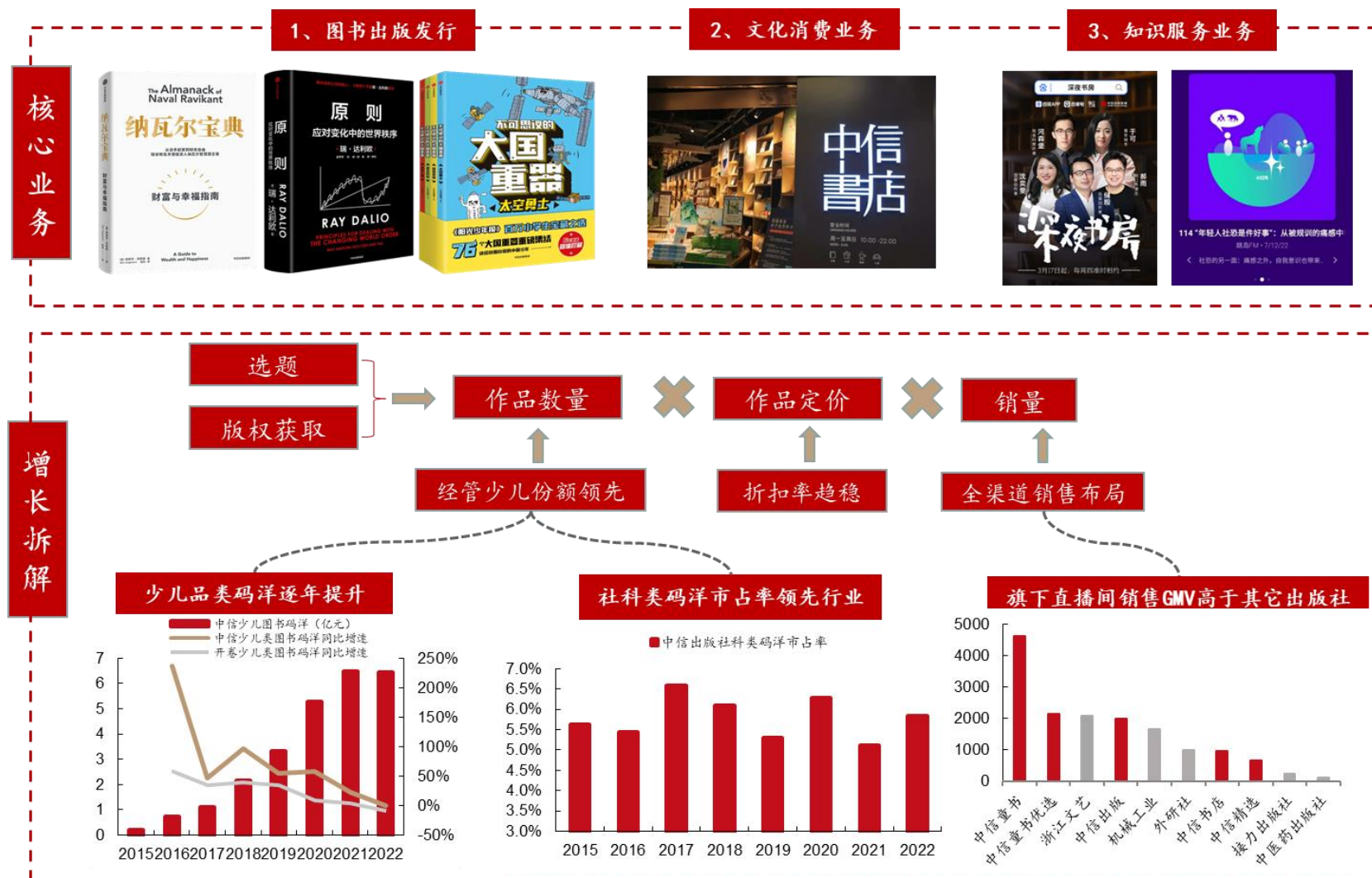
图书销量超预期；竞争缓和，图书销售折扣力度下降；线下书店恢复常态经营；AI+出版新应用推出。

估值与目标价

公司为大众出版领域头部公司，在版权储备、品牌影响力和销售渠道上具备领先优势，享有一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 32 倍 PE，预计公司 2023/24/25 年归母净利润 2.38/3.00/3.80 亿元，对应 2023 年目标股价 40.13 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

中信出版核心指标概览

图 1：中信出版核心指标概览图



资料来源：公司官网，公司财报，开卷，西部证券研发中心

一、策划发行稳中求进，财务状况良好

1.1 业务概览：优质的综合文化服务提供商

中信出版主营图书出版与发行业务、知识服务业务和文化消费业务。公司出版的图书涵盖主题出版、少儿、财经、管理、人文社科、历史、传记、艺术生活、文学小说等全品类，发行业务覆盖全平台、全渠道。知识服务业务，以智库、知识库、主题策划、价值传播为核心模式，研发和策划阅读、视听、沉浸体验等多维度数字内容产品。文化消费业务，布局国内重要城市机场、商务区和社区，延展书店概念，打造多元主题化的文化体验。

表 1：中信出版核心业务构成

主营业务	业务详情	2022 年收入（百万元）
图书出版与发行	涵盖主题出版、少儿、财经、管理、社科、人文历史、艺术生活、文学小说等领域	1,391.79
文化消费	中信书店：线下门店+线上零售+大客户批销	400.57
知识服务	中信书院：将优质内容资源数字化、拓展出电子书、有声书、音视频栏目、广播剧、情景剧、课程等数字内容产品	50.50
其他业务	包括信睿宝：出版物零售；信睿文化：报纸出版发行；中信楷岚：教育培训。 此外还包括营销推广及各类服务等。	59.55

资料来源：公司财报，西部证券研发中心

1.2 发展历程：以出版发行为起点，向知识服务与创意传播拓展

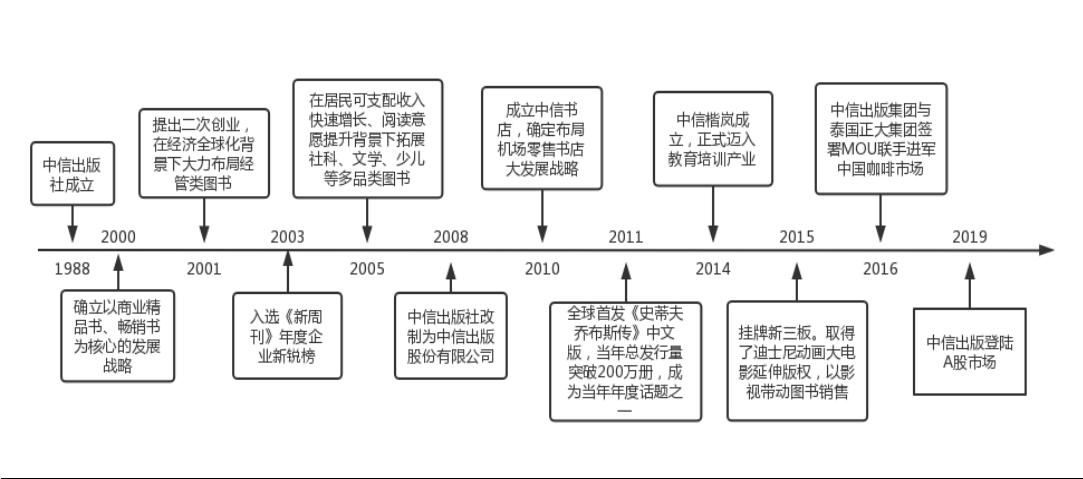
中信出版集团的前身是成立于 1988 年的中信出版社，隶属于中国中信集团有限公司。此后在不断的探索中，公司已经将业务范围从原有的图书音像、电子出版物的出版和传媒领域，拓展到连锁书店、读者会员服务、教育培训、文化增值服务等领域。

2000 年-2004 年，确立发展战略，形成主流内容出版品牌和口碑。这一阶段，中信出版社提出二次创业，确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，在经济全球化背景下大力布局经管类图书，公司旗下《谁动了我的奶酪》和《杰克·韦尔奇自传》两书成为现象级畅销书，奠定了公司在经管类图书领域的领先优势。

2005 年-2013 年，形成大众出版领域优势，布局机场零售书店大发展战略。2005 年起，公司出版图书逐步覆盖社科、文学、少儿、生活等品类，出版领域快速延伸至综合大众化方向；成立中信书店后，公司取得全国 17 个机场，132 家店面的经营权，每年覆盖超过 2 亿人次的优质客流，加速向知识服务与创意传播公司转型。

2014 年至今，从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型。公司通过数字出版业务把握移动互联网发展的历史机遇；通过布局中信书店为现代都市人群的工作、休闲、出行需求提供更为多元化的文化消费服务，打造直接触达终端用户文化消费需求的流量入口；通过拓展教育培训、少儿演出、艺术策展等文化增值服务，以更多的体验形式持续为大众提供更为优质的知识服务。公司以“从中国看世界，把时间变成历史”作为未来的发展愿景，继续以品牌、创意、内容、技术相融合的手段，逐步发展成为国内规模较大、且具有较强影响力的综合文化服务提供商。

图 2：中信出版发展历程示意图

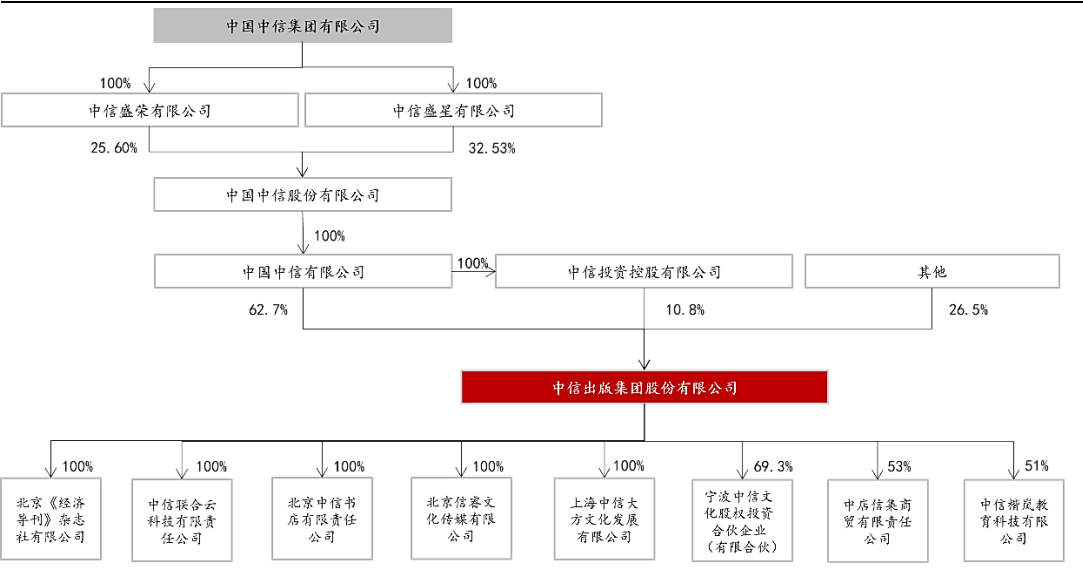


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

1.3 股权结构及管理：股权集中度较高，治理结构完善

中信出版股权集中，实控人为中信集团，实力雄厚。中信集团通过中国中信有限公司（控股股东）和中信投资控股有限公司合计持有公司 73.5% 的股权。截止 2023 年 1 季报，公司前十大股东持股比例为 77.76%，整体的持股集中度相对较高。

图 3：中信出版股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

公司管理层人员具有较高专业水平与管理水平，大部分管理层均在公司或者中信集团体系内任职多年，公司管理稳定，治理结构完善。

表 2：公司高管背景情况（截至 2022 年 12 月 31 日）

姓名	职务	任职日期	简介
陈炜	总经理	2021-04-26	文学博士，法学博士，毕业于上海复旦大学传播学专业，上海交通大学法学专业，历任上海市政府办公厅机关团委书记、上海市委办公厅秘书处副处长，正处级秘书、上海国际集团有限公司党办主任，战略研究部总经理、中信兴业投资集团有限公司副总经理，工会主席、中信出版总经理、中信出版副董事长。
潘岳	副总经理	2015-08-18	本科学历，毕业于北京大学中文专业。历任中信出版大众图书市场部负责人、中信出版社长助理、中信出版总

姓名	职务	任职日期	简介
			编辑，工会主席、中信出版副总经理。
汪媛媛	副总经理	2015-08-18	本科学历，毕业于浙江大学经济学专业。历任中信出版财务部主任、中信出版总经理助理、中信出版副总经理。
王丹军	副总经理&董事会秘书	2015-08-18	研究生学历，毕业于对外经济贸易大学财政金融专业，经济师。历任中信信托投资有限公司海外部总经理、中信投资控股有限公司副总经理、中信出版副总经理、财金通副董事长、中信文化资本董事、中信文化资本董事长、中信出版董事会秘书。
余金树	财务负责人	2020-03-25	北京大学工商管理硕士，高级审计师。历任农业部北京农垦管理干部学院财会系讲师，财务处副处长(主持工作)、国家审计署农林水审计局一处副处长，处长、中信信托稽核审计部总经理，内控总监，财务总监、中信海洋直升机股份有限公司副总经理、中信海洋直升机股份有限公司财务总监。
洪勇刚	总编辑	2015-08-18	毕业于北京大学哲学专业。历任国家新闻出版总署图书出版管理司审读处主任科员、国家新闻出版总署出版管理司图书处副处长、国家新闻出版广电总局出版管理司图书处处长、中信出版总编辑。

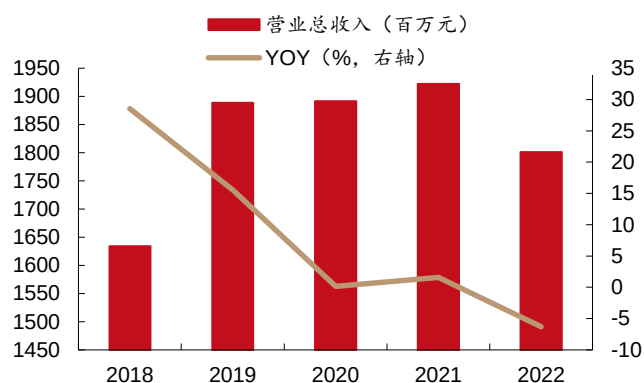
资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.4 财务分析：图书出版发行贡献主要营收，费用率平稳

2018年，中信出版集团出版的《读懂中国经济》和《影响未来的新科技新产业》两本图书获选“中国好书”，同时公司不断拓宽线上零售渠道，线上直营店保持强劲增长势头，营收增速达28.5%。2019年中信出版登陆A股市场，在深圳证券交易所正式挂牌上市。2019年后，中信出版的营业收入稳步增长，至2021年末达到19.2亿元。2022年，受疫情影响，线下业务受到一定影响，营业收入略有下降，为18.01亿元，比上年同期下降6.3%

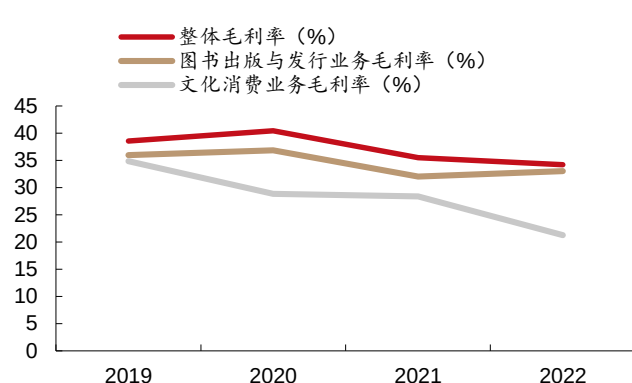
此外，受到疫情影响、行业竞争加剧以及行业整体折扣率变化的影响，公司下调部分库存图书售价，毛利率表现出一定的波动。至2022年，得益于控价策略实现了一定成效，公司图书出版发行业务毛利率企稳回升，达到33.0%。

图4：2018-2022年中信出版营业总收入



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图5：2019-2022年中信出版各业务毛利率

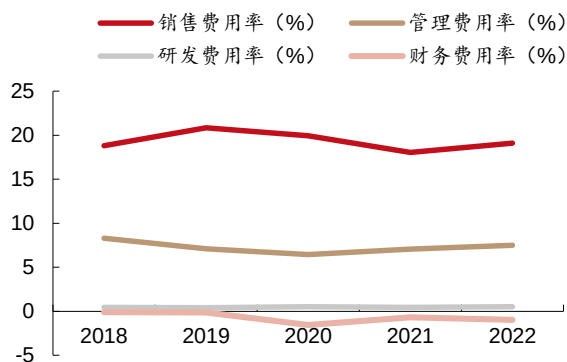


资料来源：公司财报，西部证券研发中心

布局直播带货营销渠道，销售费用率有所上升。2018至2021年，中信出版的销售费用率、财务费用率、研发费用率表现平稳。进入2022年，图书零售行业，直播带货营销模式逐渐打开市场，并且竞争较为激烈，导致公司销售费用率同比提升1.1pct。

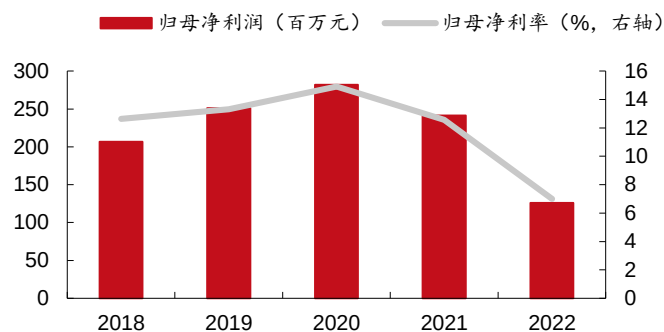
归母净利率受疫情影响出现波动。2022年，中信出版实现归母净利润1.26亿元，同比下滑48%，归母净利率为7%，主要由于外部环境冲击下，公司部分实体店营收下降或撤店。在正常经营年份，公司归母净利率稳定在12%以上。

图 6：2018-2022 年中信出版各项费用率情况



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

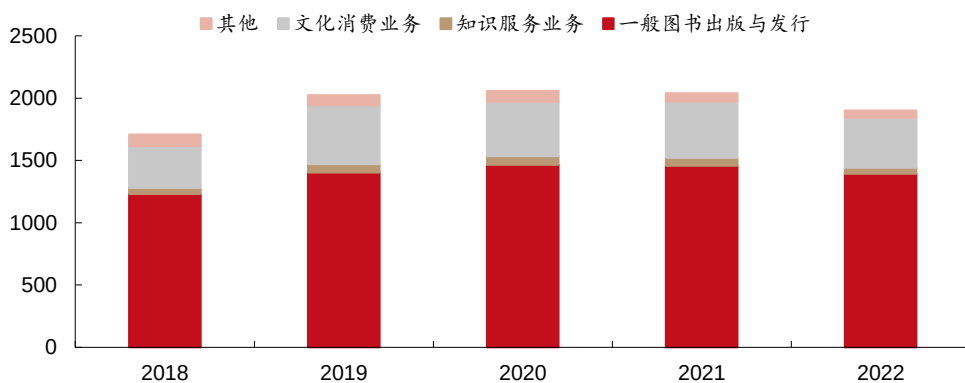
图 7：2018-2022 年中信出版归母净利润及归母净利率



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

从营收结构来看，公司主要营收来自于图书出版与发行业务。2022 年，公司图书出版与发行业务营收为 13.92 亿，营收占比超过 75%。

图 8：2018-2022 年中信出版业务结构（单位：百万元）



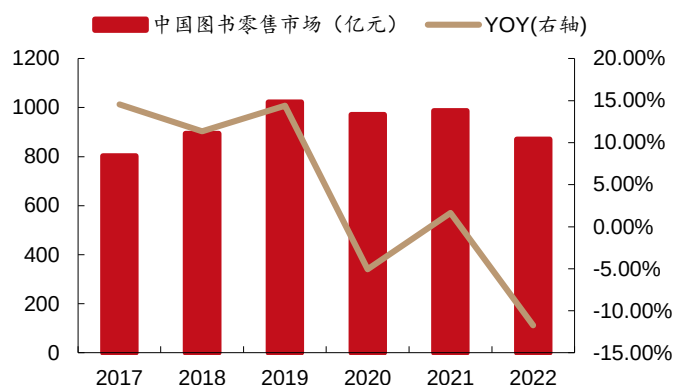
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

二、市场规模有望复苏，新兴渠道快速成长

2.1 市场规模：消费支出修复以及政策支持驱动行业增长

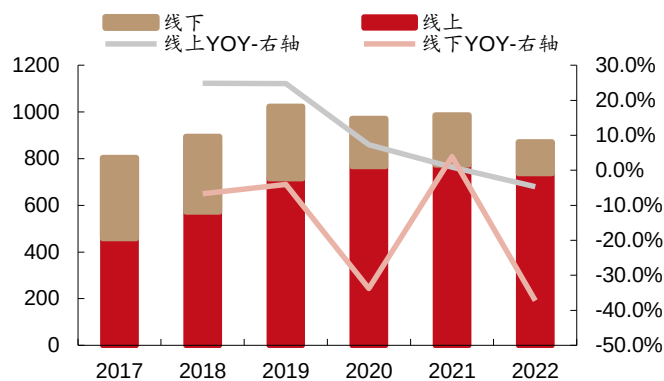
图书市场正在从疫情影响中恢复。疫情之前，随着我国国民经济增长、文化消费支出增加，图书行业市场规模在 2020 年以前呈现良好的发展态势，年化增速稳定在双位数水平。根据开卷，2022 年图书线上线下销售均受到疫情影响，市场规模出现收缩，整体规模同比下滑 11.7% 至 871 亿元。2023 年以来，经济生活逐步恢复正常节奏，图书市场呈现出改善势头，有望重新恢复增长。根据开卷数据分析，23 年 1 季度图书零售市场同比下降 6.55%，降幅同比收窄，去年同期降幅为 13.28%；分渠道而言，一季度线上（网店、短视频）渠道整体同比微降 0.75%，自 23 年 2 月开始恢复同比正增长；线下（实体店）渠道也有所恢复，整体规模同比下降 31.67%，降幅较 2022 年（37%）收窄。

图 9：中国图书零售市场规模及同比增速



资料来源：开卷，西部证券研发中心

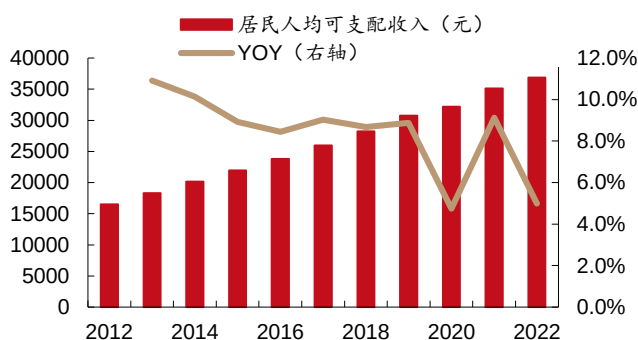
图 10：中国图书零售市场结构（分渠道）



资料来源：开卷，西部证券研发中心

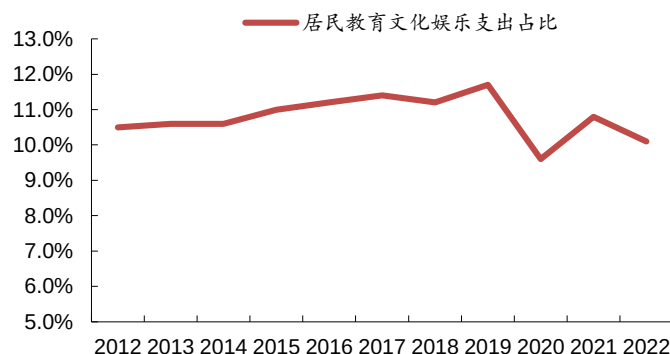
国民收入及支出受外部冲击增长放缓，文娱消费意愿有望逐步修复。据国家统计局，2022 年全国居民人均可支配收入 36883 元，比上年名义增长 5.0%，实际增长 2.9%；2022 年，全国居民人均消费支出 24538 元，同比增长 1.8%，实际下降 0.2%，人均教育文化娱乐消费支出 2469 元，同比下降 5.0%，占人均消费支出的比重为 10.1%，尽管出现下滑，但是数据表现优于同样受到外部冲击的 2020 年，随着经济生活节奏恢复正常，预计居民收入及文化消费意愿将逐步提升，推动图书行业重回增长轨道。长期而言，我国图书市场规模有望随着文娱消费意愿修复实现稳健增长，据美国市场研究公司 Report Linker 预测，中国图书市场规模将在 2030 年达到 1466 亿元（211 亿美元），年化复合增速约为 3.6%。

图 11：2012-2022 我国居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 12：2012-2022 我国居民教育文化娱乐支出占比



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

政策多方面支持，释放社会阅读需求。近年来，中央和地方先后出台一系列政策，对实体书店提供税收减免、项目补贴等扶持，在保障行业健康发展、推动转型升级、承担社会责任等方面取得了较好的效果。《出版业“十四五”时期发展规划》提出，服务大局的能力达到新高度，满足人民学习阅读需求实现新提升，行业繁荣发展取得新突破，产业数字化水平迈上新台阶，出版走出去取得新成效和行业治理效能得到新提高的目标。其中《规划》提出要整理出版一批重要文化典籍、推出一批人文社科领域出版精品、推出一批科学技术类出版精品和推出一批少儿读物精品。

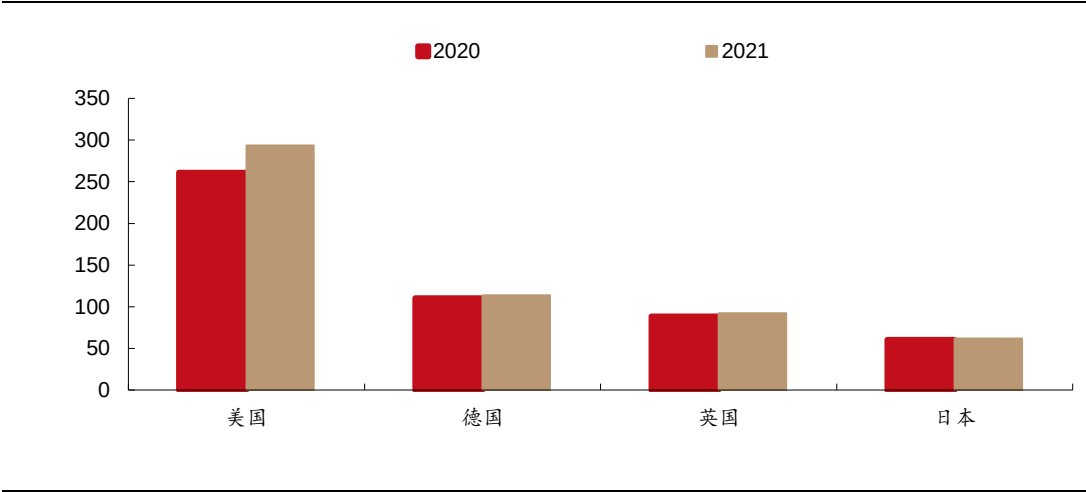
表 3：2017-2021 年国家与图书出版行业部分相关政策及主要内容

日期	政策/文件名称	内容
2023.3	《政府工作报告》	发展新闻出版、广播影视、文学艺术、哲学社会科学和档案等事业，加强智库建设实施文化惠民工程，公共图书馆、博物馆、美术馆、文化馆站向社会免费开放。深入推进全民阅读。
2022.5	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	《意见》明确，到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。到 2035 年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系。
2022.4	《关于推动出版深度融合发展的实施意见》	强化版权意识，充分体现优质内容资源的市场价值，大力整治重点领域侵权盗版行为，有力遏制侵权盗版行为对出版融合发展的不利影响。对出版融合发展精品项目、优质平台、示范单位、优秀人才等，在宣传推广展示、支持政策对接等方面适当倾斜。
2021.12	《出版业“十四五”时期发展规划》	加强出版物价格监督管理，推动图书价格立法，有效制止网上网下出版物销售恶性“价格战”，营造健康有序的市场环境。进一步压实网上出版有关单位和平台的主体责任，强化分级分类管理，改进创新内容监管方式手段，加大网络游戏等重点领域专项治理，对群众反映突出的问题和乱象重拳整治，更好优化网上出版生态。

资料来源：出版商务周报，国家新闻出版署，中商情报网，西部证券研发中心

长期来看，与欧美发达国家相比，我国图书零售市场规模存在上升空间。由于我国图书零售折扣较高，因此我国图书零售实际收入相较于码洋规模存在较大折扣，对比部分发达国家图书零售行业的实际收入规模，我国图书零售规模存在较大增长空间。另一方面，目前我国图书定价机制与发达国家存在差异，零售过程中折扣现象相对无序，未来，随着行业监管不断完善以及文化支出的提升，我国图书零售市场规模存在长期增长空间。

图 13：部分发达国家 2020-2021 年图书市场实际营收（单位：亿美元）



资料来源：《中国出版传媒商报》，各国出版商协会网站，西部证券研发中心

2.2 品类结构：少儿、经管社科、文艺类图书码洋占比稳中有升

图书市场按照内容与功能区分为少儿、社科、经管、教辅教材、文学、科技、语言、艺术、生活、传记共 10 个细分市场。各细分市场的产品特点、消费群体、竞争程度、市场周期都有所不同。

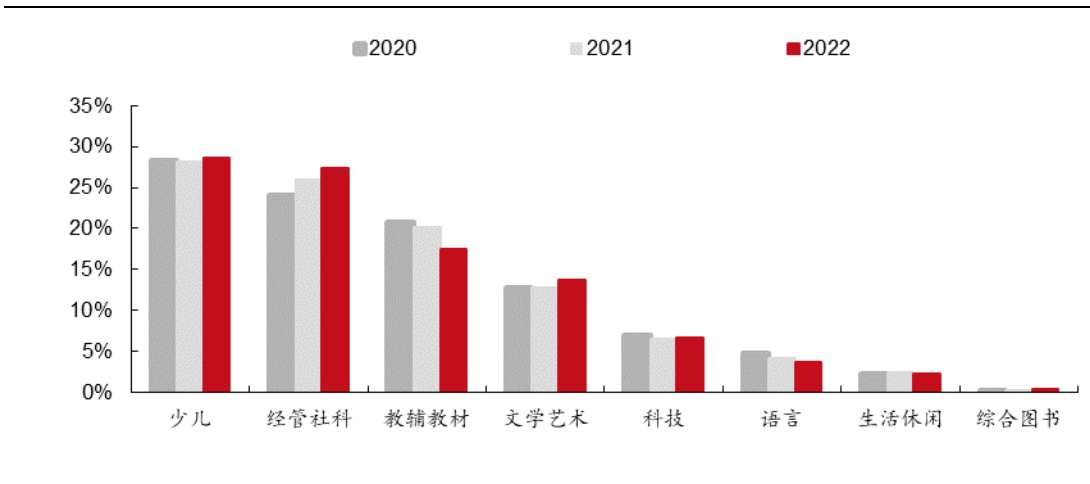
表 4：图书行业细分类别

类型	细分
少儿	科普/百科、绘本、少儿文学
经管社科	历史、传记、哲学/宗教、政治/军事、法律、社会科学、心理学、成功励志、经济/管理、投资
教辅教材	教材、外语、考试、中小学教辅、工具
文学艺术	文集、中国古诗词、名家作品、小说、艺术理论、书法、影视/媒体艺术、戏剧/舞台艺术、音乐
科技	科普、建筑、医学、计算机、农林、自然科学、工业
语言	/
生活	育儿、亲子/家教、保健、运动、美妆、手工、美食、旅游、休闲家居、风水
综合	农业、地图等

资料来源：华经产业研究院，开卷，西部证券研发中心

分品类而言，少儿、经管社科及文学艺术图书码洋占比稳步提升。2020-2022 年，图书市场码洋占比前四的品类分别为少儿/经管社科/教辅教材/文学艺术，四类图书合计码洋占比在 85%以上，构成图书市场的畅销书主体部分。青少年阅读习惯培养的需求不断攀升，使少儿稳居码洋占比最高的图书品类；外部环境不确定性的增加，也使得响应社会热点的经管社科类图书码洋占比稳中有升；经典作品、网文、及影视 IP 文学也带动了文学艺术码洋占比的增加。

图 14：2020-2022 年我国各品类图书码洋占比情况



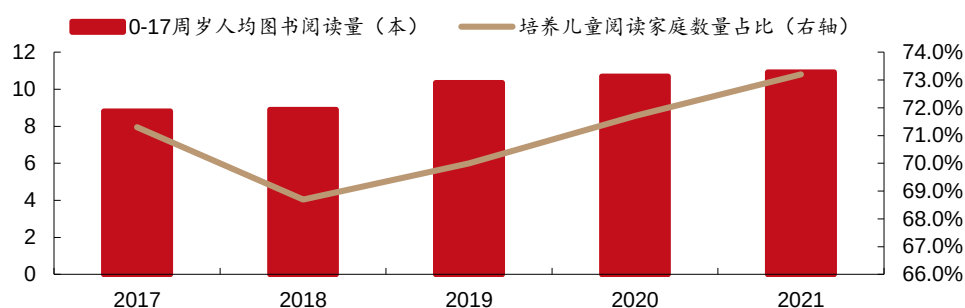
资料来源：开卷，西部证券研发中心

少儿：

少儿图书是图书出版品类中的重要组成部分，近年来成为零售市场中增长最快的细分品类。2016年，少儿图书码洋超过了社科类图书，成为零售市场码洋占比第一品类。少儿市场目标读者明确，读者群体呈现流动状态，但读者规模相对稳定，同时受社会热点影响较小。

未成年人阅读习惯培养促使少儿类书籍需求增长。随着年轻一代80后、90后成为父母，他们对孩子的阅读启蒙更加注重。第十九次全国国民阅读调查成果显示，2021年我国0至17周岁未成年人的人均图书阅读量为10.93本，成年国民人均纸质图书阅读量为4.76本，未成年人阅读量超过了成年人阅读量的2倍。对亲子早期阅读行为的分析发现，2021年我国0至8周岁儿童家庭中，平时有陪孩子读书习惯的家庭占73.2%，而这一占比近年来呈持续提升趋势。另外，在0至8周岁有阅读行为的儿童家庭中，家长平均每天花26分钟陪孩子读书，家长平均陪伴阅读时间近年来同样呈现提升趋势。

图 15：2017-2021 我国未成年阅读量及阅读习惯培养情况



资料来源：中国新闻出版研究院，西部证券研发中心

推荐书目成为少儿图书需求持久的一大推力，伴随寒暑假呈现周期性变化。推荐书目即为教育部向全国中小学生发布的“阅读指导目录”，以世界经典的文学作品为主。教育部作为考试的“指挥棒”，推荐阅读书目必然受到学校和家长的重视。每至寒暑假，因为假期阅读作业的需要，或者开学后课程的需要，中小学生都会购买一批推荐书目，从而形成一个市场高峰。教育部的推荐书目多为经典作品，例如“中国古典四大名著”、《鲁宾逊漂流记》、《钢铁是怎样炼成的》、《假如给我三天光明》等，这些图书成为青少年“必读经典”，能够达到传播经典文学以及优秀的精神文化的教育效果。

表 5：不同阶段教育部阅读指导代表书籍

小学阶段	初中阶段	高中阶段
《昆虫记》	《西游记》	《复活》
《伊索寓言》	《水浒》	《普希金诗选》
《上下五千年》	《朝花夕拾》	《泰戈尔诗选》
《爱丽丝漫游奇境记》	《骆驼祥子》	《老人与海》
《海底两万里》	《繁星·春水》	《谈美书简》
《草房子》	《鲁宾孙漂流记》	《匹克威克外传》

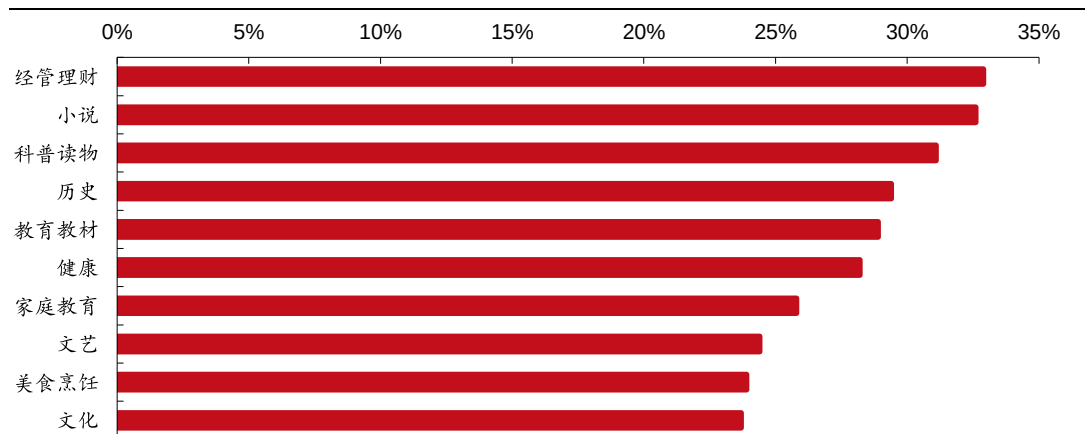
资料来源：教育部，西部证券研发中心

经管社科：

知识付费意识与理财观念变化，驱动经管社科类图书规模发展。终身学习、通识学习的理念深入人心，人们逐渐养成优质内容付费的观念和习惯，为读者提供专业知识以及有效方法论的社科类书籍欢迎度逐渐提升。尤其是在投资理财这一细分品类，随着金融产品日益多元化，居民投资理财拥有了更多选择，理财需求提升，财经通识书籍销量随之提升，一些大众类经管图书不断进入公众视野。加之知识新的形态，例如播客、直播形式的受众群体规模持续扩大，一方面打开了单品种纸质图书和数字版图书的销售空间，另一方面丰富了内容的变现维度与盈利空间。随着民众终身学习的热情增强，经管社科图书市场有望扩大，长期而言相关内容需求具备长期稳定性。

经管社科类图书顺应时代背景，新书关注度高。2020年以来宏观环境波动加剧，居民对于严肃阅读的关注度有所提升，顺应时代背景，解读热点议题，帮助人们把握生活确定性、为个人成长和组织管理提供建议的经管社科类图书需求增加。艾瑞咨询针对读者的调研也显示，经管理财是读者最感兴趣的新书类型。

图 16：经管理财类新书关注度较高



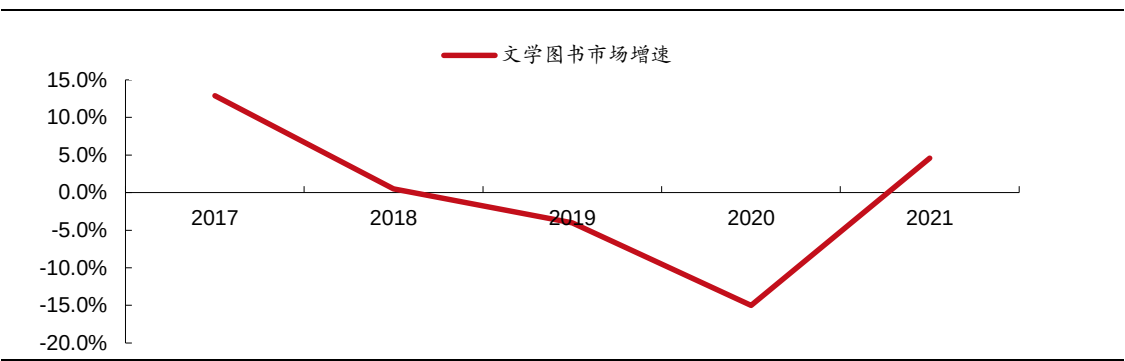
资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

文学艺术：

名家经典是文学类图书的重要组成部分，网络媒体对文学作品影响逐渐凸显。文学类图书中，经典作品往往生命周期长，销量表现亮眼。例如，“三体”系列三部曲不仅成为2021年销量前3名，并且年中6个月位居开卷虚构类销量首位。另一方面，短视频和网络讨论热度助推部分作品销量上升，例如《遥远的救世主》一书，根据其改编的电视剧《天道》近年来在网上讨论热度不断上升，并逐渐影响到原著小说，发展成对小说的解读和推荐。此外，教育体系对大语文教育的重视度提升，学生推荐书目中的经典文学作品持续进入畅销榜。

新书和流行热点对文学市场的影响明显。2018年以来，文学市场畅销热点不足，因此同比增速持续放缓，并于2019年出现负增长。2020年受疫情影响，负增长幅度进一步扩大。2021年文学市场恢复正向增长，同比增长率为4.6%。网文纸书和知名作者新作是带动市场增速上升的主要原因。预计文学类图书增速将逐渐恢复，实现正增长常态化。

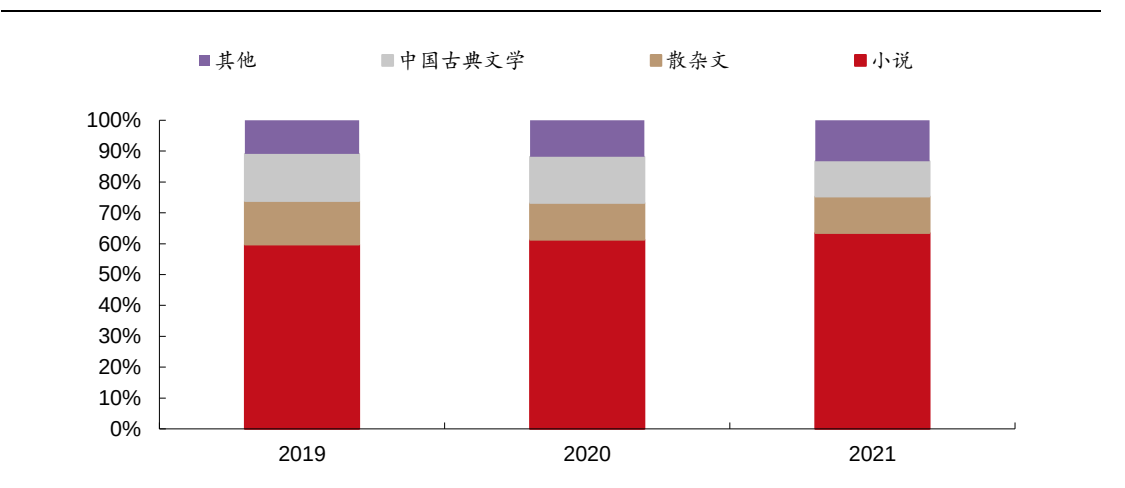
图 17：2017-2021 年文学图书零售市场增速



资料来源：开卷，西部证券研发中心

网文助力纸书拉动文学市场。从文学类图书细分情况来看，2021 年小说类所占的码洋比重进一步扩大，达到 63.5%，同比增长 2.2pct，是文学类中增加最多的细分类。头部图书方面，文学类销量 TOP100 中 28 种为网文纸书。

图 18：2019-2021 文学类图书码洋占比情况



资料来源：开卷，西部证券研发中心

影视动漫及游戏 IP 助力打造畅销文艺图书周边。IP 跨形态改编和衍生已经成为一种趋势，如《深海》、《狂飙》等作品均基于影视作品 IP 改编为绘本或小说，在作品宣发期发售，增强 IP 的影响力，影视作品原著或衍生文学作品、绘本出现在畅销榜的频率逐年提高，成为带动市场销量成长的重要驱动，影视动漫 IP 粉丝因为喜欢某一 IP，从而愿意购买一本图书，成为读者，也为图书市场带来了新的需求点。2023 年 1 季度，销量前十的新书中有 4 本为影视剧衍生图书，影视作品改编图书成为文学类图书销量增长的重要驱动。

表 6：2023 年 1 季度文学类新书销量前 10 名

销量排名	书名	影视改编情况	新书时间	2023Q1 销量（册）	2023Q1 码洋（百万元）	定价（元）
1	狂飙	电视剧衍生小说	202301	364568	24.79	68
2	铃芽之旅	电影衍生周边	202301	75889	3.42	45
3	白鸟与蝙蝠		202302	73688	5.08	69
4	深海大饭店的传说	电影衍生周边	232301	33574	5.64	168
5	星期六晚我们去散步吧		202303	21845	1.09	49.8
6	流浪地球（彩插版）	电影衍生周边	202301	21247	0.96	45

销量排名	书名	影视改编情况	新书时间	2023Q1 销量 (册)	2023Q1 码洋 (百万元)	定价 (元)
7	烟霞里		202301	16709	1.42	85
8	刘星辰重案笔记		202302	14696	0.76	52
9	盗墓笔记重启 (1)	改编电视剧 2020 年播出	202303	13857	0.69	49.8
10	永远讲不完的希腊神话		232301	13251	2.33	176

资料来源：开卷，西部证券研发中心

2.3 竞争格局：图书行业集中度低，经典作品头部效应凸显

图书行业产业链由策划、出版、发行、分销和零售五个环节构成。

策划环节：图书公司或出版社通常会结合市场需求，进行调研、选题、策划、编辑与制作，向作者购买版权、图书公司提供的选题策划进行审核。

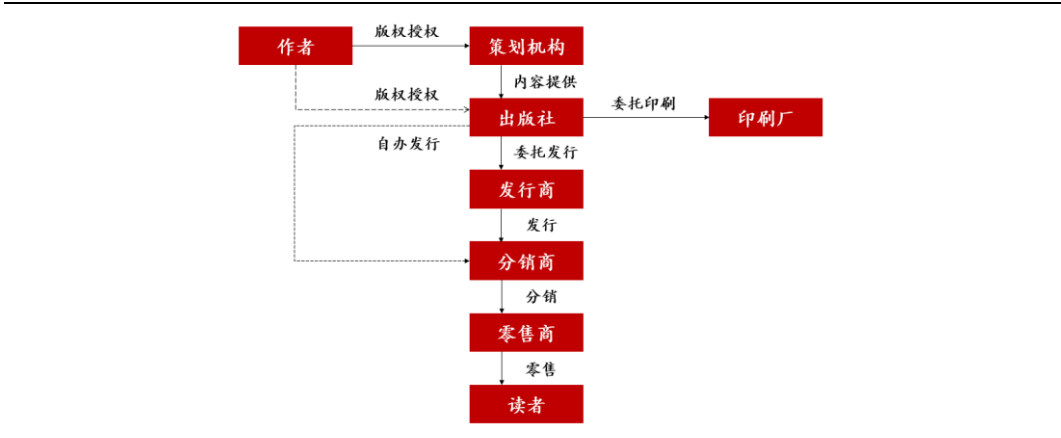
出版环节：我国图书出版需通过出版社申请书号。出版社对自主策划或图书公司策划作品进行报批，通过后可申请书号，进行图书出版，并在国家新闻出版广电总局备案。此后，实体书印刷由出版社委托印刷厂进行。

发行环节：发行商从出版社购入图书、并销售给下游分销商，取得发行收入。主要发行渠道包括省级新华书店发行集团、民营发行企业、线上发行渠道等。

分销环节：区域性的分销商从发行商处购得图书，并分发给零售商。

零售环节：零售渠道主要分为实体书店和线上渠道，实体书店包括新华书店、民营书店、跨界书店等；线上渠道包括（1）以当当、中华图书网为代表的等图书垂直电商，（2）天猫、京东等平台电商，（3）短视频直播电商抖音、快手等。

图 19：我国图书行业产业链



资料来源：新经典招股说明书，西部证券研发中心

目前，我国图书零售行业市场集中度较低。根据公司 2022 年财报披露，公司实洋市场占有率达到 3.03%，位居大众图书出版公司第一。

表 7：2022 年出版社 TOP10

出版社	实洋排名	码洋排名
人民出版社	1	3
中信出版集团股份有限公司	2	1

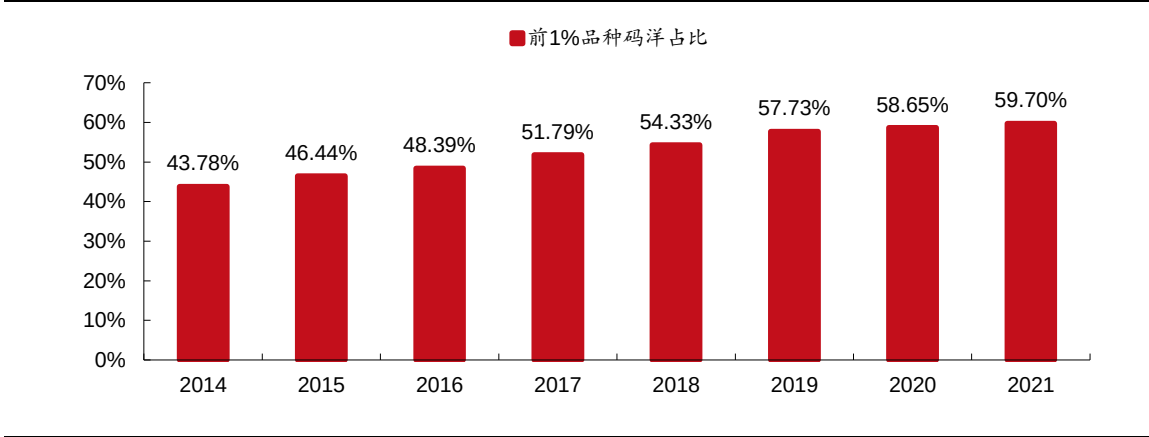
北京联合出版有限责任公司	3	2
人民教育出版社有限公司	4	5
中央文献出版社	5	11
人民邮电出版社	6	6
人民文学出版社有限公司	7	7
学习出版社	8	14
商务印书馆有限公司	9	13
机械工业出版社	10	8

资料来源：开卷，西部证券研发中心

注：该排名中的出版社包含大众出版公司和主题出版公司

图书行业经典作品头部效应凸显。近年来，高知名度高质量的经典图书品种对市场码洋的贡献占比持续走高。根据开卷数据，2021 年销量前 1% 的图书品种的码洋占比为 59.7%，较 2020 年的 58.6% 提升 1.1pct，而 2017 年该比例仅为 51.8%。

图 20：2017-2021 年图书零售市场销量前 1% 品种的码洋占比

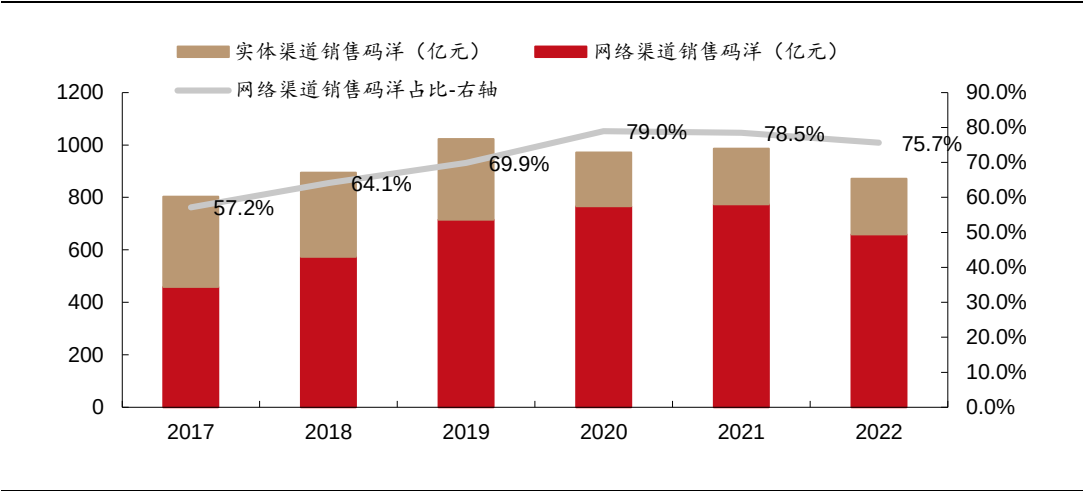


资料来源：开卷，西部证券研发中心

2.4 营销渠道：新兴渠道发展迅速

从销售渠道来看，近年来线上销售渠道占比维持 75% 左右。根据开卷数据，2016 年中国图书零售市场总规模为 701 亿，其中线上渠道零售达 365 亿，线上市场份额首次超过线下实体零售。凭借低折扣和方便快捷的购物体验，我国图书线上网络渠道销售码洋占比自 2020 年以来稳定在 75% 左右。2022 年网络渠道销售码洋为 659 亿元，占比 75.7%。

图 21：2017-2022 年国内网络渠道与实体渠道图书销售码洋情况



资料来源：开卷，西部证券研发中心

短视频等新兴电商渠道发展迅速，逐步获得市场份额。根据开卷数据，2022 年短视频电商渠道图书动销品种 5.7 万种，同比去年提升 58%，而平台电商、垂直电商、实体店的动销品种分别为 185 万、112 万、148 万种。尽管动销品种数量仍远不及其它渠道，短视频电商渠道在新书销售方面表现突出，新书品种占比为 11.9%，高于其他渠道，成为新书宣发的重要阵地，此外，短视频电商码洋占比已经初具规模，2022 年，短视频电商码洋占比达到 16.4%，首次超过实体店渠道（码洋占比 15.3%）。

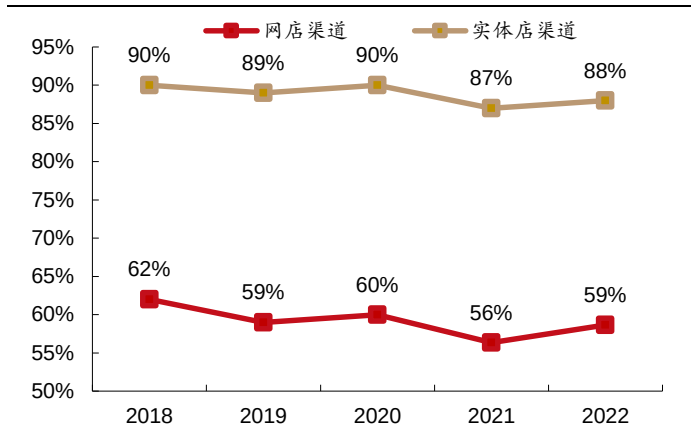
表 8：2022 不同渠道图书动销情况

电商类型	动销品种数（万种）	新书更新率	码洋占比
平台电商	185	6%	45.1%
垂直及其他电商	112	9.1%	23.2%
短视频电商	5.7	11.9%	16.4%
实体店	148	10.3%	15.3%

资料来源：开卷，西部证券研发中心

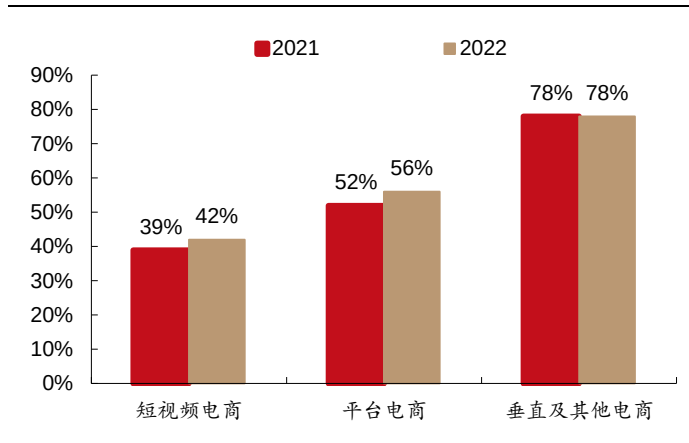
网店渠道折扣力度企稳回升。根据开卷数据，2022 年网店图书折扣力度触底回升，不包含满减满赠、优惠券的情况下，平均折扣为 5.9 折，恢复至 2019-2020 年的水平，实体店折扣力度为 8.8 折，较为稳定，线上线下折扣相差 29pct，差距小幅收窄。具体来看，短视频电商和平台电商均实现折扣力度同比减少，2022 年折扣分别为 4.2 折和 5.6 折。

图 22: 2018-2022 年图书实体店及网店渠道折扣率



资料来源: 开卷, 西部证券研发中心

图 23: 2021-2022 年网店各细分渠道折扣率



资料来源: 开卷, 西部证券研发中心

针对图书市场低价倾销的现状, 国家监管有望趋严。2021 年 12 月 28 日, 国家新闻出版署发布了《出版业“十四五”时期发展规划》。《规划》在“规范网上网下出版秩序”部分提出: 加强出版物价格监督管理, 推动图书价格立法, 有效制止网上网下出版物销售恶性“价格战”, 营造健康有序的市场环境。针对图书销售折扣, 世界上多个国家出台了相应的法律或者行业协议, 这些相关内容有望为我国营造健康有序的市场环境提供借鉴。

表 9: 实行图书固定定价制度的国家及基本规定

国家	制度	使用期限	最高折扣率	电子书
法国	法律	图书出版后的 2 年内; 最后一次向书商供书后的 6 个月内	消费者享受 5% 的折扣; 图书馆享受 9% 的折扣	适用
德国	法律	图书出版后的 18 个月内	研究型图书馆享受 5% 的折扣; 公立图书馆、学校图书馆、军队和警察系统的教堂和图书馆享受 10% 折扣; 学校教材购买享受 8%-15% 折扣	适用
意大利	法律	图书出版后的 20 个月内; 最后一次向书商供书后的 6 个月内	5% (发行商只能在 12 月以外的一个月提供 20% 以下的折扣)	不适用
西班牙	法律	图书出版后的 2 年内; 最后一次向书商供书后的 6 个月内	5% (世界读书日和书展期间享受 10% 的折扣); 公共实体部门享受 15% 的折扣	适用
葡萄牙	法律	图书出版后的 18 个月内	10%; 图书馆、书展期间享受 20% 的折扣	不适用
荷兰	法律	出版商可以每 6 个月对图书降价	学生享受 5%-10% 折扣	不适用
奥地利	法律	图书出版后的 2 年内	消费者享受 5% 的折扣; 图书馆享受 9% 的折扣	/
希腊	法律	图书出版后的 2 年内	10%	适用
挪威	行业协议	图书出版至下一个 4 月 30 日之间	书店享受 12.5% 的折扣; 图书馆享受 20% 的折扣	适用
斯洛文尼亚	法律	图书出版后的 6 个月内	书展期间、系列图书、订阅读书享受 20% 的折扣	适用
日本	行业协议	图书出版后的 3 个月内 (合同需报送公平交易委员会)	依据协议规定	不适用

资料来源: 华经产业研究院, 西部证券研发中心

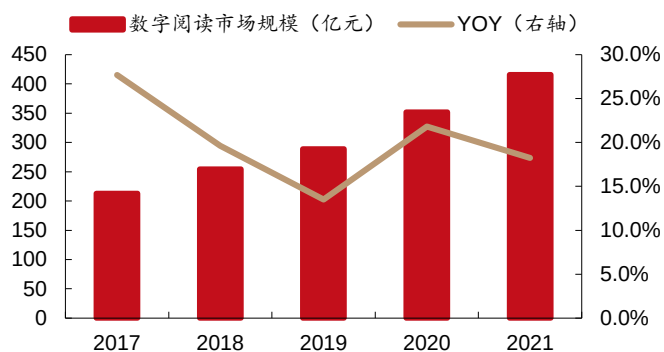
2.5 消费场景：与线上平台深度融合，阅读方式趋于多样化

随着互联网的发展以及生活节奏的变化，读者阅读的方式也趋于多样化，数字阅读已具备相当规模。根据中国音像与数字出版协会发布的《2021年度中国数字阅读报告》显示，数字阅读市场整体营收规模达415.7亿元，同比增长18.23%；2021年我国数字阅读用户规模达5.06亿，同比增长2.43%，占我国网民总数的48.6%。

“Z世代”活跃于新兴互联网平台，为数字阅读的主力。报告显示，2021年我国数字阅读用户规模达到5.06亿，同比增长2.43%。其中，19至25岁用户占比最多，达到44.63%；其次是18岁以下用户，占比达到27.25%。由此计算，95后数字阅读用户占比超过7成。

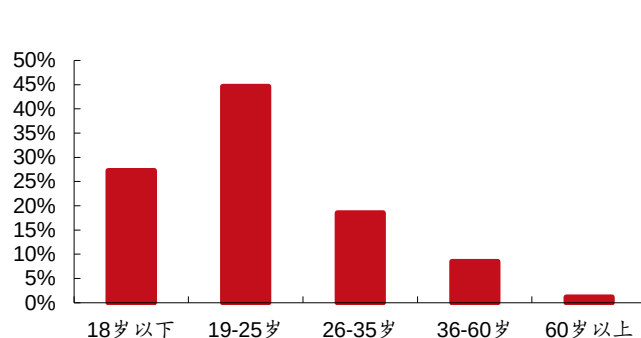
为了满足读者的阅读需求，无论是图书策划公司、出版社，还是发行、分销商，都有必要探索新的内容形式，为用户提供有价值的图书产品，从而吸引新一代用户、同时实现图书价值、并帮助策划出版发行方构建自身的品牌影响力。

图 24：2017-2021 年我国数字阅读产业整体规模及增速



资料来源：中国音像与数字出版协会，西部证券研发中心

图 25：2021 年数字阅读用户年龄分布



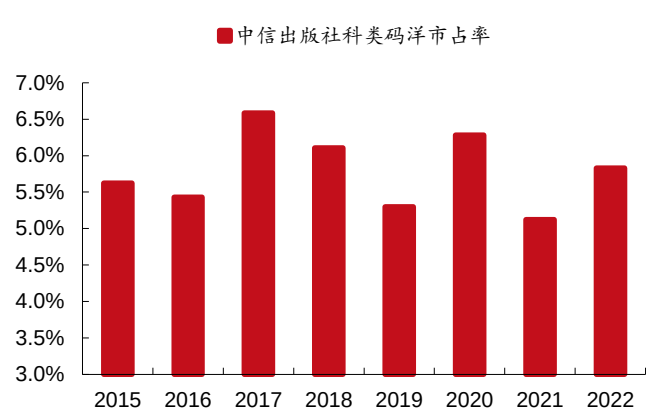
资料来源：中国音像与数字出版协会，西部证券研发中心

三、构建多元内容生态，成功拓展短视频电商渠道

3.1 依托丰富版权储备，经管社科份额保持领先

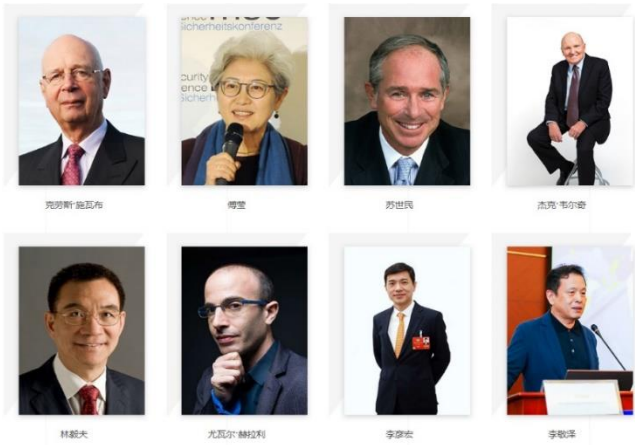
中信出版依靠丰富的版权储备在经管社科类图书领域排名持续领先。在图书细分领域中，公司经管类与科普类多年保持实洋市场占有率第一；传记类排名在 2022 年上升至第一名；艺术类排名与 2021 年提升至第六名。

图 26：2016-2022 中信出版社社科类图书码洋市占率情况



资料来源：开卷，西部证券研发中心

图 27：与中信出版深入合作的作家举例



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

我们认为，当前公司在大众领域经典作品与新作品储备丰富，拥有全球经济科技领域权威学者、知名作家和企业家的新书版权，图书内容紧跟社会发展节奏，在经济、传记细分领域的长期具备领先优势，未来市占率有望持续增长。

表 10：2022 年中信出版重点新书情况（资料采集截至 2023 年 5 月 25 日）

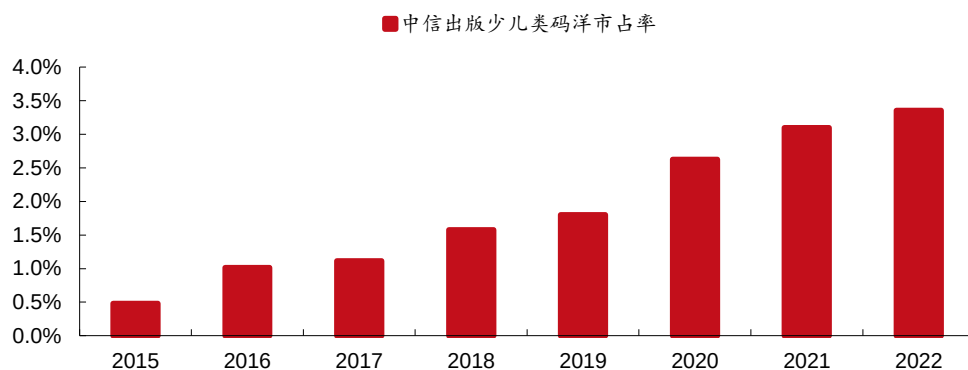
图书名称	作者	当当（评论数）	京东（评论数）
《原则：变化中的世界秩序》	[美] 瑞·达利欧	30159	50w+
《人类之旅》	[美] 奥戴德·盖勒	1868	10w+
《枪炮、病菌与钢铁》	[美] 贾雷德·戴蒙德 著	87445	10w+
《第三种黑猩猩》	[美] 贾雷德·戴蒙德 著	1525	10w+
《崩溃》	[美] 贾雷德·戴蒙德 著	4341	10w+
《昨日之前的世界》	[美] 贾雷德·戴蒙德 著	3857	10w+
《剧变》	[美] 贾雷德·戴蒙德 著	5346	10w+
《历史中的人生》	[英] 理查德·埃文斯	372	10w+
《五眼联盟》	[英] 安东尼·韦尔斯	789	10w+

资料来源：中信出版公众号，京东中信出版社旗舰店，当当中信出版社旗舰店，西部证券研发中心

3.2 少儿类图书持续贡献增量收入

少儿品类快速发展，实现跨越式突破。公司少儿品类从2019年起实现了较大突破。公司历年财报显示，2019/20/21/22年公司少儿品类的实洋市场占有率排名分别为第11/5/3/4名。根据开卷数据显示，2022年公司在少儿类图书的码洋市占率达到3.4%。

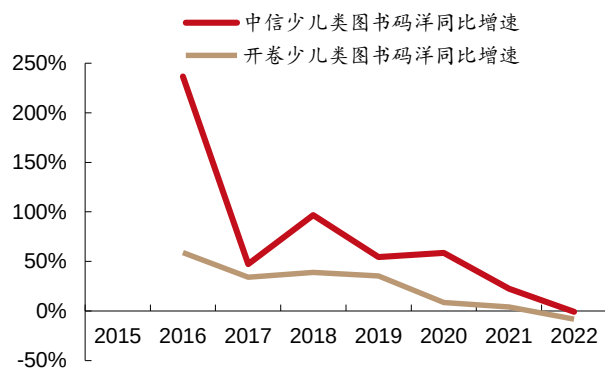
图 28：2015-2022 年中信出版少儿类码洋市占率情况



资料来源：开卷，西部证券研发中心

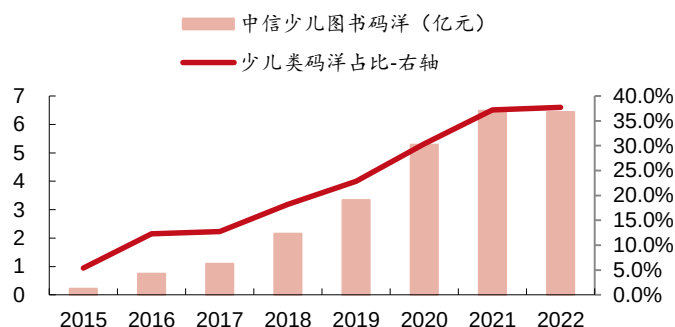
我们根据开卷数据测算，2021 年以前，中信出版少儿类图书码洋保持高速增长的态势，2015-2021 年复合增速接近 30%，2022 年由于疫情影响，少儿类码洋规模同比去年持平，仍然跑赢行业增速 8 个点，中信出版少儿类图书码洋占公司整体码洋的比例也在持续提升，从 2015 年的 5.4% 提升至 2022 年的 37.7%。

图 29：公司少儿类图书码洋增速



资料来源：开卷，西部证券研发中心

图 30：公司少儿类图书码洋占比持续提升

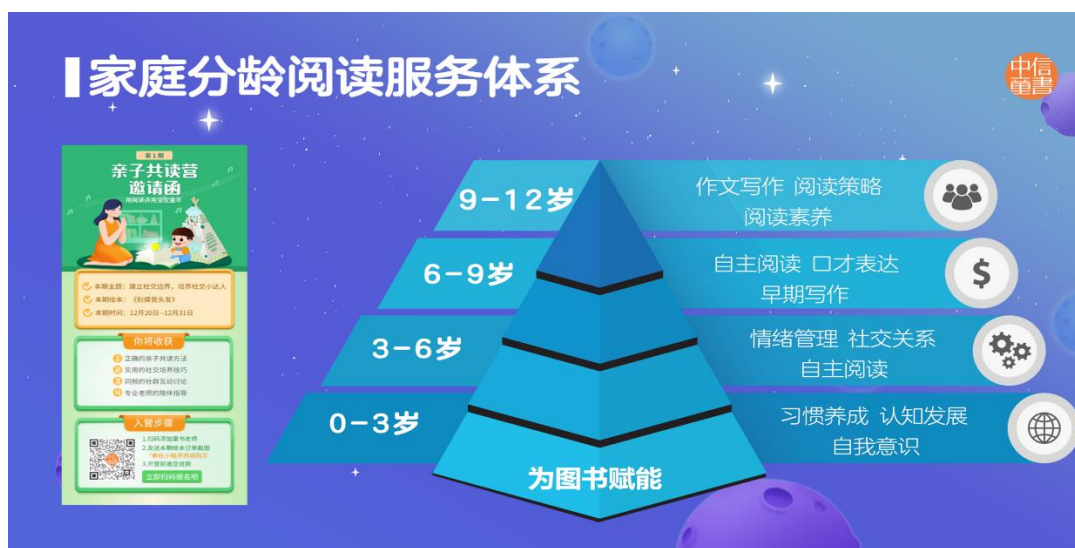


资料来源：开卷，西部证券研发中心

少儿类图书全面覆盖 0-12 岁读者，构建完善的内容体系。目前公司的童书出版范围已涵盖精品绘本、酷玩科普、动漫 IP、艺术启蒙、趣味认知、经典文学、成长励志、亲子教育等领域，且衍生出多个少儿出版子品牌，各子品牌进一步深耕细分市场相辅相成，搭建儿童知识生产体系，打造出品牌的集群效应。

经营策略方面，考虑到少儿品类畅销书较为固化，系列化趋势明显，公司重视系列 IP 培养，以原创选题为基础，探索开展 IP 全版权、全产品运营业务。商业模式方面，公司研发出会员订阅式的、整合图书/衍生品/数字产品的分龄阅读产品体系，通过线上自媒体和会员订阅、线下儿童主题空间的运营，打造直接面向用户的内容和渠道能力。

图 31：中信童书全面覆盖 0-12 岁读者，构建完善的内容体系

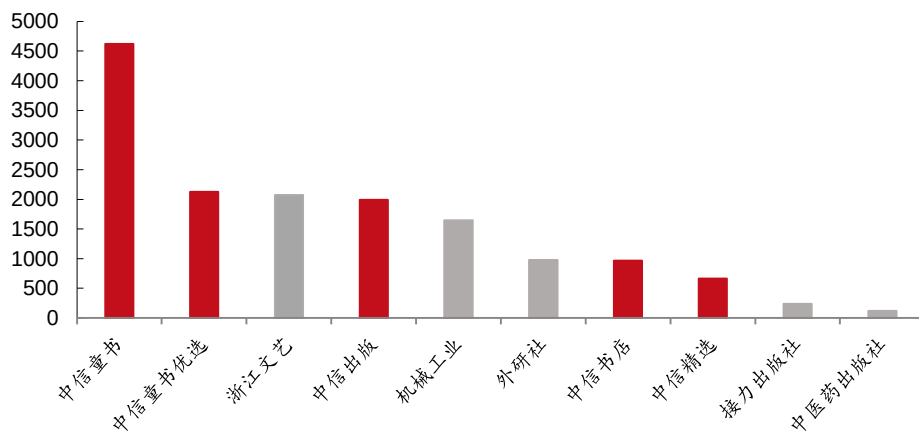


资料来源：中信童书新品发布会，西部证券研发中心

3.3 构建MCN营销矩阵，成功拓展短视频电商渠道

中信出版通过组建图书自播矩阵，积极应对渠道迁移、线上竞争加剧等外部挑战。公司持续发力知识类 MCN 运营，2021 年，公司 MCN 矩阵覆盖全网粉丝数达 3933 万，内容视频播放量达 27 亿次。《出版人》榜单显示，2022 年，中信出版共有 5 个抖音直播账号进入出版社自播 TOP10。我们根据灰豚数据测算，近一年内中信出版旗下抖音账号总直播 GMV 超过 7000 万元。

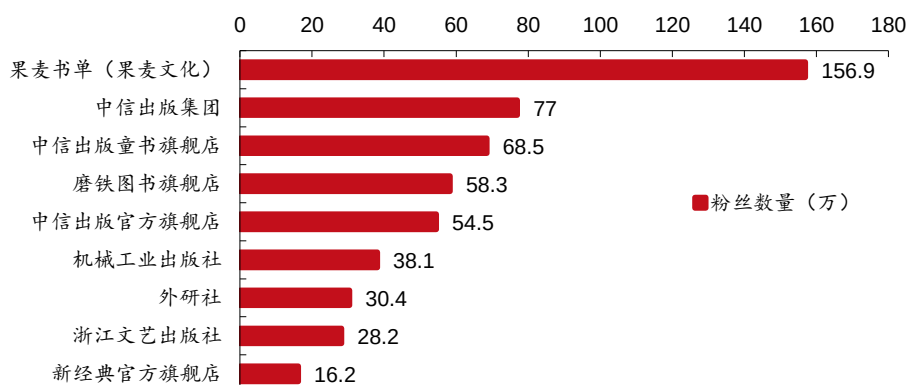
图 32：国内出版社直播间近一年销售 GMV 前十名（单位：万元）



资料来源：出版人，灰豚数据，西部证券研发中心（注：数据截至 2023 年 5 月 25 日）

中信出版采取自行招募培训的方式搭建直播间主播团队。自建主播团队与寻求外部主播合作相比，中信出版在直播业务方面可拥有更高自主权，并且直接掌握消费者数据，对消费者行为分析具有优势，从而增加客户黏性。截至 2023 年 5 月 25 日，公司旗下直播间账号“中信出版集团”/“中信童书旗舰店”/“中信出版官方旗舰店”粉丝数量分别达到 77.0/68.5/54.5 万，远远领先行业其他出版社直播间账号。

图 33：中信出版抖音直播号与同行业直播号粉丝量对比



资料来源：抖音各直播间账号，西部证券研发中心（数据截至 2023 年 5 月 25 日）

3.4 逐步完善全媒介传播生态体系

中信出版已搭建覆盖纸书、电子书、有声书、播客、短视频、VR 内容在内的多元内容产品结构，并初步实现了线上+线下、To B + To C 的全媒介传播生态体系。

有声书方面，中信出版在喜马拉雅等平台设立了自有频道，截至 2023 年 5 月 25 日，喜马拉雅的中信书院频道共上线 906 部作品，粉丝人数 213.6 万，被喜马拉雅官方认证为“个人成长月度优质主播”。

表 11：中信出版在喜马拉雅头部作品播放情况（资料采集截至 2023 年 5 月 25 日）

作品名称	播放量（万）
人类简史	1997.3
未来简史	592.2
穷查理宝典	581.3
论中国	452.6
原则 桥水投资大神达利欧 40 年经验总结	437.0
贫穷的本质：2019 诺贝尔经济学奖	271.7
今日简史	259.0
美国陷阱 美国如何用司法暗箭围猎世界五百强	255.1
滚雪球：巴菲特和他的财富人生	215.3
光荣与梦想（1-4）	170.0
慢慢变富 雪球大 V 手把手教你股市长赢之道	164.4
思考，快与慢 诺贝尔经济学奖得奖著作	146.9

资料来源：喜马拉雅中信书院账号，西部证券研发中心

转型成效初显，看好全媒介传播生态带动线上线下销售同步放量。为了应对外部环境冲击，中信书店践行“减负、转型”战略，优化调整低效店面，针对存量书店，以策划、设计、品牌合作为核心提升空间运营能力，同时优化供应链，使得书店可以提供覆盖全书业的图书、文创商品、餐饮，吸引聚合中高端读者流量，开展线上和线下融合销售，提升书店销售业绩，2022 年中信书店线上业务占比提升 6.15%。随着线下经济生活恢复正常节奏以及公司运营效率的优化，我们看好公司线上线下销售同步放量。

图 34：中信书店打造集成供应链能力和主题文化空间的新型书店



资料来源：中信书店官网，西部证券研发中心

图 35：中信书店举办多元推广活动，开展线上和线下融合销售



资料来源：中信书店官网，西部证券研发中心

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测及关键假设

1) 图书策划与发行业务：公司作为大众图书领域的龙头出版社，经管社科销量将构建公司销售的基本盘，同时少儿等品类的高速发展将带动公司书籍销量的进一步增长，价格方面，行业联合打击盗版以及加强动销策略将推动公司图书售价稳中有升，预计 2023/24/25 年公司图书出版与发行业务营收分别为 15.6/17.2/19.0 亿元，分别同比+12%/+10%/+10%。

2) 文化消费业务：实体书店渠道有望受益于线下经济活动增加实现修复，销量和销售价格均迎来回升，预计 2023/24/25 年线下渠道销量分别同比+10%/+6%/+4%，销售均价同比+5%/+4%/+3%，从而得到文化消费服务业务营收分别为 4.6/5.1/5.5 亿元，分别同比+15%/+11%/+7%。

3) 知识服务业务：公司在“再造知识生产和服务体系”战略指引下，稳步推进与产业链上游各方合作，共建“知识共同体”，知识服务业务稳步发展，我们预测 2023/24/25 知识服务业务营收分别为 0.53/0.56/0.58 亿元，分别同比+5.0%/+5.0%/+5.0%。

毛利率方面，公司降本增效不断取得进展，书籍印制成本保持下降态势，全网控价卓有成效，成本管理稳健，我们预计 2023/24/25 年公司一般图书出版与发行毛利率分别为 39.0%/39.5%/40.0%，文化消费业务未来毛利率分别为 30.0%/31.0%/32%。公司未来整体毛利率分别为 36.9%/37.6%/38.3%。

表 12：中信出版分业务收入及毛利率预测

单位：人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1922	1801	2025	2233	2445
YOY	2%	-6%	12%	10%	10%
一般图书出版与发行	1457	1392	1561	1723	1902
YOY	0%	-4%	12%	10%	10%
知识服务业务	65	51	53	56	58
YOY	-8%	-23%	5%	5%	5%
文化消费业务	451	401	462	512	550
YOY	3%	-11%	15%	11%	7%
其他业务	68	60	54	48	43
毛利率	35.5%	34.2%	36.9%	37.6%	38.3%
一般图书出版与发行	32.0%	33.0%	39.0%	39.5%	40.0%
文化消费业务	28.4%	21.2%	30.0%	31.0%	32.0%
归母净利润	242	126	238	300	380
YOY	-14%	-48%	89%	26%	27%

数据来源：公司财报，西部证券研发中心预测

基于以上假设，我们预计公司 2023/2024/2025 年营业收入 20.25/22.33/24.45 亿元，对应同比增速为 12%/10%/10%，归母净利润 2.38/3.00/3.80 亿元，对应同比增速为 89%/26%/27%。

4.2 相对估值和投资建议

根据公司主营业务结构，我们选取果麦文化、浙数文化、新经典和南方传媒四家具有相似业务的公司作为可比公司，根据 Wind 一致预测结果，2023/24/25 年可比平均 PE 为 30.5x/24.6x/19.6x；公司为大众出版领域头部公司，在版权储备、品牌影响力和销售渠道上具备领先优势，享有一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 32 倍 PE，对应 2023 年目标股价 40.13 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301052.SZ	果麦文化	68.64	0.73	50	0.82	1.12	1.56	1.17	1.53	2.14	60.9x	44.8x	32.1x
600633.SH	浙数文化	12.76	12.66	182	6.68	7.46	8.28	0.53	0.59	0.65	27.2x	24.4x	22.0x
603096.sh	新经典	20.60	1.63	33	1.73	2.08	2.53	1.07	1.28	1.56	19.3x	16.1x	13.2x
601900.SH	南方传媒	22.58	8.96	169	11.65	12.79	15.14	1.30	1.43	1.69	14.5x	13.2x	11.2x
平均											30.5x	24.6x	19.6x
300788.sz	中信出版	36.27	1.90	69	2.38	3.00	3.80	1.25	1.58	2.00	28.9x	23.0x	18.1x

资料来源：Wind，西部证券研发中心（可比公司盈利预测来自 WIND 一致预测，预测截止日期：2023 年 5 月 30 日）

五、风险提示

线下书店经营销售不及预期：线下书店经营活动恢复有限，销售不及疫情前水平，对于中信出版旗下书店以及中信出版图书在线下的销售都将产生负面影响；

线上不及预期：目前线上动销竞争加剧，图书线上动销存在不及预期风险；

行业折扣力度增加：由于销售渠道变革，价格战现象较为普遍，行业整体折扣力度近年来持续增加，折扣力度增加对公司业绩将起到负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,859	1,738	2,071	2,182	2,442	营业收入	1,922	1,801	2,025	2,233	2,445
应收款项	131	162	139	153	167	营业成本	1,240	1,184	1,278	1,394	1,509
存货净额	536	521	705	768	832	营业税金及附加	8	7	8	9	9
其他流动资产	321	340	55	61	66	销售费用	347	344	365	380	391
流动资产合计	2,848	2,761	2,970	3,164	3,507	管理费用	136	135	132	145	147
固定资产及在建工程	16	11	7	4	3	财务费用	-13	-18	-20	-22	-24
长期股权投资	78	153	153	153	153	其他费用/（-收入）	20	59	25	29	32
无形资产	13	14	15	15	15	营业利润	236	117	238	299	381
其他非流动资产	430	255	244	309	269	营业外净收支	3	-8	-2	-2	-4
非流动资产合计	537	432	418	482	440	利润总额	240	110	237	297	378
资产总计	3,385	3,193	3,388	3,645	3,947	所得税费用	2	-0	3	4	5
短期借款	104	57	1	1	1	净利润	238	110	234	294	373
应付款项	765	717	810	884	957	少数股东损益	-4	-16	-5	-6	-7
其他流动负债	255	285	214	231	247	归属于母公司净利润	242	126	238	300	380
流动负债合计	1,124	1,059	1,025	1,116	1,204						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	223	86	160	140	120	盈利能力					
长期负债合计	223	86	160	140	120	ROE	12%	6%	11%	13%	15%
负债合计	1,347	1,145	1,185	1,256	1,324	毛利率	35%	34%	37%	38%	38%
股本	190	190	190	190	190	营业利润率	12%	7%	12%	13%	16%
股东权益	2,038	2,048	2,203	2,389	2,623	销售净利率	13%	7%	12%	13%	16%
负债和股东权益总计	3,385	3,193	3,388	3,645	3,947	成长能力					
						营业收入增长率	2%	-6%	12%	10%	10%
现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营业利润增长率	18%	50%	103%	26%	27%
净利润	238	110	234	294	373	归母净利润增长率	-14%	-48%	89%	26%	27%
折旧摊销	26	31	31	28	28	偿债能力					
利息费用	157	-213	220	-13	-15	资产负债率	40%	36%	35%	34%	34%
其他	-136	219	-4	-6	-7	流动比	2.53	2.61	2.90	2.84	2.91
经营活动现金流	285	146	480	303	378	速动比	2.06	2.12	2.21	2.15	2.22
资本支出	19	-70	0	0	0						
其他	-245	192	4	-72	34	每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
投资活动现金流	-127	21	4	-72	34	每股指标					
债务融资	103	-47	-56	0	0	EPS	1.27	0.66	1.25	1.58	2.00
权益融资	0	0	0	0	0	BVPS	10.69	10.84	11.59	12.54	13.74
其它	-96	-97	-95	-120	-152	估值					
筹资活动现金流	-217	-179	-151	-120	-152	P/E	28.5	54.7	28.9	23.0	18.1
汇率变动	-1	-0	1	2	3	P/B	3.4	3.3	3.1	2.9	2.6
现金净增加额	-58	-12	333	111	260	P/S	3.6	3.8	3.4	3.1	2.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心