

# 中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好

2020年08月31日

强烈推荐/维持

中国出版 公司报告

**事件：**中国出版发布 2020 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 21.59 亿元（-13.85%），归母净利润 2.16 亿元（-6.87%），扣非归母净利润 1.75 亿元（-1.61%）。

**二季度公司出版主营下滑幅度缩窄。**2020 年上半年，受疫情影响，公司整体营收同比下滑约 14%。其中，一季度公司实现营收 6.98 亿元（yoy-20.3%），二季度实现营收 14.61 亿元（yoy-10.4%）；一般图书出版业务是公司重要收入构成，一二季度分别实现营收 3.57 亿元、7.36 亿元，同比增速与整体营收增速相吻合。可以看到，二季度公司主营下滑幅度缩窄，同比去年同期仍然有所下滑。

**二季度公司净利润同比大幅增加主要源于成本费用端优化以及非经营相关的收益。**上半年，公司实现归母净利润 2.16 亿元（yoy-6.87%），其中 Q1 归母净利润-0.43 亿元，Q2 归母净利润 2.59 亿元（yoy+48.9%）。通过对比本期及上期二季度损益表，本期公司毛利同比增加 0.30 亿元、费用同比减少 0.34 亿元，理财、政府补助、信用减值转回等贡献 0.37 亿元。

**存货构成显示公司释放压货风险，但发出商品金额略有减少。**截至 2020 年 6 月底，公司存货 30.82 亿元，其中库存商品 10.38 亿元、处于平稳水平，公司加大计提坏账准备，计提 0.60 亿元；发出商品 10.56 亿元，同比去年同期减少 1.78 亿元，计提坏账准备金额处于正常水平。

**盈利预测与评级：**公司旗下人民文学出版社与商务印书馆是国内顶尖的出版社之一，在疫情不反复情况下，预计两家出版社下半年受益于新书密集上市，将驱动经营业绩好转；中华书局、大百科、三联书店上半年表现良好，预计下半年仍将持续向好。

我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.34 亿元、10.00 亿元、12.55 亿元，同比增长 4.4%、36.3%、25.6%，对应现有股价 PE 分别为 15X、11X 和 9X，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**政府补助与税收优惠政策变化导致业绩下滑；数字出版对纸质图书出版冲击；市场竞争加剧导致出版主营收入下滑。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,331.41	6,314.65	6,542.33	7,626.42	8,670.36
增长率（%）	13.52%	18.44%	3.61%	16.57%	13.69%
归母净利润（百万元）	601.49	702.77	733.55	999.61	1,255.06
增长率（%）	13.35%	16.84%	4.38%	36.27%	25.56%
净资产收益率（%）	9.80%	10.57%	10.20%	12.60%	14.16%
每股收益（元）	0.33	0.39	0.40	0.55	0.69
PE	18.52	15.85	15.18	11.14	8.87
PB	1.81	1.67	1.55	1.40	1.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司以图书、报纸、期刊等出版物出版为主业，是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业，下属人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、中国民主法制出版社等多家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。

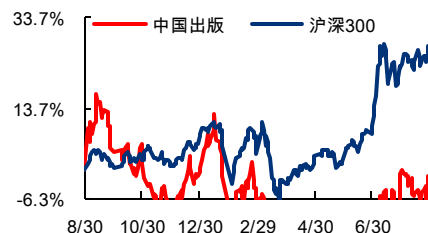
## 未来 3-6 个月重大事项提示：

## 发债及交叉持股介绍：

## 交易数据

52 周股价区间（元）	7.23-4.79
总市值（亿元）	111.35
流通市值（亿元）	111.35
总股本/流通 A 股（万股）	182,250/182,250
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.51

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：石伟晶

010-66554067 shi\_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480518080001

## 研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

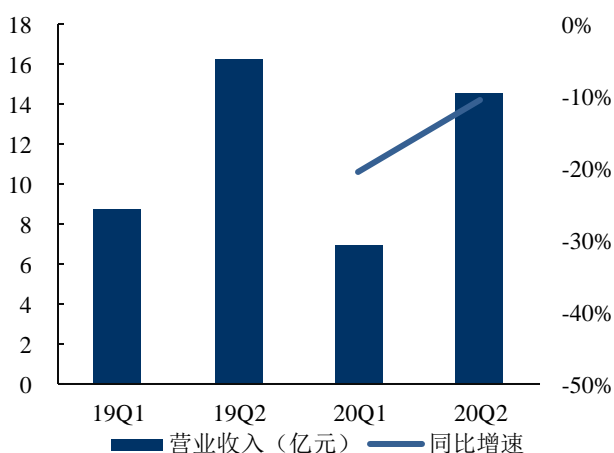
执业证书编号：S1480119070074

**事件:** 中国出版发布 2020 年半年度报告, 公司上半年实现营业收入 21.59 亿元 (-13.85%), 归母净利润 2.16 亿元 (-6.87%), 扣非归母净利润 1.75 亿元 (-1.61%)。

**点评:**

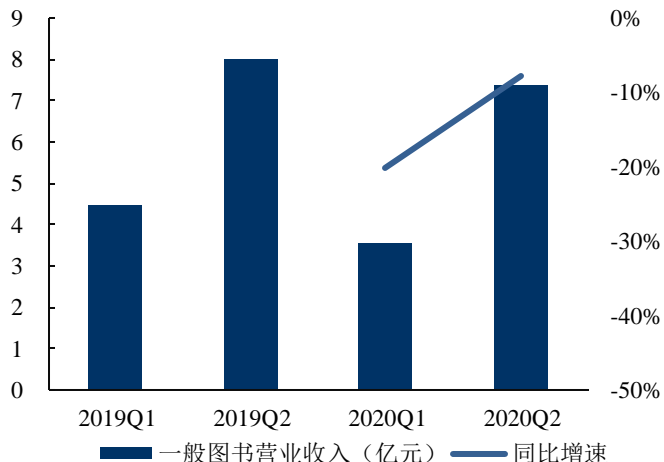
二季度公司出版主营下滑幅度缩窄。2020 年上半年, 受疫情影响, 公司整体营收同比下滑约 14%。其中, 一季度公司实现营收 6.98 亿元 (yoy-20.3%), 二季度实现营收 14.61 亿元 (yoy-10.4%); 一般图书出版业务是公司重要收入构成, 一二季度分别实现营收 3.57 亿元、7.36 亿元, 同比增速与整体营收增速相吻合。可以看到, 二季度公司主营下滑幅度缩窄, 同比去年同期仍然有所下滑。

**图 1: 中国出版单季度营业收入及增速**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 2: 中国出版单季度一般图书业务营业收入及增速**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

人民文学出版社与商务印书馆是公司重要收入及净利润来源。中华书局、大百科、三联书店上半年表现良好, 尽管受疫情影响, 但三家出版社营收仍然实现正增长。

- 1) 人民文学出版社上半年营收及净利润均有一定下滑, 对比同行, 根据北京开卷公司的数据, 今年 1-6 月, 人文社的零售市场占有率为 1.29%, 在全国所有出版社中排名第 6, 与 2019 年同期相比上升 1 位。展望下半年, 人民文学出版社将上市较多受疫情推迟的优质新书;
- 2) 商务印书馆上半年营收及净利润表现平稳。展望下半年, 商务印书馆已于 8 月发布《新华字典》(第 12 版) 以及发力人文社科类图书;
- 3) 中华书局加强线上营销驱动营收稳定增长, 自 3 月开始, 中华书局先后在京东、当当、淘宝等平台展开线上直播活动, 截至 8 月上旬, 已经成功举办 50 多场直播;
- 4) 大百科营收大幅增长, 源于公司积极调整产品结构, 加强低幼、少儿、文教产品板块投入, 并取得良好效果;
- 5) 三联书店营收大幅增长, 则源于旗下书、刊、新媒体等销售良好以及旗下北京三联韬奋书店重新开业。

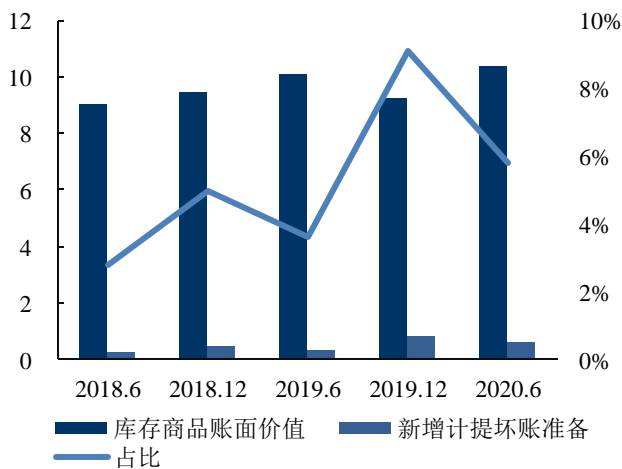
**表 1: 2020 年上半年中国出版主要子公司营收及归母净利润**

公司名称	营业收入 (万元)	同比增速	归母净利润 (万元)	同比增速
人民文学出版社	33,187	-17.1%	5,926	-18.7%
商务印书馆	38,496	-2.3%	10,819	1.1%
中华书局	13,851	10.3%	1,409	116.2%
中国大百科全书出版社	15,096	42.9%	70	-74.5%
中国美术出版总社	7,648	-7.8%	610	-10.0%
人民音乐出版社	5,980	-50.8%	740	-81.3%
三联书店	14,348	43.3%	-2,060	-
中版教材	14,253	-16.8%	3,796	8.5%

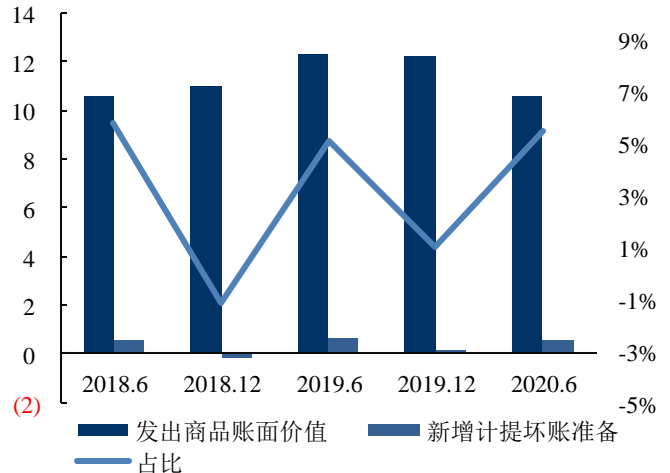
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

二季度公司净利润同比大幅增加主要源于成本费用端优化以及非经营相关的收益。上半年, 公司实现归母净利润 2.16 亿元 (yoy-6.87%), 其中 Q1 归母净利润-0.43 亿元, Q2 归母净利润 2.59 亿元 (yoy+48.9%)。通过对比本期及上期二季度损益表, 本期公司毛利同比增加 0.30 亿元、费用同比减少 0.34 亿元, 理财、政府补助、信用减值转回等贡献 0.37 亿元。

存货构成显示公司释放压货风险, 但发出商品金额略有减少。截至 2020 年 6 月底, 公司存货 30.82 亿元, 其中库存商品 10.38 亿元、处于平稳水平, 公司加大计提坏账准备, 计提 0.60 亿元; 发出商品 10.56 亿元, 同比去年同期减少 1.78 亿元, 计提坏账准备金额处于正常水平。

**图 3: 中国出版存货中库存商品账面价值**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 4: 中国出版存货中发出商品账面价值**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**盈利预测与评级：**

公司旗下人民文学出版社与商务印书馆是国内顶尖的出版社之一，在疫情不反复情况下，预计两家出版社下半年受益于新书密集上市，将驱动经营业绩好转；中华书局、大百科、三联书店上半年表现良好，预计下半年仍将持续向好。

我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.34 亿元、10.00 亿元、12.55 亿元，同比增长 4.4%、36.3%、25.6%，对应现有股价 PE 分别为 15X，11X 和 9X，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

政府补助与税收优惠政策变化导致业绩下滑；数字出版对纸质图书出版冲击；市场竞争加剧导致出版主营收入下滑。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	9026	10025	11408	13041	14833	<b>营业收入</b>	5331	6315	6542	7626	8670
货币资金	4561	5090	6581	7046	7705	<b>营业成本</b>	3559	4264	4491	5228	5914
应收账款	666	830	860	982	1116	营业税金及附加	34	38	46	53	61
其他应收款	57	55	57	67	76	营业费用	450	498	500	517	540
预付款项	347	180	208	233	265	管理费用	793	793	835	874	902
存货	2789	3077	3520	4097	4636	财务费用	-11	-137	-140	-156	-160
其他流动资产	602	69	160	594	1011	研发费用	34	46	55	66	79
<b>非流动资产合计</b>	2699	3188	2950	2958	2959	资产减值损失	115.35	-200.76	-150.00	-160.00	-180.00
长期股权投资	6	7	7	7	7	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1091	1094	1092	1084	1069	投资净收益	114.70	27.47	30.00	30.00	30.00
无形资产	698	707	715	722	729	加: 其他收益	188.33	185.16	170.00	180.00	190.00
其他非流动资产	0	259	0	0	0	<b>营业利润</b>	660	795	805	1094	1374
<b>资产总计</b>	11725	13213	14358	15999	17792	营业外收入	12.83	11.81	20.00	20.00	20.00
<b>流动负债合计</b>	3096	3698	4006	4591	5173	营业外支出	20.15	14.80	19.00	15.00	21.00
短期借款	30	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	653	792	806	1099	1373
应付账款	1698	1968	2113	2460	2783	所得税	34	51	36	49	55
预收款项	525	691	822	974	1148	<b>净利润</b>	619	742	770	1050	1318
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	17	39	37	50	63
<b>非流动负债合计</b>	1533	1799	2059	2324	2539	归属母公司净利润	601	703	734	1000	1255
长期借款	224	508	758	1008	1208	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	4628	5497	6065	6914	7712	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	958	1065	1101	1151	1214	营业收入增长	13.52%	18.44%	3.61%	16.57%	13.69%
实收资本(或股本)	1823	1823	1823	1823	1823	营业利润增长	16.74%	20.50%	1.26%	35.82%	25.57%
资本公积	1169	1169	1169	1169	1169	归属于母公司净利润增长	13.35%	16.84%	4.38%	36.27%	25.56%
未分配利润	3158	3657	4097	4697	5450	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	6139	6651	7193	7933	8866	毛利率(%)	33.25%	32.47%	31.35%	31.45%	31.79%
<b>负债和所有者权益</b>	11725	13213	14358	15999	17792	净利率(%)	11.60%	11.75%	11.77%	13.76%	15.20%
<b>现金流量表</b>					单位: 百万元	<b>偿债能力</b>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产净利润(%)	5.13%	5.32%	5.11%	6.25%	7.05%
<b>经营活动现金流</b>	633	794	306	275	558	ROE(%)	9.80%	10.57%	10.20%	12.60%	14.16%
净利润	619	742	770	1050	1318	资产负债率(%)	39%	42%	42%	43%	43%
折旧摊销	783.43	792.67	91.08	98.28	105.48	流动比率					2.87
财务费用	-11	-137	-140	-156	-160	速动比率					1.97
应收账款减少	0	0	-31	-122	-134	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	131	153	173	总资产周转率	0.47	0.51	0.47	0.50	0.51
<b>投资活动现金流</b>	-3786	-861	977	34	54	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.27	3.44	3.21	3.34	3.31
长期投资减少	0	0	-8	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	115	27	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.39	0.40	0.55	0.69
<b>筹资活动现金流</b>	-147	84	208	156	47	每股净现金流(最新摊薄)	-1.81	0.01	0.82	0.26	0.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.37	3.65	3.95	4.35	4.86
长期借款增加	0	0	250	250	200	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.52	15.85	15.18	11.14	8.87
资本公积增加	1	0	0	0	0	P/B	1.81	1.67	1.55	1.40	1.26
<b>现金净增加额</b>	-3300	17	1491	465	659	EV/EBITDA	4.77	4.51	6.65	4.72	3.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	掌阅科技：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
行业深度报告	短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3：中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司深度报告	吉比特（603444）：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

## 研究助理简介

### 辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526