

中信出版 (300788.SZ)

图书销售价量齐升，品类与渠道持续开拓，书店业务逐步减亏

事件：公司披露 2019 年报及 2020Q1 业绩预告。公司 2019 年实现营业收入 18.88 亿元（同比增长 15.56%），归母净利润 2.51 亿元（同比增长 21.56%），其中 Q4 单季公司实现营收 5.33 亿元（同比增长 1.1%），归母净利润 0.76 亿元（同比增长 21.9%），业绩符合预期。公司预告 2020Q1 实现归母净利润 1500 万元-3000 万元，同比下降 47.40%-73.70%。

图书销售价量齐升，品类与渠道持续开拓，书店业务逐步减亏。2019 年公司实销 27.5 亿码洋，同比增长 22%，市占率 2.69%（较 2018 年提升 0.2pct），在图书零售市场销售实洋排名升至出版机构第 1 位。公司图书销售价量齐增，平均单价/销量由 2018 年 33.35 元/3686 万册提升至 2019 年 33.93 元/4135.5 万册。靓丽经营数据带动 2019 年公司图书出版和发行业务实现收入 14.03 亿元，同比增长 14.14%。品类方面，公司财经类图书市场占有率 14.62%，学术文化类图书市场占有率为 7%，排名均为第一位。渠道方面，线上业务营业收入同比增长 69%，其中自营互联网销售同比增长 44.8%；2019 年新开门店 19 家，书店业务减亏 613.48 万元，结构调整取得初步成效。

新书储备丰富，积极扩展图书细分领域。公司 2020 年重点图书包括：（1）财经类：《叙事经济学》、《好的经济学》、《广场与高塔》、《Stay the Course》、《苏世民：我的经验与教训》、《成就》等；（2）人文类：《讲给大家的中国历史》、《中央王国》、《硬派历史》、《全球文明史》、《中国村落史》、《中国和日本：1500 年的交流史》、《剧变》等即将上线；（3）少儿类：将和刘慈欣合作开创图像小说的全新产品线。

疫情影响 Q1 业务开展，但不改公司核心价值。2020Q1 公司业绩下滑幅度较大主要原因在于：（1）线下书店客流减少及线上书店发货不畅销量减少；（2）原材料运输和印刷困难；（3）线下书店租金及运营成本压力增加。但后续来看，一方面随着疫情好转业务有望回归正常；另一方面新书逐步上线叠加直播等新营销模式兴起，也将带动销售增长。

投资建议：我们认为短期冲击不改公司核心价值，我们仍然看好公司在未来集中度的提升、品类的扩张和效率的提升。我们下调 2020-2022 年盈利预测，预计公司分别实现营业收入 20.64/25.72/29.15 亿元，归母净利润 2.35/3.52/4.13 亿元，EPS 为 1.23/1.85/2.17 元。维持“增持”评级。

风险提示：政策监管风险、行业竞争风险、电子阅读对纸质图书冲击风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,634	1,888	2,064	2,572	2,915
增长率 yoy（%）	28.5	15.6	9.3	24.6	13.3
归母净利润（百万元）	207	251	235	352	413
增长率 yoy（%）	14.0	21.6	-6.6	50.2	17.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.09	1.32	1.23	1.85	2.17
净资产收益率（%）	22.1	14.0	11.6	15.2	15.6
P/E（倍）	35.4	29.1	31.2	20.8	17.7
P/B（倍）	8.36	4.29	3.77	3.29	2.85

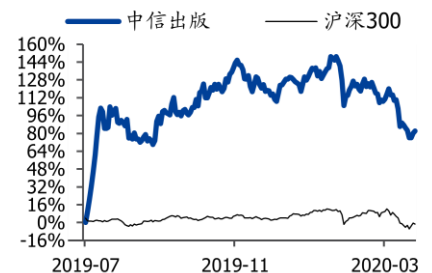
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	文化传媒
前次评级	增持
最新收盘价	38.94
总市值(百万元)	7,404.50
总股本(百万股)	190.15
其中自由流通股(%)	25.00
30 日日均成交量(百万股)	0.86

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com

相关研究

1、《中信出版 (300788.SZ)：组织效率与体制机制沉淀多环节竞争优势，品类扩张推动持续增长》2019-12-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1507	2507	2745	3338	3639
现金	674	1282	1270	1750	1883
应收票据及应收账款	75	77	72	120	100
其他应收款	48	50	56	75	76
预付账款	13	20	11	28	18
存货	673	723	981	1010	1207
其他流动资产	24	355	355	355	355
非流动资产	204	196	182	172	158
长期投资	50	100	92	81	72
固定资产	16	15	12	11	8
无形资产	13	9	9	10	10
其他非流动资产	125	71	69	69	67
资产总计	1711	2702	2926	3510	3797
流动负债	804	985	984	1300	1266
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	617	783	776	1081	1025
其他流动负债	187	203	208	219	241
非流动负债	19	16	19	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	16	19	18	18
负债合计	823	1002	1003	1318	1284
少数股东权益	13	-3	-15	-33	-54
股本	143	190	190	190	190
资本公积	156	751	751	751	751
留存收益	584	770	923	1152	1420
归属母公司股东权益	875	1704	1939	2226	2567
负债和股东权益	1711	2702	2926	3510	3797

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	233	313	-7	587	257
净利润	196	238	223	334	392
折旧摊销	22	34	46	73	98
财务费用	-2	-2	-9	-7	-8
投资损失	1	-37	-15	-17	-23
营运资金变动	-27	63	-251	203	-202
其他经营现金流	42	17	-0	0	0
投资活动现金流	-109	-831	-16	-47	-60
资本支出	52	54	-6	1	-5
长期投资	-70	-292	9	9	9
其他投资现金流	-127	-1069	-13	-37	-57
筹资活动现金流	-52	570	10	-59	-64
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	48	0	0	0
资本公积增加	0	596	0	0	0
其他筹资现金流	-52	-73	10	-59	-64
现金净增加额	73	53	-13	481	133

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1634	1888	2064	2572	2915
营业成本	971	1160	1328	1576	1776
营业税金及附加	7	8	9	11	13
营业费用	307	393	389	489	554
管理费用	136	134	153	200	222
研发费用	7	8	9	11	12
财务费用	-2	-2	-9	-7	-8
资产减值损失	39	-16	0	0	0
其他收益	37	29	25	30	28
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	-1	37	15	17	23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	201	240	226	340	398
营业外收入	1	4	2	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	202	244	228	342	400
所得税	6	5	5	7	9
净利润	196	238	223	334	392
少数股东损益	-10	-13	-12	-18	-21
归属母公司净利润	207	251	235	352	413
EBITDA	204	240	235	370	443
EPS (元)	1.09	1.32	1.23	1.85	2.17

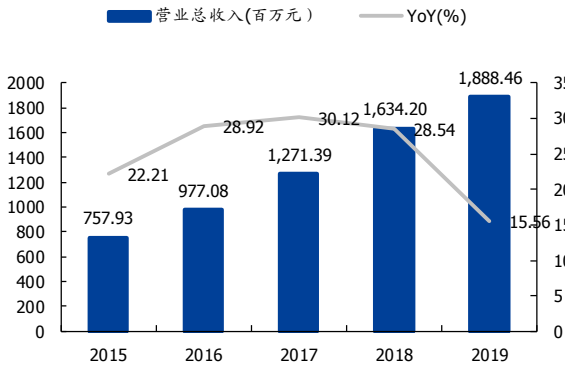
主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.5	15.6	9.3	24.6	13.3
营业利润(%)	4.6	19.4	-6.0	50.4	17.2
归属于母公司净利润(%)	14.0	21.6	-6.6	50.2	17.2
获利能力					
毛利率(%)	40.6	38.6	35.7	38.7	39.1
净利率(%)	12.6	13.3	11.4	13.7	14.2
ROE(%)	22.1	14.0	11.6	15.2	15.6
ROIC(%)	19.8	11.7	9.5	12.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	37.1	34.3	37.5	33.8
净负债比率(%)	-73.7	-74.4	-65.0	-79.0	-74.2
流动比率	1.9	2.5	2.8	2.6	2.9
速动比率	1.0	1.8	1.8	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	27.9	24.9	27.8	26.9	26.6
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.32	1.23	1.85	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.65	-0.04	3.09	1.35
每股净资产(最新摊薄)	4.60	8.96	10.20	11.70	13.50
估值比率					
P/E	35.4	29.1	31.2	20.8	17.7
P/B	8.4	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	32.8	23.9	24.4	14.1	11.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

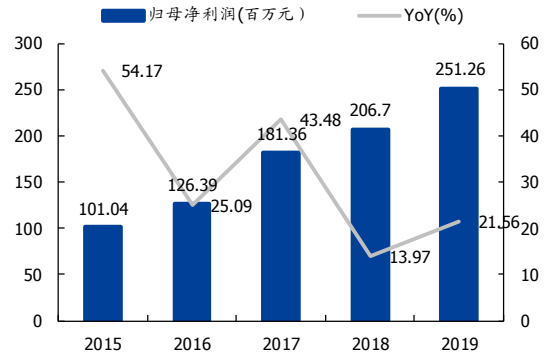
公司披露 2019 年报及 2020Q1 业绩预告。公司 2019 年实现营业收入 18.88 亿元（同比增长 15.56%），归母净利润 2.51 亿元（同比增长 21.56%），其中 Q4 单季公司实现营收 5.33 亿元（同比增长 1.1%），归母净利润 0.76 亿元（同比增长 21.9%），业绩符合预期。公司预告 2020Q1 实现归母净利润 1500 万元-3000 万元，同比下降 47.40%-73.70%。

图表 1: 中信出版营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

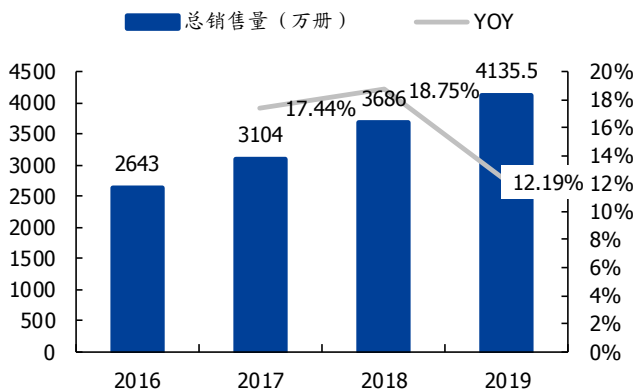
图表 2: 中信出版归母净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

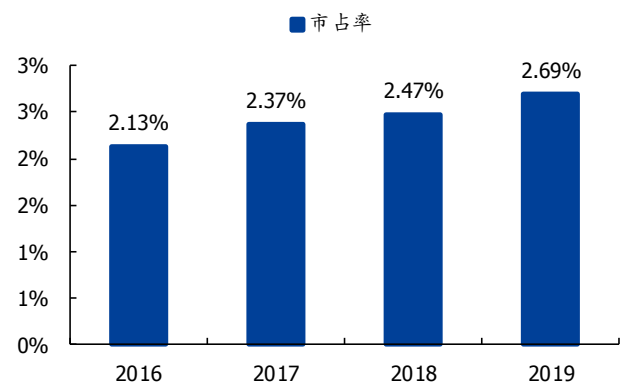
图书销售价量齐升, 品类与渠道持续开拓。2019 年公司实销 27.5 亿码洋, 同比增长 22%, 市占率 2.69% (较 2018 年提升 0.2pct), 在图书零售市场销售实洋排名升至出版机构第 1 位。同时, 2019 年公司动销品种增幅超过 20%; 出版新书 1471 种, 同比增幅 12%。公司图书销售价量齐增, 平均单价/销量由 2018 年 33.35 元/3686 万册提升至 2019 年 33.93 元/4135.5 万册。靓丽经营数据带动 2019 年公司图书出版和发行业务实现收入 14.03 亿元, 同比增长 14.14%。品类方面, 公司财经类图书市场占有率 14.62%, 学术文化类图书市场占有率为 7%, 排名均为第一位, 其中存量图书《变量》、《原则》、《薛兆丰经济学讲义》、《美国陷阱》进入月度非虚构类畅销榜 TOP30, Q4 新书《格局》和《这里是中国的》也进入月度畅销榜。少儿类图书市场排名提升 5 位,《疯狂动物城》、《西游记绘本》等均取得较好销售业绩。

图表 3: 中信出版总销售量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 中信出版在整体图书市场中的市占率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新书储备丰富, 积极扩展图书细分领域。公司拥有待出版的优质选题储备额超过 1.4 亿元, 版权储备充沛。公司 2020 年重点图书包括: (1) 财经类: 诺奖得主罗伯特·希勒

的《叙事经济学》、诺奖得主阿比吉特·班纳吉新作《好的经济学》、历史学家尼尔·弗格森新作《广场与高塔》、指数基金业教父约翰·博格作品《Stay the Course》、黑石基金的创始人新作《苏世民：我的经验与教训》、谷歌前 CEO 埃里克·施密特新作《成就》等；（2）人文类：《讲给大家的中国历史》、《中央王国》、《硬派历史》、《全球文明史》、《中国村落史》，傅高义先生作品《中国和日本：1500 年的交流史》、《领导力与大国崛起》、贾雷德·戴蒙德的《剧变》等即将上线；（3）少儿类：将和刘慈欣合作开创图像小说的全新产品线，共 16 册 4 辑，将在未来 18 个月内在国内及 8 个海外市场同时推出，系列图书涵盖刘慈欣全部重点优秀小说。

零售业务提质增效，在发展中逐步减亏。2019 年新开门店 19 家，首家自然书店在北京世界园艺博览会开业受到广泛好评，北京启皓店荣获“2019 年度主题书店”和北京市十大最美书店；渠道方面，线上业务营业收入同比增长 69%，其中自营互联网销售同比增长 44.8%；大客户服务定位于为企业提供专业和精准的阅读解决方案，成为供应链延展的主要方式；以 SAP 为核心整体零售信息系统的改造完成，为全渠道、多业态、多品类发展提供有效的支撑。书店业务 2019 年实现营业收入同比增长 39%，减亏 613.48 万元，结构调整取得初步成效。

疫情影响 Q1 业务开展，但不改公司核心价值。春节及寒假本为图书行业销售旺季，但受疫情影响 2020Q1 公司业绩下滑幅度较大，主要原因在于：（1）线下书店客流减少及线上书店发货不畅销量减少；（2）原材料运输和印刷困难；（3）线下书店租金成本压力增加。但后续来看，一方面随着疫情好转线上线下业务均有望回归正常；另一方面新书逐步上线叠加直播等新营销模式兴起，也将带动线上自营的增长。我们认为短期冲击不改公司核心价值，我们仍然看好公司在未来集中度的提升、品类的扩张和效率的提升。

投资建议：受 2020Q1 停工停业影响，我们下调 2020-2022 年盈利预测，预计公司分别实现营业收入 20.64/25.72/29.15 亿元，归母净利润 2.35/3.52/4.13 亿元，EPS 为 1.23/1.85/2.17 元。维持“增持”评级。

风险提示：政策监管风险、行业竞争风险、电子阅读对纸质图书冲击风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com