

方正证券研究所证券研究报告

中信出版(300788)

公司研究

传媒行业

公司财报点评

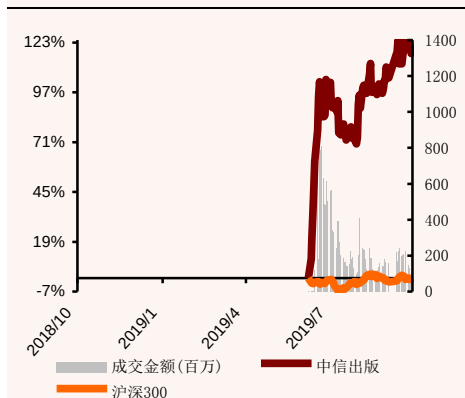
2019. 10. 27/推荐(维持)

传媒首席： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
联席首席： 姚 蕾
执业证书编号： S1220516080006

联系人： 李舒婕

E-mail lishujie@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《头部图书推动 19H1 业绩超预期，书店亏损收窄》2019. 08. 28
《大众图书龙头，重新定义出版边界》
2019. 07. 04

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：公司公告 2019 年 3 季报，19Q1-Q3 实现营收 13.56 亿元（YOY+22.45%）、归母净利 1.75 亿元（YOY+21.42%）、归母扣非净利 1.66 亿元（YOY+22.85%），净经营性现金流 1.33 亿元（YOY+251.76%）；对应 19Q3 营收 4.6 亿元（YOY+31.45%）、归母净利 4479 万元（YOY+54.91%）、归母扣非净利 4180 万元（YOY+46.93%）。

点评：

1、19Q3 业绩同比增速亮眼，一方面因去年同期基数较低，另一方面公司图书主业维持较好的经营态势。① 19Q1-Q3 公司图书出版与发行业务保持稳步增长，经管、学术文化等品类优势明显，少儿品类增速可观；书店业务实现主营收入同比增长 40% 以上，净利润减亏明显。19Q1/Q2/Q3 分别实现营收 3.9/5.1/4.6 亿元，归母净利 5704/7340/4479 万元，19Q3 营收和归母净利同比增速分别为 31%/55%，表现亮眼。② 截至 19Q3 期末，货币资金 3.66 亿元（较 18 年底减少 46%、主要为理财产品未到期），应收账款 1.09 亿元（较 18 年底增加 46%、主要为销售规模扩张），预付款项 1858 万元（较 18 年底增加 45%、主要为预付信息系统开发款项增加），存货 7.27 亿元（较 18 年底增加 8%），应付账款 6.69 亿元（较 18 年底增加 9%，包括版税/纸张印装/租金等）。③ 从盈利能力看，毛利率基本保持平稳（19Q1-Q3 为 38.4%），净利率主要受销售费率尤其租金的影响。19Q1-Q3 销售费用 2.72 亿元（YOY+35%、主要为零售门店租赁支出增加），其他收益 2059 万元（YOY+31%、主要为政府补助增加），投资收益-79 万元（18 年同期为-122 万元、主要为联营企业投资损失减少），资产减值损失-451 万元（18 年同期为-1187 万元、主要为计提存货减值损失减少）。19Q1-Q3 净经营性现金流 1.33 亿元（YOY+252%、主要为销售回款增加）。2、公司为大众图书出版龙头，深耕社科、经管、少儿、文学赛道。公司鼓励社会效益、原创、创意优先，以内容为核心做强主业，以用户为中心转变方式，以平台战略转型经营模式，以投资监管转换运营机制，以专业化垂直领域拓展业务，以事业合伙人集群制开放和激发活力。① 行业稳健增长：据开卷，19Q1-Q3 国内图书零售市场码洋规模 YOY+12.8%，网店渠道+YOY24.8%（维持较高增速）、实体渠道 YOY-7.0%，少儿码洋占比 26.1%（+1.0pct）、社科码洋占比 25.6%（+2.1pct）、文学码洋占比 10.0%（-1.6pct）。② 公司畅销图书表现优秀：从 19 年月度畅销榜跟踪看，公司出版的《未来简史》（17 年 1 月）、《原则》（17 年 3 月）、《薛兆丰经济学讲义》（18 年 7 月）、《人类简史》（18 年 5 月）、《变量》（19 年 1 月）、《美国陷阱》（19 年 3 月）等多部图书均进入月度非虚构类 TOP30。③ 公司选题前瞻、版权资源丰富，内容+渠道+品牌加持：公司重磅新书——《这里是中国》（与星球研究所合作/上市 20 天销量超 10 万册）、《小星星的大月饼》（2019 凯迪克国际绘本大奖作品）分列 19 年 9 月新书畅销榜非虚构类第 1、少儿类第 1。公司 2013 年出版《贫穷的本质》，2018 年出版修订版，作者 2019 年获得诺贝尔经济学奖。④ 19Q1-Q3 公司书店业务实现主营收入同比

增长 40%以上，净利润减亏明显。据公司公众号，9 月中信书店在北京大兴国际机场、上海浦东机场和福州机场三城的机场齐开业（共 12 家书店）：大兴机场 6 家，1 家以“家”为主题，面积 269 平米；1 家为国内首家“儿童主题”机场书店，面积 139 平米；其余 4 家为精品主力店，面积 40-80 平米不等。浦东机场卫星厅 1 家 50 平米书店，是中信书店首度进入上海的机场。福州机场 5 家面积不等、功能不同的书店。目前，中信书店在全国 20 个核心城市建有超百家书店。

3、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.5/2.9/3.4 亿元，对应当前 PE 分别为 36/31/27X，维持“推荐”评级。

风险提示：纸质图书销售表现及生命周期不及预期；重要版权未能如期取得/续约；版权/印装/纸张等重要成本波动；书店租赁费增加；存货减值风险；数字阅读、书店零售、教育培训、商贸等业务布局不及预期；核心编辑及发行人才流失；公司治理风险；用户阅读偏好改变；监管/税收政策变化；市场风格切换。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1634.2	1985.2	2363.5	2726.9
(+/-) (%)	28.5	21.5	19.1	15.4
净利润	206.7	246.4	290.4	336.3
(+/-) (%)	14.0	19.2	17.8	15.8
EPS (元)	1.09	1.30	1.53	1.77
P/E	0.0	36.4	30.9	26.6

数据来源：wind 方正证券研究所

事件：

公司公司 2019 年 3 季报,19Q1-Q3 实现营收 13.56 亿元(YOY+22.45%)、归母净利 1.75 亿元(YOY+21.42%)、归母扣非净利 1.66 亿元(YOY+22.85%),净经营性现金流 1.33 亿元(YOY+251.76%);对应 19Q3 营收 4.6 亿元(YOY+31.45%)、归母净利 4479 万元(YOY+54.91%)、归母扣非净利 4180 万元(YOY+46.93%)。

点评：

1、19Q3 业绩同比增速亮眼，一方面因去年同期基数较低，另一方面公司图书主业维持较好的经营态势。

① 19Q1-Q3 公司图书出版与发行业务保持稳步增长，经管、学术文化等品类优势明显，少儿品类增速可观；书店业务实现主营收入同比增长 40%以上，净利润减亏明显。19Q1/Q2/Q3 分别实现营收 3.9/5.1/4.6 亿元，归母净利 5704/7340/4479 万元，19Q3 营收和归母净利同比增速分别为 31%/55%，表现亮眼。

图表1： 18Q1-19Q3 季度业绩一览

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营收(万元)	38,543	37,200	34,992	52,685	38,963	50,631	45,996
—营收 YOY					1%	36%	31%
—营收 QOQ		-3%	-6%	51%	-26%	30%	-9%
净利润(万元)	6,812	4,768	2,411	5,630	5,258	7,192	3,865
归母净利(万元)	6,390	5,150	2,892	6,238	5,704	7,340	4,479
—归母净利 YOY					-11%	43%	55%
—归母净利 QOQ		-19%	-44%	116%	-9%	29%	-39%
归母扣非净利(万元)	6,283	4,375	2,845	5,138	5,633	6,775	4,180

资料来源：公司公告，方正证券研究所

② 截至 19Q3 期末，货币资金 3.66 亿元(较 18 年底减少 46%、主要为理财产品未到期)，应收账款 1.09 亿元(较 18 年底增加 46%、主要为销售规模扩张)，预付款项 1858 万元(较 18 年底增加 45%、主要为预付信息系统开发款项增加)，存货 7.27 亿元(较 18 年底增加 8%)，应付账款 6.69 亿元(较 18 年底增加 9%，包括版税/纸张印装/租金等)。

图表2： 2016-2019Q3 资产负债重要项

单位：亿元	2016A	2017A	2018A	2019Q2	2019Q3
货币资金	5.02	6.01	6.74	2.97	3.66
应收票据及应收账款	0.41	0.42	0.75	1.23	1.09
预付款项	0.08	0.10	0.13	0.21	0.19
存货	4.17	5.98	6.73	7.40	7.27
其他流动资产(包括理财产品等)	0.78	0.13	0.24	3.89	10.33
应付票据及应付账款	3.71	5.05	6.17	7.26	7.45

资料来源：公司公告，方正证券研究所

③ 从盈利能力看，毛利率基本保持平稳(19Q1-Q3 为 38.4%)，净利率主要受销售费率尤其租金的影响。19Q1-Q3 销售费用 2.72 亿元(YOY+35%、主要为零售门店租赁支出增加)，其他收益 2059 万元

(YOY+31%、主要为政府补助增加)，投资收益-79 万元（18 年同期为-122 万元、主要为联营企业投资损失减少），资产减值损失-451 万元（18 年同期为-1187 万元、主要为计提存货减值损失减少）。19Q1-Q3 净经营性现金流 1.33 亿元（YOY+252%、主要为销售回款增加）。

图表3： 2016-2019Q3 盈利能力

	2016A	2017A	2018A	2019H1	2019Q1-Q3
ROE（平均）	27.3%	27.3%	25.7%	14.4%	14.0%
净利率	13.1%	14.7%	12.0%	13.9%	12.0%
毛利率	43.5%	40.6%	40.6%	38.8%	38.4%
期间费用率	31.1%	25.3%	27.5%	25.6%	26.8%
销售费率	23.4%	17.0%	18.8%	18.7%	20.1%
管理费率	8.3%	8.5%	8.8%	7.1%	6.9%
财务费率	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失/营收	1.3%	1.4%	2.4%	-0.5%	-0.3%
所得税率	1.8%	3.2%	3.0%	1.7%	1.9%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2、公司为大众图书出版龙头，深耕社科、经管、少儿、文学赛道。公司鼓励社会效益、原创、创意优先，以内容为核心做强主业，以用户为中心转变方式，以平台战略转型经营模式，以投资监管转换运营机制，以专业化垂直领域拓展业务，以事业合伙人集群制开放和激发活力。

① 行业稳健增长：据开卷，19Q1-Q3 国内图书零售市场码洋规模 YOY+12.8%，网店渠道+YOY24.8%（维持较高增速）、实体渠道 YOY-7.0%，少儿码洋占比 26.1%（+1.0pct）、社科码洋占比 25.6%（+2.1pct）、文学码洋占比 10.0%（-1.6pct）。

② 公司畅销图书表现优秀：从 19 年月度畅销榜跟踪看，公司出版的《未来简史》（17 年 1 月）、《原则》（17 年 3 月）、《薛兆丰经济学讲义》（18 年 7 月）、《人类简史》（18 年 5 月）、《变量》（19 年 1 月）、《美国陷阱》（19 年 3 月）等多部图书均进入月度非虚构类 TOP30。

③ 公司选题前瞻、版权资源丰富，内容+渠道+品牌加持：公司重磅新书——《这里是中国》（与星球研究所合作/上市 20 天销量超 10 万册）、《小星星的大月饼》（2019 凯迪克国际绘本大奖作品）分列 19 年 9 月新书畅销榜非虚构类第 1、少儿类第 1。公司 2013 年出版《贫穷的本质》，2018 年出版修订版，作者 2019 年获得诺贝尔经济学奖。

④ 19Q1-Q3 公司书店业务实现主营收入同比增长 40%以上，净利润减亏明显。据公司公众号，9 月中信书店在北京大兴国际机场、上海浦东机场和福州机场三城的机场齐开业（共 12 家书店）：大兴机场 6 家，1 家以“家”为主题，面积 269 平米；1 家为国内首家“儿童主题”机场书店，面积 139 平米；其余 4 家为精品主力店，面积 40-80 平米不等。浦东机场卫星厅 1 家 50 平米书店，是中信书店首度进入上海的机场。福州机场 5 家面积不等、功能不同的书店。目前，中信书店在全国 20 个核心城市建有超百家书店。

图表4： 2019 年 7-10 月新书销量 TOP5（天猫旗舰店）

7 月新书	书名	作者	出版时间	定价
1	为什么：关于因果关系的新科学	朱迪亚·珀尔，达纳·麦肯齐	2019 年 7 月	69
2	巴黎美人	珍妮达玛斯	2019 年 7 月	88
3	别人怎么对你都是你教的	黄启团	2019 年 7 月	68
4	清醒思考的策略	罗尔夫多贝里	2019 年 7 月	59
5	像 TED 一样演讲 2	卡迈恩加洛	2019 年 7 月	52
8 月新书	书名	作者	出版时间	定价
1	熵减 华为活力之源	华为大学	2019 年 8 月	58
2	持续行动	Scalers	2019 年 8 月	45
3	东京艺术之旅系列（套装 5 册）	【日】美术出版社书籍编辑部	2019 年 8 月	225
4	隐秘战争	阿里拉伊迪	2019 年 8 月	68
5	龙头信仰	彭道富	2019 年 8 月	69
9 月新书	书名	作者	出版时间	定价
1	这里是中国	星球研究所	2019 年 9 月	168
2	定投十年财务自由	银行螺丝钉	2019 年 9 月	59
3	有家就要好好住	好好住	2019 年 9 月	69
4	小家，越住越大 3	逯薇	2019 年 9 月	69
5	小家，越住越大（套装 3 册）	逯薇	2019 年 9 月	195
10 月新书	书名	作者	出版时间	定价
1	读懂一本书：樊登读书法	樊登	2019 年 10 月	59
2	历史的温度 4	张玮	2019 年 9 月	58
3	养育男孩系列（套装共 2 册）	史蒂夫·比达尔夫，丹金德伦等	2019 年 10 月	98.8
4	培养高情商男孩	丹金德伦	2019 年 9 月	59
5	增长系列（套装共 2 册）	肖恩埃利斯，李云龙，王茜等著	2019 年 10 月	108

资料来源：天猫，方正证券研究所

3、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.5/2.9/3.4 亿元，对应当前 PE 分别为 36/31/27X，维持“推荐”评级。

风险提示：纸质图书销售表现及生命周期不及预期；重要版权未能如期取得/续约；版权/印装/纸张等重要成本波动；书店租赁费增加；存货减值风险；数字阅读、书店零售、教育培训、商贸等业务布局不及预期；核心编辑及发行人才流失；公司治理风险；用户阅读偏好改变；监管/税收政策变化；市场风格切换。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1506.71	2631.21	3092.04	3588.45	营业总收入	1634.20	1985.17	2363.54	2726.89
现金	674.19	1667.05	1965.00	2322.15	营业成本	971.18	1224.34	1468.06	1688.40
应收账款	74.89	70.70	84.18	97.12	营业税金及附加	7.06	8.93	10.64	12.27
其它应收款	48.49	48.95	55.04	59.77	营业费用	307.22	373.21	444.34	512.65
预付账款	12.82	15.92	19.08	21.95	管理费用	135.73	164.77	196.17	226.33
存货	672.78	805.04	945.19	1063.92	财务费用	-1.66	-10.11	-25.01	-29.47
其他	23.55	23.55	23.55	23.55	资产减值损失	39.39	0.00	0.00	0.00
非流动资产	204.10	194.79	192.50	190.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	50.27	50.27	50.27	50.27	投资净收益	-1.45	0.00	0.00	0.00
固定资产	16.04	11.23	11.04	8.38	营业利润	201.31	254.03	299.33	346.71
无形资产	64.16	59.66	57.56	58.10	营业外收入	1.39	0.00	0.00	0.00
其他	73.63	73.63	73.63	73.63	营业外支出	0.43	0.00	0.00	0.00
资产总计	1710.81	2826.00	3284.54	3778.84	利润总额	202.27	254.03	299.33	346.71
流动负债	804.14	1025.47	1193.65	1351.65	所得税	6.06	7.62	8.98	10.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	196.21	246.41	290.35	336.31
应付账款	616.68	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-10.49	0.00	0.00	0.00
其他	187.46	1025.47	1193.65	1351.65	归属母公司净利润	206.70	246.41	290.35	336.31
非流动负债	18.60	18.60	18.60	18.60	EBITDA	227.34	224.23	253.62	297.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.09	1.30	1.53	1.77
其他	18.60	18.60	18.60	18.60					
负债合计	822.74	1044.08	1212.26	1370.25	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	13.29	13.29	13.29	13.29	成长能力				
股本	142.61	190.15	190.15	190.15	营业收入	0.29	0.21	0.19	0.15
资本公积	155.58	755.50	755.50	755.50	营业利润	0.05	0.26	0.18	0.16
留存收益	583.92	830.33	1120.68	1456.98	归属母公司净利润	0.14	0.19	0.18	0.16
归属母公司股东权益	874.77	1768.63	2058.99	2395.29	获利能力				
负债和股东权益	1710.81	2826.00	3284.54	3778.84	毛利率	0.41	0.38	0.38	0.38
					净利率	0.13	0.12	0.12	0.12
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	0.24	0.14	0.14	0.14
经营活动现金流	233.29	346.41	304.94	365.65	ROIC	1.21	3.18	4.11	7.56
净利润	196.21	246.41	290.35	336.31	偿债能力				
折旧摊销	21.57	10.31	9.29	10.61	资产负债率	0.48	0.37	0.37	0.36
财务费用	-0.37	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	1.45	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.87	2.57	2.59	2.65
营运资金变动	-24.39	89.69	5.30	18.73	速动比率	1.04	1.78	1.80	1.87
其他	38.82	0.00	0.00	0.00	营运能力				
投资活动现金流	-109.03	-1.00	-7.00	-8.50	总资产周转率	1.04	0.88	0.77	0.77
资本支出	-51.82	-1.00	-7.00	-8.50	应收账款周转率	28.17	27.27	30.52	30.08
长期投资	-70.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.91	6.44	—	—
其他	12.79	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-51.79	647.45	0.00	0.00	每股收益	1.09	1.30	1.53	1.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.23	1.46	1.28	1.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.60	7.44	8.66	10.08
普通股增加	18.02	647.45	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-1.00	-2.00	-5.00	P/E	0.00	36.35	30.85	26.64
其他	-69.81	1.00	2.00	5.00	P/B	0.00	6.33	5.44	4.67
现金净增加额	72.47	992.87	297.94	357.15	EV/EBITDA				

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com