

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281

研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

Q1-Q3 营收利润双双高增, 少儿图书高成长, 书店业务减亏明显

——中信出版(300788)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

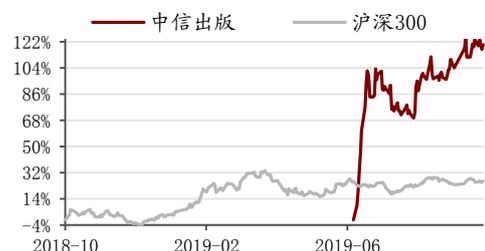
市场数据(2019-10-25)

收盘价(元)	47.11
一年内最高/最低(元)	49.28/17.82
沪深300指数	3896.79
市净率(倍)	10.24
流通市值(亿元)	22.40

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	8.56
每股经营现金流(元)	0.70
毛利率(%)	38.36
净资产收益率-摊薄(%)	10.76
资产负债率(%)	35.64
总股本/流通股(万股)	19015.15/4753.79
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《中信出版(300788)公司点评报告: 少儿图书快速增长, 书店业务转型初见成效》
2019-08-28
- 《中信出版(300788)公司深度分析: 经管类图书出版龙头, 文化消费综合供应商》
2019-07-26

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2019年10月28日

事件: 公司发布2019年前三季度报告, 2019年前三季度公司实现营业收入13.56亿元, 同比增加22.45%; 净利润1.75亿元, 同比增加21.42%; 扣除非经常性损益后净利润1.66亿元, 同比增加22.85%; 基本每股收益1.14元。

其中第三季度单季度营业收入4.60亿元, 同比增加31.45%; 净利润4479万元, 同比增加54.91%; 扣除非经常性损益后净利润4180万元, 同比增加46.93%。

投资要点:

- **2019 前三季度公司的核心业务图书出版与发行业务继续保持稳步增长, 少儿图书板块快速增长。**目前少儿图书已经是公司成长性最高的业务板块之一, 在低幼益智、科普、文化通识和精品绘本等领域形成比较强的竞争优势。根据公司2019半年度报告显示, 上半年公司少儿图书板块营业收入同比增长60.96%。公司出版的少儿图书《小星星的大月饼》排在9月少儿类新书零售排行榜第一名。

根据开卷信息公布的2019年前三季度不同细分市场码洋比重结构显示, 少儿类图书以26.05%的码洋比重排名第一, 成为图书零售市场码洋比重最大的细品类。

除了少儿图书品类之外, 公司在9月推出的新书《这里是中国》(9月非虚构类新书零售排行榜第一)、诺贝尔经济学奖作者作品《贫穷的本质》也都排在图书销售榜前列, 继续维持公司在经管、文化类图书的市场地位。

- **9月新开12家书店, 书店业务收入增长40%以上, 净利润减亏明显。**公司在9月在北京大兴机场、上海浦东机场和福州机场共开业了12家书店。北京大兴机场新开6家, 其中有2家面积较大的主题店, 分别是以“家”为主题的书店空间以及国内首家“儿童主题”机场书店, 均位于北京大兴机场二层; 浦东机场新开1家; 福州机场新开书店5家。目前中信书店在全国20个核心城市建设了超百家书店。
- **创新驱动发展, 改革转型步入新阶段。**根据公司公布的信息显示, 公司改革转型方案主要集中在三个领域: (1) 以大众出版、数字阅读、教育培训和文化体验运营为主建立事业部集群发展架构, 主要业务部门调整为“经管事业部、少儿事业部、阅读事业部、艺术文创事业部、IP事业部、书店事业部和用户事业部”。各事业单元以专注主业和专业化发展, 进一步提升高品质内容, 在内容、知识服务和创意传播上持续发力, 通过事业部建立符合自身发展逻辑的业务模式, 发挥更大的主动性、积极

性与创造性，提升专业化能力，加快业务迭代和快速转型，同时大力拓展线上业务和服务体系，实现效益和规模同步增长；

(2) 以数字智能战略建立大众出版行业优势。以数据和平台化服务体系支撑业务发展，创新传统出版模式，进一步提升竞争力，达到效率优化和成本集约目的。同时实施 IP 战略、品牌战略和新营销战略；

(3) 全面改革组织结构和运行机制。除了优化总部、建立专业平台，在战略业务事业部推行职业经理人机制，进一步放权释放经营活力。公司全面启动事业合伙人制改革，以合伙人作为公司业务的骨干队伍，建立专业化的品牌矩阵和竞争优势。并通过品牌、知识分享和平台优势吸引更多的优秀人才和资源，打造开放、创新、协同、高效的高水平专业队伍，用更好的业绩为股东创造价值。

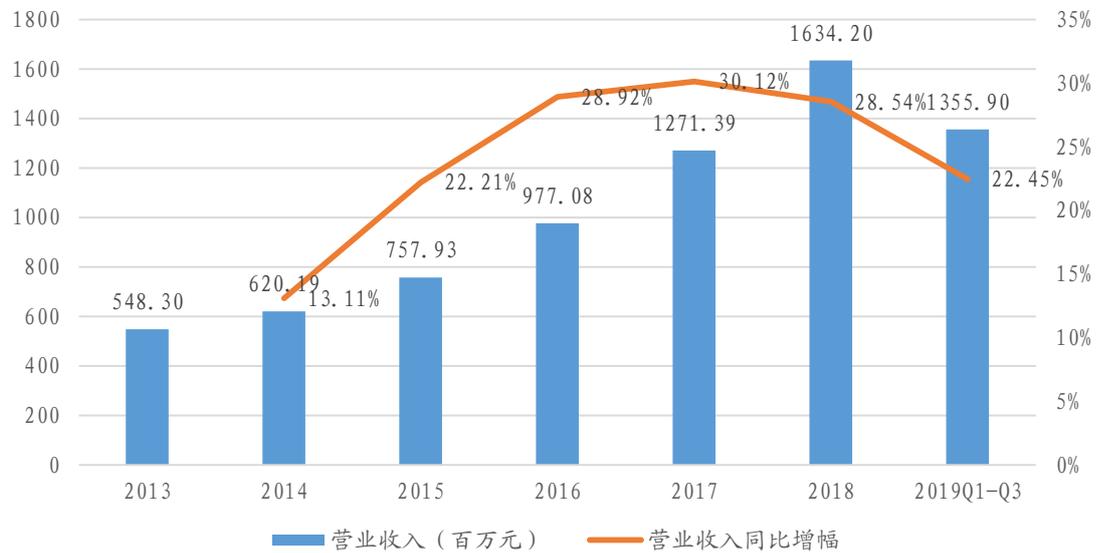
- **毛利率与主要费用率均小幅下降。**公司 2019Q1-Q3 毛利率为 38.36%，比 18 年下降了 2.21 个百分点，主要费用率也下降了 0.67 个百分点，其中销售费用增加了 35.32%，费用率增加了 1.26 个百分点，主要是由于零售门店租赁支出增加；管理费用率减少了 1.78 个百分点。
- **投资评级与盈利预测：**我们看好公司在大众图书品类行业领先地位，除了经管类图书保持行业第一之外，少儿图书品类也实现了快速增长，书店业务转型初见成效，净利润减亏明显。预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.30 元/1.63 元，按照 10 月 25 日收盘价 47.11 元计算，对应 PE 分别为 36.3 倍/26.7 倍。维持公司“增持”评级。

风险提示： 税收政策变动风险；法律仲裁风险；原材料价格上涨风险；版权费用变动风险

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1271.4	1634.2	1967.2	2290.1	2645.7
增长比率	30.1%	28.5%	20.4%	16.4%	15.5%
净利润(百万元)	181.4	206.7	246.8	310.5	361.9
增长比率	43.5%	14.0%	19.4%	25.8%	16.6%
每股收益(元)	0.95	1.09	1.30	1.63	1.90
市盈率(倍)	45.7	40.1	33.6	26.7	22.9

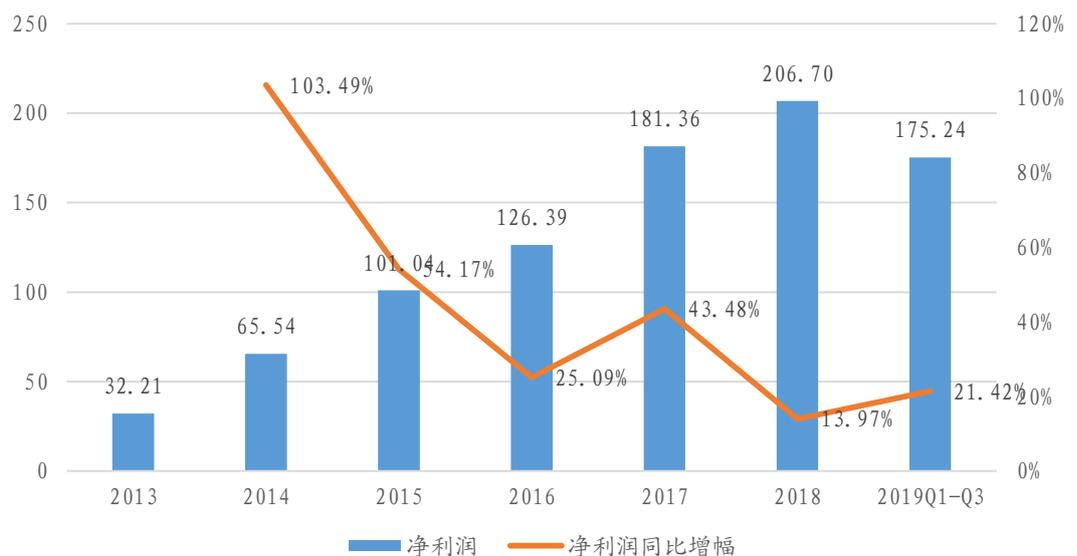
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2013-2019Q3 公司营业收入与同比增幅



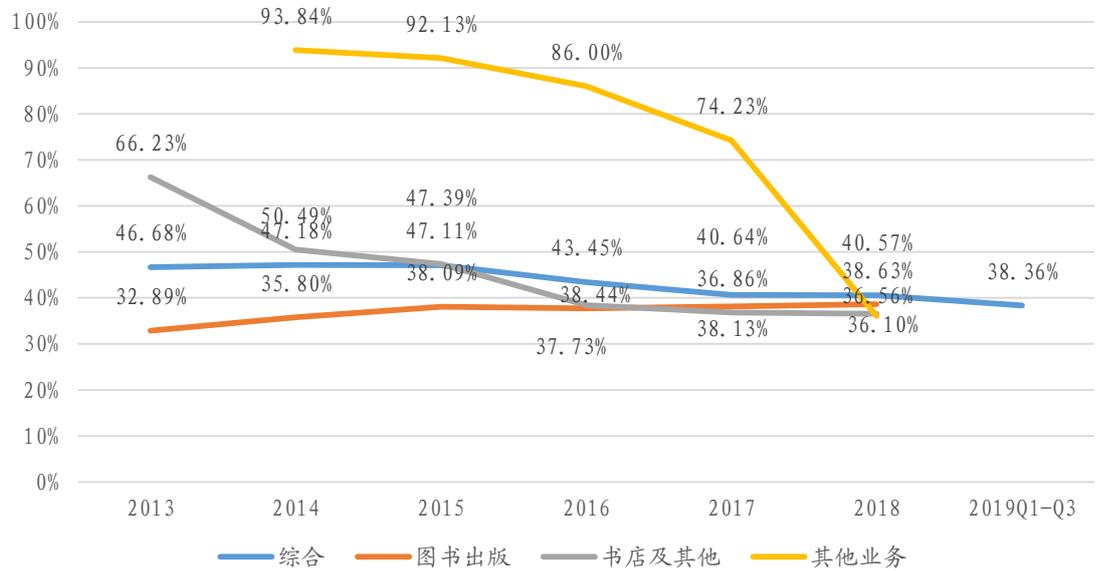
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2013-2019Q3 公司净利润与同比增幅



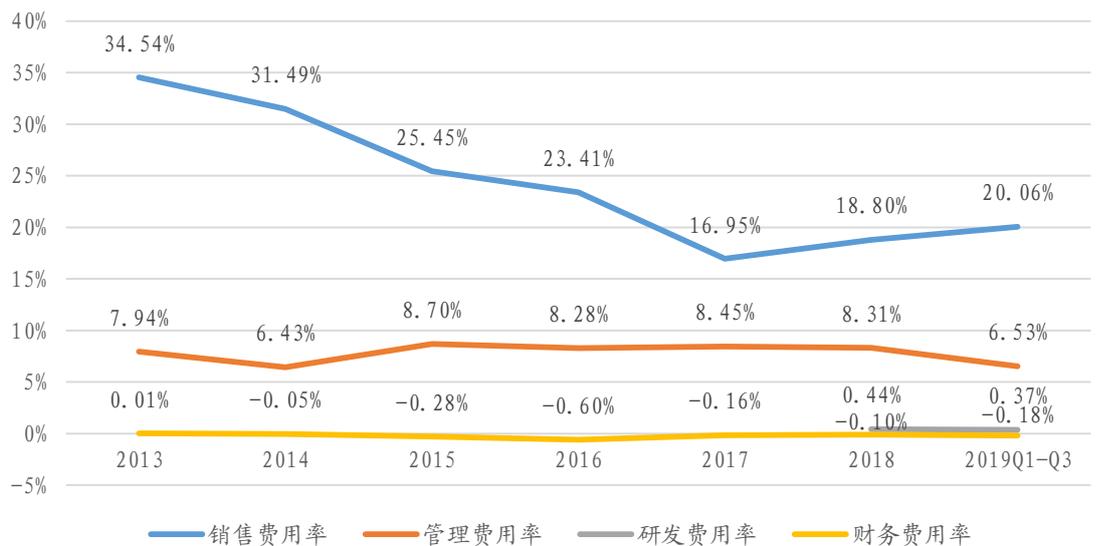
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2013-2019Q3 公司业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2013-2019Q3 公司主要费用率



资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1271.4	1634.2	1967.2	2290.1	2645.7	成长性					
减: 营业成本	754.7	971.2	1,210.4	1,406.4	1,626.4	营业收入增长率	30.1%	28.5%	20.4%	16.4%	15.5%
营业税费	5.8	7.1	9.3	10.4	12.0	营业利润增长率	77.9%	4.6%	25.6%	25.2%	15.1%
销售费用	215.5	307.2	373.8	412.2	476.2	净利润增长率	43.5%	14.0%	19.4%	25.8%	16.6%
管理费用	107.5	135.7	127.9	148.9	172.0	EBITDA 增长率	72.6%	-4.1%	42.1%	24.0%	12.7%
财务费用	-2.0	-1.7	-3.0	-4.2	-5.2	EBIT 增长率	75.9%	-4.2%	45.1%	25.0%	15.0%
资产减值损失	17.9	39.4	-4.0	-	-	NOPLAT 增长率	83.7%	5.0%	25.2%	25.0%	15.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.0%	-25.3%	339.8%	-82.6%	518.0%
投资和汇兑收益	9.9	-1.5	-	-	-	净资产增长率	23.9%	19.2%	26.7%	20.0%	18.8%
营业利润	192.4	201.3	252.9	316.5	364.3	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	毛利率	40.6%	40.6%	38.5%	38.6%	38.5%
利润总额	193.2	202.3	253.9	317.5	365.3	营业利润率	15.1%	12.3%	12.9%	13.8%	13.8%
减: 所得税	6.1	6.1	7.6	9.5	11.0	净利润率	14.3%	12.6%	12.5%	13.6%	13.7%
净利润	181.4	206.7	246.8	310.5	361.9	EBITDA/营业收入	15.0%	11.2%	13.2%	14.1%	13.7%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	14.1%	10.5%	12.7%	13.6%	13.6%
货币资金	601.3	674.2	668.6	1,226.9	1,129.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	3	3	2	1
应收帐款	73.6	123.4	145.1	141.0	195.9	流动营业资本周转天数	15	8	35	31	29
应收票据	1.0	-	2.4	1.0	1.4	流动资产周转天数	337	309	301	325	335
预付帐款	9.8	12.8	22.0	13.5	28.4	应收帐款周转天数	21	22	25	22	23
存货	598.3	672.8	904.1	951.0	1,179.9	存货周转天数	144	140	144	146	145
其他流动资产	12.8	23.5	38.2	24.8	28.9	总资产周转天数	367	345	332	345	350
可供出售金融资产	-	-	0.7	0.2	0.3	投资资本周转天数	29	23	44	36	34
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	75.6	50.3	50.3	50.3	50.3	ROE	24.7%	23.6%	22.2%	23.2%	22.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	11.5%	12.9%	12.5%	13.3%
固定资产	10.6	16.0	12.2	8.4	5.4	ROIC	218.5%	161.6%	270.8%	76.9%	507.3%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	12.2	12.7	6.8	0.8	-	销售费用率	17.0%	18.8%	19.0%	18.0%	18.0%
其他非流动资产	24.8	125.0	62.7	55.1	49.8	管理费用率	8.5%	8.3%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总额	1,420.0	1,710.8	1,913.1	2,473.1	2,669.8	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.2%	27.0%	25.3%	24.3%	24.3%
应付帐款	553.7	689.5	438.7	976.2	768.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	47.5%	48.1%	41.2%	45.4%	39.9%
其他流动负债	99.4	114.7	317.1	122.5	272.9	负债权益比	90.5%	92.6%	70.0%	83.2%	66.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.99	1.87	2.36	2.15	2.46
其他非流动负债	21.5	18.6	32.2	24.1	25.0	速动比率	1.07	1.04	1.16	1.28	1.33
负债总额	674.7	822.7	788.0	1,122.9	1,066.4	利息保障倍数	-89.61	-103.81	-83.91	-74.29	-68.71
少数股东权益	10.8	13.3	12.8	10.3	2.9	分红指标					
股本	142.6	142.6	190.2	190.2	190.2	DPS(元)	0.21	0.34	0.34	0.43	0.53
留存收益	597.4	739.5	922.1	1,149.8	1,410.3	分红比率	22.0%	31.3%	26.3%	26.5%	28.0%
股东权益	745.3	888.1	1,125.0	1,350.2	1,603.4	股息收益率	0.5%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	187.1	196.2	246.8	310.5	361.9	EPS(元)	0.95	1.09	1.30	1.63	1.90
加: 折旧和摊销	16.0	21.6	9.8	9.8	3.8	BVPS(元)	3.86	4.60	5.85	7.05	8.42
资产减值准备	17.9	39.4	-	-	-	PE(X)	45.7	40.1	33.6	26.7	22.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.3	9.5	7.4	6.2	5.2
财务费用	0.2	-0.4	-3.0	-4.2	-5.2	P/FCF	56.7	34.9	-144.3	13.0	1,324.8
投资收益	-9.9	1.5	-	-	-	P/S	6.5	5.1	4.2	3.6	3.1
少数股东损益	5.8	-10.5	-0.5	-2.5	-7.5	EV/EBITDA	29.4	29.7	29.1	21.8	19.6
营运资金的变动	-411.1	-66.0	-251.6	322.8	-354.2	CAGR(%)	18.1%	21.8%	24.2%	18.1%	21.8%
经营活动产生现金流量	135.7	233.3	1.5	636.4	-1.3	PEG	2.5	1.8	1.4	1.5	1.1
投资活动产生现金流量	4.8	-109.0	-0.7	0.5	-0.1	ROIC/WACC	20.8	15.4	25.8	7.3	48.3
融资活动产生现金流量	-41.1	-51.8	-6.4	-78.6	-96.0	REP	2.2	3.9	0.7	13.9	0.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。