

中信出版

300788

审慎增持 (首次)

经管社科类图书龙头，发力多品类多渠道

2019年07月15日

市场数据

市场数据日期	2019-07-12
收盘价(元)	34.44
总股本(百万股)	190.15
流通股本(百万股)	47.54
总市值(百万元)	6548.82
流通市值(百万元)	1637.20
净资产(百万元)	734.5
总资产(百万元)	1419.98
每股净资产	3.86

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1634	2029	2465	2933
同比增长	28.5%	24.2%	21.5%	19.0%
净利润(百万元)	207	243	304	378
同比增长	14.0%	17.8%	25.0%	24.3%
毛利率	40.6%	39.2%	39.2%	39.6%
净利润率	12.6%	12.0%	12.3%	12.9%
净资产收益率	23.6%	13.6%	15.4%	16.1%
每股收益(元)	1.09	1.28	1.60	1.99
每股经营现金流(元)	1.23	1.75	0.85	2.08

相关报告

分析师:

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

邵伟

shaowei@xyzq.com.cn

S0190518030003

投资要点

- 中信出版前身“中信出版社”成立于1993年。经历一系列变革，公司当前形成以社科、经管类图书品类起家，后在少儿、文学等图书品类进行布局，涉足大众出版领域三大优质图书赛道的业务形态，并涉足线上线下图书销售渠道和在产业链上下游进行延伸布局。
- 大众图书码洋占比前三分别为少儿(27.38%)、社科(25.57%)、文学(10.84%)，中信出版在三大领域出版效率行业领先。截至2018年，经管、社科、少儿、文学、数字阅读、其他图书收入分别为4.53/4.15/2.30/1.08/0.67/0.0463亿元，同比增速分别为56.93%、22.46%、44.81%、-7.52%、22.99%、-31.71%。经管社科类图书合并来看多年维持快速增长，少儿图书增长迅猛，文学类图书体量和增长相对偏弱；除此之外，数字阅读维持快速增长，其中，运营商阅读产品包增长已经停滞，但是电子书销售连续2年保持着约37%的增长；其他图书暂维持较小体量。此外，相比于同业，公司线上线下渠道布局深入，自有渠道的建设有力塑造了品牌优势。
- 盈利预测与评级。我们预计公司2019-2021年归母净利润为2.44/3.05/3.79亿元，对应EPS分别为1.28/1.60/1.99元，对应7月12日收盘价PE分别为26.9/21.5/17.3倍，我们认为中信出版属于行业龙头，且处于大众出版三大最佳赛道，发展前景可期，给予“审慎增持”评级。

风险提示：新兴娱乐或阅读形式竞争风险；行业竞争激烈导致盈利能力下滑风险；细分子品类发展不及预期风险；行业发展不及预期风险；宏观经济风险；

目录

1、公司基本情况	- 4 -
2、图书出版与发行：涉足三大优质图书赛道，经管社科遥遥领先	- 5 -
2.1、布局优质图书赛道：经管社科、少儿、文学	- 5 -
2.2、经管与社科：优势明显，增长迅速	- 8 -
2.3、少儿与文学图书：战略布局少儿阅读，文学图书维持稳定	- 11 -
2.4、数字阅读：打造数字出版和知识服务产品矩阵	- 13 -
3、书店零售：交通枢纽渠道优势明显，发力线上线下深耕大众人群	- 15 -
4、其他业务展望：开拓其他文化增值服务	- 18 -
5、同业对比	- 19 -
6、盈利预测与估值	- 21 -
图 1、中信出版股权结构	- 4 -
图 2、2013-2018 年中信出版收入和归母净利润（百万元）	- 5 -
图 3、2014-2018 年中信出版收入和归母净利润增速	- 5 -
图 4、2013-2018 年公司各项业务类别收入（百万元）	- 5 -
图 5、2013-2018 年公司各项业务类别收入增速	- 5 -
图 6、综合零售细分市场 20 年码洋比重变化趋势	- 6 -
图 7、2019 年 1-6 月不同细分市场码洋比重结构图	- 6 -
图 8、公司各类别图书销售收入（百万元）	- 7 -
图 9、公司各类别图书销售增速	- 7 -
图 10、2014-2018 图书出版与发行业务收入结构	- 7 -
图 11、中信出版近年的代表性图书	- 8 -
图 12、2014-2018 经管、社科类图书收入及增速（单位：百万元）	- 11 -
图 13、2014-2018 经管、社科类图书毛利率	- 11 -
图 14、2014-2018 少儿、文学类图书收入及增速（单位：百万元）	- 12 -
图 15、2014-2018 少儿、文学类图书毛利率	- 12 -
图 16、中信出版社天猫旗舰店销量居前的童书	- 13 -
图 17、2015-2018 数字阅读中电子书和运营商阅读产品包收入及增速（单位：百万元）	- 15 -
图 18、2013-2018 数字阅读毛利率	- 15 -
图 19、2015-2018 线上线下渠道收入及增速（单位：百万元）	- 18 -
图 20、2015-2018 线上线下渠道毛利率（单位：百万元）	- 18 -
图 21、2015-2018 其他文化增值服务收入及增速（单位：百万元）	- 19 -
图 22、2015-2018 其他文化增值服务毛利率	- 19 -
图 23、公司与可比公司收入比较（百万元）	- 20 -
图 24、公司与可比公司扣非后净利润比较（百万元）	- 20 -
图 25、公司与可比公司毛利率比较	- 20 -
图 26、公司与可比公司净利率（扣非后）比较	- 20 -
图 27、公司与可比公司销售费用率比较	- 20 -
图 28、公司与可比公司管理费用率比较	- 20 -
图 29、公司与可比公司资产负债率对比	- 21 -
图 30、公司与可比公司 ROE（扣非后）比较	- 21 -
图 31、公司与可比公司经营活动现金净流量（百万元）	- 21 -
表 1、中信出版各类别图书的出版效率均较高	- 7 -
表 2、2018 年经济与管理图书市场出版社码洋占有率排行榜	- 8 -
表 3、2018 年传记类图书市场出版社码洋占有率排行榜	- 9 -
表 4、2018 年学术文化图书市场出版社码洋占有率排行榜	- 9 -

表 5、2018 年心理自助类图书市场出版社码洋占有率排行榜.....	- 9 -
表 6、2014-2018 年经管和社科类图书销售情况.....	- 10 -
表 7、2014-2018 年少儿和文学类图书销售情况.....	- 12 -
表 8、2015-2018 中信出版数字阅读收入结构.....	- 14 -
表 9、中信书店的城市和类型布局	- 15 -
表 10、中信书店线下门店销售数据	- 16 -
表 11、中信出版线上渠道销售数据	- 17 -
表 12、直销模式单价和折扣率均高于代销模式.....	- 18 -
表 13、中信出版分业务收入预测	- 22 -
附表.....	- 24 -

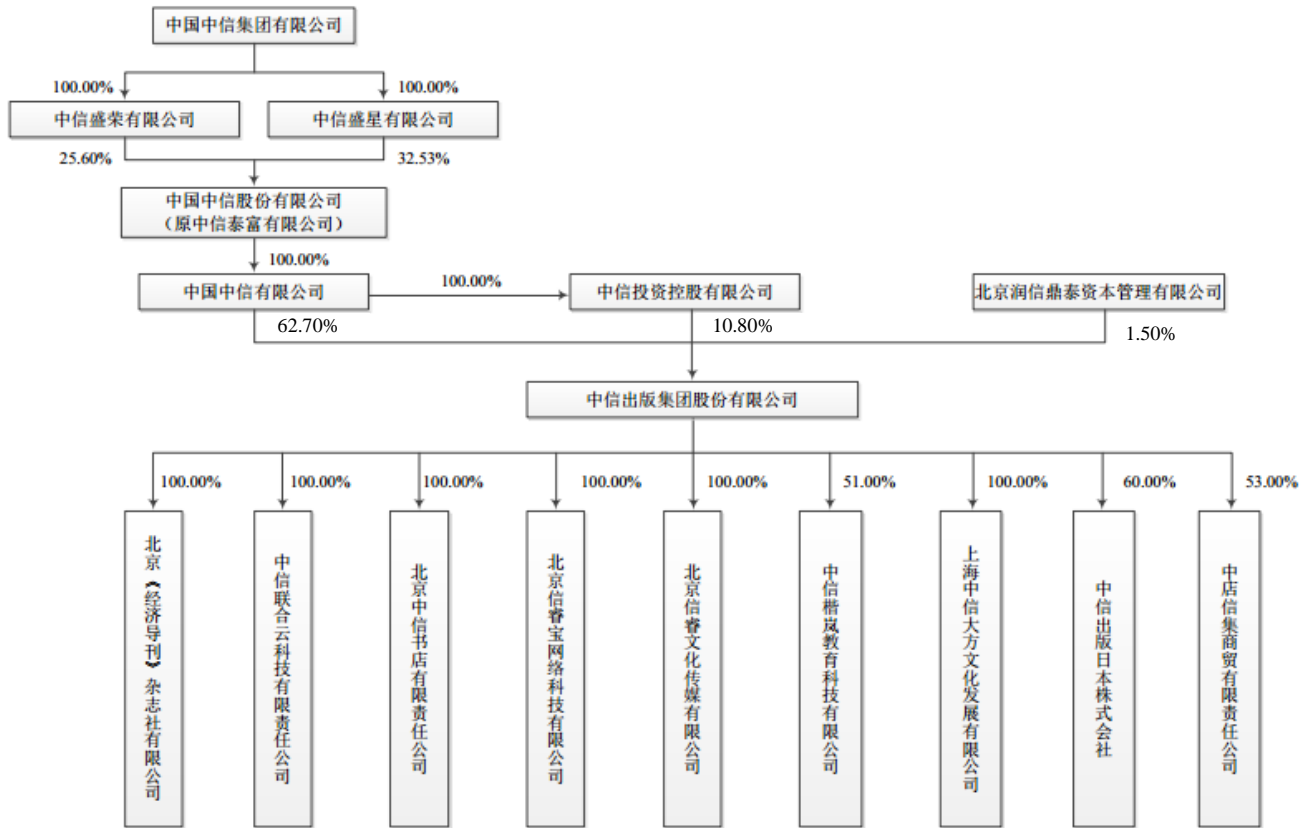
报告正文

1、公司基本情况

中信出版前身“中信出版社”成立于1993年，由中国国际信托投资公司（现称“中国中信集团有限公司”）100%持股。2007-2008年，“中信出版社”完成股份制改造，整体变更设立“中信出版股份有限公司”，继承中信出版社的资产、业务、人员、债权和债务，彼时，公司股东结构为中国中信集团有限公司持股95%、中信投资控股有限公司持股5%。

中信出版完成上市后，前三大股东分别为：中国中信有限公司持有公司62.70%股份，并通过其全资子公司中信投资控股有限公司持有公司10.80%股份，北京润信鼎泰资本管理有限公司（保荐机构中信建投全资子公司）持有公司1.50%股份，其余股份为社会公众持有。

图 1、中信出版股权结构



资料来源：中信出版招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

中信出版主要产品和服务为图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务。2018年中信出版实现营业收入16.34亿元（YoY+28.54%），实现归母净利润2.07亿元（YoY+13.97%）。其中，图书出版与发行业务方面，2018年公司实现营业收入12.78亿元（YoY+32.47%），公司主要有经管、少儿、文学、社科、数字阅读服务以及其他等品类，经济管理和社科类图书出版与发行在中国具有较高实力和品牌知名度，少儿、文学类图书以及数字阅读服务等内容类型处于蓬勃发展阶段；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

书店零售及其他板块，2018 年实现营业收入 4.02 亿元 (YoY+18.98%)，书店零售形成了线下交通枢纽和线上书店等特色明显的布局，同时布局教育领域。

图 2、2013-2018 年中信出版收入和归母净利润(百万元)

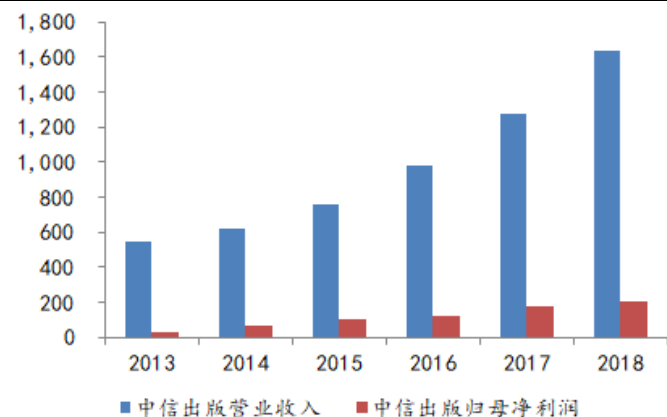
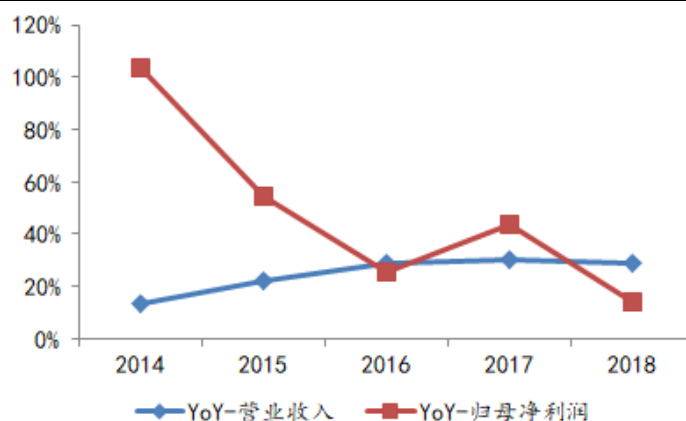


图 3、2014-2018 年中信出版收入和归母净利润增速



资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2013-2018 年公司各项业务类别收入 (百万元)

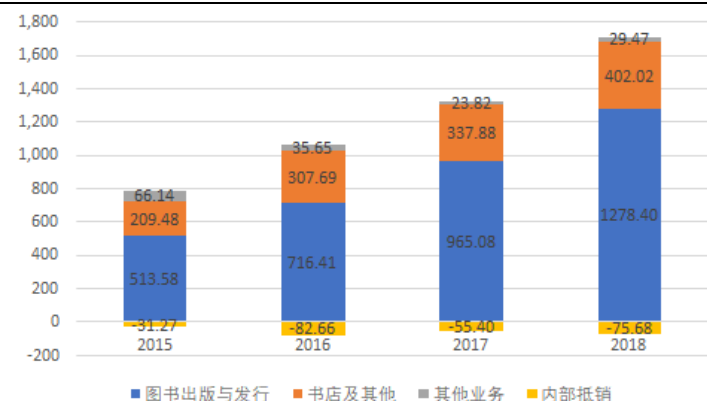
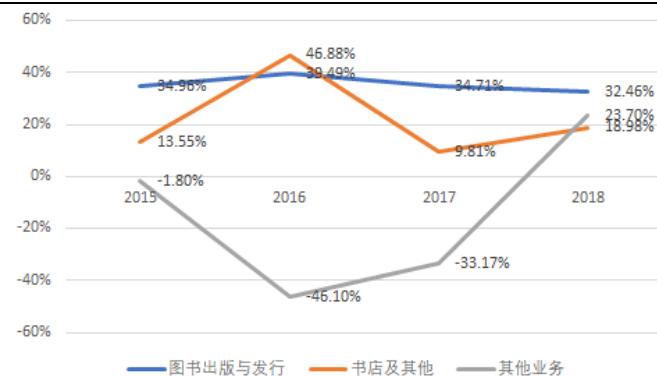


图 5、2013-2018 年公司各项业务类别收入增速



资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

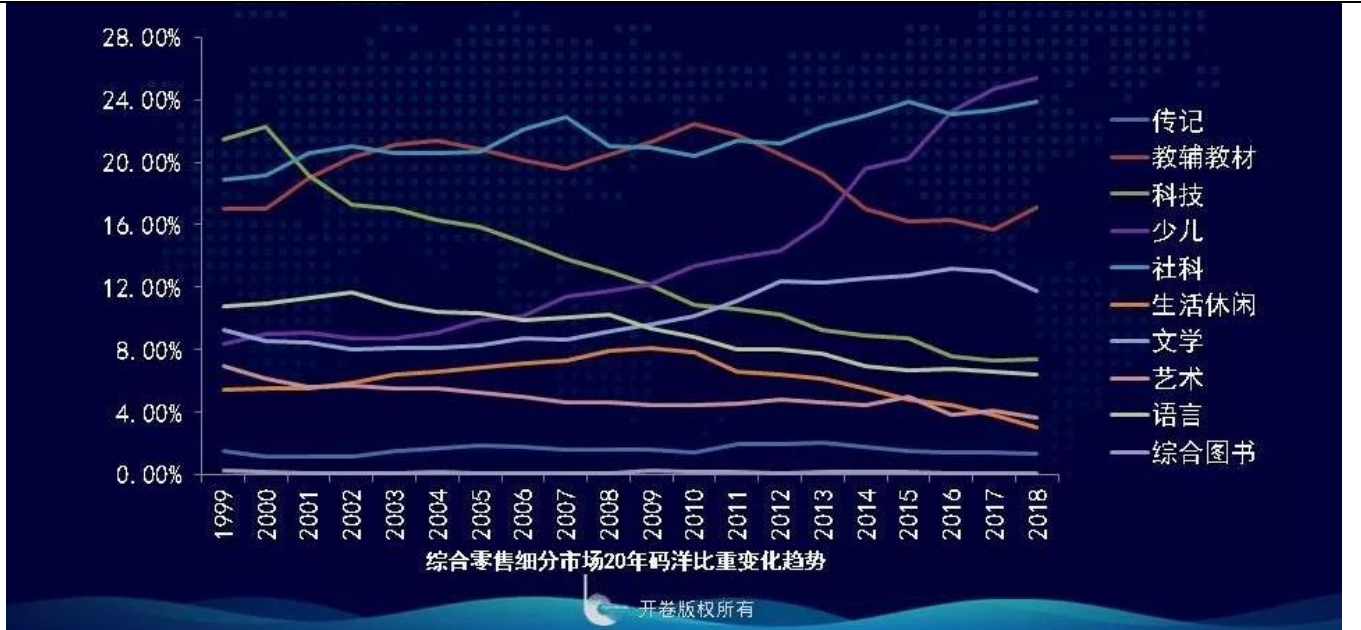
2、图书出版与发行：涉足三大优质图书赛道，经管社科遥遥领先

2.1、布局优质图书赛道：经管社科、少儿、文学

中信出版以社科、经管类图书品类起家，后在少儿、文学等图书品类进行布局，涉足大众出版领域三大优质图书赛道。根据开卷数据显示，自 1999 年至今，社科和经管相关图书（此处对应开卷口径社科、财经人物类的传记）码洋占比一直维持高位，文学和少儿图书码洋占比快速增长。截至 2018 年，除教辅教材之外，大众图书码洋占比前三分别为少儿（27.38%）、社科（25.57%）、文学（10.84%），中信出版已经完成大众图书三个优质赛道布局，且出版效率行业领先。

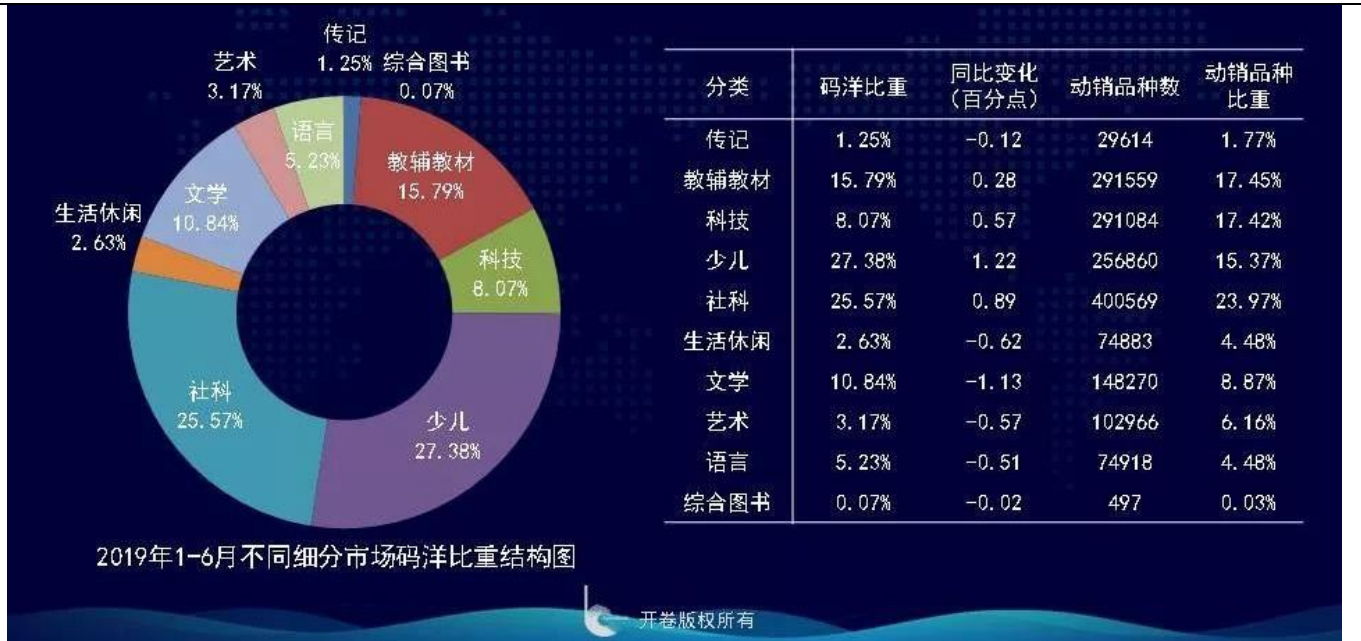
截至 2018 年，经管、社科、少儿、文学、数字阅读、其他图书收入分别为 4.53/4.15/2.30/1.08/0.67/0.0463 亿元，同比增速分别为 56.93%/22.46%/44.81%/-7.52%/22.99%/-31.71%，在图书出版与发行中的占比分别为 35.42%/32.49%/18.01%/8.46%/5.25%/0.36%。经管社科类图书合并来看多年维持快速增长，少儿图书增长迅猛，文学类图书体量和增长相对偏弱；除此之外，数字阅读维持快速增长，其中，运营商阅读产品包增长已经停滞，但是电子书销售连续 2 年保持着约 37% 的增长；其他类型图书暂维持较小体量。

图 6、综合零售细分市场 20 年码洋比重变化趋势



资料来源：开卷，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2019 年 1-6 月不同细分市场码洋比重结构图



资料来源：开卷，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司各类别图书销售收入（百万元）

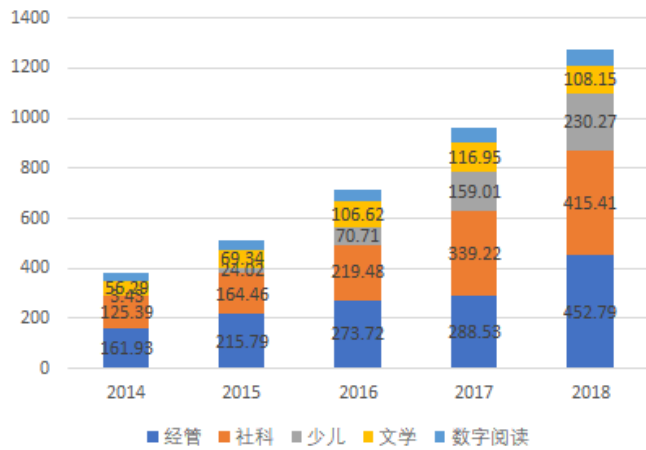
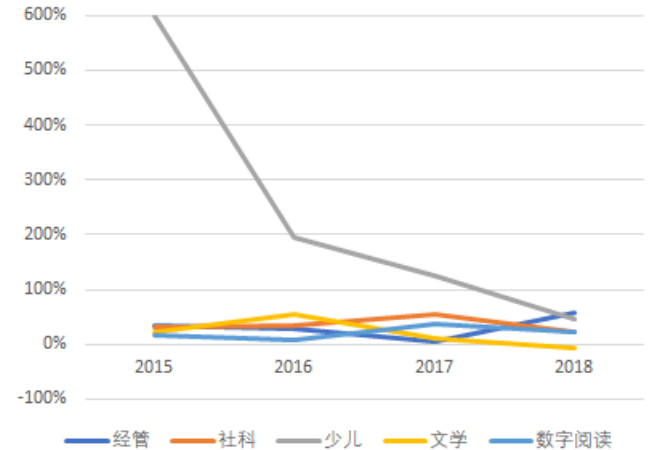


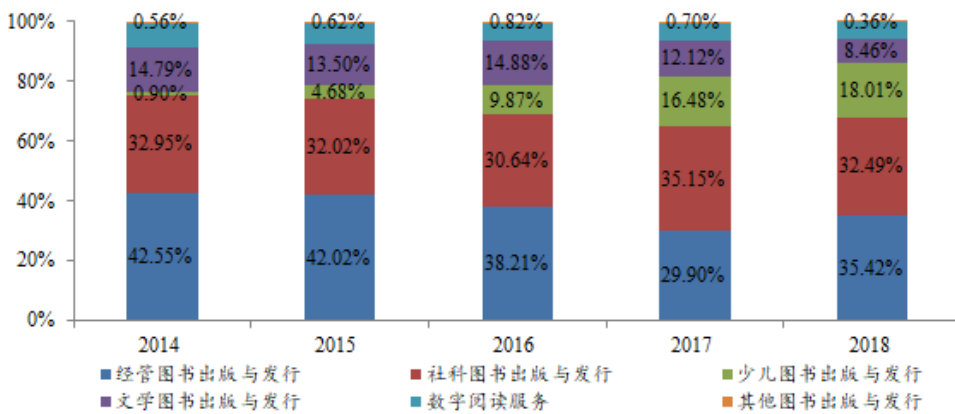
图 9、公司各类别图书销售增速



资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2014-2018 图书出版与发行业务收入结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、中信出版各类别图书的出版效率均较高

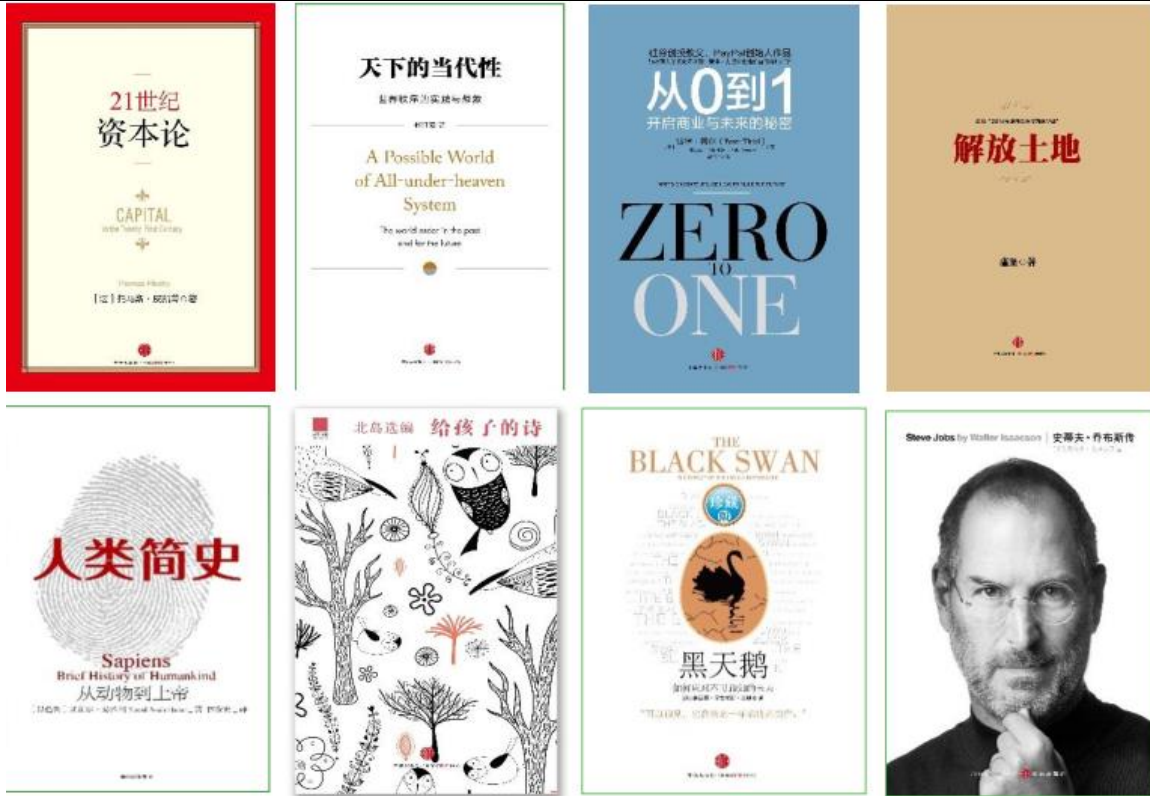
图书类别	出版效率		
	2018 年	2017 年	2016 年
经济与管理	8.87	7.70	8.62
传记	4.21	4.33	6.17
少儿	3.02	3.01	3.96
文学	3.56	3.99	5.97
学术文化	10.83	14.89	10.82
心理自助	2.58	3.48	2.75
生活	6.67	5.68	5.47
艺术	4.52	4.96	6.97
整体	5.61	6.00	6.16

资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2018 年 12 月 31 日，公司出版的图书中，发行量超过 100 万册的图书主要包

括：《史蒂夫·乔布斯传》、《杰克·韦尔奇自传》、《从0到1》、《激荡三十年》、《水煮三国》、《人类简史》、《未来简史》、《海底捞你学不会》、《请给我结果》、《货币战争》、《世界因你不同》、《谁动了我的奶酪？》、《谁的青春不迷茫》、《你的孤独，虽败犹荣》、《别相信任何人》、《从优秀到卓越》、《赢》等。

图 11、中信出版近年的代表性图书



资料来源：中信出版招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、经管与社科：优势明显，增长迅速

中信出版经济管理与社科领域图书出版优势明显且持续高增长。根据开卷数据显示，2018年中信出版在经济与管理类图书市场码洋占比在实体店和网上书店均排名第一，而在社科子品类中“传记类”、“学术文化类”“心理自助类”图书领域均名列前茅。截至2018年，公司经管类和社科类图书收入4.53亿元和4.15亿元，对应码洋分别为8.67亿元和8.11亿元，经管和社科品类是中信出版收入和毛利贡献最高的两个图书类型。

表 2、2018 年经济与管理图书市场出版社码洋占有率排行榜

出版社	实体店占有率(%)	实体店排名	网上书店占有率(%)	网上书店排名
中信出版	20.08	1	15.30	1
机械工业出版社	7.55	2	12.53	2
人民邮电出版社	4.30	3	3.21	7
中国人民大学出版社有限公司	3.69	4	3.68	5
经济科学出版社	3.64	5	-	-
中国财经经济出版社	3.15	6	4.66	4

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

电子工业出版社	2.96	7	3.63	6
立信会计出版社有限公司	2.73	8	2.99	8
清华大学出版社有限公司	2.66	9	-	-
人民出版社	2.39	10		
北京科学技术出版社	-	-	5.24	3
成都西南财大出版社	-	-	2.84	9
北京联合出版有限责任公司	-	-	2.51	10

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

表 3、2018 年传记类图书市场出版社码洋占有率排行榜

出版社	实体书店占有率(%)	实体书店排名	网上书店占有率(%)	网上书店排名
中共中央党校出版社	19.94	1	4.75	2
译林出版社	5.28	2	2.59	7
北京联合出版有限责任公司	3.68	3	9.11	1
中信出版	3.22	4	4.74	3
生活·读书·新知三联书店有限公司	3.19	5	3.92	4
人民出版社	3.08	6	-	-
长江文艺出版社有限公司	3.05	7	-	-
江苏凤凰文艺出版社	2.95	8	2.51	8
湖南文艺出版社有限责任公司	2.70	9	3.72	5
中国人民大学出版社	2.47	10	-	-
中国华侨出版社	-	-	3.02	6
广西师范大学出版社集团有限公司	-	-	2.49	9
新星出版社有限责任公司	-	-	2.43	10

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

表 4、2018 年学术文化图书市场出版社码洋占有率排行榜

出版社	实体书店占有率(%)	实体书店排名	网上书店占有率(%)	网上书店排名
外文出版社有限公司	36.26	1	-	-
中信出版	5.68	2	7.27	3
中华书局有限公司	4.06	3	4.36	4
人民出版社	3.20	4		
北京联合出版有限责任公司	2.96	5	-	-
中国华侨出版社	1.76	6	2.85	6
浙江人民出版社有限公司	1.61	7	1.63	10
江苏凤凰文艺出版社	1.46	8	2.02	8
湖南文艺出版社有限责任公司	1.37	9	-	-
生活·读书·新知三联书店有限公司	1.34	10	1.65	9
光明日报出版社	-	-	7.43	1
北京联合出版有限责任公司	-	-	7.39	2
线装书局	-	-	2.99	5
北京大学出版社有限公司	-	-	2.12	7

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

表 5、2018 年心理自助类图书市场出版社码洋占有率排行榜

出版社	实体书店占有率(%)	实体书店排名	网上书店占有率(%)	网上书店排名
北京联合出版有限责任公司	11.51	1	5.61	1
中信出版	9.57	2	4.32	2
湖南文艺出版社有限责任公司	7.70	3	4.08	3
中国华侨出版社	6.37	4	3.94	4
中国纺织出版社	3.64	5	-	-

江苏凤凰文艺出版社	3.22	6	-	-
中国友谊出版公司	3.20	7	-	-
文化发展出版社有限公司	2.79	8	-	-
机械工业出版社	2.34	9	-	-
中国法制出版社	2.28	10	-	-
吉林文史出版社有限公司	-	-	3.78	5
苏州古吴轩出版社有限公司	-	-	3.49	6
南京工业大学出版社	-	-	3.26	7
台海出版社	-	-	3.24	8
机械工业出版社	-	-	2.68	9
天津人民出版社有限公司	-	-	2.62	10

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

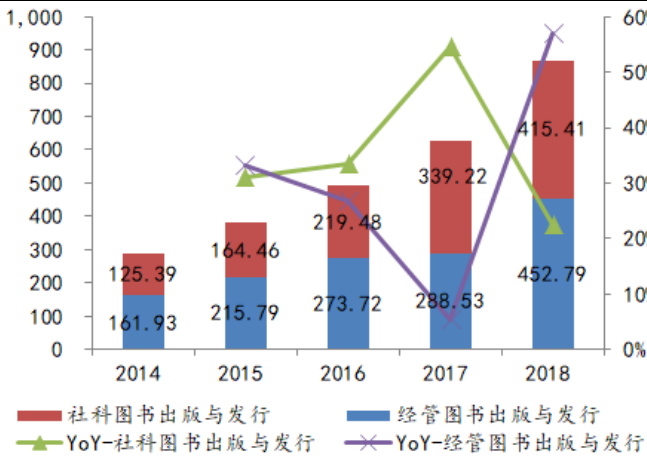
2015 年以来单价持续增长，折扣率有所上升，经管社科销售“量价齐升”。2015 年以来尽管单品类图书销量年分间时有波动，但经管社科合并计算总体销量维持较快增长。2018 年经营和社科销售量分别达到 1396 万册（YoY+37%）和 1257 万册（YoY+12.74%），单册码洋总体维持 4%-8% 的增长，随着折扣率有所提升，推动收入的快速增长。从毛利率来看，经营和社科类图书毛利率均较为稳定，我们判断主要是与经营类图书畅销书占比高于社科类且畅销书毛利率高于非畅销书有关。

表 6、2014-2018 年经营和社科类图书销售情况

经营	2014	2015	2016	2017	2018
数量（万册）	638.00	883.00	1087.00	1019.00	1396.00
YoY		38.40%	23.10%	-6.26%	37.00%
码洋（万元）	31181.00	45054.00	56866.00	56825.00	86739.00
单册码洋（元/册）	48.87	51.02	52.31	55.77	62.13
YoY		4.40%	2.53%	6.60%	11.42%
单册收入（元/册）	25.38	24.44	25.18	28.32	32.43
折扣率（单册收入/单册码洋）	51.93%	47.90%	48.13%	50.78%	52.20%
畅销书收入占比	n.a	n.a	40.39%	34.68%	45.36%
畅销书毛利率	n.a	n.a	43.07%	49.15%	42.89%
非畅销书毛利率	n.a	n.a	42.37%	43.93%	42.63%
社科	2014	2015	2016	2017	2018
数量（万册）	528.00	679.00	845.00	1115.00	1257.00
YoY		28.60%	24.45%	31.95%	12.74%
码洋（万元）	23914.00	33840.00	45214.00	67718.00	81070.00
单册码洋（元/册）	45.29	49.84	53.51	60.73	64.49
YoY		10.04%	7.36%	13.50%	6.19%
单册收入（元/册）	23.75	24.22	25.97	30.42	33.05
折扣率（单册收入/单册码洋）	52.43%	48.60%	48.54%	50.09%	51.24%
畅销书收入占比	n.a	n.a	25.79%	42.64%	37.17%
畅销书毛利率	n.a	n.a	48.42%	49.57%	41.95%
非畅销书毛利率	n.a	n.a	33.19%	29.95%	35.24%
合计（经营+社科）	2014	2015	2016	2017	2018
数量（万册）	1166.00	1562.00	1932.00	2134.00	2653.00
YoY		33.96%	23.69%	10.46%	24.32%
码洋（万元）	55095.00	78894.00	102080.00	124543.00	167809.00
单册码洋（元/册）	47.25	50.51	52.84	58.36	63.25
YoY		6.89%	4.61%	10.46%	8.38%
单册收入（元/册）	24.64	24.34	25.53	29.42	32.73
折扣率（单册收入/单册码洋）	52.15%	48.20%	48.32%	50.40%	51.74%

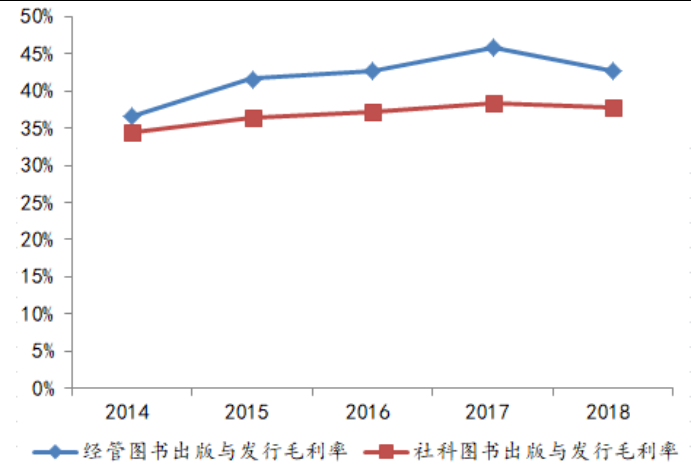
资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

图 12、2014-2018 经管、社科类图书收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2014-2018 经管、社科类图书毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司积极巩固自身既有优势，积极出版拥有最新管理思想、推送社会商业文化进步和认知革命的图书，不断打造“中信出版”品牌优势。

在经济管理领域，公司多年来出品了包括《谁动了我的奶酪？》、《水煮三国》、《基业长青》、《从优秀到卓越》、《激荡三十年》、《黑天鹅》、《从 0 到 1》、《重新定义公司》、《智能时代》、《灰犀牛》等具有启发意义或引发社会广泛讨论的图书。同时，公司密切关注中外著名企业尤其是互联网企业的创新发展，出版了一系列企业家的传记，包括：褚时健、王健林、马化腾、马云、刘强东、李彦宏、史蒂夫·乔布斯、沃伦·巴菲特、杰克·韦尔奇、埃隆·马斯克等。

在学术文化领域，公司积极支持学术创新，密切关注社会思潮，努力引领社会思想议题。近年来，公司出版了《天下的当代性》、《一篇读罢头飞雪，重读马克思》、《文明是副产品》、《解放土地》、《改革的逻辑》、《21 世纪资本论》、《人类简史》、《人性中的善良天使》、《资本社会的 17 个矛盾》、《论中国》、《哈佛中国史》等图书。

优质图书的出版和头部作者的合作为公司品牌打造了极高的社会认知，塑造了极高的品牌背书，优质作者有望持续向公司集中。

2.3、少儿与文学图书：战略布局少儿阅读，文学图书维持稳定

公司于 2014 年成立“小中信事业部”，2015 年正式发力少儿图书市场，逐步布局该领域的优质版权、引进专业人才，推动少儿图书业务实现突破，多年持续快速增长，2018 年少儿图书销售数量达到 695 万册 (YoY+12.64%)，码洋达到 5.22 亿元 (YoY+38.15%)，收入达到 2.3 亿元 (YoY+44.81%)，2014-2018 年收入复合增长率为 186%，成为中信出版继经管、社科类之后第三大类图书品类。

毛利率方面：少儿图书毛利率低于文学图书，我们认为一方面公司少儿图书畅销书占比较低，另一方面，与少儿图书在线上渠道销售占比较高而线上渠道折扣率

较低有关。随着规模的快速增长，少儿图书毛利率但年逐步稳定上升

文学图书方面，公司销售量相对稳定，基本处于 300-460 万册左右，2018 年实现销售量 338 万册 (YoY-4.25%)，码洋 2.14 万元 (YoY+6.05%)，实现收入 1.08 亿元 (YoY-7.52%)，2018 年的下滑主要由于畅销书热度相对上年下降，且折扣率降低所致。总体而言，文学类图书维持稳定，公司尚未战略发力。

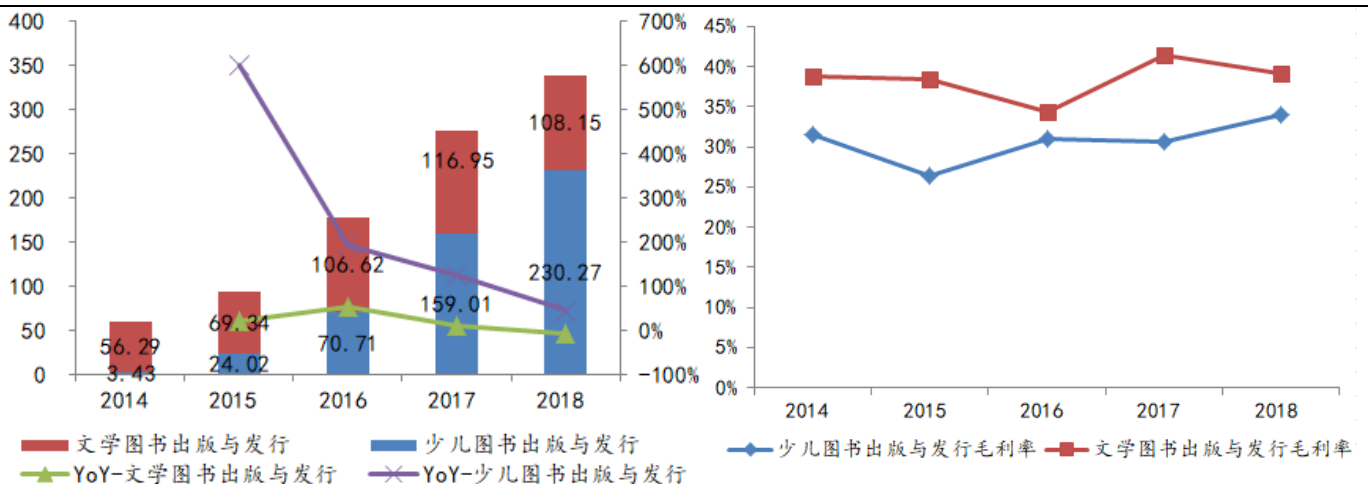
毛利率方面，文学类图书受多方面因素影响有所波折，包括折扣率、畅销书占比降低、畅销书的版税率结构等。

表 7、2014-2018 年少儿和文学类图书销售情况

少儿	2014	2015	2016	2017	2018
数量 (万册)	15.00	56.00	247.00	617.00	695.00
YoY		273.33%	341.07%	149.80%	12.64%
码洋 (万元)	671.00	3765.00	14927.00	37759.00	52164.00
单册码洋 (元/册)	44.73	67.23	60.43	61.20	75.06
YoY		50.30%	-10.11%	1.27%	22.65%
单册收入 (元/册)	22.87	42.89	28.63	25.77	33.13
折扣率 (单册收入/单册码洋)	51.12%	63.80%	47.37%	42.11%	44.14%
畅销书收入占比	n.a	n.a	41.50%	32.52%	21.73%
畅销书毛利率	n.a	n.a	34.22%	26.74%	37.62%
非畅销书毛利率	n.a	n.a	28.73%	32.43%	32.95%
文学	2014	2015	2016	2017	2018
数量 (万册)	309.00	386.00	464.00	353.00	338.00
YoY		24.92%	20.21%	-23.92%	-4.25%
码洋 (万元)	11009.00	14348.00	21624.00	20207.00	21429.00
单册码洋 (元/册)	35.63	37.17	46.60	57.24	63.40
YoY		4.33%	25.38%	22.83%	10.75%
单册收入 (元/册)	18.22	17.96	22.98	33.13	32.00
折扣率 (单册收入/单册码洋)	51.13%	48.33%	49.31%	57.88%	50.47%
畅销书收入占比	n.a	n.a	66.50%	42.75%	33.73%
畅销书毛利率	n.a	n.a	38.93%	47.06%	42.89%
非畅销书毛利率	n.a	n.a	25.43%	37.12%	37.20%

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院

图 14、2014-2018 少儿、文学类图书收入及增速 (单位：百万元) 图 15、2014-2018 少儿、文学类图书毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中信出版社天猫旗舰店销量居前的童书

<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥17.60</p> <p>养育男孩(典藏版) 儿童亲子互动图书 好妈妈胜过好老师不吼不叫 总销量: 29382 评价: 4236</p>	<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥17.60</p> <p>【家教育儿】养育女孩(典藏版) 育儿亲子互动图书 教你如何把握 总销量: 20807 评价: 2920</p>	<p>0-6岁 精品绘本 中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥19.90</p> <p>【0-6岁】小兔子睡不着 知名心理学家科学研发 全球畅销的哄睡绘 总销量: 17349 评价: 2927</p>	<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥18.80</p> <p>谁动了我的奶酪 精装原版(2600万册纪念版) 斯宾塞 约翰逊 中信 总销量: 14999 评价: 2249</p>
<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥34.00</p> <p>【3-15岁】给孩子的古诗词(讲诵版) 叶嘉莹著北岛主编 小学生课 总销量: 14714 评价: 1602</p>	<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥34.80</p> <p>给孩子的未来脑计划 Dr.魏的科学养育私家课 魏坤琳育儿百科宝典 总销量: 14074 评价: 2760</p>	<p>3-15岁 经典文学 中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥23.88</p> <p>【3-15岁】声律启蒙: 注音朗读版 车万育著 吴冠中绘 宋诗选 附带 总销量: 13912 评价: 1411</p>	<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥16.50</p> <p>给孩子的诗[7-15岁] 给孩子系列 北岛著 与文字重逢 心灵之路诗人 总销量: 10741 评价: 1094</p>
<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥31.85</p> <p>无厘不谈: 十三岁, 去美国读初中 日记体成长绘本 低龄留学实用指 总销量: 10138 评价: 16</p>	<p>家教育儿 崔玉涛育儿百科 赠 育儿小秘籍</p> <p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥89.00</p> <p>【现货包邮】崔玉涛育儿百科 中信出版社育儿宝典书籍 图解家庭 总销量: 9650 评价: 1686</p>	<p>家教育儿 中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥19.80</p> <p>【家教育儿】养育的选择 陈忻著 用科学解答13类常见孩子养育难 总销量: 8263 评价: 1291</p>	<p>中信书院有声书 60选1 赠</p> <p>中信出版集团 CITIC Press Group 官方正版</p> <p>¥24.75</p> <p>【3-6岁】给孩子的动物寓言(给孩子系列) 黄永玉著 北岛主编 少 总销量: 8130 评价: 671</p>

资料来源: 中信出版社天猫旗舰店, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、数字阅读: 打造数字出版和知识服务产品矩阵

随着国内阅读市场的不断发展和创新, 数字阅读市场呈现快速增长趋势, 其中尤以阅读与知识服务领域的增速最为明显。在数字出版领域, 公司未来以“中信书院”为核心产品, 打造数字出版和知识服务产品矩阵。依托海量的优质内容资源储备和与国内外作者的合作基础, 分别向国际版权机构、优秀出版社、独立作者采购内容版权, 将其策划为电子书、音视频栏目、课程等数字阅读产品, 再通过

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

与微信读书、亚马逊 Kindle、掌阅 iReader、喜马拉雅等外部电子阅读平台以及三大电信运营商进行合作，实现高品质数字内容的聚合、运营、分发。

当前中信出版数字阅读收入来自两方面：

1) **与运营商合作的“阅读产品包”**：主要客户包括咪咕数字、天翼阅读、联通等，通过产品包月的形式，为充值用户提供一站式电子书阅读服务，并按照约定的比例进行收益分成。2017、2018 年收入分别为 2479.61 万和 2618.39 万，已经进入稳定状态，收入最高的合作伙伴为咪咕数字（2018 年 2539.46 万元）。

2) **与电子阅读平台合作的“电子书销售”**：主要由旗下子公司中信云科技运营，通过向作者和版权代理商采购图书版权并编辑转换为电子书，再和电子阅读平台运营方进行合作，向其提供电子书内容供终端用户阅读下载。主要收入来自终端用户按照电子书价格付费下载后的收益分成。公司主要的电子阅读平台合作方包括亚马逊 Kindle（1476.33 万）、掌阅 iReader（442.40 万）、得到（426.4 万）、阅文（198.86 万）等。电子书销售收入近年维持较高增长，从 2015 年的 1388.84 万元增长至 2018 年的 4096.90 万元，2018 年电子书单价相比 2017 年上涨 72.77%。

表 8、2015-2018 中信出版数字阅读收入结构

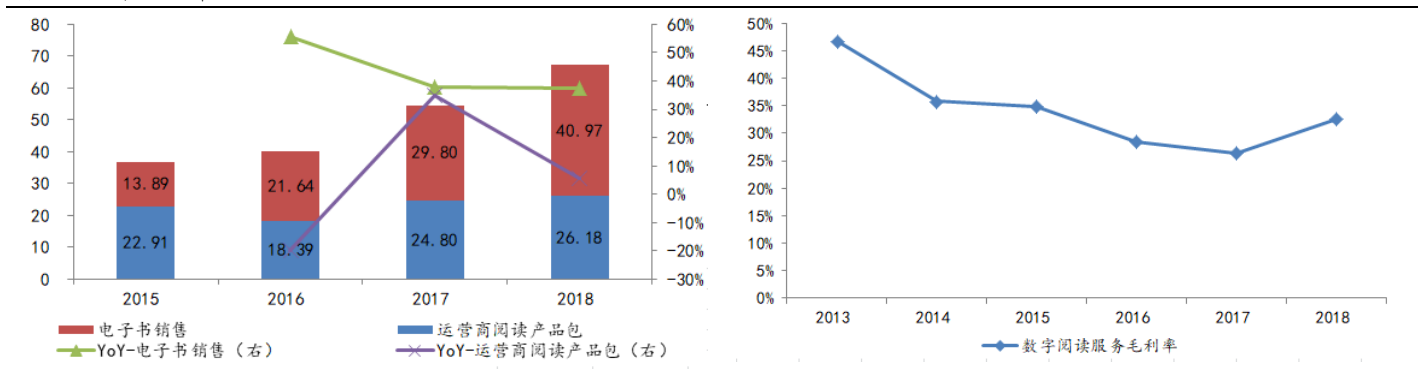
项目	平台	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	
运营商	咪咕数字传媒有限公司	1088.52	1327.76	2350.65	2539.46	
阅读产品包 (万元)	天翼阅读文化传播有限公司	254.61	129.40	75.71	32.93	
	中国移动通信集团江苏有限公司	520.67	46.33	-	-	
	中国联合网络通信有限公司湖南省分公司	291.73	146.97	39.44	39.17	
	其他客户	135.38	188.45	13.81	6.82	
	小计	2290.91	1838.91	2479.61	2618.39	
电子书销售 (万元)	北京世纪卓越信息技术有限公司	640.31	868.31	1022.91	1476.33	
	掌阅科技股份有限公司	187.29	280.31	442.81	442.40	
	当当数媒(武汉)电子商务有限公司	94.34	188.68	105.99	156.52	
	北京多看科技有限公司	97.16	105.65	123.86	135.79	
	北京百度网讯科技有限公司	98.50	108.33	136.15	100.01	
	网易(杭州)网络有限公司	-	94.34	151.90	32.13	
	得到(天津)文化传播有限公司	-	69.93	362.02	426.40	
	上海阅文信息技术有限公司		86.32	144.03	198.86	
	北京京东叁佰陆拾度电子商务有限公司		98.73	106.16	104.25	
	上海证大喜马拉雅网络科技有限公司		-	70.10	70.14	
	北京方舟阅读科技有限公司		-	118.63	80.44	
	广州阿里巴巴文学信息技术有限公司	都归属于其他客户	-	-	0.72	187.96

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	北京爱奇艺科技有限公司		-	0.67	94.59
	中信书院 APP		-	17.25	318.62
	其他客户	271.24	263.67	177.13	272.46
	小计	1388.84	2164.27	2980.32	4096.90
电子书销售量 (万册)			435	510	406
电子书单价 (元/册)			4.98	5.84	10.09
合计		3679.75	4003.18	5459.93	6715.29

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2015-2018 数字阅读中电子书和运营商阅读产品包 收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、书店零售：交通枢纽渠道优势明显，发力线上线下深耕大众人群

中信出版在线上线下均进行了良好的渠道布局：

1) 线下渠道：中信书店定位于“品质工作、优雅生活”的无边界书店，逐渐将文化空间的经营触角从人流最大的国内重要城市机场，延伸到城市人群停驻最长的场景，包括写字楼、商业区和社区，当前中信书店在高端写字楼、大型商业综合体、机场等区域，分别打造了城市商务型、城市休闲型、交通枢纽型三种店型。截至 2018 年，机场店、写字楼、城市店分别有 57、12、18 家，其中，机场店有所收缩。线下书店销售收入从 2015 年的 1.63 亿元增长至 2018 年的 1.8 亿元，维持低速增长，且毛利率已经基本稳定。**从经营效率来看：**机场店的坪效（4 万/平米/年左右）远高于城市店（0.6-1 万/平米/年左右），但双方毛利率接近，均为 46% 左右。经营效率 2018 年有所下降，例如 2018 年坪效、人效均有所下降。

表 9、中信书店的城市和类型布局

地区	机场店(家)	写字楼店(家)	城市店(家)
北京	-	7	12
杭州	4	-	-
厦门	12	-	-
深圳	8	1	-
西安	5	-	-

大连	5	-	1
郑州	5	-	-
济南	-	1	-
合肥	3	-	-
海口	3	-	-
重庆	7	-	-
哈尔滨	-	1	-
雄安	-	1	-
呼和浩特	5	-	-
天津	-	-	1
上海	-	1	1
广州	-	-	1
苏州	-	-	1
武汉	-	-	1
合计	57	12	18

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、中信书店线下门店销售数据

	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
机场店				
面积 (m ²)	4432.89	4,505.49	4,891.49	3,459.20
门店人员	432	393	362.00	304.00
店面数量	69	73.00	69.00	57.00
收入金额(万元)	15362.49	15,736.41	14,911.46	13,343.18
成本金额(万元)	8060.24	8,488.50	7,982.44	7,180.34
毛利率	47.53%	46.06%	46.47%	46.19%
年均坪效(万元/m ² /年)	3.66	3.59	4.35	4.01
年均人效(万元/人/年)	37.71	40.97	51.12	45.61
写字楼及城市店				
面积 (m ²)	1293	2,131.83	3,802.23	10,393.97
门店人员	52	56.00	76.00	192.00
店面数量	7	6.00	15.00	30.00
收入金额(万元)	967.47	1571.42	3145.46	4675.71
成本金额(万元)	533.05	863.09	1,721.15	2,498.35
毛利率	44.90%	45.08%	45.28%	46.57%
年均坪效(万元/m ² /年)	1.17	0.84	1.11	0.60
年均人效(万元/人/年)	27.91	31.96	57.19	32.64
书店零售(线下门店)				
线下门店收入	16329.97	17307.83	18056.92	18018.88
其中：图书		11532.84	10799.43	10251.44
数码及文化产品		5359.44	6441.02	6572.17
套餐及其他		415.55	816.46	1195.26
面积 (m ²)	5725.89	6637.32	8693.72	13853.17
门店人员	484	449	438	496
店面数量	76.00	79.00	84.00	87.00
收入金额(万元)	16329.97	17,307.83	18,056.92	18,018.88
成本金额(万元)	8593.29	9,351.59	9,703.59	9,678.69
毛利率	47.38%	45.97%	46.26%	46.29%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

年均坪效(万元/m ² /年)	3.25	2.76	2.89	1.45
年均人效(万元/人/年)	36.94	39.95	52.09	40.59

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

2) 线上渠道：公司在天猫、京东、等线上渠道进行了广泛的布局，出于看好线上渠道销售，公司加大了线上渠道的投入力度，线上渠道收入增速迅猛，从 2015 年的 2306 万元增长至 2018 年的 1.16 亿元，成为书店零售业务的重要推动力。若按照公司图书销售线上渠道全口径计算（将天猫和京东旗舰店考虑入内），线上直销部分销售量达到 944.51 万册，同比增长 49.30%。线上渠道毛利率较低，我们认为主要由于近年线上渠道打折促销活动较为频繁所致。值得注意的是，自 2017 年起公司书店零售的收入口径中不包含“天猫旗舰店”和“京东旗舰店”。

表 11、中信出版线上渠道销售数据（单位：万元）

书店零售（线上）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
天猫专营店	155.24	2,607.86	5,196.47	5,936.11
*天猫旗舰店	1,063.74	2,921.06	7,890.40	10,818.22
京东专营店	0.43	192.23	524.11	409.50
*京东旗舰店	383.25	437.75	1,044.18	3,417.12
*贩团		-	2,788.64	2,893.04
有赞		383.34	1,499.43	1,569.33
中信银行		452.60	304.75	1,177.42
咪咕		180.33	144.85	2,784.11
天猫分销		-	916.01	3,701.23
其他平台		1,999.34	1,335.98	2,351.45
小计		9,174.51	21,644.82	35,057.53
线上直销模式	2015 年度	2016 年	2017 年	2018 年
销售中信出版图书		7,108.69	17,885.31	29,721.34
销售其他单位图书		2,065.82	3,759.51	5,336.19
图书销售量（万册）		261.85	632.59	944.51
小计		9,174.51	21,644.82	35,057.53

资料来源：中信出版招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

*注：除天猫旗舰店和京东旗舰店自 2017 年起不归属于中信书店运营之外，其他线上渠道均为中信书店运营，财报口径中图书零售仅包含中信书店运营的线上线下渠道经营数据；

*注：贩团平台为中信出版线上团购销售渠道的统称，主要对接来自“一条”、“十点读书”、“钱儿频道”、“大 J 小 D”等知名微信公众号或自媒体平台上的订单；

总体毛利率方面：2017 年，书店零售业务毛利率较 2016 年下降了 2.50pct，主要是受线上零售业务调整的影响。2017 年公司 will 将业务量较大的天猫旗舰店、京东旗舰店由中信书店划转至母公司中信出版进行运营，中信书店随之将电商渠道的拓展重点转移至天猫专营店和京东专营店。由于中信书店天猫专营店和京东专营店的品牌知名度及客户流量均较小，为快速提升专营店的市场影响力，公司在 2017 年进一步加大了电商渠道的推广力度，给予客户更多的折扣或其他优惠，使得线上零售业务的毛利率大幅下降至 2.46%。但由于线上零售业务所占比重下降较大，使得 2017 年书店零售业务总体毛利率略有下降。2018 年，公司书店线上零售业务的毛利率有较大提升，主要原因为经过 2017 年较大力度的电商渠道推广，天猫

专营店和京东专营店的品牌影响力有较大提升，客流开始稳定。2018年，公司逐渐控制促销活动规模，使得书店线上零售业务的毛利率有较大回升。但在其他业务毛利率下降的影响下。2016年至2018年，书店零售业务中的其他业务毛利率持续下降，主要原因为大客户批销业务的图书销售折扣偏低，随着业务规模的持续增长，其毛利率随之下降。

图 19、2015-2018 线上线下渠道收入及增速 (单位: 百万元)

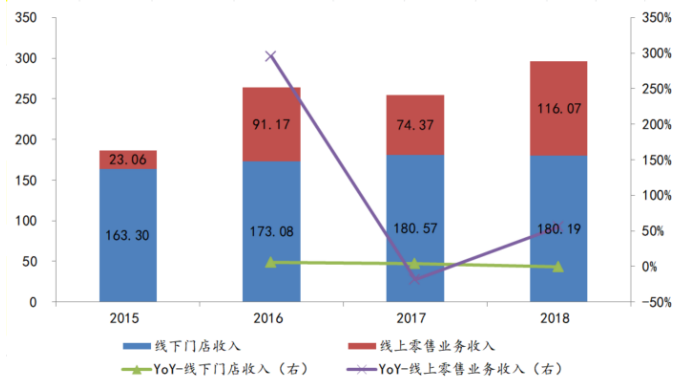
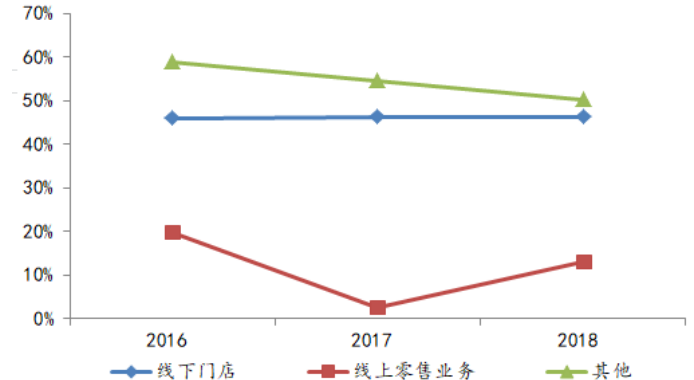


图 20、2015-2018 线上线下渠道毛利率 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

自有线上线下渠道建设有利于提升品牌溢价，维持较高的折扣率。公司持续打造自有线上线下渠道，有利于稳固自有客群，提高定价能力，将公司图书产品维持一个相对合理的定价水平和折扣率。如下表所示，直销模式的平均单价和折扣率均高于代销模式。

表 12、直销模式单价和折扣率均高于代销模式 (单位: 元)

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	平均单价	折扣率	平均单价	折扣率	平均单价	折扣率
线上代销模式	32.39	52.82%	30.13	55.51%	24.81	51.97%
线上直销模式	37.12	53.34%	34.22	55.15%	35.04	60.82%
线上小计	34.10	53.01%	31.51	55.39%	26.63	53.64%
线下代销模式	31.35	59.75%	26.33	60.50%	24.84	59.05%
线下直销模式	44.19	80.40%	38.92	80.45%	39.38	80.45%
线下小计	35.34	66.24%	30.22	66.59%	29.55	66.24%
合计	34.53	57.20%	30.92	60.01%	28.08	59.54%

资料来源: 中信出版招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、其他业务展望：开拓其他文化增值服务

除图书出版与发行、书店零售之外，公司根据已经积累的知识人群的需求，不断向产业链上下游延伸，开拓其他文化增值服务。

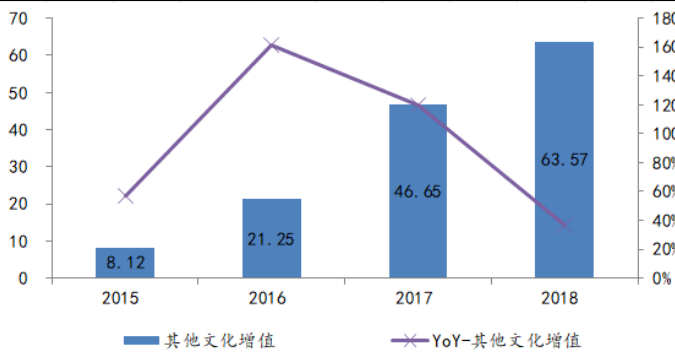
1) 少儿领域 (信睿宝网络运营): 以少儿内容出品为基础，打造在线少儿知识服

务、少儿培训、演出展览、玩具文创等。信睿文化的“中信美术馆”品牌在主题出版的基础上，打造主题策展和文创产品创意展示平台，实现出版、展览和艺术的联接，建立艺术类产品的版权运营体系。

2) **在教育培训方面（中信楷岚运营）**，公司与美国 Kaplan 教育集团 2014 年底成立合资公司中信楷岚。中信楷岚作为 Kaplan 集团在中国大陆独家授权经营的教育培训平台，拥有 Kaplan 国际金融财会领域主要产品在中国大陆地区的独家经营权，包括 CFA、FRM、ACCA 及 CIMA 等。此外，作为布局教育培训市场的另一重要举措，2016 年 5 月，公司战略投资上海财金通教育投资股份有限公司，与其在金融培训领域形成全面合作。

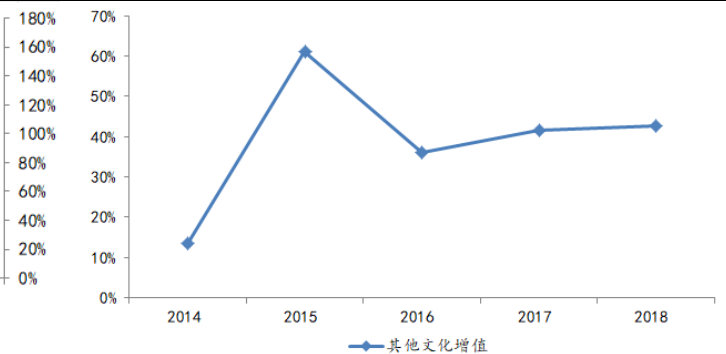
截至 2018 年，公司其他文化增值服务收入为 6357 万元（YoY+36.27%），2016 年以来毛利率从 36.14% 稳步上升至 2018 年的 42.63%，教育培训业务是毛利率的主因。

图 21、2015-2018 其他文化增值服务收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2015-2018 其他文化增值服务毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、同业对比

中信出版在业务方面，与 A 股最接近的可比公司是新经典、读客文化，因此我们选取这两家公司与中信出版进行对比。

营业收入方面：中信出版最高、新经典次之，读客文化第三。从收入结构上来看，中信出版经管社科类为主，两者合并收入达到 8.68 亿元，新经典在社科生活及其他品类收入合计 5905 万元；中信出版少儿类图书收入 2.30 亿元，新经典少儿类图书则为 1.47 亿元；此外，文学类（或文艺类）图书新经典收入为 4.85 亿元，中信出版为 1.08 亿元；根据读客披露的其图书码洋占比，社科、文艺、少儿分别占比 33.34%、56.73%、9.22%，若假设收入占比与码洋占比一致，则根据读客纸质图书销售收入 2.74 亿元判断其社科、文艺、少儿收入约为 9135 万元、1.55 亿元和 2526 万元。三方均有数字阅读业务，中信出版、新经典、读客的数字阅读业务 2018 年收入分别为 6715 万元、2220 万元和 3392 万元。

图 23、公司与可比公司收入比较 (百万元)

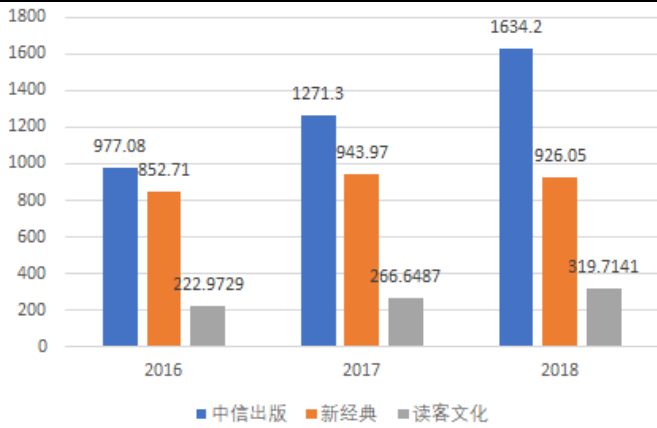
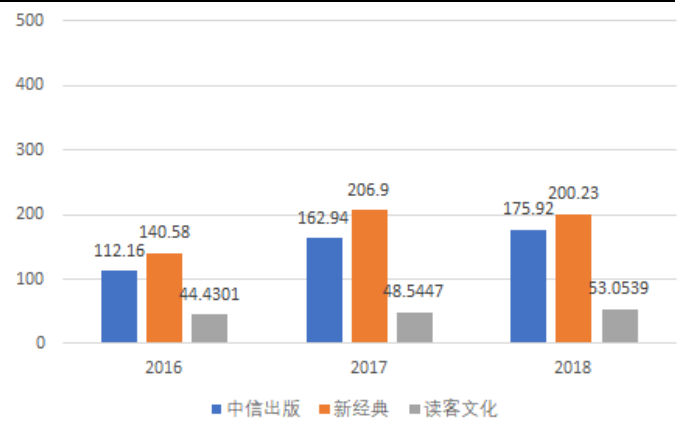


图 24、公司与可比公司扣非后净利润比较 (百万元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率方面: 读客文化近三年稳定在 49-52% 之间, 毛利率稳步上升, 是可比公司中毛利率最高的公司。新经典由于近年逐步剥离分销业务, 因此毛利率稳步提升, 而中信出版由于不断拓展书店业务, 毛利率有所下降, 此趋势同样体现在了中信出版和新经典的净利润率上。

图 25、公司与可比公司毛利率比较

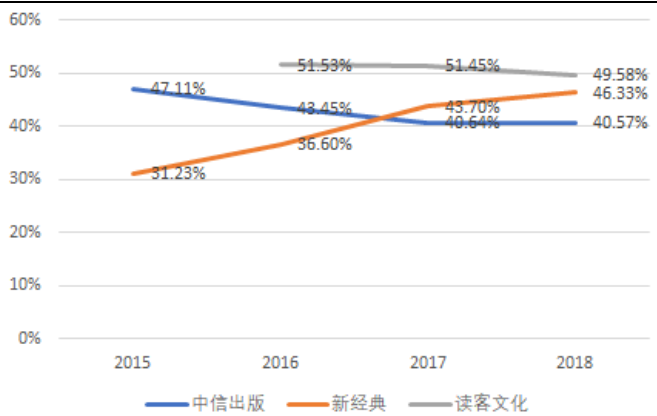
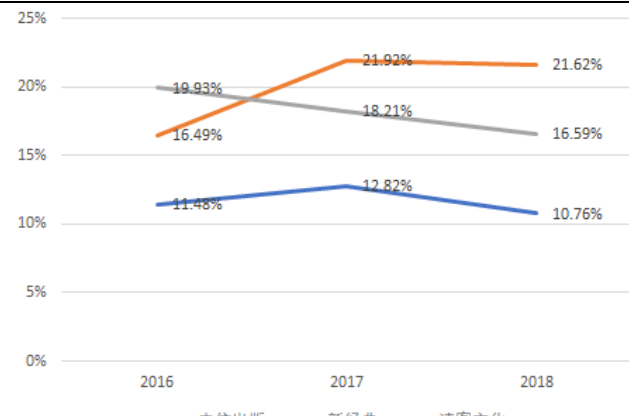


图 26、公司与可比公司净利率 (扣非后) 比较



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

费用方面: 读客文化销售费用最低, 中信出版其次, 新经典销售费用最高; 而管理费用方面, 则完全相反, 读客文化最高、中信出版其次、新经典最低。

图 27、公司与可比公司销售费用率比较

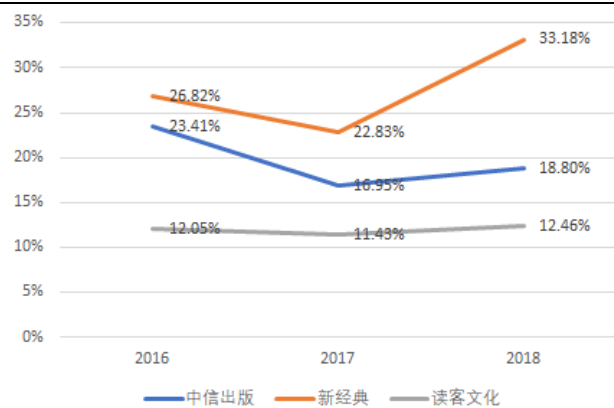
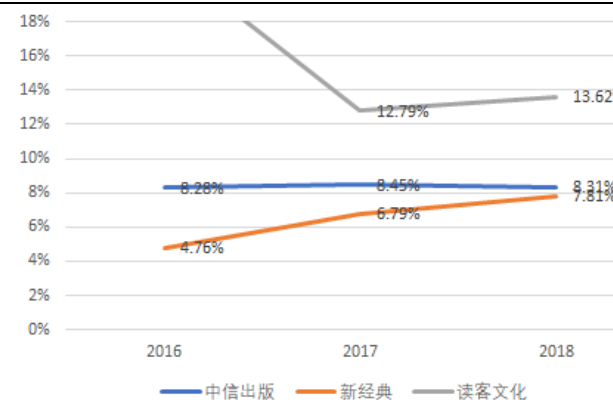


图 28、公司与可比公司管理费用率比较



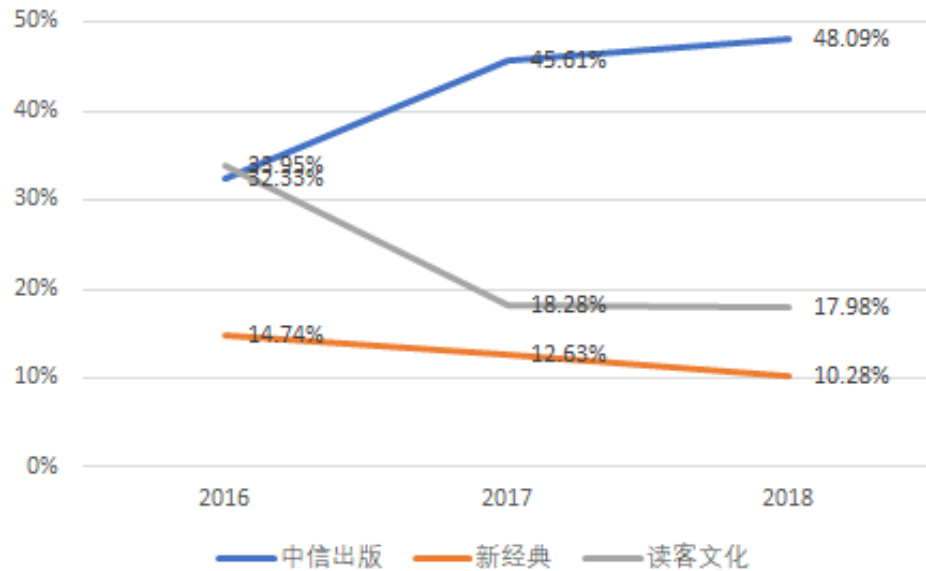
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

此外,2018 年中信出版、新经典、读客文化资产负债率分别为 48.09%(其中 36.05% 为应付账款,且以版税稿酬纸张印装费为主)、10.28%、17.98%,实际负债率均较低。而现金流状况中信出版在可比公司中相对更好。

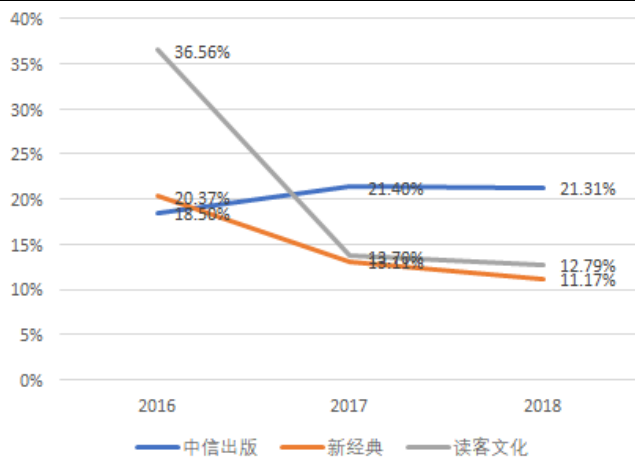
扣非后 ROE (摊薄) 方面,中信出版、新经典、读客文化 2018 年分别为 21.31%、11.17%、12.79%,中信出版相对更佳,但其上市之后 ROE 有望接近新经典的水平。

图 29、公司与可比公司资产负债率对比



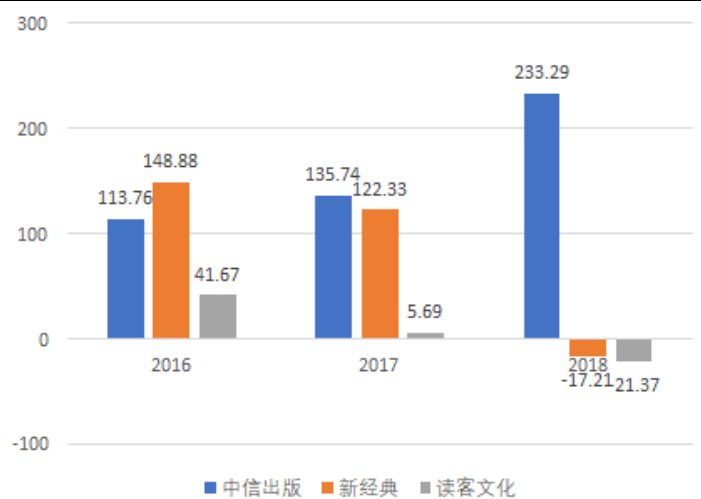
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、公司与可比公司 ROE (扣非后) 比较



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、公司与可比公司经营活动现金净流量 (百万元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

6、盈利预测与估值

我们对公司各项业务的预测如下表所示。2019Q1 公司收入增长 1.09%, 净利润同比下降 22.82%, 归母净利润同比下降 10.74%, 扣非归母净利润同比下降 10.34%,

主要由于：1) 重新梳理出版计划，安排社会效益高的图书优先出版，因而部分图书延迟到一季度末或二季度出版；2) 控股子公司中信楷岚 CFA、FRM 等教材业务受完稿时间延迟和进口报关时间延后的影响，CFA 等财经图书销售及其配套在线产品等的销售延迟，版权收入较去年同期下降较多；3) 书店零售板块新开门店的影响，使得 2019Q1 公司销售费用较 2018 年同期增长较快。但根据公司预计，2019 上半年将实现营业收入 8.33 亿元，同比增长 10%，实现净利润 1.16 亿元，同比增长 0.17%，实现扣非归母净利润 1.13 亿元，同比增长 5.83%，二季度业绩已经有所恢复。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.44/3.05/3.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.28/1.60/1.99 元，对应 2019 年 7 月 12 日收盘价 PE 分别为 26.9/21.5/17.3 倍，参照已上市公司新经典 2019 年一致预期估值约【25】倍，我们认为中信出版属于行业龙头，且发力大众出版三大赛道，增长空间可期，给予“审慎增持”评级。

表 13、中信出版分业务收入预测

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	977.08	1,271.39	1,634.20	2,029.21	2,465.18	2,932.86
图书出版与发行	716.41	965.08	1,278.40	1,626.22	2,014.25	2,436.79
经管图书出版与发行	273.72	288.53	452.79	584.76	731.35	882.30
社科图书出版与发行	219.48	339.22	415.41	536.23	670.72	824.71
少儿图书出版与发行	70.71	159.01	230.27	290.34	360.61	439.58
文学图书出版与发行	106.62	116.95	108.15	122.80	137.97	155.03
数字阅读服务	40.03	54.60	67.15	87.00	108.00	129.00
运营商阅读产品包	18.39	24.80	26.18	27.00	28.00	29.00
电子书销售	21.64	29.80	40.97	60.00	80.00	100.00
其他图书出版与发行	5.85	6.78	4.63	5.09	5.60	6.16
书店及其他	307.69	337.88	402.02	469.14	545.76	630.75
书店零售	286.44	291.23	338.45	386.50	438.32	491.08
线下门店收入	173.08	180.57	180.19	189.20	198.66	208.59
线上零售业务收入	91.17	74.37	116.07	150.90	188.62	226.35
其他	22.19	36.29	42.18	46.40	51.04	56.15
其他文化增值	21.25	46.65	63.57	82.64	107.43	139.66
其他业务	35.65	23.82	29.47	29.47	29.47	29.47
内部抵销	-82.66	-55.40	-75.68	-95.62	-124.29	-164.14
YoY	28.91%	30.12%	28.54%	24.17%	21.48%	18.97%
YoY-图书出版与发行	39.49%	34.71%	32.47%	27.21%	23.86%	20.98%
YoY-经管图书出版与发行	26.85%	5.41%	56.93%	29.15%	25.07%	20.64%
YoY-社科图书出版与发行	33.45%	54.56%	22.46%	29.08%	25.08%	22.96%
YoY-少儿图书出版与发行	194.38%	124.88%	44.81%	26.09%	24.20%	21.90%
YoY-文学图书出版与发行	53.76%	9.69%	-7.52%	13.54%	12.36%	12.36%
YoY-数字阅读服务	8.78%	36.40%	22.99%	29.56%	24.14%	19.44%
YoY-运营商阅读产品包	-19.73%	34.84%	5.60%	3.12%	3.70%	3.57%
YoY-电子书销售	55.83%	37.71%	37.47%	46.45%	33.33%	25.00%
YoY-其他图书出版与发行	84.54%	15.90%	-31.71%	10.00%	10.00%	10.00%
YoY-书店及其他	46.88%	9.81%	18.98%	16.70%	16.33%	15.57%
YoY-书店零售	42.25%	1.67%	16.21%	14.20%	13.41%	12.04%
YoY-线下门店收入	5.99%	4.33%	-0.21%	5.00%	5.00%	5.00%
YoY-线上零售业务收入	295.36%	-18.43%	56.09%	30.00%	25.00%	20.00%
YoY-其他	47.94%	63.53%	16.24%	10.00%	10.00%	10.00%
YoY-其他文化增值	161.70%	119.53%	36.27%	30.00%	30.00%	30.00%
YoY-其他业务	-46.10%	-33.18%	23.72%	0.00%	0.00%	0.00%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

销售费用率	23.41%	16.95%	18.80%	18.50%	18.30%	18.30%
管理费用率	8.28%	8.45%	8.31%	8.35%	8.37%	8.34%
财务费用率	-0.16%	-0.10%	-0.29%	-0.35%	-0.33%	-0.16%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：新兴娱乐或阅读形式竞争风险；行业竞争激烈导致盈利能力下滑风险；
 细分子品类发展不及预期风险；行业发展不及预期风险；宏观经济风险；

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1507	2592	2917	3445
货币资金	674	1682	1739	2143
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	75	83	101	122
其他应收款	48	60	73	87
存货	673	732	963	1049
非流动资产	204	248	269	301
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	50	50	50	50
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	16	15	14	14
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	13	13	14	14
资产总计	1711	2841	3186	3746
流动负债	804	1039	1183	1376
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	617	814	980	1150
其他	187	225	203	226
非流动负债	19	0	13	11
长期借款	0	0	0	0
其他	19	0	13	11
负债合计	823	1039	1196	1386
股本	143	190	190	190
资本公积	156	779	779	779
未分配利润	500	706	859	1190
少数股东权益	13	13	10	2
股东权益合计	888	1802	1989	2360
负债及权益合计	1711	2841	3186	3746

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	207	243	304	378
折旧和摊销	0	1	1	1
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-6	-9	-10
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-10	-1	-2	-8
营运资金的变动	0	127	-155	38
经营活动产生现金流	233	332	162	395
投资活动产生现金流	-109	-1	-1	-1
融资活动产生现金流	-52	676	-106	10
现金净变动	73	1008	56	405
现金的期初余额	601	674	1682	1739
现金的期末余额	674	1682	1739	2143

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021
营业收入	1634	2029	2465	2933
营业成本	971	1235	1498	1770
营业税金及附加	7	9	11	13
销售费用	307	375	451	537
管理费用	136	169	206	245
财务费用	-2	-6	-9	-10
资产减值损失	39	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	201	247	308	378
营业外收入	1	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	202	250	311	382
所得税	6	8	9	11
净利润	196	243	302	371
少数股东损益	-10	-1	-2	-8
归属母公司净利润	207	243	304	378
EPS (元)	1.09	1.28	1.60	1.99

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021
成长性				
营业收入增长率	28.5%	24.2%	21.5%	19.0%
营业利润增长率	4.6%	22.6%	24.6%	23.0%
净利润增长率	14.0%	17.8%	25.0%	24.3%
盈利能力				
毛利率	40.6%	39.2%	39.2%	39.6%
净利率	12.6%	12.0%	12.3%	12.9%
ROE	23.6%	13.6%	15.4%	16.1%
偿债能力 (%)				
资产负债率	48.1%	36.6%	37.6%	37.0%
流动比率	1.87	2.50	2.47	2.50
速动比率	1.04	1.79	1.65	1.74
营运能力				
资产周转率	104.4%	89.2%	81.8%	84.6%
应收帐款周转率	2817.2%	2578.4%	2685.8%	2626.4%
每股资料 (元)				
每股收益	1.09	1.28	1.60	1.99
每股经营现金	1.23	1.75	0.85	2.08
每股净资产	4.60	9.41	10.41	12.40
估值比率 (倍)				
PE	31.7	26.9	21.5	17.3
PB	7.5	3.7	3.3	2.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn