

中信出版 (300788.SZ)

Q3 业绩高增长，少儿图书增速亮眼

核心观点:

公司披露 2019 年三季报: 2019 年 1-9 月，公司营收同增 22.45%至 13.56 亿元，归母净利润同增 21.42%至 1.75 亿元，归母扣非净利润同增 22.85%至 1.66 亿元。2019Q3 公司营收同增 31.45%至 4.6 亿元、归母净利润同增 54.91%至 0.45 亿元。

● 书店减亏叠加低基数，业绩增速超市场预期

Q3 业绩高增长原因在于“书店大幅减亏+18Q3 的业绩基数较低”。公司以租售比为目标持续优化书店布局，19 年 1-9 月书店业务的营收同比增长 40%以上，仅 19H1 就减亏 628 万元；其中广州机场项目自 18 年 5 月开始营业，因此 18Q3 处于经营初期、亏损相对较多，预计 19Q3 广州机场项目的减亏幅度增大。另外 18Q3 占全年净利润的比例为 14%，基数较低，19Q3 的净利润同比增幅为 0.16 亿元。从财务指标来看，在线上渠道折扣持续加大的行业背景下，公司 19Q3 的毛利率同比增加 0.48pp，管理费率同比减少 1.60pp，销售费率同比增加 1.89pp，归母净利率比去年同期增加 1.48pp。

● 大众图书龙头地位稳固，少儿业务增速亮眼

2019 年 1-9 月公司出版了《美国陷阱》、《贫穷的本质》等畅销新书，在经营、学术文化等优势赛道的龙头地位稳固。而少儿业务的增速十分亮眼，19H1 少儿图书营收同比增长 60%，主要是因为产能扩张和存量图书增多。

投资建议: 预计 2019-2021 年公司归母净利润为 2.50/3.00/3.59 亿元，对应的 EPS 为 1.31/1.58/1.89 元/股，2019 年 10 月 25 日收盘价对应的 PE 为 35.88 X/29.86 X/24.94 X。根据同类公司的 wind 一致预期，新经典 PE (2020E) 为 25 倍，基于未来三年复合增速的 PEG 为 1.52；考虑公司在大众出版的龙头地位和内容端的竞争优势，我们给予 2020 年 33 倍的 PE 估值 (PEG 为 1.6)，公司合理价值为 52.07 元/股，维持“买入”评级。

风险提示: 图书行业增速变缓；新作品开发情况不及预期；线上渠道促销持续加剧；线下书店经营不善。

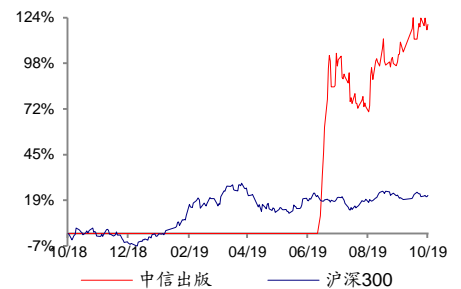
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,271	1,634	1,998	2,417	2,906
增长率 (%)	30.1	28.5	22.3	21.0	20.2
EBITDA (百万元)	204	227	256	306	367
净利润 (百万元)	181	207	250	300	359
增长率 (%)	43.5	14.0	20.8	20.2	19.7
EPS (元/股)	1.27	1.45	1.31	1.58	1.89
市盈率 (P/E)	-	-	35.88	29.86	24.94
市净率 (P/B)	-	-	5.18	4.55	3.97
EV/EBITDA	-	-	29.06	23.45	18.77

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	47.11 元
合理价值	52.07 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-28

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

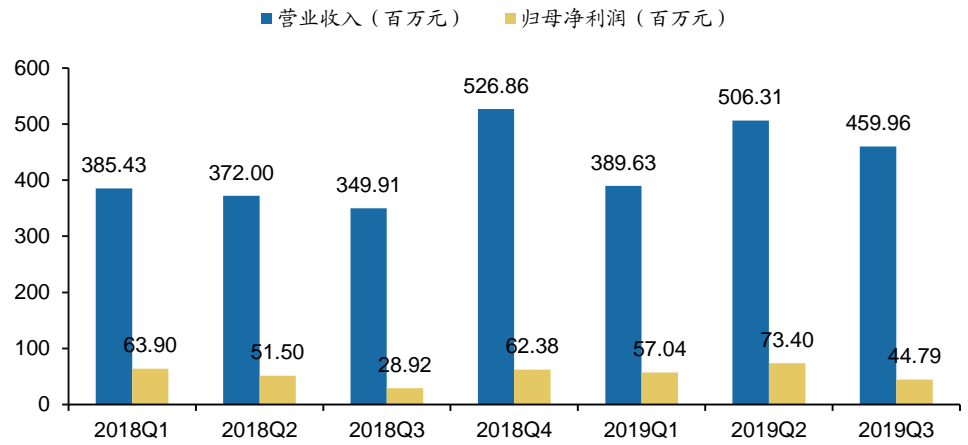
中信出版 (300788.SZ): 经	2019-08-28
管图书龙头地位稳固, 少儿图书快速增长	
中信出版 (300788.SZ): 工	2019-06-27
业化流程打造图书“内容+渠道”全产业链	

联系人:

徐呈隽 010-59136612

xuchengjun@gf.com.cn

图 1: 公司2018Q1-2019Q3的营收和归母净利润



数据来源: 中信出版财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司 2019 年 1-9 月的净利润拆分

	19 年 1-9 月	18 年 1-9 月	同比变化幅度
毛利率	38.36%	39.52%	-1.16%
税金及附加	0.42%	0.36%	0.06%
销售费率	20.06%	18.16%	1.91%
管理费率	6.53%	7.98%	-1.45%
研发费率	0.36%	0.45%	-0.09%
财务费率	-0.18%	-0.20%	0.02%
资产减值损失/收入	-0.33%	-1.07%	0.74%
+其他收益/收入	1.52%	1.41%	0.10%
投资收益/收入	-0.06%	-0.11%	0.05%
营业利润/收入	0.00%	0.00%	0.00%
+营业外收入/收入	0.00%	0.00%	0.00%
-营业外支出/收入	12.25%	12.95%	-0.71%
利润总额/收入	0.03%	0.05%	-0.02%
-所得税费用/收入	0.01%	0.03%	-0.03%
净利润率	12.27%	12.97%	-0.70%
-少数股东损益/收入	0.24%	0.34%	-0.10%
归母净利率	12.03%	12.63%	-0.60%

数据来源: 中信出版财报, 广发证券发展研究中心

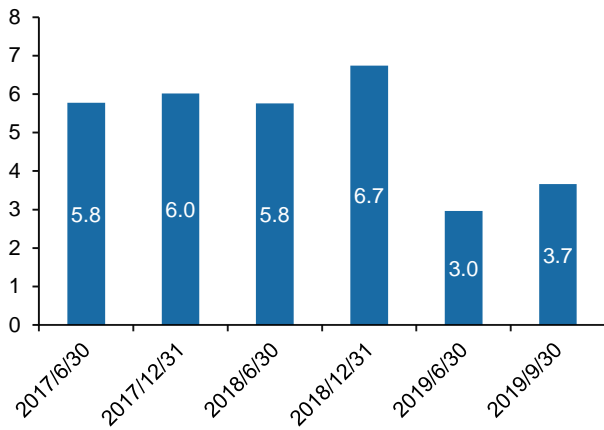
表 2: 中信出版图书在 2019 年开卷零售渠道畅销书月度排行榜的排名情况

书名	类别	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月
人类简史: 从动物到上帝 (新版)	非虚构	7	12	19	5	22	14	12	
薛兆丰经济学讲义	非虚构	9	8	16	8	24	17		
原则	非虚构	18	20	15	9	17	21	26	

变量: 看见中国社会小趋势	非虚构	21	19	27
今日简史: 人类命运大议题	非虚构	29		
未来简史: 从智人到智神	非虚构		20	
美国陷阱	非虚构		19	2
				22
				25

数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

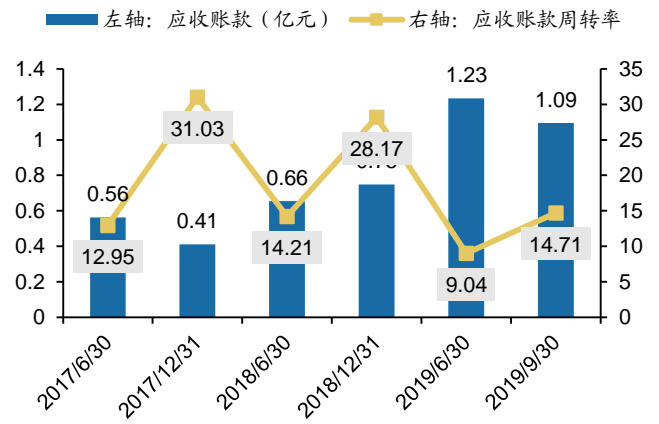
图 2: 公司17H1-19Q3货币资金(亿元)



数据来源: 中信出版财报, 广发证券发展研究中心

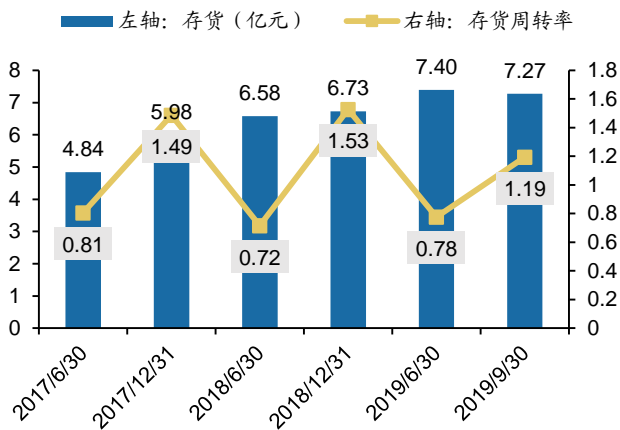
备注: 19Q2-Q3末的货币资金较少主要是因为公司买了理财

图 3: 公司17H1-19Q3应收账款和应收账款周转率



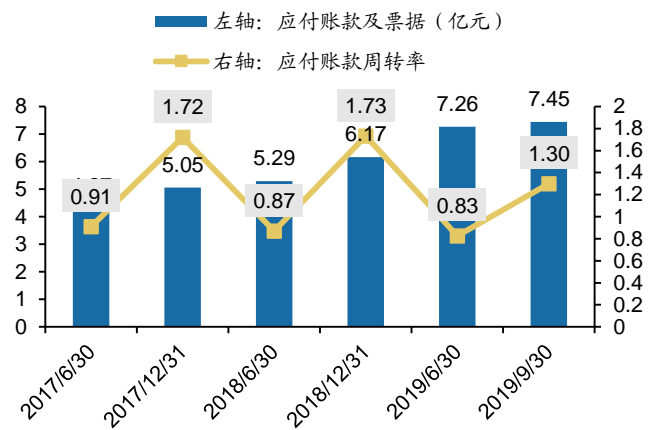
数据来源: 中信出版财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司17H1-19Q3存货和存货周转率



数据来源: 中信出版财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司17H1-19Q3应付账款和应付账款周转率



数据来源: 中信出版财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,297	1,507	2,482	2,919	3,435	经营活动现金流	136	231	258	307	363
货币资金	601	674	1,535	1,778	2,066	净利润	187	196	246	294	351
应收及预付	52	88	85	104	124	折旧摊销	16	22	13	14	15
存货	598	673	788	952	1,148	营运资金变动	-76	-27	-26	-32	-37
其他流动资产	45	72	74	84	97	其它	9	40	25	32	34
非流动资产	123	204	197	189	180	投资活动现金流	5	-109	-3	-4	-3
长期股权投资	76	50	50	50	50	资本支出	-25	-52	-5	-5	-5
固定资产	11	16	10	5	0	投资变动	16	-70	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	14	13	2	1	1
无形资产	12	13	11	9	5	筹资活动现金流	-41	-52	605	-60	-72
其他长期资产	25	125	125	125	125	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	1,420	1,711	2,679	3,108	3,615	股权融资	0	18	647	0	0
流动负债	653	804	921	1,116	1,344	其他	-41	-70	-43	-60	-72
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	99	70	860	244	287
应付及预收	520	630	708	857	1,033	期初现金余额	502	601	674	1,535	1,778
其他流动负债	133	175	213	258	311	期末现金余额	601	674	1,535	1,778	2,066
非流动负债	22	19	19	19	19						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	22	19	19	19	19						
负债合计	675	823	940	1,134	1,362						
股本	143	143	190	190	190						
资本公积	156	156	756	756	756						
留存收益	442	584	784	1,024	1,311						
归属母公司股东权益	734	875	1,729	1,969	2,257						
少数股东权益	11	13	10	4	-4						
负债和股东权益	1,420	1,711	2,679	3,108	3,615						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,271	1,634	1,998	2,417	2,906
营业成本	755	971	1,193	1,446	1,742
营业税金及附加	6	7	9	11	13
销售费用	216	307	390	467	558
管理费用	107	136	156	191	229
研发费用	0	7	9	11	13
财务费用	-2	-2	-7	-10	-12
资产减值损失	18	39	29	34	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	-1	2	1	1
营业利润	192	201	253	303	361
营业外收支	1	1	1	1	1
利润总额	193	202	254	303	362
所得税	6	6	8	9	11
净利润	187	196	246	294	351
少数股东损益	6	-10	-3	-6	-8
归属母公司净利润	181	207	250	300	359
EBITDA	204	227	256	306	367
EPS (元)	1.27	1.45	1.31	1.58	1.89

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.1%	28.5%	22.3%	21.0%	20.2%
营业利润增长	77.9%	4.6%	25.7%	19.5%	19.3%
归母净利润增长	43.5%	14.0%	20.8%	20.2%	19.7%
获利能力					
毛利率	40.6%	40.6%	40.3%	40.2%	40.1%
净利率	14.7%	12.0%	12.3%	12.2%	12.1%
ROE	24.7%	23.6%	14.4%	15.2%	15.9%
	125.7%	93.0%	114.5%	144.7%	181.9%
偿债能力(%)					
资产负债率	47.5%	48.1%	35.1%	36.5%	37.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.99	1.87	2.69	2.62	2.56
速动比率	1.05	1.02	1.82	1.75	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.98	1.04	0.91	0.84	0.86
应收账款周转率	30.66	27.93	28.78	28.49	28.59
存货周转率	1.49	1.53	1.51	1.52	1.52
每股指标(元)					
每股收益	1.27	1.45	1.31	1.58	1.89
每股经营现金流	0.95	1.62	1.36	1.62	1.91
每股净资产	5.15	6.13	9.09	10.36	11.87
估值比率					
P/E	-	-	35.88	29.86	24.94
P/B	-	-	5.18	4.55	3.97
EV/EBITDA	-	-	29.06	23.45	18.77

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。