

2017年04月25日

大地传媒 (000719.SZ)

区域出版龙头, 积极推进数字化升级和大教育体系构建

■ 公司是河南省唯一的文化上市企业, 第一大股东为河南省最大的文化产业集团中原出版传媒投资控股集团, 持有公司 77% 的股份, 实际控制人为河南省国资委。公司主营出版、发行、物资销售和印刷业务, 自 2014 年并入发行业务以来, 公司发行业务规模逐步扩大, 同时印刷业务规模逐渐缩小, 综合毛利率得到改善。公司 2016 年度分别实现营业收入、归母净利润 78.90 亿元、6.73 亿元, 分别同比增长 10.52%、-4.28%, EPS 为 0.66 元, 同比降低 4.55%; 利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.80 元 (含税)。

■ 公司教材教辅业务区域优势明显, 2016 年教辅教材营收 47.02 亿元, 占总营收比例 59.59%。公司是人民教育出版社、人民音乐出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商; 所属八家出版社获得了教辅全科或部分学科出版资质, 成功开发出多套全学科、全品类、全版本品牌系列教辅, 是区域市场龙头。

■ 在国企改革预期不断改善的趋势下, 未来公司打造的数字出版业务和大教育体系有望成为中长期盈利增长点。1) 公司在出版、印刷、发行等传统业务上积极推进数字化改革: 数字阅读社交平台中阅网整合了公司内部各出版社内容存量及自主建设资源, 现已有电子读物近 2 万本, 注册用户达 8000 人, 其移动终端 APP “16 开” 已上线运行; 旗下中国教育出版网数字教育产品和在线教育服务进一步优化, 12 种产品已进入电教教材采购目录; 2) 公司旗下中国教育出版网以数字教育全媒体出版与数字内容全屏服务为主营, 着力打造一个技术领先、营销为王、内容至上的数字资源运营平台, 基于该平台重点拓展教育出版、教育培训、教育服务、教育策划四个产品线, 致力于成为面向全球华语市场的数字传播运营服务商; 此外, 2016 年公司首家新华书童幼儿园顺利开园, 积累了进军实体教育的经验; 3) 数字出版与教育融合平台 (ADP5) 大象社 1.0 版正式上线运行, “大象考试评价系统” 投入使用并形成显著效益, 复合数字教辅《高中学习与指导》发行达到 1.6 亿册; 云书网电商、物流快递业务发展态势良好, 上线产品达 300 多万种。

■ 公司加速升级实体发行渠道, 打造文化综合体。1) 公司通过打造文化综合体、复合式书店、社区书店等促进实体书店转型升级。2) 物流快递业务方面, 公司强力打造“新华快的”品牌, 积极介入各地电商产业园、物流产业园的建设和运营, 打造第四层级的乡村文化电商服务站; 同时以“云书网”电子商务平台为依托, 16 年新增了

公司深度分析

证券研究报告

平面媒体

投资评级 **买入-A**

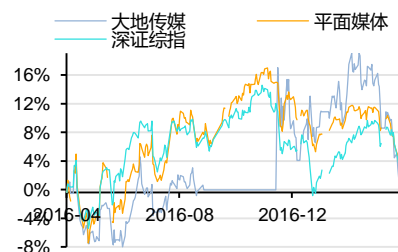
首次评级

6 个月目标价: **14 元**
股价 (2017-04-24) **11.03 元**

交易数据

总市值 (百万元)	11,285.94
流通市值 (百万元)	7,358.64
总股本 (百万股)	1,023.20
流通股本 (百万股)	667.15
12 个月价格区间	10.18/15.13 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.02	-8.59	0.35
绝对收益	-13.49	-9.81	0.66

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

17 个电子商业运营中心和乡村服务站建设项目，建设了 9600 家乡村文化服务站，将文化服务终端延伸至乡村，有效解决文化服务“最后一公里”问题。

- **投资建议：**公司出版主业将保持稳健增长，在国企改革预期不断改善的趋势下，未来公司打造的数字出版业务和大教育体系有望成为中长期盈利增长点。预计公司 17-19 年净利润分别为 7.17/8.02/8.92 亿元，EPS 0.70/0.78/0.87 元，对应当前股价 PE 16/14/13 倍，给予 17 年 20 倍 PE，目标价 14 元，“买入-A”评级。
- **风险提示：**数字化升级、教育业务拓展进度不达预期等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	7,138.6	7,889.7	8,520.9	9,372.9	10,310.2
净利润	703.2	673.1	716.7	802.1	891.6
每股收益(元)	0.69	0.66	0.70	0.78	0.87
每股净资产(元)	5.96	6.51	6.73	7.49	8.38

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	16.3	17.0	16.0	14.3	12.9
市净率(倍)	1.9	1.7	1.7	1.5	1.3
净利润率	9.9%	8.5%	8.4%	8.6%	8.6%
净资产收益率	11.5%	10.1%	10.4%	10.5%	10.4%
股息收益率	1.2%	0.0%	0.8%	0.8%	0.6%
ROIC	38.7%	31.0%	35.5%	37.6%	59.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 区域出版龙头，实力雄厚	5
2. 出版发行产业增速放缓，有望受益于国企改革大趋势	8
2.1. 出版发行产业增长稳健，数字出版已成为主要增长极	8
2.2. 出版发行产业具有较高准入壁垒，国企优势突显	10
2.3. 业内国企通过产业链纵深或横向并购积极转型	11
3. 稳步推进出版数字化，积极打造大教育板块	13
3.1. 传统业务的数字化升级稳步推进	13
3.1.1. 推出 MPR 数字出版物，新技术彰显出版更多可能	14
3.1.2. 打造阅读社交平台“中阅网”	15
3.1.3. 综合电商平台“云书网”发展态势良好	16
3.2. 巩固教育出版，积极向教育服务业延伸	17
4. 加速升级实体发行渠道，打造文化综合体	19
5. 投资建议	21
6. 风险提示	21

图表目录

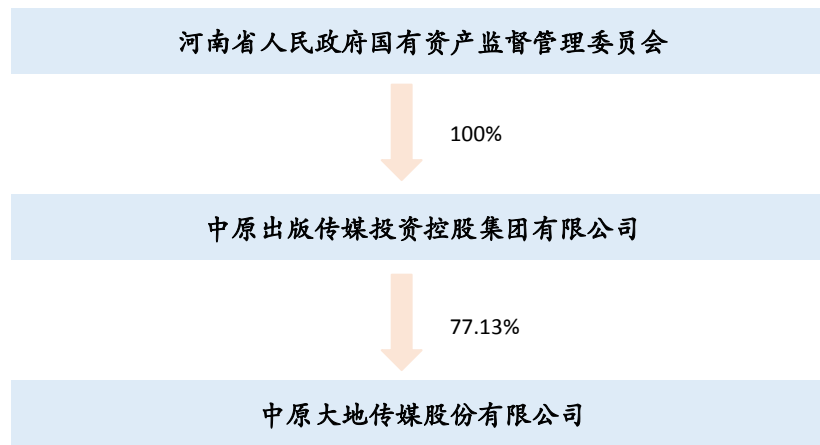
图 1: 公司与实际控制人的产权及控制关系	5
图 2: 2012-2016 年公司营收、净利润情况	7
图 3: 2016 年公司收入结构	7
图 4: 2012-2016 年公司分业务营收情况	7
图 5: 2012-2016 年公司综合毛利率及各业务毛利率 (%)	8
图 6: 2012-2016 年公司期间费用率 (%)	8
图 7: 中国新闻出版产业 2011-2015 收入及增速	8
图 8: 2015 年新闻出版产业结构	8
图 9: 中国传统新闻出版业 2011-2015 年收入及增速	9
图 10: 中国传统新闻出版业主要业务利润占比	9
图 11: 中国数字出版行业收入及增速	9
图 12: 中国数字出版行业收入占全行业收入比例	9
图 13: 我国数字化阅读接触率不断提升	10
图 14: 各类出版物阅读量对比	10
图 15: 出版发行产业上下游之间的关联性	10
图 16: 出版行业构成	10
图 17: 公司数字出版结构图	14
图 18: 公司出版国际首部 ISLI/MPR 出版物——《古文观止》	15
图 19: 旗下数字阅读社交平台中阅网	15
图 20: 中阅网中数字图书馆	15
图 21: 中阅网移动终端 APP“16 开”具有读书、写书、出书、评书等功能	16
图 22: 旗下综合电商平台云书网: 购物+服务智慧新生活	16
图 23: 旗下中国教育出版网	17
图 24: 中国教育出版网下设中小学数字图书馆	17
图 25: 中小学数字图书馆下设书香馆、课例馆和视频馆，特色鲜明	18

图 26: 公司首家新华书童幼儿园顺利开园.....	19
图 27: 河南省人口出生率位居全国前列 (单位: ‰)	19
图 28: MUJI 书店.....	19
图 29: 言几又	19
图 30: 西西弗书店	20
图 31: 上海三联书店 (朱家角店)	20
图 32: 公司打造社区书店——尚书房 (一)	20
图 33: 公司打造社区书店——尚书房 (二)	20
表 1: 公司主要业务经营模式简介	6
表 2: 我国出版发行产业的准入壁垒较高.....	11
表 3: A 股 14 家出版发行国企基本情况 (市值及 PE 按 2017 年 4 月 21 日收盘价计算)	11
表 4: 2016 年前三季度出版发行板块公司业绩一览	12
表 5: 传统出版发行企业积极转型教育、影视、游戏等文化行业.....	13

1. 区域出版龙头，实力雄厚

公司作为河南省唯一的文化上市企业，实力雄厚。公司第一大股东为河南省最大的文化产业集团中原出版传媒投资控股集团，持有公司 77% 的股份，实际控制人为河南省人民政府国有资产监督管理委员会。公司是河南省文化体制改革和文化产业发展的旗帜，在财政、税收、土地、人才、经营活动等各方面享有政策支持。公司主营出版、发行、物资销售和印刷业务，自 2014 年并入发行业务以来，公司发行业务规模逐步扩大，同时印刷业务规模逐渐缩小，综合毛利率得到改善。在国企改革预期不断改善的趋势下，未来公司打造的数字出版业务和大教育体系有望成为中长期盈利增长点。

图 1：公司与实际控制人的产权及控制关系



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司教材教辅业务区域优势明显，2016 年教辅教材营收 47.02 亿元，占总营收比例高达 59.59%。公司是人民教育出版社、人民音乐出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商；所属八家出版社获得了教辅全科或部分学科出版资质，成功开发出多套全学科、全品类、全版本品牌系列教辅，是区域市场龙头。

公司在出版、印刷、发行等传统业务上积极推进数字化改革。1) 数字阅读社交平台中阅网整合了公司内部各出版社内容存量及自主建设资源，现已有电子读物近 2 万本，注册用户达 8000 人，微博用户约 1.1 万人，微信平台用户达 3000 人，中阅网移动终端 APP “16 开” 已上线运行。2) 旗下中国教育出版网数字教育产品和在线教育服务进一步优化，12 种产品已进入电教教材采购目录。3) 数字出版与教育融合平台 (ADP5) 大象社 1.0 版正式上线运行，“大象考试评价系统”投入使用并形成显著效益，复合数字教辅《高中学习与指导》发行达到 1.6 亿册。4) 云书网电商、物流快递业务发展态势良好。“云书网”着力打造以知识服务为特色的综合电商平台，在售品类包括图书、食品、家居电器等，上线产品达 300 多万种。

公司加速升级实体发行渠道，打造文化综合体。1) 公司通过打造文化综合体、复合式书店、社区书店等促进实体书店转型升级。根据年报显示，公司 2014 年拟投入 2.7 亿元募集资金于文化综合体运营中心项目及物流配送项目，加速升级实体发行渠道，该项目预计将于 2019 年底完成。2016 年，持续打造三级实体渠道发行体系，启动了 18 个店的卖场改扩建项目，13 个店的卖场新建项目和 5 个店的卖场购置项目，新增卖场面积超 7 万平方米，启动建设了 20 家面积在 1 万平方米以上的大型文化综合体，改扩建 70 余家现代复合式书店，新建 31 家社区书店、校园书店，形成多层次文化传播服务网络体系。2) 物流快递业务方面，公司强力打造“新华快的”品牌，积极介入各地电商产业园、物流产业园的建设和运营，打造

第四层级的乡村文化电商服务站。公司以“云书网”电子商务平台为依托，16年新增了17个电子商业运营中心和乡村服务站建设项目，建设了9600家乡村文化服务站，将文化服务终端延伸至乡村，有效解决文化服务“最后一公里”问题。

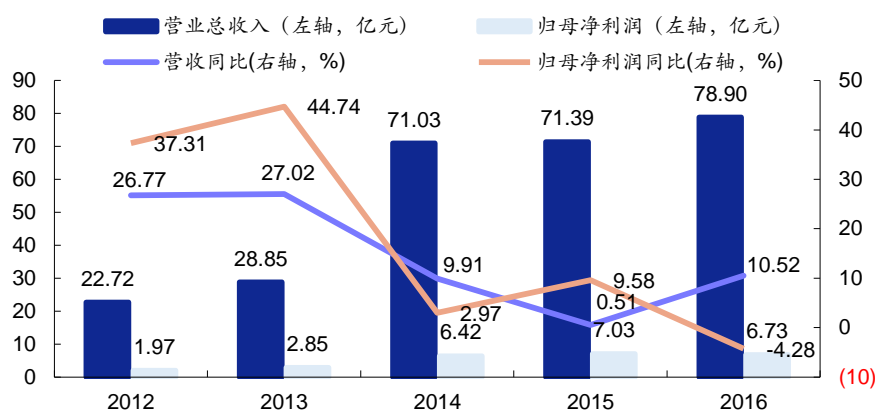
表 1：公司主要业务经营模式简介

业务类型	子业务	业务描述
出版	教材出版	分为代理出版和本版教材出版两种模式： 1) 代理出版业务是公司稳定的收入来源，其业务模式为：公司与人民教育出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社、江苏教育出版社等我国主要教材供应单位签订中长期代理合同。 2) 本版教材出版的业务模式为：公司所属子公司大象社、科技社、海燕社、农民社、文艺社、音像社拥有本版中小学教材，包括国家教育部和河南省教育厅审定的《中小学教学用书目录》中的学生课本和教师用书，出版社编制出版计划，印刷厂印刷、装订、包装、装帧后，出版社作为本版图书的总发行商，通过新华书店系统向中小学校发行。
	教辅出版	编辑出版与中小学、大中专教学配套的教学辅助材料，其出版流程与教材出版业务流程基本相同。
	一般图书出版	公司各出版社均从事一般图书出版业务。一般图书出版业务在市场调研的基础上，结合阅读者的偏好、消费群体特征以及作者知名度等，提出出版选题内容，通过选题策划、文化创新、印刷出版等环节，并支付相关稿费、纸张费、印刷费等成本，再销售给下游发行渠道，以此获得相关营业收入与利润。一般图书出版印制成书的业务开展与教辅类似，部分通过公司所属的新华印刷集团印制，但主要通过省内的其他外部印刷企业进行印制。
	电子出版物出版	公司通过下属音像社从事电子出版物出版业务，电子出版物出版业务流程与一般图书相似，由于电子出版物承载信息的媒体和介质的不同，存在以下区别：在编辑环节，编辑审核的内容除文字外还涉及图片、声音、视频等；内容审核确定之后，制成原始盘（母盘），再由出版社与独立光盘复录厂签订生产合同，对光盘进行复制；随后对产品的外包装进行加工和制作，与成品盘合成最后成品，进入发行流程。
发行		主要由河南省新华书店发行系统负责。省新华书店系统拥有覆盖河南省的各市、区、县超过 130 家的子公司，主要业务为：1) 中小学教材教辅的省内发行。学校通过新华书店发行系统预先订购，各家出版社根据征订情况，向新华书店发行系统供应图书；2) 一般图书及音像制品的销售发行。因一般图书的市场销售竞争较为激烈，省新华书店采用连锁经营模式，通过建立动态书目数据库，持续调整完善重点图书区域代理运营机制，打造采购、市场、配发、展示和营销紧密协作的重点图书运作业务流程，实现向重点出版社、全品种书籍代理的转变，提升了市场占有率和控制力；3) 着力提升打造“云书网”的市场影响力，实现网上销售与实体店销售互补的营销格局。
印刷		包括图书印刷和商业印刷
物资贸易		包括纸张销售、印刷机械及配件、印刷器材、油墨、铅、锡、锌、铜、铝零售及印刷技术咨询服务、印刷覆膜加工等业务。业务流程一般是根据销售计划确定采购计划，与造纸、油墨、器材等供应商签订长期合作协议，并根据 市场需求变化对采购计划及时调整。其主要客户包括出版社、印刷厂、广告公司、期刊社等单位。

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

近年来公司营收及净利润稳健增长，14 年以来增速放缓。16 年实现营业收入、归母净利润 78.90 亿元、6.73 亿元，分别同比增长 10.52%、-4.28%，EPS 为 0.66 元，同比降低 4.55%，业绩符合预期；利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.80 元（含税），无转送。16 年公司营收同比增长 10.52%而归母净利润小幅下滑 4.55%的主要原因是：1) 主营出版业务的全资子公司文艺社、音像社的净利润大幅下滑；2) 网上书城“云书网”及 O2O 社区书店“尚书房”销售费用大幅增加导致发行业务成本增加；3) 政府补助为 7083 万元，比上年减少 2638 万元；4) 财务收入较 2015 年减少了约 1800 万。

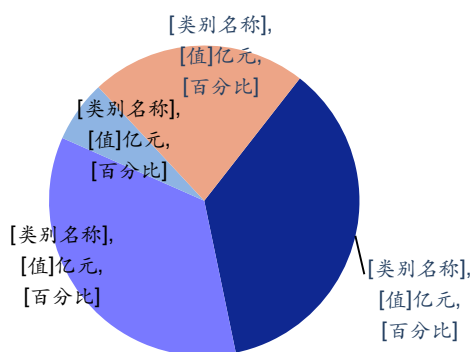
图 2：2012-2016 年公司营收、净利润情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

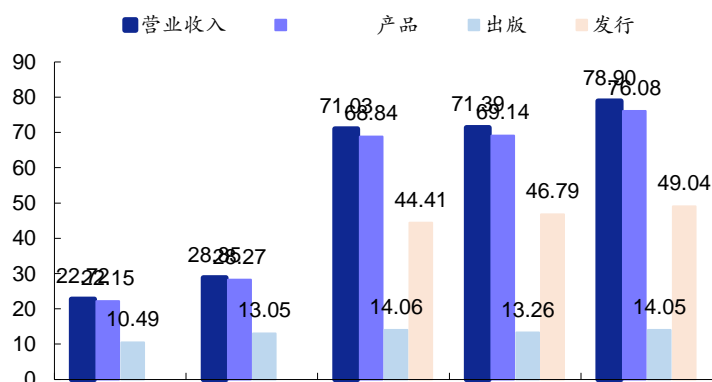
公司收入及利润构成依然以出版、发行为主，16 年发行业务营收占比超五成。16 年出版、发行、物资销售、印刷业务占营收比例分别为 17.81%、62.16%、33.19%、3.38%，其中教材教辅出版收入占营收比例为 14.66%，教材教辅发行收入占营收比例为 44.94%；16 年出版、发行、物资销售、印刷、其他业务营收分别为 14.05 亿元、49.04 亿元、26.19 亿元、2.67 亿元、2.82 亿元，分别同比增长 5.95%、4.80%、19.98%、-1.82%、25.68%。

图 3：2016 年公司收入结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2012-2016 公司分业务营收情况

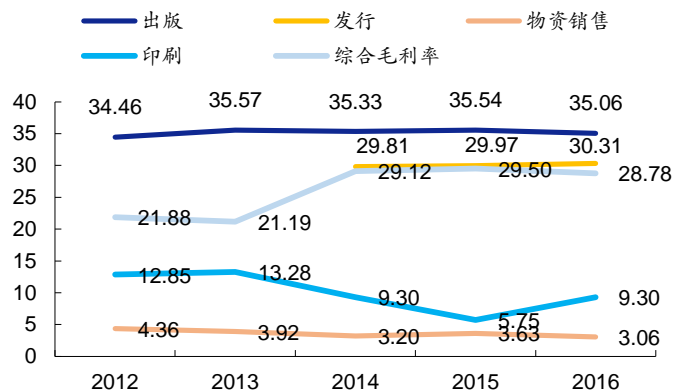


资料来源：Wind，安信证券研究中心

自 14 年并入发行业务后，公司毛利率得到明显改善，当期综合毛利率提升了 7.93 个百分点。公司毛利率水平最高的子业务为出版业务，近五年基本稳定在 35% 左右。16 年公司综合毛利率下降 0.72 个百分点至 28.78%，出版业务毛利率下降 0.48 个百分点至 35.06%，发行业务毛利率上升 0.34 个百分点至 30.31%，物资销售业务毛利率下降 0.57 个百分点至 3.06%。

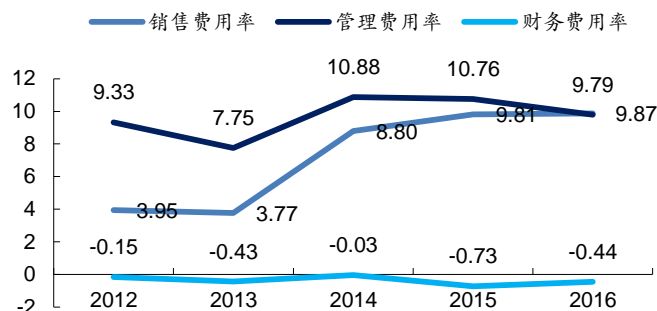
16 年公司销售费用率、管理费用率分别为 9.87%、9.79%，与上年同期相比分别上升了 0.06 个百分点、降低了 0.97 个百分点。其中销售费用率的上升主要系本期广告宣传费同比增加 115.03% 至 6320.43 万元。

图 5: 2012-2016 公司综合毛利率及各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 2012-2016 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

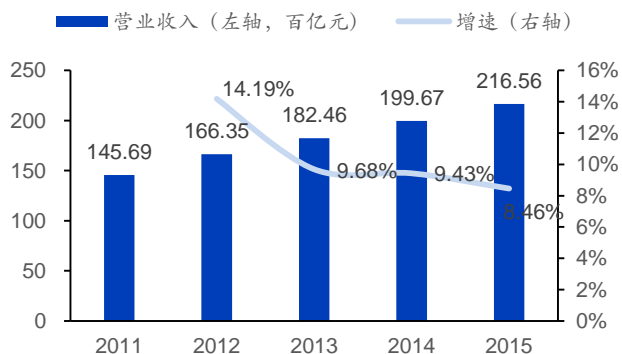
2. 出版发行产业增速放缓, 有望受益于国企改革大趋势

2.1. 出版发行产业增长稳健, 数字出版已成为主要增长极

出版发行产业增速放缓, 图书出版利润占比不断提升, 报纸出版利润占比逐渐萎缩。2015 年中国新闻出版产业营业收入突破 2.1 万亿。全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 21655.9 亿元, 较 2014 年增加 1688.8 亿元, 增长 8.5%, 利润总额为 1662.1 亿元, 同比增长 6.29%, 增速有所放缓, 其中, 剔除数字出版、发行营业收入后, 传统出版发行行业收入为 1.73 万亿元, 同比增长 4.06%, 增速下降 1.4 个百分点。传统出版业主要业务为图书出版、期刊出版和报纸出版。2011-2014 年, 图书出版利润总额占比最大, 2014 年占比 53.08%, 报纸出版利润总额占比次之, 2014 年占比 34.63%, 期刊出版利润总额占比位列第三, 2014 年占比 12.28%。

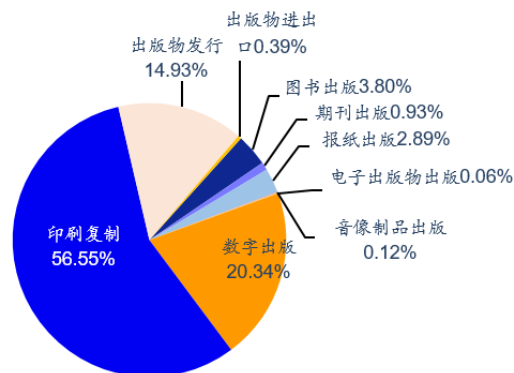
图书出版平稳增长, 报纸出版全面下滑, 数字出版保持高速增长。据国家新闻出版广电总局公开数据, 2015 年, 图书出版平稳增长, 营收同比增长 3.96%; 报纸出版总印数、总印张和营业收入全面下滑, 其中营收同比下降 10.27%; 数字出版保持高速增长, 同比增长 30%, 且占比提升了 3.37 个百分点至 20.34%; 印刷复制占比继续下降 2.25 个百分点至 56.55%; 出版物发行网点数量持续萎缩, 营业收入保持稳定增长, 同比增长 6.95%; 出版物出口金额稳步增长, 同比增长 13.22%, 其中数字出版物出口快速增长。数字出版、印刷复制和出版物发行成为拉动新闻出版产业增长的“三驾马车”, 数字出版的增长速度和增长贡献率在新闻出版各产业类别中遥遥领先。

图 7: 中国新闻出版产业 2011-2015 收入及增速



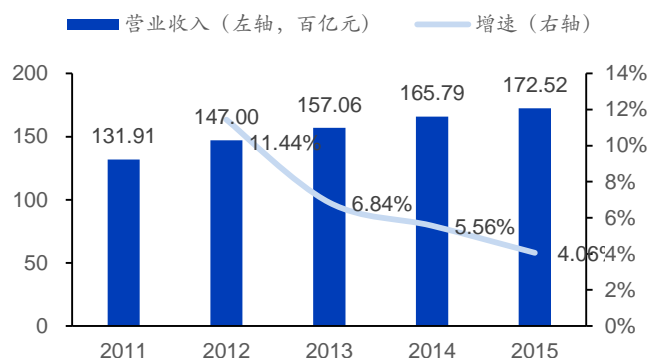
资料来源: 国家新闻出版广电总局, 安信证券研究中心

图 8: 2015 年新闻出版产业结构



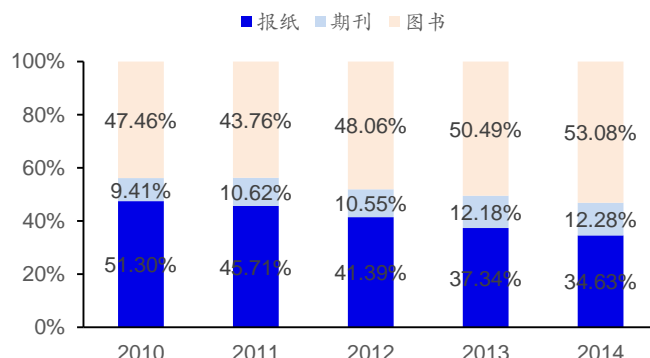
资料来源: 国家新闻出版广电总局, 安信证券研究中心

图 9：中国传统新闻出版业 2011-2015 年收入及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

图 10：中国传统新闻出版业主要业务利润占比

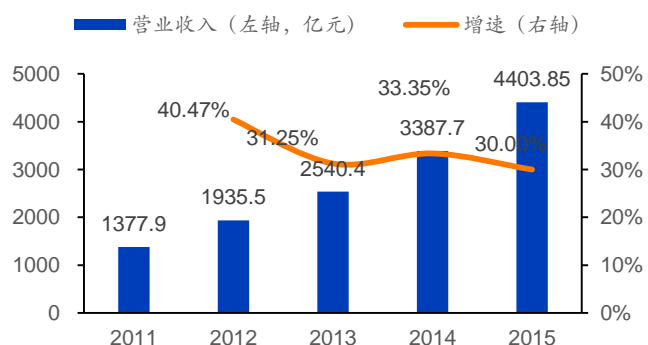


资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

报刊结构调整进一步深化，专业化、细分化趋势加快，报纸出版面临挑战更趋严峻。2015 年，平均期印数超过百万册的前 10 位期刊中，《读者》、《小学生时代》、《知音漫客》、《青年文摘》等文摘类、少儿类期刊超过半数。报纸出版出现全方位下滑，面临挑战更趋严峻。报纸出版总印数、总印张分别降低 7.3% 和 19.1%，营业收入、利润总额分别降低 10.3% 和 53.2%。43 家报业集团主营业务收入与利润总额分别降低 6.9% 与 45.1%，其中 31 家报业集团营业利润出现亏损，较 2014 年增加 14 家。面对严峻挑战，报纸出版单位积极探索业务转型，其中浙数文化、华闻传媒、华媒控股等单位数字出版、动漫等新业态业务收入实现较大幅度增长，平均净资产收益率均超过 10%，浙数文化等新业态业务收入已超过传统报刊业务收入。

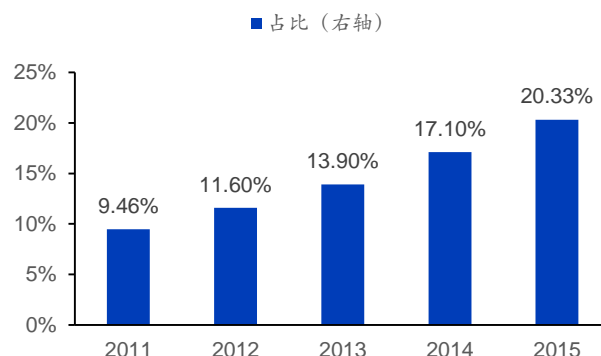
数字出版已成为产业发展的主要增长极，出版传媒上市公司数字化转型趋势日益显现。数字出版的高速增长受益于我国国民阅读率持续提升、数字化阅读较快增长。2015 年我国各媒介综合阅读率为 79.6%，较 2014 年提高 1 个百分点；国民图书阅读率为 58.4%，提高 0.2 个百分点；数字化阅读方式的接触率为 64.0%，提高 5.9 个百分点，增长幅度远高于国民图书阅读率，反映出国民阅读方式正在发生深刻变化。2015 年我国数字出版实现营业收入 4403.9 亿元，较 2014 年增加 1016.2 亿元，增长 30.0%，占全行业营业收入的 20.3%，提高 3.4 个百分点；对全行业营业收入增长贡献率达 60.2%，增长速度与增长贡献率在新闻出版各产业类别中均位居第一。2015 年，全国 14 家国家数字出版基地（园区）共实现营业收入 1452.8 亿元，较 2014 年增长 29.9%；实现利润总额 261.1 亿元，增长 32.5%。近年来出版传媒公司大力推进数字化转型。据上市公司披露的半年报，2016 年上半年，22 家上市公司涉及数字出版等数字化业务，占出版传媒上市公司总数的 2/3，5 家在 2016 年半年报中对数字出版等新业态业务收入进行单独体现的出版公司中。

图 11：中国数字出版行业收入及增速



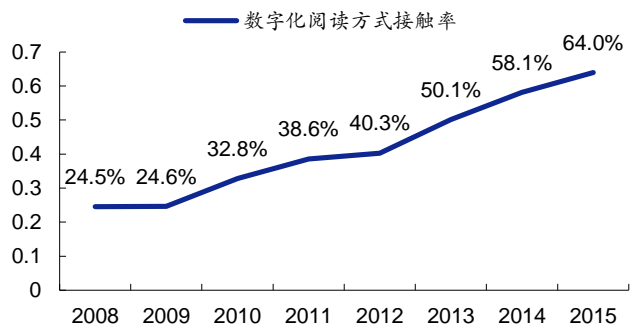
资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

图 12：中国数字出版行业收入占全行业收入比例



资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

图 13：我国数字化阅读接触率不断提升



资料来源：新华网，安信证券研究中心

图 14：各类出版物阅读量对比

阅读量	全国 (2015)	全国 (2014)
图书 (本)	4.58	4.56
报纸 (期/份)	54.76	65.03
期刊 (期/份)	4.91	6.07
电子书 (本)	3.26	3.22

资料来源：新华网，安信证券研究中心

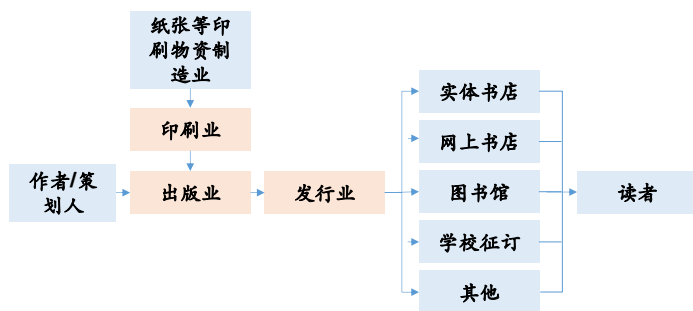
2.2. 出版发行产业具有较高准入壁垒，国企优势突显

出版发行产业包括出版及出版物发行两大行业，其中出版行业包括纸质出版与数字出版，纸质出版由包括报刊出版和图书出版。报刊出版产业链环节包括采编/广告（出版）、印刷、发行；图书出版的产业链环节包括选题编辑（出版）、印刷、发行。

图书发行渠道的基本类型包括产销结合的直接发行渠道及产销分离的间接发行渠道。直接渠道是指出版单位将出版物直接销售给消费者的途径，即“直销”。间接渠道是指出版单位通过中间商向消费者供应的途径，是目前国内外出版界主要采用的图书发行渠道。目前我国图书发行渠道包括出版单位自办发行系统、新华书店发行系统、其他国有书店发行系统、民营书店发行系统、含有外资的发行机构、图书进出口机构、兼营性图书发行机构等。

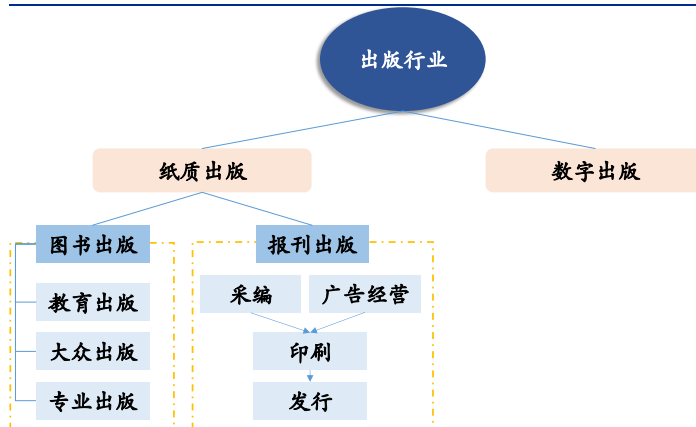
目前全国出版发行产业形成了以综合出版集团公司为主体和分散单一出版社并存的竞争格局。出版集团分为两大阵营，一类是中央级出版集团，包括以专业出版、大众出版为主要定位的出版集团、以教育出版为主要定位的中国教育出版传媒集团有限公司、以专业出版为主要定位的中国科技出版传媒集团有限公司等；另一类是地方级出版集团，包括中南传媒、凤凰传媒、新华文轩、大地传媒等，以中小学教材的出版、发行为主要盈利来源，同时在大众出版、专业出版领域也占据一定市场地位。

图 15：出版发行产业上下游之间的关联性



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：出版行业构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

我国出版发行产业准入壁垒较高，主要体现在政策壁垒、规模壁垒、发行渠道与物流配送能

力、品牌优势及专业经验、专业人才五方面，业内国企普遍资金和规模实力雄厚，资源优势突显。

表 2：我国出版发行产业的准入壁垒较高

行业进入壁垒	描述
政策壁垒	目前我国对设立出版社、报刊社、出版物发行、出版物进口均实行许可制度，外资和非公有资本进入我国出版行业仍有诸多限制，只能在政策限定的范围内与国有资本进行合作。教材作为特殊的图书出版和发行领域，以往主要采取指定出版发行单位的方式。2005 年开始实施教材出版发行招投标以后，对于教材出版，只有具备新闻出版总署确认的具有中小学教材出版资质的出版单位才能参与投标；对于教材发行，只有主营图书、报纸或期刊发行且具有总发行资格的独立企业法人才能参与投标。2008 年 11 月，国家发改委出具《关于中小学教材出版发行招投标工作有关问题的复函》，根据免费教科书通过政府采购提供这一新情况，经报请国务院同意，决定不面向全国进行中小学教材出版发行招投标工作。但在中小学免费教材出版发行环节，政府部门的相关政策仍对参与的教材出版单位和发行单位设有严格的资质限制。
规模壁垒	出版发行业对企业资金和规模实力的要求较高。对于出版业而言，图书的选题、编辑等环节需要大量的专业编辑人员根据市场情况、作者资源情况进行选择和加工，属于知识和智力密集型产业；前期费用包括购买版权、支付稿酬、版税、支付编辑人员工资、承担纸张和印刷费用等。根据行业经验，对于一般的图书出版，在以 55% 的折扣出售给批发商、产销比达到 70% 以上时，通常只有达到 5000 册以上的销量才能达到盈亏平衡。随着发行量的增加，图书的长期平均成本呈下降趋势，形成规模经济。这就意味着新进入该领域的市场主体必须具备雄厚实力和充足资金，并花费较长时间建立读者群，才能在现有竞争格局中取得一席之地。
发行渠道与物流配送能力	良好的综合性出版发行企业需要有遍布面较广的发行网络和成熟的物流配送能力，才能对门店的销售形成有效的支撑。受益于多年来经营图书发行的历史，国有新华书店一般占据城市较为中心的黄金地理位置，一方面物业成本较低，另一方面则是覆盖广泛。此外，随着规模化经营的产生，物流配送的运营效率也在不断提高，良好的采购、储备、销售、退货业务体系，有效支持了企业的高速发展；没有成熟的发行渠道和强大的物流配送及管理的能力，无法实现教材发行中严格要求的“课前到书、人手一册”。基于这些特点，短期内打造出一张成熟的发行与物流网络，难度较大，成本也较高。
品牌优势及专业经验	品牌对于出版行业具有重要意义。拥有知名品牌不仅是出版机构开拓市场，吸引客户和最终读者的有力武器，同时也是吸引优秀出版资源、人才和控制成本的有效手段。同时，出版传媒企业在本行业、本区域积累的行业经验对其巩固市场地位、提高竞争力起关键作用。以教材出版发行招投标为例，拥有丰富业务经验和渠道优势的出版发行单位，往往具有获得出版、发行权的重要筹码，从而对新进入该领域的企业形成强大的竞争优势。
专业人才	根据新闻出版总署关于《出版专业技术人员职业资格管理规定》，国家对在报纸、期刊、图书、音像、电子、网络出版单位从事出版专业技术工作的人员实行职业资格制度，对职业资格实行登记注册管理。因此，专有人才是否充足是进入出版行业和报业的一大障碍。

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

2.3. 业内国企通过产业链纵深或横向并购积极转型

截至 2016 年底，出版发行板块共计有 14 家上市公司（中南传媒、中文传媒、凤凰传媒、南方传媒、大地传媒、长江传媒、城市传媒、出版传媒、新华文轩、时代出版、读者传媒、皖新传媒、新华传媒、广弘控股）。2016 年前三季度，出版发行板块分别实现总营收和总归母净利润 622.36 亿元和 61.4 亿元，分别同比增长 17.5% 和 8.2%。传统出版发行上市公司普遍资金、资源实力雄厚，加之国家鼓励新老媒体融合发展，并购转型预期强。受东方明珠、浙数文化率先改革的引领作用，我们看好传媒类国企改革预期的边际改善。

表 3：A 股 14 家出版发行国企基本情况（市值及 PE 按 2017 年 4 月 21 日收盘价计算）

股票代码	股票简称	上市日期	省份	城市	第一大股东	实际控制人	市值	PE
601098.SH	中南传媒	2010/10/28	湖南省	长沙市	湖南出版投资控股集团有限公司	湖南省人民政府	316	18
600373.SH	中文传媒	2002/03/04	江西省	上饶市	江西省出版集团公司	江西省人民政府	287	22
601928.SH	凤凰传媒	2011/11/30	江苏省	南京市	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	江苏省人民政府	256	22
601900.SH	南方传媒	2016/02/15	广东省	广州市	广东省出版集团有限公司	广东省人民政府	113	27
000719.SZ	大地传媒	1997/03/31	河南省	焦作市	中原出版传媒投资控股集团有限公司	河南省人民政府国有资产监督管理委员会	115	17
600757.SH	长江传媒	1996/10/03	湖北省	武汉市	湖北长江出版传媒集团有限公司	湖北省国有文化资产监督管理与产业发展领导小组办公室	99	17
600229.SH	城市传媒	2000/03/09	山东省	青岛市	青岛出版集团有限公司	青岛市财政局	72	26
601999.SH	出版传媒	2007/12/21	辽宁省	沈阳市	辽宁出版集团有限公司	辽宁省人民政府国有资产监督	54	42

股票代码	名称	日期	省份	城市	公司	监管机构	235	36
601811.SH	新华文轩	2016/08/08	四川省	成都市	四川新华发行集团有限公司	四川省人民政府国有资产监督管理委员会	235	36
600551.SH	时代出版	2002/09/05	安徽省	合肥市	安徽出版集团有限责任公司	安徽省人民政府	103	26
603999.SH	读者传媒	2015/12/10	甘肃省	兰州市	读者出版集团有限公司	甘肃省人民政府	72	71
601801.SH	皖新传媒	2010/01/18	安徽省	合肥市	安徽新华发行(集团)控股有限公司	安徽省人民政府	299	28
600825.SH	新华传媒	1994/02/04	上海	上海市	上海新华发行集团有限公司	上海市人民政府国有资产监督管理委员会	84	174
000529.SZ	广弘控股	1993/11/18	广东省	广州市	广东省广弘资产经营有限公司	广东省人民政府国有资产监督管理委员会	60	57

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 4: 2016 年前三季度出版发行板块公司业绩一览

股票代码	股票简称	营业收入 (亿)	归母净利润 (亿)	营收同比	归母净利润同比	整体毛利率
600757.SH	长江传媒	103.45	4.08	92.98%	18.49%	11.01%
600373.SH	中文传媒	92.2	9.89	15.43%	21.38%	39.87%
601098.SH	中南传媒	69.44	11.77	6.32%	6.10%	43.61%
601928.SH	凤凰传媒	68.44	8.51	-0.82%	8.00%	40.69%
601801.SH	皖新传媒	56.81	7.13	16.94%	3.72%	21.14%
000719.SZ	大地传媒	50.73	4.58	7.97%	-4.17%	30.27%
600551.SH	时代出版	44.52	3.04	18.94%	5.47%	11.66%
601811.SH	新华文轩	43.51	4.81	11.25%	2.34%	38.82%
601900.SH	南方传媒	38.36	3.47	10.67%	1.42%	28.03%
000529.SZ	广弘控股	14.84	0.79	-1.95%	17.00%	14.74%
601999.SH	出版传媒	13.03	0.84	0.89%	42.48%	19.75%
600229.SH	城市传媒	12.08	1.51	15.14%	18.27%	36.70%
600825.SH	新华传媒	10.07	0.37	-8.40%	2.57%	34.70%
603999.SH	读者传媒	4.87	0.62	-11.55%	-0.74%	24.03%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

事实上,在传统出版发行业务受增速缓慢的情况下,多家上市公司都积极探索转型发展之路,其转型路径大致分为两个方向,一是纵向深化,依托自有教辅内容资源和教材教辅发行渠道资源,向线下教育培训、数字教育等领域延伸;另一路径则是通过资本运作的方式横向拓展大文化产业中的其他颇具成长性和盈利能力的子领域,网络游戏、影视文化等渐成多元化发展热点方向。

凤凰传媒积极实施转型升级,其跨界颇具代表性。1) 智慧教育战略加快落地。今年上半年,在线教育公司凤凰学易实现收入 3531.38 万元,同比增长 33.34%,合作学校数量达 20889 所,同比增长 26.11%。学科网 2016 年全国高考真题首发率超 98.5%,答案解析首发率超 99%。2) 云计算业务取得突破。凤凰数据公司以凤凰云计算为承载平台,努力打造凤凰云云服务品牌。报告期内,凤凰数据公司实现利润总额 2643 万元,同比增长 95.34%,首个云平台项目智慧剧院落地。3) 影视业务稳步发展。凤凰传奇影视业务保持良好发展势头,《山海经之赤影传说》播出期收视率双城(央视索福瑞 52 城和 34 城)成功破 1,同时段收视率第一名,网络播放量累计超 50 亿;《姐妹兄弟》陆续北京卫视等六家卫视平台播出,在北京卫视播出期间收视率排全国前五名;与阿里影业签订合作协议,将会就《藏地白皮书》、《撒哈拉》等电影项目开展投资、宣传和发行的全面合作。

中南传媒稳步推进其在线教育产品。中南传媒与华为合作的天闻数媒发展迅速,依靠华为提供的核心硬件支持,天闻数媒 Aischool 目前已经初具规模,其在线教育产品已覆盖全国 20 个省(区、市),137 个区县,1716 所学校,并于 2015 年实现营业收入约 4 亿元,净利润

2347 万元，步入快速发展期。

中文传媒在转型过程中则积极布局游戏、互联网、影视等领域。2016 年年报显示，其新业态的营业收入大幅增长 45%，达到 48.5 亿元。中文传媒 2015 年完成对智明星通的并购重组，智明星通是移动出海龙头，有望成为中国的 Supercell。在 App Annie 发布的 2016 年全球 52 大发行商排行榜中，智明星通位列十五，较 2015 年上升一位，在中国企业中仅次于腾讯和网易，排行第三；在 App Annie 2017 年 3 月公布的中国出海全球收入十大公司榜单中，智明星通名列榜首；其主力游戏《COK：列王的纷争》持续保持较高水平，截至 2016 年财年，其月平均流水超过 3.5 亿元，月活跃用户超过 1250 万。

浙数文化率先改革超市场预期，国企改革预期边际有望改善。浙数文化于 2017 年 3 月 31 日完成重大资产重组，向其控股股东浙报控股出售其持有的 21 家子公司全部股权，主要为出版发行类公司，总计预估值约为 20 亿元。浙数文化属平面媒体中转型早、战略清晰且步伐坚定的公司，面对传统行业盈利瓶颈，多点发力电竞、电商、民生服务等领域，同时积极切入大数据产业，以互联网数据中心与大数据交易中心为核心构建完整产业生态。

表 5：传统出版发行企业积极转型教育、影视、游戏等文化行业

转型方向	公司简称	说明
教育	凤凰传媒	2015 年 11 月控股厦门创壹，2015 年 5 月收购凤凰学易（学科网），2015 年 10 月引入学而思作为战略投资者，布局职业教育和 K12 教育
	时代出版	2015 年 11 月成立时代少儿文化发展有限公司，布局幼教领域，2011 年打造数字教育平台“时代 e 博”
	中文在线	正打造在线教育服务平台以及互联网阅读平台，投资最大的 MOOC 平台学堂在线
	盛通股份	2016 年 4 月收购乐博教育，布局机器人教育和素质教育领域
	皖新传媒	2015 年 10 月战略投资入股沪江网校，布局 K12 以及在线教育领域，2015 年 12 月定增加码增加码“智能学习全媒体平台”和“智慧书城运营平台项目”
	长江传媒	2015 年 7 月设立子公司，打造幼教龙头品牌—爱立方，搭建幼教云平台，同时通过长江盘古布局在线教育领域
	出版传媒	2015 年 12 月与北方联合广播电视网络公司签署了战略合作协议，就数字教育领域展开合作
	天舟文化	2015 年 11 月投资决胜网教育，布局互联网教育平台，打通线上线下
	中南传媒	2008 年与华为合作设立天闻数媒，布局在线教育
影视	凤凰传媒	2013 年 12 月收购集团资产影视制作公司凤凰传奇影业，开展电影和电视剧制作
	华闻传媒	2015 年 8 月和 12 月分别与优朋普乐、海润影视成立合资公司，进行影视剧全方位布局
	大地传媒	2015 年 5 月收购笛女影视，着眼其出版资源的 IP 变现
	时代出版	2014 年 1 月成立了安徽时代雅视影视文化有限责任公司，进军影视行业
	中文传媒	2006 年设立子公司北京东方全景文化传媒有限公司，运营 IP 将其转化为影视
游戏	凤凰传媒	2013 年 8 月宣布控股慕和网络，布局游戏领域
	中文传媒	2014 年 6 月收购智明星通布局游戏领域，并拓展海外渠道
	天舟文化	2013 年 8 月收购神奇时代，布局移动网络游戏行业；2015 年 12 月投资初见科技，进一步强化手游业务；2015 年 12 月收购游爱网络，进一步增强手游业务；2015 年 12 月投资银河数娱，继续夯实手游业务
	浙数文化	2012 年 6 月宣布并购边缘游戏和浩方电竞平台，并拥有游戏直播平台战旗 TV；17 年 2 月发布预案，拟出售新闻传媒类资产

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 稳步推进出版数字化，积极打造大教育板块

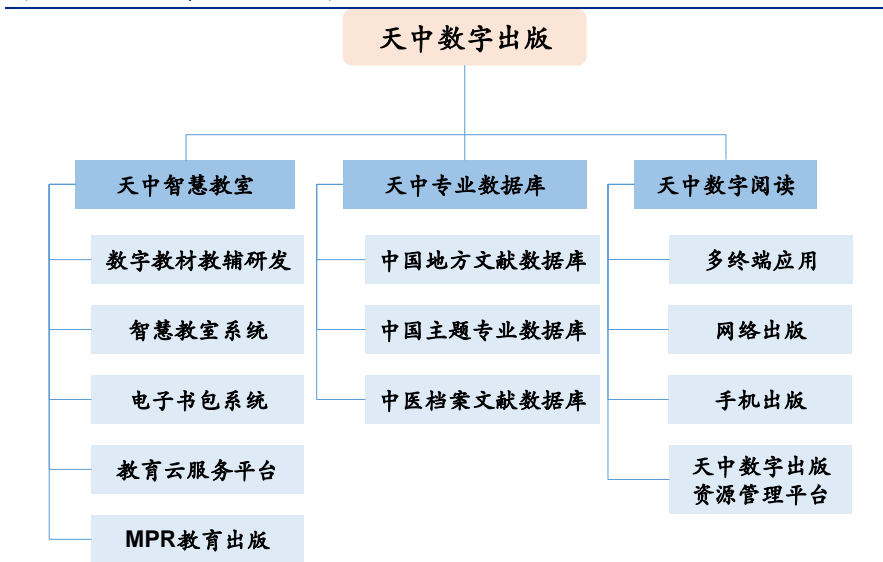
3.1. 传统业务的数字化升级稳步推进

公司在出版、印刷、发行等传统业务上进行数字化改革，数字出版、数字教育、数字发行业务扎实推进。截止 2016 年期末，公司累计引进电子图书公版资源 5000 余册、电子版一般图书 8100 余册。

公司 2014 年将超 1 亿元募集资金投向“数字内容发行平台项目”，由全媒体加工中心、数

字内容管理平台以及数字内容投放平台三部分组成，其中数字内容管理平台、数字内容投放平台项目实施主体为所属天中数字媒体分公司、音像社、大象社，全媒体数字加工中心项目由省新华书店承担。根据公司 2016 年报显示，这些募投项目预计将于 2017、2018 年陆续投入使用。

图 17：公司数字出版结构图



资料来源：公司年报

3.1.1. 推出 MPR 数字出版物，新技术彰显出版更多可能

随着信息渠道的多元化发展及网络的盛行，人们的阅读方式也开始发生着改变。网络阅读、手机阅读、平板阅读、点读笔阅读等电子阅读方式盛行。公司紧跟市场需求，开发出了多款多媒体印刷阅读出版物（即 MPR: Multimedia Print Reader）。公司发行集团所属的外文书店在全省书店系统建立了 34 家实体体验专柜，上线了中国 MPR 图书网，建立了云书网 MPR 专馆，全力拓展 MPR 市场营销。

MPR 数字化阅读将成为阅读方式的一次重大跨越。MPR 数字化出版物具有编码容量巨大、成本低廉、可靠性强和印制便捷等特点。据读者反映,该新型的阅读方式具有购买便利,可以根据自己需要选择阅读信息,并且图书通常采用鲜艳的色彩、突出的插图甚至以音乐搭配来刺激读者感官,非常符合时下年轻人对阅读喜好。数字化出版物对传统出版产业完成改造升级、平稳转型将发挥重要的支撑作用。

公司完成了 MPR 应用环节企业级标准建设，编制了《中原大地传媒 ISLI/MPR 复合数字出版企业标准》。公司数字出版业务也围绕 MPR 技术开发出了一系列产品。目前，公司 MPR 体验馆全部建成，并开展了系统内相关数字教学解决方案展示等一系列活动。2017 年，公司成功出版《古文观止》（ISLI/MPR 版），这是中国优秀经典读本与现代科技结合的产物，是国际 ISLI/MPR 出版物的首个版本。该书运用现代科技成果“ISLI 关联标识系统”和“MPR 出版技术”，将传统出版和新兴媒体进行融合，以助古文爱好者听览、欣赏之便。读者可以通过“听书”消除古文中繁体字、通假字等文字阅读的障碍，“听”读不准的字，“正”容易读错的音，耳闻目视，多感官融通，领略古代散文之精华。

图 18: 公司出版国际首部 ISLI/MPR 出版物——《古文观止》



资料来源: 搜狐读书 (<http://cul.sohu.com/20170112/n478572907.shtml>)

公司积极推进 MPR 教材、教辅实验试点工作。公司已经组织了 6 个省辖市 13 所试点学校的 1000 多名学生的 MPR 教材教辅示范应用, 已形成 19 个项目 159 种产品体系, 初步形成打包整合销售、一支笔对应的产品服务形式。未来, 还将继续把 MPR 技术与科学育儿、家庭教育、养生保健等图书销售结合起来, 探索 MPR 产品市场化道路。

3.1.2. 打造阅读社交平台“中阅网”

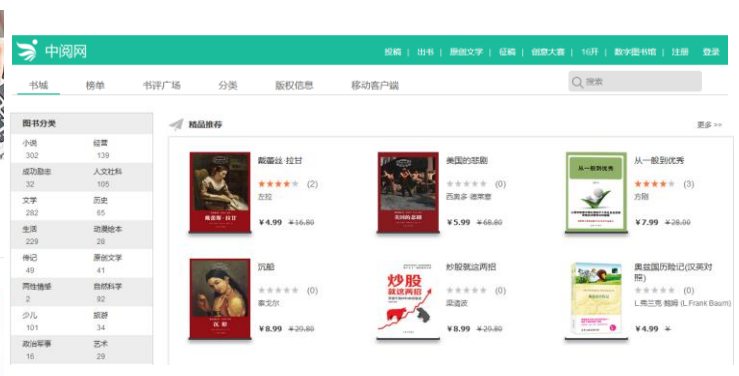
公司整合内部各出版社内容存量及自主建设资源打造数字阅读社交平台中阅网, 截至 2016 年末, 中阅网注册用户达 8000 人, 微博用户约 1.1 万人, 微信平台用户达 3000 人。“中阅网融媒体出版项目”已入选国家总局项目库, 此项目库是国家支持新闻出版业发展有关政策落实的重要平台, 中央文化产业发展专项资金优先支持新闻出版改革发展项目库入库项目。另外, 中阅网移动终端 APP“16 开”已上线运行, 16 开具有读书、写字、出书、评书等功能。

图 19: 旗下数字阅读社交平台中阅网



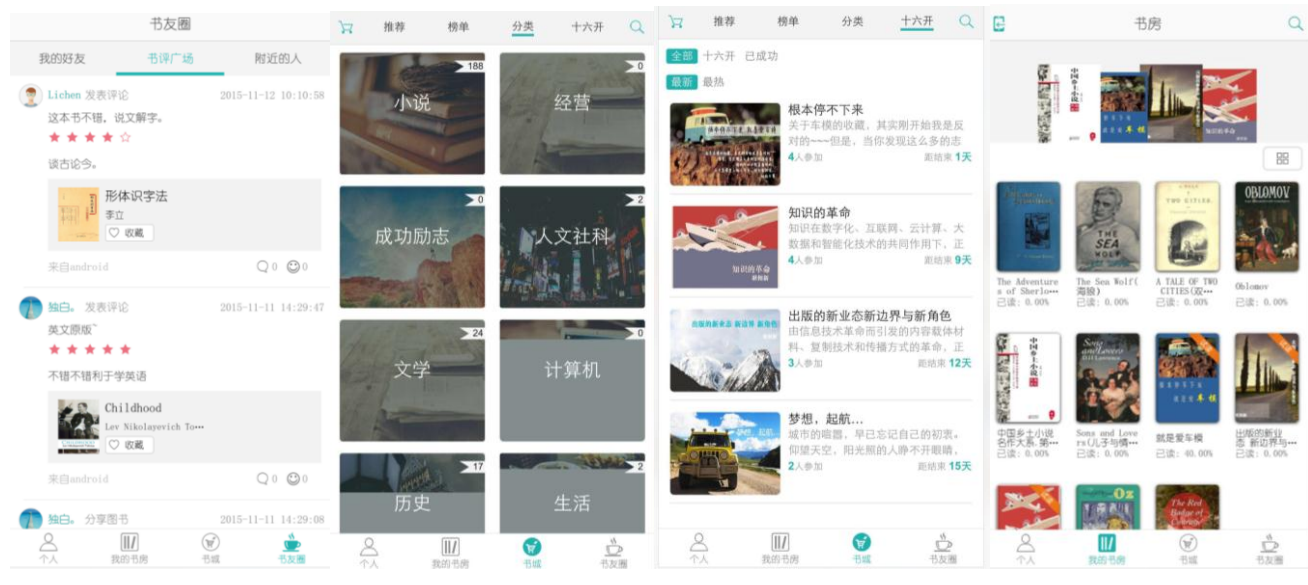
资料来源: 中阅网

图 20: 中阅网中数字图书馆



资料来源: 中阅网

图 21：中阅网移动终端 APP “16 开” 具有读书、写书、出书、评书等功能



资料来源：16 开

3.1.3. 综合电商平台“云书网”发展态势良好

亚马逊于 1995 年开始在线上专注销售图书，时至今日，亚马逊已经成为全美乃至全球最大的网络电子商务公司。其成功的运营模式也被多家国内公司借鉴，如当当网。当当网以图书电商立网，其员工多来自出版社。公司也正式推出自有综合电商平台“云书网”，于 2014 年 1 月 10 日开始上线运营，相比于当当网，公司最大的优势在于具有丰富的出版资源。

图 22：旗下综合电商平台云书网：购物+服务智慧新生活



资料来源：云书网

云书网在售品类包括图书、学习用品、数码产品、家电、家具、母婴用品等，目前上线产品已达 300 多万种。云书网定位为以文化创意为核心，以新华书店实体渠道和线上线下体验营销为支撑，以“互联网+”时代在用户个性化、多样性需求为导向，提供了整体书房，个性化阅读定制服务，数字印刷的个人出版服务，更多人性化服务有望逐步推出。云书网致力于打造“购物+服务”的电子商务运营架构，为每一位消费者提供“满足生活所需”的一站式网购体验，可以实现不出家门、不出国门，即能享受到来自全国及世界各地的商品和服务。云书网借由成本更为低廉的网络销售平台，势必在扩大营业额的同时，减少图书分销的成本，持续提高市场占有率。

3.2. 巩固教育出版，积极向教育服务业延伸

公司教材教辅业务区域优势明显，2016 年教辅教材营收 47.02 亿元，占总营收比例高达 59.59%。公司是人民教育出版社、人民音乐出版社等主流教材出版社的河南省独家租型代理商；所属八家出版社获得了教辅全科或部分学科出版资质，成功开发出多套全学科、全品类、全版本品牌系列教辅，是区域市场龙头。2016 年公司所属大象分公司（即教材出版中心）加强与地市教育局合作，围绕“部编三科”教材开 213 场次，培训老师 37685 人次；网络培训 7589 场次，培训教师 30 多万人。

公司旗下中国教育出版网以数字教育全媒体出版与数字内容全屏服务为主营，着力打造一个技术领先、营销为王、内容至上的数字资源运营平台，基于该平台重点拓展教育出版、教育培训、教育服务、教育策划四个产品线，致力于成为面向全球华语市场的数字传播运营服务商。2016 年，中国教育出版网数字教育产品和在线教育服务进一步优化，12 种产品已进入电教教材采购目录。

中国教育出版网中设立的中小学数字图书馆是全国第一款针对中小学的多媒体数字图书馆，下设书香馆、课例馆和视频馆。书香馆以教育类电子图书为主，拥有 27 万册教育类电子图书；课例馆以备课资源为主，拥有全学科全版本精品备课资源 1665 万份；视频馆以优质课、公开课为主，拥有来自全国的优质同步视频课程 1 万节。

图 23：旗下中国教育出版网



资料来源：中国教育出版网

图 24：中国教育出版网下设中小学数字图书馆



资料来源：中国教育出版网

图 25：中小学数字图书馆下设书香馆、课例馆和视频馆，特色鲜明



资料来源：中国教育出版网

公司数字出版与教育融合平台（ADP5）大象社 1.0 版正式上线运行，“大象考试评价系统”投入使用并形成显著效益，复合数字教辅《高中学习与指导》发行达到 1.6 亿册。

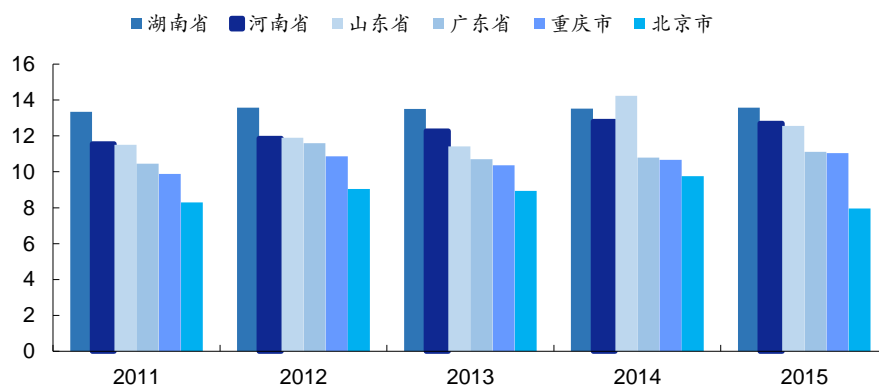
此外，2016 年公司首家新华书童幼儿园顺利开园，积累了进军实体教育的经验。河南省作为人口大省，人口出生率位居全国前列，且最近 5 年以来人口出生率呈增长态势。消费升级将打开幼教存量市场，二胎政策有望提供增量空间，公司的幼教业务有望受益于这一趋势。年轻父母消费意愿强、育儿观念先进，叠加现阶段特有的两代抚养一代的家庭格局，释放存量市场的需求潜力。我国教育市场整体受益于消费升级的红利，收入水平提升、教育支出增加推动存量用户价值不断释放。具体到幼教市场，目前 0-6 岁婴幼儿父母以 80、90 后的第一代独生子女为主，该人群在成长过程中物质条件相对富足，因此消费观念开放、价格敏感度较低，对于子女教育消费的投入意愿高。同时第一代独生子女生育后多形成 4+2+1 的代际格局。这种两代人共同抚养的大家庭，比仅由父母承担子女消费的小家庭，在婴幼儿消费，尤其是教育消费上的能力和意愿均高出很多。另外独生一代父母信息来源更为广泛、育儿观念也更为先进。据艾瑞咨询统计，目前 0-6 岁婴幼儿的家长中有 65.8% 通过网络媒体渠道获得育儿信息。作为互联网深度使用者，他们能够接触到多样化的育儿信息，在教育理念上更强调子女的自我发展、素质提升，因此对于学前教育的质量有更高要求，也愿意为此付出相应溢价。

图 26: 公司首家新华书童幼儿园顺利开园



资料来源: 河南室内设计网, 安信证券研究中心

图 27: 河南省人口出生率位居全国前列 (单位: ‰)



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

4. 加速升级实体发行渠道, 打造文化综合体

通过与商业地产的联姻, 新型实体书店悄然复兴, 年轻人将实体书店重新视作时尚地标。以上海为例, 从 15 年年底开始, 一批国内一线书店不约而同落子上海, MUJI 书店、言几又、西西弗、上海三联书店 (朱家角店) 相继开业。而通过与商业地产的联姻, 新型实体书店嵌入了咖啡厅、文创用品商店等多类功能, 集“设计、创意、生活”于一体, 吸引了大量年轻消费者。

图 28: MUJI 书店



资料来源: 界面

图 29: 言几又



资料来源: 创始人工厂

图 30: 西西弗书店



资料来源：“出版商务周报”微信公众号

图 31: 上海三联书店（朱家角店）



资料来源：腾讯文化

公司通过打造文化综合体、复合式书店、社区书店等促进实体书店转型升级。公司 2014 年拟投入 2.7 亿元募集资金于文化综合体运营中心项目及物流配送项目，加速升级实体发行渠道，该项目预计将于 2019 年底完成。2016 年，公司持续打造三级实体渠道发行体系，启动了 18 个店的卖场改扩建项目，13 个店的卖场新建项目和 5 个店的卖场购置项目，新增卖场面积超 7 万平方米，启动建设了 20 家面积在 1 万平方米以上的大型文化综合体，改扩建 70 余家现代复合式书店，新建 31 家社区书店（尚书房）、校园书店，形成多层次文化传播服务网络体系，开展各类文化宣传和阅读推广活动近万场，有力服务了书香社会建设。公司在经济发达地区打造大型文化综合体，消费者可以体验包括影院、饮食、娱乐用品等；公司是在经济相对欠发达的地方设立复合式书店，店铺面积小于文化综合体，内置小型咖啡吧、茶吧、甜点吧等功能，适合商务洽谈或潜心阅读；同时，公司在社区内开设社区书店“尚书房”。

图 32: 公司打造社区书店——尚书房（一）



资料来源：河南新闻，安信证券研究中心

图 33: 公司打造社区书店——尚书房（二）



资料来源：芒果网，安信证券研究中心

物流快递业务方面，公司强力打造“新华快的”品牌，积极介入各地电商产业园、物流产业园的建设和运营，打造第四层级的乡村文化电商服务站。公司以“云书网”电子商务平台为依托，16 年新增了 17 个电子商业运营中心和乡村服务站建设项目，建设了 9600 家乡村文化服务站，将文化服务终端延伸至乡村，有效解决文化服务“最后一公里”问题。新华快的网络体系整合县域物流快递资源，拓展县域快递市场，形成以县级物流分拣中心、“新华快的”班车、乡村服务站为核心的网络体系。

5. 投资建议

公司出版主业将保持稳健增长，在国企改革预期不断改善的趋势下，未来公司打造的数字出版业务和大教育体系有望成为中长期盈利增长点。预计公司 17-19 年净利润分别为 7.17/8.02/8.92 亿元，EPS 0.70/0.78/0.87 元，对应当前股价 PE 16/14/13 倍，给予 17 年 20 倍 PE，目标价 14 元，“买入-A”评级。

6. 风险提示

数字化升级、教育业务拓展进度不达预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,138.6	7,889.7	8,520.9	9,372.9	10,310.2	成长性					
减:营业成本	5,032.6	5,618.7	6,068.2	6,675.0	7,342.5	营业收入增长率	0.5%	10.5%	8.0%	10.0%	10.0%
营业税费	38.2	61.3	66.3	65.3	77.4	营业利润增长率	4.1%	1.9%	15.7%	9.8%	13.5%
销售费用	700.3	778.7	841.0	923.3	1,017.0	净利润增长率	9.6%	-4.3%	6.5%	11.9%	11.2%
管理费用	768.2	772.5	834.3	948.0	1,020.6	EBITDA 增长率	-3.6%	5.1%	8.4%	6.5%	10.3%
财务费用	-52.2	-34.5	-65.5	-81.7	-97.6	EBIT 增长率	-4.5%	5.3%	11.3%	8.3%	12.8%
资产减值损失	60.5	88.1	70.0	70.0	70.0	NOPLAT 增长率	-4.7%	3.9%	6.2%	8.3%	12.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.9%	-7.3%	2.3%	-28.5%	8.0%
投资和汇兑收益	16.5	14.5	9.9	13.7	12.7	净资产增长率	9.6%	9.1%	3.4%	11.3%	11.8%
营业利润	607.6	619.5	716.6	786.8	893.2	利润率					
加:营业外净收支	106.5	77.6	58.6	80.9	72.4	毛利率	29.5%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%
利润总额	714.2	697.1	775.1	867.7	965.6	营业利润率	8.5%	7.9%	8.4%	8.4%	8.7%
减:所得税	16.3	25.0	62.0	69.4	77.2	净利润率	9.9%	8.5%	8.4%	8.6%	8.6%
净利润	703.2	673.1	716.7	802.1	891.6	EBITDA/营业收入	10.2%	9.7%	9.7%	9.4%	9.4%
						EBIT/营业收入	7.8%	7.4%	7.6%	7.5%	7.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	60	54	48	38	29
						流动资产周转天数	-15	-13	-14	-15	-14
						流动营业资本周转天数	292	280	268	294	308
						应收账款周转天数	44	47	42	44	44
						存货周转天数	40	36	37	38	37
						总资产周转天数	451	444	423	421	421
						投资资本周转天数	81	80	72	57	45
						投资回报率					
						ROE	11.5%	10.1%	10.4%	10.5%	10.4%
						ROA	7.5%	6.6%	7.2%	6.6%	7.4%
						ROIC	38.7%	31.0%	35.5%	37.6%	59.3%
						费用率					
						销售费用率	9.8%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
						管理费用率	10.8%	9.8%	9.8%	10.1%	9.9%
						财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
						三费/营业收入	19.8%	19.2%	18.9%	19.1%	18.8%
						偿债能力					
						资产负债率	34.1%	34.1%	30.1%	36.2%	28.7%
						负债权益比	51.7%	51.8%	43.1%	56.7%	40.2%
						流动比率	2.41	2.18	2.76	2.36	3.15
						速动比率	2.10	1.89	2.36	2.08	2.76
						利息保障倍数	-10.63	-16.95	-9.94	-8.63	-8.15
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	-	0.09	0.09	0.07
						分红比率	20.1%	0.0%	12.8%	11.0%	7.9%
						股息收益率	1.2%	0.0%	0.8%	0.8%	0.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	697.8	672.0	716.7	802.1	891.6	EPS(元)	0.69	0.66	0.70	0.78	0.87
加:折旧和摊销	180.4	191.3	176.4	176.4	176.4	BVPS(元)	5.96	6.51	6.73	7.49	8.38
资产减值准备	60.5	88.1	-	-	-	PE(X)	16.3	17.0	16.0	14.3	12.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.7	1.7	1.5	1.3
财务费用	16.5	12.7	-65.5	-81.7	-97.6	P/FCF	41.3	14.1	17.3	8.8	14.5
投资损失	-16.5	-14.5	-9.9	-13.7	-12.7	P/S	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
少数股东损益	-5.4	-1.0	-3.6	-3.8	-3.3	EV/EBITDA	16.2	8.9	7.6	5.7	4.3
营运资金的变动	-343.3	142.7	-208.8	338.2	-275.6	CAGR(%)	4.6%	9.7%	3.8%	4.6%	9.7%
经营活动产生现金流量	905.7	702.4	605.3	1,217.5	678.8	PEG	3.6	1.7	4.2	3.1	1.3
投资活动产生现金流量	-649.5	-438.2	416.4	-54.1	-77.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-157.4	-184.3	-436.5	61.3	117.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034