

# 中信出版 (300788.SZ)

## 组织效率与体制机制沉淀多环节竞争优势，品类扩张推动持续增长

公司的核心优势是，通过组织效率与体制机制树立了多环节的竞争壁垒，将归属于个人的创意出品能力，沉淀为公司的生产能力、运营效率和品牌认知。公司通过“举手制”将出品策划开放成社会化的出版平台，本质上形成了工业化的生产体系，提高人效、解决产能瓶颈，使优秀的出版人能够分享“中信出版”的品牌价值和企业价值。扁平化管理、市场化机制使公司在规模扩大后仍保持效率和创造力。目前中信出版已裂变形成 30 余个不同的出版人平台，主要涵盖经管、社科和少儿等多个类别。公司经管类图书龙头地位稳固，2018 年实体书店和线上书店码洋占有率分别为 20.08%和 15.30%；少儿类图书突破式发展，2016-2018 年销售码洋复合增速达 86.94%。

少儿领域高成长性的背后，是公司出版机制下形成的跨品类复制能力。公司在上游拥有丰富的资源储备，并建立了优质内容的发掘和甄选体系，已先后与超过 11,000 位国际国内的优秀作者建立了合作关系，拥有 2464 种优质版权储备。通过极强的产品力和强大的协作网络，对市场热点进行快速响应，形成“定义社会议题的能力”。在下游营销渠道方面，公司构建了立体化全渠道体系，在过去线上价格战激励的情况下仍保持了毛利率的基本稳定，具有较强的下游议价能力。公司成体系化的出品方法论之下，年出版新书数量持续增长，2018 年经管、社科和少儿三大品类新书品种分别达 301、412 和 421，年新书品种已达 1300 种以上。多品类、多数量与多元化内容，能够增加对上下游的议价能力，降低对单一品类、作者和作品的依赖。

精细化的运营和库存/应收账款管理是公司高 ROE 的核心，具备极高的运营效率。公司拥有更低的库存库龄和更严格的计提方式，1 年以内的库存商品占比为 80%，渠道每日动态反馈出货情况并由营销编辑调整营销策略，避免有害库存形成。此外，公司账期及回款政策较为严谨，回款能力强，且直销模式占比较高，因此应收账款周转效率突出。因此，在出版品种更多的情况下，公司资产周转率仍处于较高水平。我们看好中信出版在未来集中度的提升，预计品类扩张和效率提升将带动公司维持较快增长。

### 财务预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.53、3.04 和 3.62 亿元。采用绝对估值法的结果，给予目标价 49.02 元，目标市值 93.22 亿元，对应 2020 年 PE 31x，首次覆盖并给予“增持”评级。

**风险提示：**政策监管风险、行业竞争风险、电子阅读对纸质图书冲击的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,271	1,634	1,997	2,407	2,857
增长率 yoy (%)	30.1	28.5	22.2	20.6	18.7
归母净利润(百万元)	181	207	253	304	362
增长率 yoy (%)	43.5	14.0	22.6	20.1	18.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.95	1.09	1.33	1.60	1.90
净资产收益率(%)	25.1	22.1	14.7	15.6	16.1
P/E(倍)	46.8	41.1	33.5	27.9	23.5
P/B(倍)	11.6	9.7	5.0	4.4	3.9

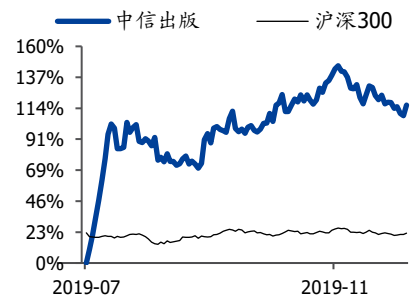
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持(首次)

#### 股票信息

行业	文化传媒
最新收盘价	46.28
总市值(百万元)	8,800.21
总股本(百万股)	190.15
其中自由流通股(%)	25.00
30 日日均成交量(百万股)	1.34

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 顾晟

执业证书编号: S0680519100003

邮箱: gusheng@gszq.com

##### 分析师 马继愈

执业证书编号: S0680519080002

邮箱: majiyu@gszq.com

##### 研究助理 吴珺

邮箱: wujun@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,297	1,507	2,446	2,897	3,312
现金	601	674	1,516	1,773	2,027
应收账款	41	75	60	107	89
其他应收款	32	48	54	67	78
预付账款	10	13	15	18	21
存货	598	673	781	911	1,075
其他流动资产	14	24	20	21	21
<b>非流动资产</b>	123	204	222	245	249
长期投资	76	50	47	44	39
固定投资	11	16	30	45	51
无形资产	12	13	7	1	1
其他非流动资产	25	125	138	156	158
<b>资产总计</b>	1,420	1,711	2,669	3,142	3,561
<b>流动负债</b>	653	804	927	1,181	1,346
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	505	617	716	928	1,058
其他流动负债	148	187	211	254	288
<b>非流动负债</b>	22	19	22	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	19	22	21	21
<b>负债合计</b>	<b>675</b>	<b>823</b>	<b>949</b>	<b>1,202</b>	<b>1,367</b>
少数股东权益	11	13	13	10	3
股本	143	143	190	190	190
资本公积	156	156	751	751	751
留存收益	442	584	756	958	1,188
归属母公司股东收益	734	875	1,707	1,930	2,192
<b>负债和股东权益</b>	1,420	1,711	2,669	3,142	3,561

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	136	233	299	387	390
净利润	187	196	253	302	354
折旧摊销	16	22	33	50	59
财务费用	-2	-2	-11	-21	-24
投资损失	-10	1	-3	-3	-4
营运资金变动	-76	-27	26	60	5
其他经营现金流	21	42	0	-0	0
<b>投资活动净现金流</b>	5	-109	-48	-69	-59
资本支出	25	52	18	28	9
长期投资	16	-70	3	6	4
其他投资现金流	45	-127	-27	-36	-46
<b>筹资活动净现金流</b>	-41	-52	592	-61	-76
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	48	0	0
资本公积增加	0	0	596	0	0
其他筹资现金流	-41	-52	-51	-61	-76
<b>现金净增加额</b>	99	73	842	256	255

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,271	1,634	1,997	2,407	2,857
营业成本	755	971	1,199	1,438	1,688
营业税金及附加	6	7	9	11	13
营业费用	216	307	378	478	585
管理费用	107	136	130	150	179
财务费用	-2	-2	-11	-21	-24
资产减值损失	18	39	34	44	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	-1	3	3	4
<b>营业利润</b>	192	201	260	310	364
营业外收入	2	1	2	1	2
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	193	202	261	311	365
所得税	6	6	8	9	11
<b>净利润</b>	187	196	253	302	354
少数股东收益	6	-10	-1	-2	-8
<b>归属母公司净利润</b>	181	207	253	304	362
EBITDA	191	204	260	312	367
EPS (元/股)	0.95	1.09	1.33	1.60	1.90

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	30.1	28.5	22.2	20.6	18.7
营业利润 (%)	77.9	4.6	29.0	19.4	17.4
归属母公司净利润 (%)	43.5	14.0	22.6	20.1	18.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	40.6	40.6	39.9	40.3	40.9
净利率 (%)	14.3	12.6	12.7	12.6	12.7
ROE (%)	25.1	22.1	14.7	15.6	16.1
ROIC (%)	22.4	19.8	12.8	13.0	13.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.5	48.1	35.6	38.3	38.4
净负债比率 (%)	-80.6	-75.8	-88.2	-91.4	-92.4
流动比率	2.0	1.9	2.6	2.5	2.5
速动比率	1.1	1.0	1.8	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.98	1.04	0.91	0.83	0.85
应收账款周转率	31.0	28.2	29.6	28.9	29.2
应付账款周转率	3.0	1.7	1.8	1.8	1.7
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.95	1.09	1.33	1.60	1.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.11	1.22	1.57	2.04	2.05
每股净资产 (最新摊薄)	3.86	4.60	8.98	10.15	11.53
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	46.8	41.1	33.5	27.9	23.5
P/B	11.6	9.7	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	41.4	38.5	26.9	21.6	17.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1 中信出版：全牌照大众出版龙头，围绕“内容+”整合升级.....	6
1.1 历史沿革：三阶段发展，向综合文化服务提供商转型.....	6
1.2 股权结构：股东背景雄厚，子公司向全产业链布局.....	7
1.3 财务分析：营收快速增长，ROE 高于行业平均水平.....	8
2 图书出版：少儿图书为新增长点，“畅销书效应”愈加显著.....	11
2.1 线上渠道助力规模增长，线下转型综合消费场景.....	11
2.2 少儿与社科图书领跑，儿童市场规模可期.....	12
2.3 畅销书效应凸显，龙头竞争愈加激烈.....	13
3 重塑与进化：通过组织效率与体制机制沉淀多环节竞争优势.....	15
3.1 版权获取：公司拥有极强的内容筛选和版权获取能力.....	15
3.1.1 公司拥有强大的作家资源和版权储备.....	15
3.1.2 公司拥有“定义社会议题的能力”：对市场的快速反应机制，抓住市场需求.....	16
3.2 策划出版：“举手制”下形成的工业化出版体系和跨品类复制能力.....	17
3.2.1 扁平化、市场化机制保证优质内容输出，形成“出版人平台”.....	17
3.2.2 跨品类发展，少儿领域成为核心亮点和未来看点.....	18
3.2.3 品种增加、内容多元，对单一品类、作者和产品的依赖较小.....	20
3.3 营销发行：专业化营销团队及多渠道布局，渠道议价能力强.....	21
3.3.1 营销网络持续扩张，销售费用率高于同业.....	21
3.3.2 多渠道布局维持较强议价能力.....	22
3.4 库存及应收账款管理：极高的运营效率，高 ROE 的核心.....	24
3.4.1 存货管理：低库存库龄和更严格的计提方式，动态反馈出货情况并调整营销策略.....	25
3.4.2 应收账款管理：回款能力及周转效率突出.....	26
3.5 品牌能力：产品及渠道树立品牌认知，出版人平台分享品牌价值.....	27
4 未来展望：看好中信出版的持续成长.....	27
4.1 预计品类扩张和效率提升将带动公司维持高增长，市占率稳步提升.....	27
4.2 转型知识服务与创意传播公司，打开边界与市场空间.....	29
盈利预测与投资建议.....	29
盈利预测.....	29
投资建议.....	31
风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革图.....	6
图表 2: 发行后股权结构图.....	7
图表 3: 中信出版部分参控股子公司及业务介绍.....	7
图表 4: 公司营业收入（单位：百万元）及增速.....	8
图表 5: 公司归母净利润（单位：百万元）及增速.....	8
图表 6: 公司分业务营业收入（单位：百万元）.....	8
图表 7: 公司分业务营收占比.....	8
图表 8: 公司各图书品类营业收入（单位：百万元）.....	9
图表 9: 公司各图书品类营收增速.....	9
图表 10: 公司综合毛利率及净利率.....	9

图表 11: 公司分业务毛利率.....	9
图表 12: 公司图书出版业务分品类毛利率.....	10
图表 13: 公司图书出版业务分渠道毛利率.....	10
图表 14: 公司期间费用率.....	10
图表 15: 公司销售费用主要构成及变化.....	10
图表 16: 中信出版 ROE (单位: %) 与同业对比.....	11
图表 17: 2010-2018 中国线上及线下销售码洋 (单位: 亿元) 和增速.....	11
图表 18: 2019Q3 不同细分市场码洋比重结构图.....	12
图表 19: 2019Q3 不同细分市场码洋比重同比变化图.....	12
图表 20: 2010-2018 年中国 0-14 岁人口规模.....	12
图表 21: 2011-2018 年 0-8 岁少年儿童图书阅读率.....	12
图表 22: 2017-2018 年少儿图书平均价格 (单位: 元).....	13
图表 23: 少儿图书占图书零售市场码洋比重.....	13
图表 24: 2015-2018 年中国不同码洋市占率出版社数量 (个).....	13
图表 25: 全球 TOP10 出版社营收 (单位: 百万欧元) 及占比.....	13
图表 26: 2018 年中国图书市场出版社及出版集团码洋市占率.....	14
图表 27: 2014-2018 年中国图书重印率趋势.....	14
图表 28: 我国新书在整体零售市场中所占的码洋比重变化情况.....	14
图表 29: TOP1% 销售的品种对市场的码洋贡献率.....	15
图表 30: 一般图书出版与发行的主要成本构成 (单位: 百万元).....	16
图表 31: 公司版税成本/销售码洋情况.....	16
图表 32: 2018.01-2019.05 月度 TOP30 榜单上中信出版的图书.....	16
图表 33: 公司出版的部分经典书籍.....	17
图表 34: 公司出版人平台具体分类.....	18
图表 35: 公司主要出版人平台一览.....	18
图表 36: 2018 年经营类实体书店码洋 TOP5.....	19
图表 37: 2018 年经营类网上书店码洋 TOP5.....	19
图表 38: 2016-2018 少儿类图书销售码洋及增速.....	19
图表 39: 2016-2018 年少儿类图书销售数量及增速.....	19
图表 40: 中信童书部分少儿出版子品牌.....	20
图表 41: 中信出版新书品种数量 (单位: 种).....	20
图表 42: 中信出版畅销书收入占比.....	21
图表 43: 公司主要线上营销媒体渠道一览.....	21
图表 44: 公司针对老书《S.》举办“百人印厂揭秘”活动.....	22
图表 45: 销售费用率同业对比.....	22
图表 46: 中信出版立体化渠道体系.....	23
图表 47: 2016-2018 线上线下渠道营收及增速.....	23
图表 48: 2017 年起营收的主要贡献由线下转为线上.....	23
图表 49: 2016-2018 线上代销&直销营收规模及增速.....	24
图表 50: 线上直销各渠道营收增速.....	24
图表 51: 2016-2018 公司图书出版业务毛利率.....	24
图表 52: 2016-2018 公司图书出版业务折扣率.....	24
图表 53: 四家出版公司净利率对比 (%).....	25
图表 54: 四家出版公司总资产周转率对比 (%).....	25
图表 55: 四家出版公司存货周转率对比 (%).....	25
图表 56: 1 年以内库存商品占比对比.....	25
图表 57: 不同库龄库存商品占比.....	26

图表 58: 库存商品跌价准备计提比例对比 .....	26
图表 59: 四家出版公司应收账款周转率对比 (%) .....	27
图表 60: 中信书店收入构成 .....	27
图表 61: 不同类型中信书店数量 .....	27
图表 62: 中信出版在整体图书市场中的市占率稳步提升 .....	28
图表 63: 市占率居于居于行业第二 .....	28
图表 64: 中信出版图书出版效率 .....	28
图表 65: 2014-2018 年中国各品类图书销售码洋 .....	29
图表 66: 收入成本分类预测表 (单位: 百万元) .....	30
图表 67: 可比公司平均估值 .....	31
图表 68: 公司估值假设 .....	32
图表 69: FCFF 估值结果 .....	32

## 1 中信出版：全牌照大众出版龙头，围绕“内容+”整合升级

公司成立于1993年，是以经管为特色的大众出版龙头国企，也是中信集团在文化版图下重要的布局。公司主营大众图书出版、发行业务和书店零售业务，拥有出版、发行、零售以及网络传播全牌照，以“知识服务、文化消费”作为两条业务主线，2018年公司整体图书市场的码洋占有率为2.47%，排名第2位，并在经管类图书市场中稳占龙头地位。公司于2019年6月由新三板转板A股，募资后将围绕“内容+”垂直整合文化、生活、教育及娱乐等领域，向综合文化服务提供商升级转型。

### 1.1 历史沿革：三阶段发展，向综合文化服务提供商转型

**第一阶段（1993-2005年）：奠定经管类图书领先优势，确立主流内容出版品牌与口碑**  
公司在经济全球化背景下确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，用市场化方式运作图书选题，以国际化视角发掘财经题材，通过推出《谁动了我的奶酪》、《杰克·韦尔奇自传》、《从优秀到卓越》、《基业长青》、《黑天鹅》等一系列代表作品，奠定了公司在经管类图书领域的领先优势，并树立起了“中信出版”专业、前瞻、新锐的品牌形象。

**第二阶段（2005-2013年）：向大众出版领域拓展，构建起版权资源和流程体系**  
出版领域逐渐由经管类向综合大众化方向快速延伸，出版图书品类逐步覆盖了社科、文学、少儿、生活等领域，持续推出《史蒂夫·乔布斯传》、《从0到1》、《重新定义公司》、《论中国》、《人类简史》、《未来简史》、《哈佛中国史》等精品畅销书。在这一阶段，公司的版权储备领先优势逐渐形成，已先后与超过11,000位国际国内的优秀作者建立了合作关系，并建立起发掘优质内容的流程体系。

**第三阶段（2013年至今）：从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型**  
立足于图书出版领域建立的内容储备优势，在数字出版业务、文化增值消费与线下书店布局等多方面取得较大进展，逐步发展成具有影响力和较大规模的综合文化服务提供商。

图表1：公司历史沿革图

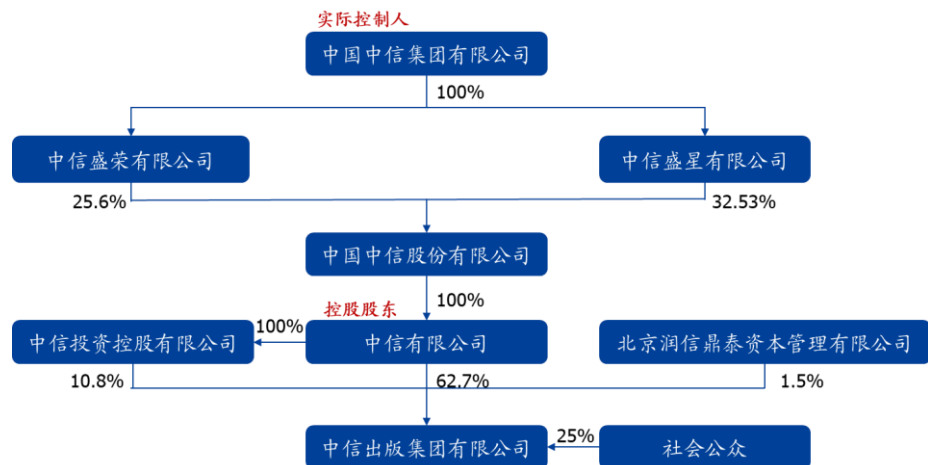


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 1.2 股权结构：股东背景雄厚，子公司向全产业链布局

公司股权集中且股东实力雄厚。上市后，中信集团通过中国中信有限公司（控股股东）和中信投资控股有限公司合计持有公司 73.5% 的股权，为公司实际控制人。中信出版作为中信集团旗下唯一一家主营出版业务的子公司，具有较强的资源获取能力，也是唯一一家国有企业成立，且属于企业管理的出版公司（其他出版社基本属于部委、大学、地方教育局发起成立）。中信出版的背景决定了其一方面拥有国有出版社的全部牌照，也在创立之初就具备中信集团灵活的机制。

图表 2：发行后股权结构图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

子公司全产业链多元布局。截止目前中信出版共拥有 10 家控股子公司、4 家参股子公司、2 家分公司。公司的业务围绕内容布局，涵盖了版权投资运营、图书出版发行、渠道+零售的全产业链，并逐步向教育领域拓展。

注：无偿受让财金通核心股东在公司增资前质押给的 35% 股份后，公司持有财金通股权由 27% 增加至 62%，但公司正挂牌转让财金通全部股份，挂牌交易底价为 3,775.50 万元。

图表 3：中信出版部分参控股子公司及业务介绍

序号	公司名称	持股比例	主营业务
1	北京《经济导刊》杂志社有限公司	100%	《经济导刊》杂志的出版, 发行.
2	北京信睿宝网络科技有限公司	100%	技术推广服务; 设计, 代理, 制作, 发布广告等
3	北京信睿文化传媒有限公司	100%	《信睿周报》报纸的出版, 发行
4	北京中信书店有限责任公司	100%	图书, 报纸, 期刊, 电子出版物, 音像制品批发, 零售, 网上销售等
5	上海中信大方文化发展有限公司	100%	出版物经营, 创意服务, 文化艺术交流策划, 餐饮管理等
6	中信联合云科技有限责任公司	100%	数据库开发; 计算机网络技术培训; 经济咨询服务等
7	中信出版日本株式会社	60%	(1) 中国市场出版版权销售; (2) 日本市场出版发行等
8	中店信集商贸有限责任公司	53%	餐饮配送服务; 自助餐服务; 保健食品零售等
9	中信楷岚教育科技有限公司	51%	受企业委托开展员工职业技能培训 (发证除外), 管理咨询等
10	正信咖啡有限公司	50%	销售食品; 餐饮服务; 出版物零售等
11	中信文化资本管理有限公司	30%	文化资产投资; 投资咨询和企业管理咨询等
12	上海财金通教育投资股份有限公司	27%	教育领域内的投资, 投资咨询, 财务咨询, 企业管理咨询.

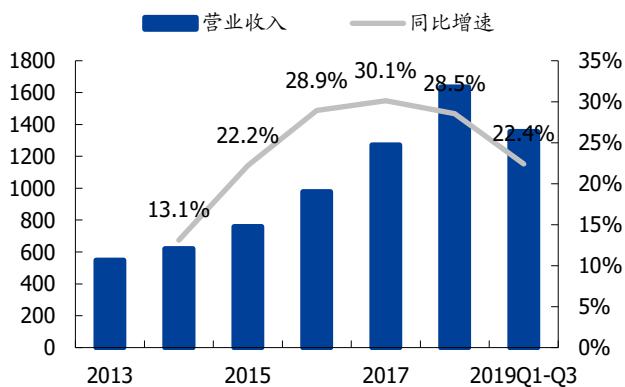
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3 财务分析：营收快速增长，ROE 高于行业平均水平

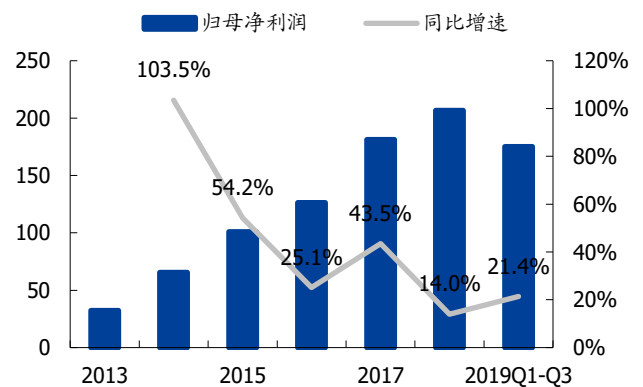
2016-2018年，公司实现营业收入9.77、12.71和16.34亿元，同比增长28.9%、30.1%和28.5%，CAGR 29.2%，营收增速显著高于行业和其他公司水平，保持快速增长态势。2016-2018年归母净利润分别为1.26、1.81和2.07亿元，同比增速分别为25.1%、43.5%和14.0%，CAGR 26.9%，亦保持较快增长，2018年净利润增速下滑主要由于新设子公司中店信集带来较大租赁费用（计入销售费用）且当年亏损较大。

此外，截止2019年前三季度，公司实现营业收入13.56亿元，同比增长22.4%；实现归母净利润1.75亿元，同比增长21.4%。其中Q3单季实现营收4.6亿元，同比增长31.54%；实现归母净利润0.45亿元，同比增长54.91%。收入利润增长提速，主要原因是少儿图书的高速增长与书店经营状况的改善。

图表4：公司营业收入（单位：百万元）及增速



图表5：公司归母净利润（单位：百万元）及增速

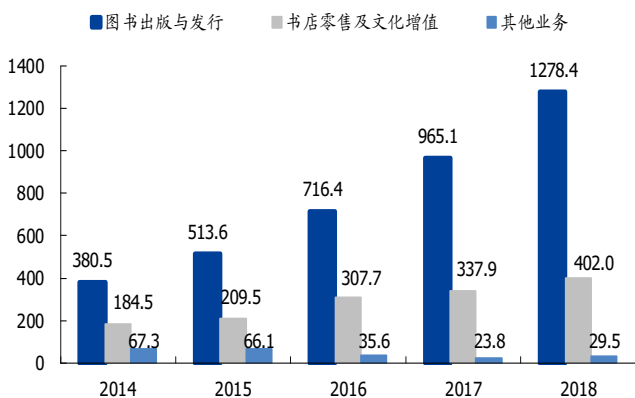


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

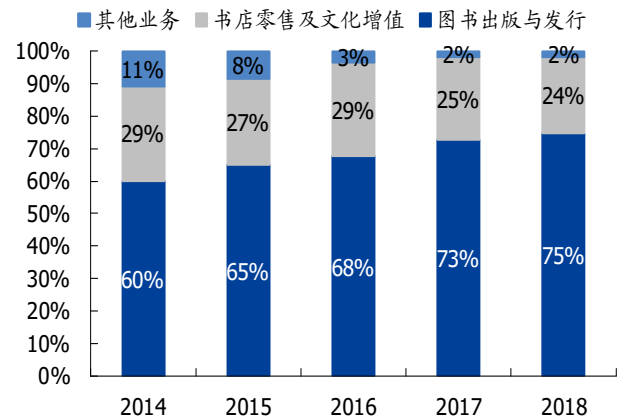
营收快速增长主要来自图书出版发行主业的推动。2018年图书出版与发行、书店零售及文化增值和其他业务营收分别为12.78、4.02和0.29亿元，营收占比分别为78.2%、24.60%和1.80%。图书出版与发行业务是公司收入的主要来源，且占营收的比重不断提升。此外，书店零售与文化增值业务稳步增长，但在公司营收中的占比由2014年的29%下降至2018年的24%。其他业务中主要包括广告宣传收入、陈列展示收入等，2017年下滑原因主要是客流量最大的首都机场关闭，营销推广费用相应下滑。

图表6：公司分业务营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：公司分业务营收占比

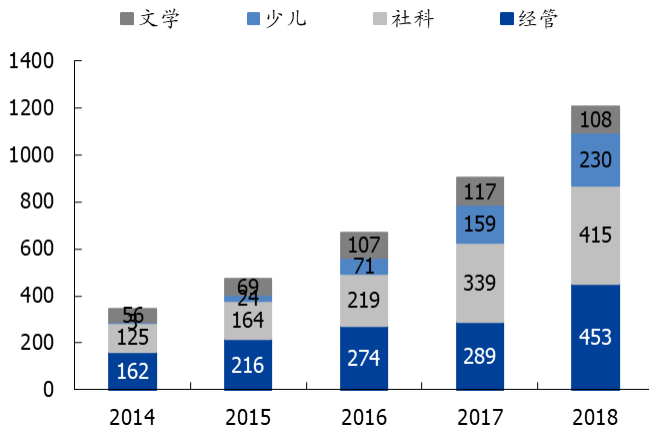


资料来源：公司公告，国盛证券研究所



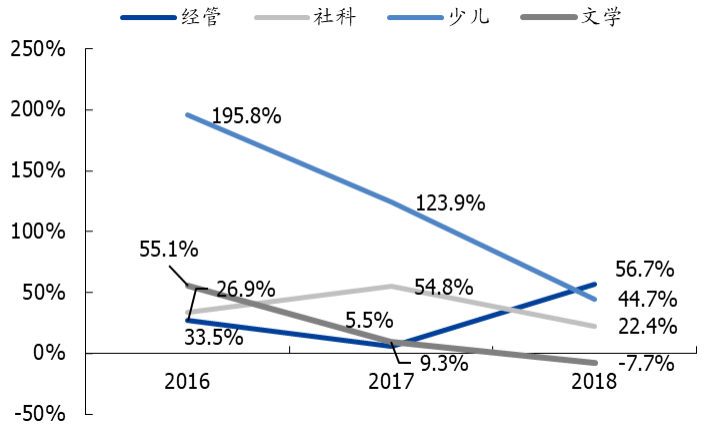
经营类图书营收增长提速，社科、少儿图书保持高增长。在公司最为核心的图书出版发行业务中，经管、社科、少儿、文学图书为主要品类，2018年营收分别为4.53、4.15、2.3和1.08亿元。在经营类图书平均定价与销量大幅增长的情况下，2018年经营类图书增速大幅回升至56.7%，使其总营收中的占比提高至27.71%，经营类图书对公司的重要性进一步增强。此外，公司对少儿图书加大布局已见成效，2016-2018少儿类图书出版与发行收入分别为0.71、1.59和2.3亿元，同比增速达195.8%、123.9%和44.7%。

图表8: 公司各图书品类营业收入(单位:百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

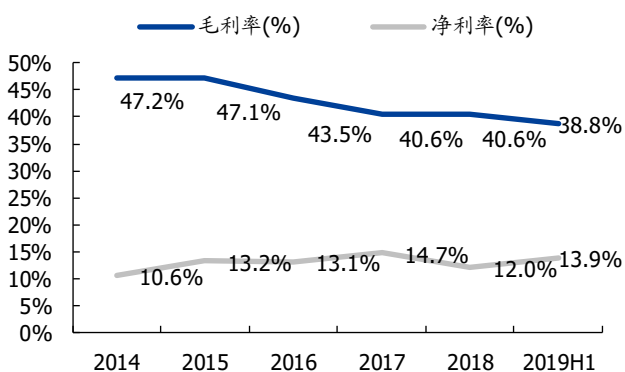
图表9: 公司各图书品类营收增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

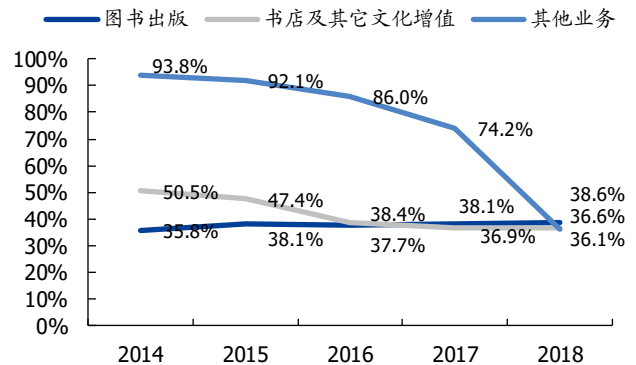
公司图书出版业务毛利率和净利润水平均保持稳定。2018年公司综合毛利率为40.6%，综合净利率为12.0%，整体趋势相对平稳。分业务来看，2018年公司图书出版、书店零售和其他业务的毛利率分别为38.6%、36.6%和36.1%，其中图书出版业务毛利率整体保持稳定，书店零售业务毛利率下滑，主要原因是大客户批销业务的图书销售折扣偏低；其它业务毛利率下滑，主要由于教育培训业务规模扩大所致。

图表10: 公司综合毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 公司分业务毛利率

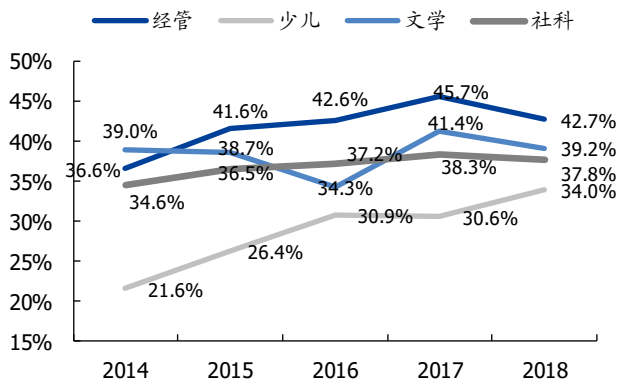


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分品类和渠道看，少儿类图书毛利率处于上升通道，线下渠道毛利率维持高位。细分到各品类来看，2018年经营类图书毛利率达到42.73%，整体高于其他三类图书，并在近四年来均维持高位；少儿类图书毛利率不断提升，由2014年的21.57%提升至2018年的34%，主要原因是公司少儿图书业务规模增长，成本得到控制。从渠道角度来看，线上直销毛利率从2016年的37.0%下滑至2018年的30.0%，主要由于公司开展大量促销活动以增强竞争力所致。线下渠道毛利率始终维持高位，2018年线下直销毛利率达到

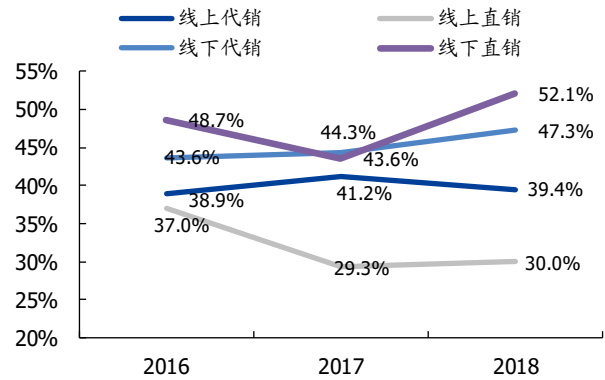
52.1%，同比提升 8.5pct；线下代销毛利率达到 47.3%，同比提升 3.0pct。

图表 12: 公司图书出版业务分品类毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

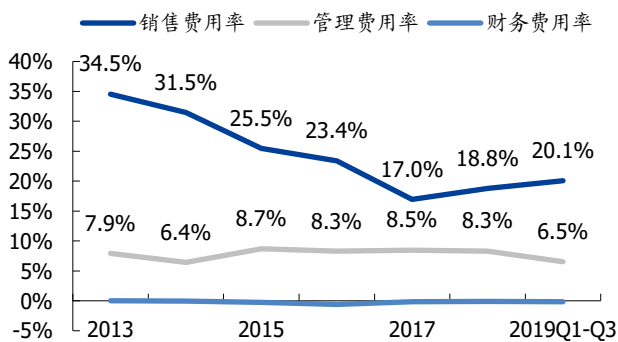
图表 13: 公司图书出版业务分渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

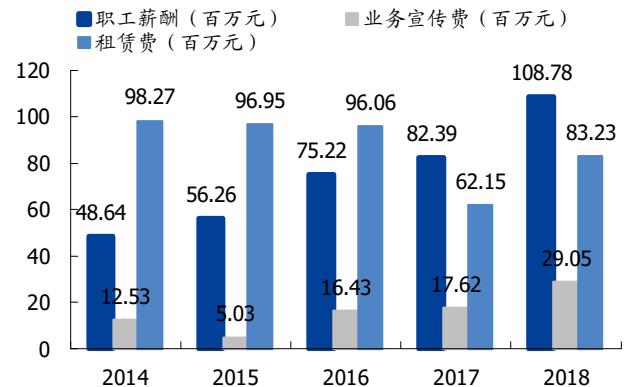
租赁费用优化带动销售费用率有所降低, 管理费用率维持稳定。销售费用的主要构成为租赁费、职工薪酬、业务宣传费等。2014 年-2018 年, 销售费用率依次为 31.5%/25.5%/23.4%/17.0%/18.8%, 总体呈下滑趋势, 其中租赁费用由 2014 年的 9827.0 万元下降至 2018 年的 8323.0 万元。租赁费用主要系中信书店的店铺租赁产生, 由于公司利用租售比不断进行优化店铺的选址, 总体来看近五年租赁费用呈下降趋势。2018 年销售费用率有所提升, 主要由于为新设子公司中店信集于 2018 年发生租赁费用 1,748.17 万元。此外, 公司管理费用率和财务费用率相对稳定。

图表 14: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

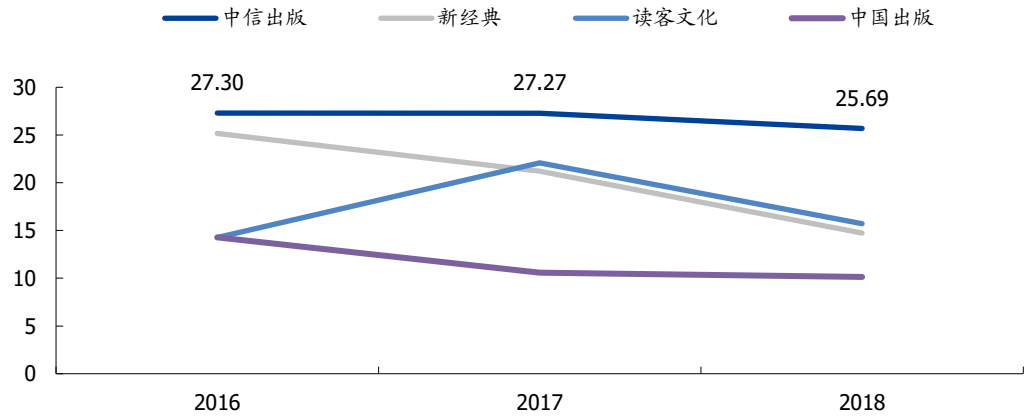
图表 15: 公司销售费用主要构成及变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对比同业 ROE 更高, 具有较强的资产管理能力。2016-2018 年中信出版的 ROE 分别为 27.30%、27.27%和 25.69%, 显著高于新经典、读客文化以及中国出版 ROE 水平。在销售净利率并未显著高于同业的情况下, 中信出版的资产周转率和权益乘数更高。其中, 公司立体化的渠道布局使得公司的回款能力较强, 应收账款周转率远高于同业 (后文将详细进行分析)。

图表 16: 中信出版 ROE (单位: %) 与同业对比



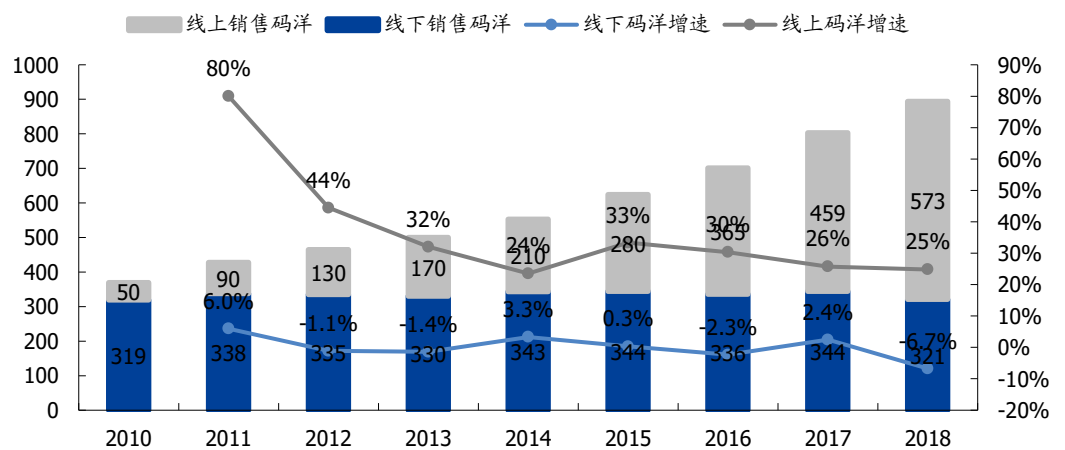
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2 图书出版: 少儿图书为新增长点, “畅销书效应” 愈加显著

### 2.1 线上渠道助力规模增长, 线下转型综合消费场景

图书零售市场总规模稳定增长, 线上渠道是拉动增长的主力。2015-2018 年中国图书零售市场码洋分别为 604/701/803/894 亿元, 增速存在波动, 但整体均维持在 10% 以上。2018 年同比增速为 11.33%, 2019 年前三季度同比增速达到 12.78%。从不同销售渠道来看, 线下图书销售码洋逐年下滑, 2019 年前三季度同比下滑 7.03%; 线上图书销售码洋保持 20% 以上的高增速, 2019 年前三季度同比增速为 24.8%, 是拉动整体图书市场增长的主要动力。

图表 17: 2010-2018 中国线上及线下销售码洋 (单位: 亿元) 和增速



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

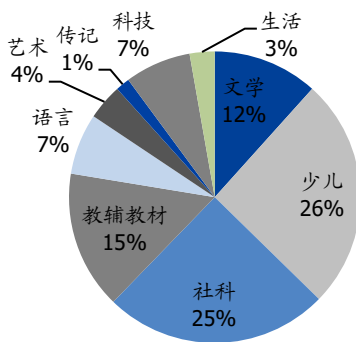
线下书店凭借其不断转型升级积极迎合消费需求, 并提供更优质的阅读体验, 在渠道端仍保持重要份额。根据开卷数据, 在不计算满减、满赠、优惠券等活动情况下, 2018 年图书网店渠道折扣为 6.2 折。考虑折扣后, 2018 年网店渠道实际销售额约为 355 亿元, 略高于实体书店 (321 亿元, 基本无折扣)。目前实体书店普遍通过引入咖啡、文创等, 与图书结合进行消费升级, 创造更多元的收入和盈利渠道, 打造体验式阅读的综合消费

场景。因此，线上渠道不能完全替代书店，未来图书零售市场格局将趋于稳定。

## 2.2 少儿与社科图书领跑，儿童市场规模可期

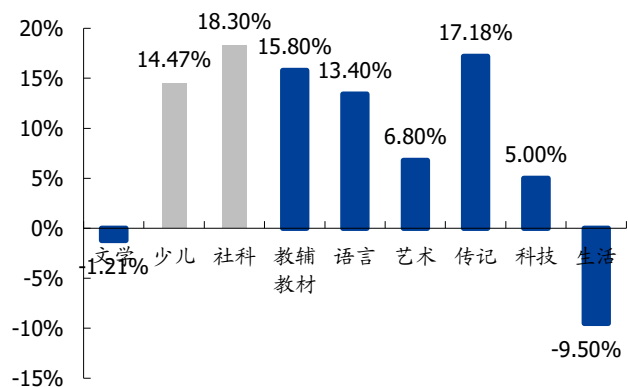
从细分品类看，少儿，社科，教辅教材（零售）和文学是最大的四个品类，2018年销售码洋分别为261.9、254.5、156.6和119亿元，占比分别为26%、25%、15%和12%；从增速看，社科和少儿在较大的码洋规模之下仍保持了较快的增长，2018年增速分别为18.3%和14.5%。由于单一品类市场规模均不大，出版公司提高市占率和做大的关键在于具备跨品类发展的能力。

图表 18: 2018 年不同细分市场码洋比重结构图



资料来源：开卷信息，国盛证券研究所

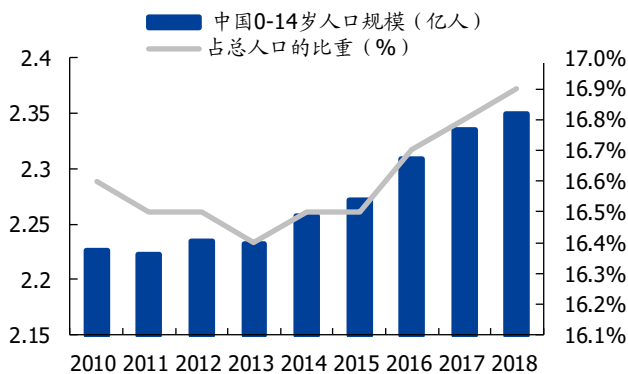
图表 19: 2018 年不同细分市场码洋增速



资料来源：开卷信息，国盛证券研究所

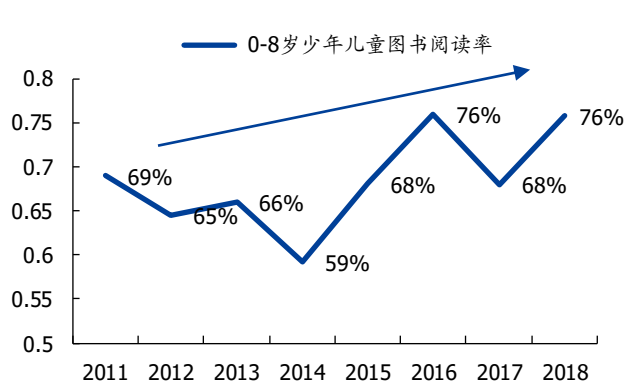
**儿童图书份额持续提升，未来市场规模可期。**具体而言，儿童图书市场规模取决于儿童数量、儿童阅读率和少儿图书定价情况：（1）我国少儿人口总规模呈上升趋势，0-14岁少年儿童占总人口数量比重稳定增长，2018年底达16.9%；（2）同时，0-8周岁儿童阅读率处于上升通道，从2011年的69%上升至2018年的76%；（3）从少儿图书定价角度来看，排名前100名新书定价/售价为42.56/27.37元，高于2017年水平，定价上涨趋势显著。根据开卷数据，2019年前三季度，中国少儿图书零售市场码洋占比为26.05%，较2018年底上涨0.85个百分点，呈稳中有进态势。可以预见，未来我国少儿图书市场将保持稳健增速。

图表 20: 2010-2018 年中国 0-14 岁人口规模



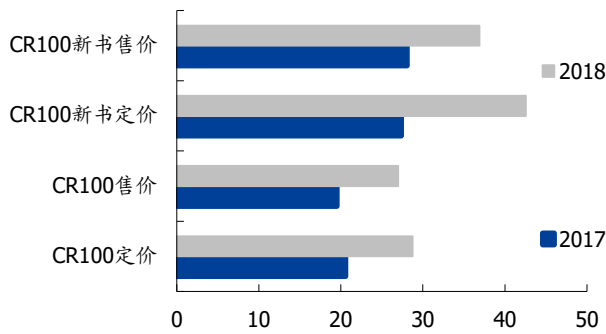
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 21: 2011-2018 年 0-8 岁少年儿童图书阅读率



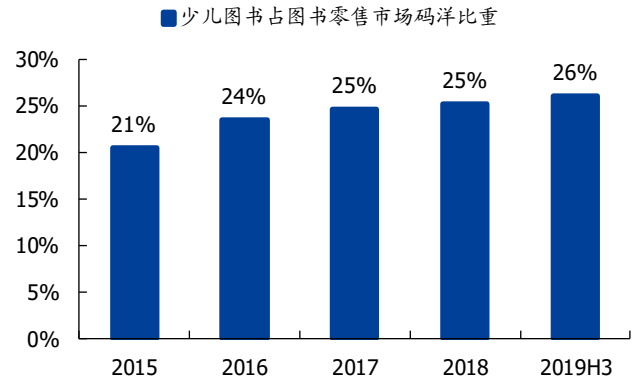
资料来源：《全国国民阅读调查报告》，国盛证券研究所

图表 22: 2017-2018 年少儿图书平均价格 (单位: 元)



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

图表 23: 少儿图书占图书零售市场码洋比重

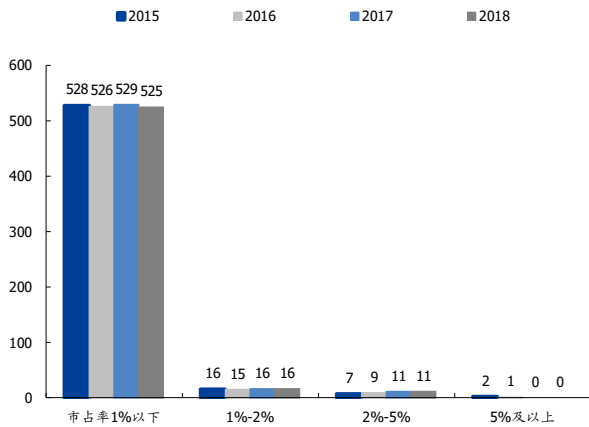


资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

### 2.3 畅销书效应凸显, 龙头竞争愈加激烈

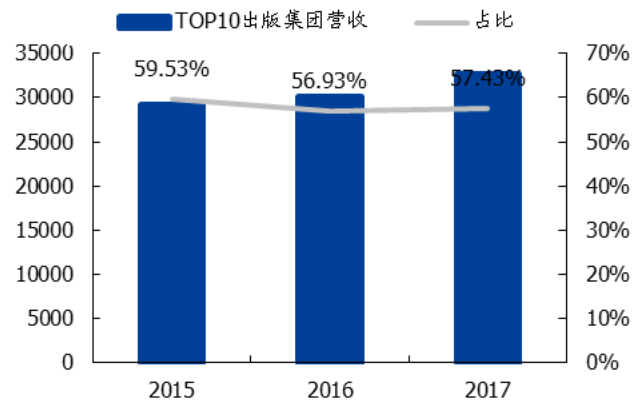
目前国内图书出版竞争格局相对分散。中国出版社主要包括部位社、省出版集团、城市社、大学社、民营出版公司等不同类型。其中, 国有出版社在教育出版和学术出版方向具有优势, 中信出版、新经典和读客则为大众出版的龙头公司。2018 年中国 TOP10 出版社码洋市占率合计为 16.65%, 仅有三家市占率超过 2%; 出版集团口径, TOP10 出版集团码洋市占率 31.59%, 也处于较低水平。对比来看, 2017 年全球 TOP10 出版社营收占比达到 57.43%, 中国出版行业集中度较低。

图表 24: 2015-2018 年中国不同码洋市占率出版社数量 (个)



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

图表 25: 全球 TOP10 出版社营收 (单位: 百万欧元) 及占比



资料来源: Ruediger Wischenbart, 国盛证券研究所

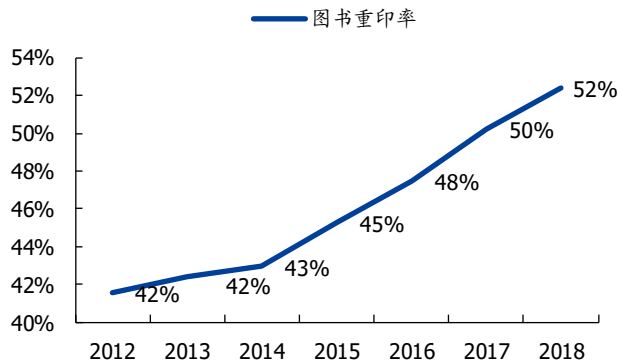
图表 26: 2018 年中国图书市场出版社及出版集团码洋市占率

2018 年图书市场出版社码洋占有率			2018 年图书零售市场前十大出版社集团市占率		
名次	出版社	码洋市占率	排名	出版集团	码洋市占率
1	北京联合出版有限责任公司	2.62%	1	中国出版集团	6.38%
2	中信出版集团	2.47%	2	吉林出版集团	3.48%
3	世界图书出版有限公司	2.08%	3	凤凰出版传媒集团有限公司	3.32%
4	机械工业出版社	1.53%	4	中国出版传媒集团股份有限公司	3.12%
5	商务印书馆有限公司	1.45%	5	中国工信出版传媒集团	3.07%
6	人民文学出版社有限公司	1.38%	6	长江出版传媒股份有限公司	2.88%
7	人民日报出版社	1.36%	7	浙江出版联合集团	2.58%
8	外语教学与研究出版社	1.28%	8	中文天地出版传媒股份有限公司	2.54%
9	湖南文艺出版社有限责任公司	1.26%	9	上海世纪出版股份有限公司	2.16%
10	教育科学出版社	1.22%	10	时代出版传媒股份有限公司	2.06%
CR10		16.65%	CR10		31.59%

资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

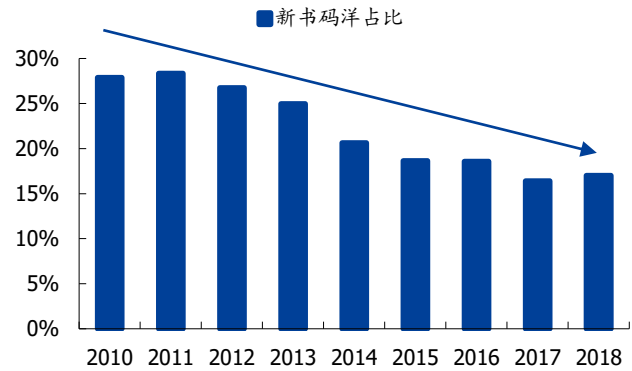
**经典图书持续热卖, 新书效应走低。**我国图书重印率不断提升, 2018 年重印率达到 52.41%, 经典书籍再版重印, 图书行业对内容质量的追求进一步提升。与之同时, 2018 年我国新书码洋在整体零售市场的占比为 17%, 较 2011 年最高水平降低 11.33pct, 整体趋势处于下降通道。相对于新书, 经典书籍能给公司增强品牌效应, 持续性提升口碑, 生命力和贡献力更为长久。

图表 27: 2014-2018 年中国图书重印率趋势



资料来源: 《2018 年新闻出版产业分析报告》, 国盛证券研究所

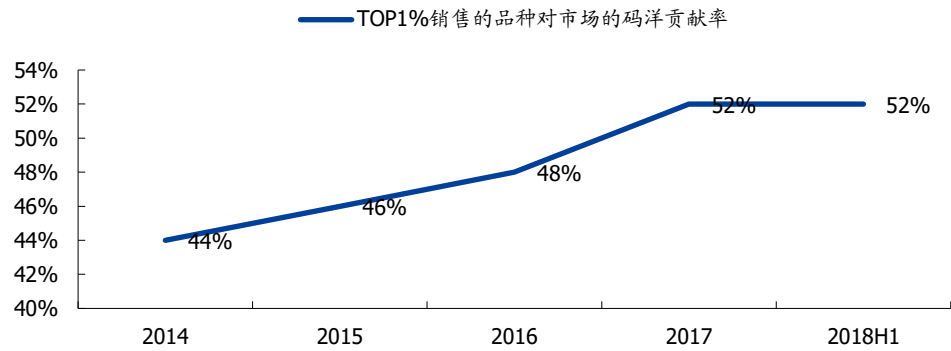
图表 28: 我国新书在整体零售市场中所占的码洋比重变化情况



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

**图书产品头部效应愈加明显。**根据开卷数据, TOP1%销售的畅销书籍码洋贡献率逐年上升, 2018 年贡献率达到 52%, 相对于 2014 年水平上涨了 8pct。头部畅销书将从销售额和生命力两方面给出版公司带来持久收益, 把握优质内容, 出版精品图书, 成为图书出版公司的首要任务。

图表 29: TOP1%销售的品种对市场的码洋贡献率



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

### 3 重塑与进化: 通过组织效率与体制机制沉淀多环节竞争优势

作为一家从单体出版社发展而来的出版集团, 公司高成长性、高 ROE 和高市占率的背后, 是组织架构和体制机制的自我进化和不断裂变, 在图书出版的各个环节均树立了极强的竞争优势和独特的业务模式, 公司发展的逻辑已经形成正向反馈的闭环, 未来仍将不断提升效率、发展壮大。

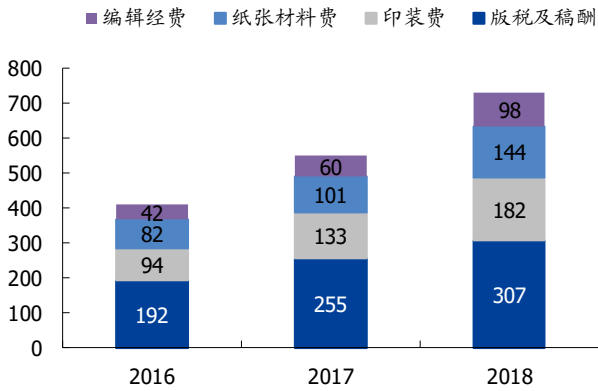
#### 3.1 版权获取: 公司拥有极强的内容筛选和版权获取能力

##### 3.1.1 公司拥有强大的作家资源和版权储备

公司在上游拥有丰富的资源储备, 并建立了优质内容的发掘和甄选体系。一方面, 公司与国内外的作者、版权代理机构以及其他出版业客户保持着长期稳定的合作关系, 业已形成了较为丰厚的版权资源储备, 目前已先后与超过 11,000 位国际国内的优秀作者建立了合作关系, 包括吴敬琏、张五常、林毅夫、钱颖一、周其仁、罗伯特·席勒、保罗·克鲁格曼、丹尼尔·卡尼曼等优秀学者, 基辛格、吴建民、格林斯潘、伯南克、吴晓波等为代表的思想家、政治家、文学家与科学家, 还有活跃在商业世界的王石、冯仑、稻盛和夫、杰克·韦尔奇、彼得·蒂尔等企业家。另一方面, 公司设有专门的版权部门, 常年跟踪、挖掘、梳理国际国内的版权信息以及经济、商业、社会、历史、文化、生活、文艺等不同领域的资讯, 以深度跟踪各领域行业内的趋势动向, 提炼主题作为本公司版权开发的指导, 建立了一套从全球内容资源中发掘、甄别优质内容并不断提升、优化的流程体系。公司拥有 2464 种优质版权储备。

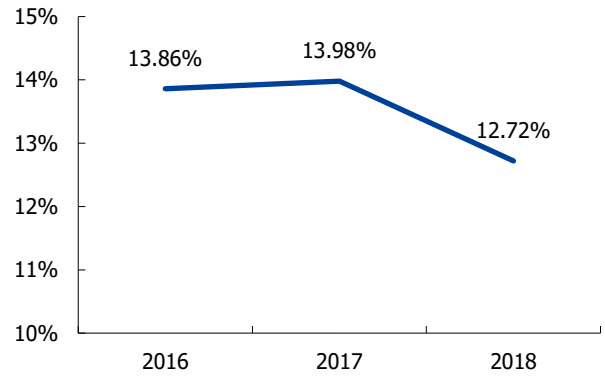
优质的作者资源及其版权内容能够不断巩固“中信出版”的品牌影响力, 并有望形成对优质作者的虹吸效应, 使公司提高对上游的议价能力, 并持续降低版权成本。2018 年公司版税与稿酬成本达到 3.07 亿元, 版税成本占销售码洋的比重由 2016 年 13.86% 下降至 12.72%。截止 2019H1 公司拥有 2464 种优质版权储备。

图表 30: 一般图书出版与发行的主要成本构成 (单位:百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 公司版税成本/销售码洋情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.1.2 公司拥有“定义社会议题的能力”: 对市场的快速反应机制, 抓住市场需求

经典书籍+新书持续上榜, 优质内容生产可持续。据开卷信息统计, 2018.01-2019.05 间非虚拟月度榜单 TOP30 上, 平均每月中信出版的上榜图书在 2-5 本之间, 其中既包含以《人类简史》(累计上榜 27 次)、《未来简史》(累计上榜 21 次)、《好好说话》(累计上榜 16 次) 为代表的经典畅销书籍, 同时新书《原则》、《见识》、《薛兆丰经济学讲义》、《变量》、《美国陷阱》等均在首次出版两个月内登上畅销榜单, 并成为新晋畅销书目。无论从经典书籍的畅销持续性还是新书的上榜速度, 都反映出中信出版持续的优质内容选题和策划能力。

图表 32: 2018.01-2019.05 月度 TOP30 榜单上中信出版的图书



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

公司图书不仅畅销, 也兼具社会思潮引领导向。公司的出版理念是“我们提供知识, 以应对变化的世界”, 超过 17 部图书发行量超过 100 万册, 包括《史蒂夫·乔布斯传》、《激荡三十年》、《水煮三国》、《人类简史》、《未来简史》、《海底捞你学不会》、《谁动了



《我的奶酪?》等经典书籍,先后开创了“奶酪”、“黑天鹅”、“长尾理论”、“基业长青”、“魔鬼经济学”、“人类简史”、“灰犀牛”等一系列口碑概念,在一定程度上引领社会思想风潮,并对社会进步和文化转型起到了风向标作用,具备“定义社会议题的能力”。

图表 33: 公司出版的部分经典书籍



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

“定义社会议题的能力”需要极强的产品力和强大的协作网络,对市场热点进行快速响应。例如,公司原定2012年3月6日全球同步上市的《乔布斯传》因乔布斯的逝世提前至2011年10月24日,在极短的出版运作周期中,公司从版权协调、文本翻译,生产投入及营销宣传共计150人以上参与项目,通过专业化体系进行内容生存的机制配套,做到了体系协同、快速响应。

### 3.2 策划出版:“举手制”下形成的工业化出版体系和跨品类复制能力

#### 3.2.1 扁平化、市场化机制保证优质内容输出,形成“出版人平台”

“举手制”助力公司向平台型组织进化,扁平化管理、市场化机制使公司在规模扩大后仍保持效率和创造力。中信出版2015年开始实行项目“举手制”,充分激发人才的自主创新能力。在“举手制”下,有想法有能力的个人可以作为项目负责人开展独立项目同时打造独立平台,发挥其主观能动性,公司逐步向“出版人平台”进化。平台通过专业选题委员会和品控中心两大“中央控制台”对出版人进行管控,每周进行日常的选题管理,每个月集中筛选和梳理集团的所有选题。按照出版图书的年市场规模将内部人才分为独立出版人、事业合伙人、外部出版人、社会化合作出版人四个层面,并进行不同程度的授权管理,其中,独立出版人独立享受选题权、经营权、运营权、人事权、考核权以及分配权,作为独立子公司运作。通过该平台公司可以撬动外部资源,聚拢优秀出版人和作者资源,保证了内容的活力和持续供给。

图表 34: 公司出版人平台具体分类

类型	要求	特点
独立出版人	年(净调拨)市场规模在 5000 万码洋以上	独立享受选题权、经营权、运营权、人事权、考核权以及分配权, 作为独立内子公司管理
事业合伙人	年(净调拨)市场规模在 1000-5000 万码洋	不享有选题决策权, 集团内部在经营和管理上对其作一定程度的干预和扶持, 以确保事业合伙人能够可持续地成长为独立出版人
外部出版人		享受中信出版集团的品牌、渠道、市场运营等资源优势, 选题需经过平台审核, 独立运营, 自负盈亏
社会化合作出版人		针对个体, 由社外出版人独立进行选题策划, 采取抽成付费的方式合作

资料来源: 出版商务周报, 国盛证券研究所

**平台化、品牌化助力产品创新和价值实现, 保证优质内容持续供给。**人才是出版行业的核心资产, 是实现出版平台内容竞争力的根本。在出版人平台体制下, 一方面以市场化激励和考核标准鼓励优秀编辑积极创新, 另一方面优秀的出版平台将借助中信出版的品牌优势和渠道优势, 逐步实现出版平台的品牌化, 助力人才自我价值实现, 同时增强公司的人才吸引力, 保证优质内容的持续输出。在“举手制”实行前, 公司仅有 7 个分社或编室, 而目前中信出版已裂变成 30 余个不同的出版人平台, 主要涵盖经管、社科和少儿等多个类别, 这些不同平台各具特色的书籍满足读者不同方向的精神需求, 形成公司服务大众的图书出版完整业务链。

图表 35: 公司主要出版人平台一览

经管类										
	世界前沿思想、社会发展趋势	本土原创商业图书	权威经济学连续出版物	高端财经类/财经教育丛书	经济/金融/互联网	经济管理/企业案例	商业财经实务图书	商业财经		
	社科类									
		社会科学领域重大问题	文化生活提案	历史/科学/思想/人文	大众生活领域图书	文艺类图书	经典文学	历史/新知/人文/社科		
		少儿类								
			少儿阅读服务平台	国学类丛书	美学艺术知识生产	少儿/生活/文化				

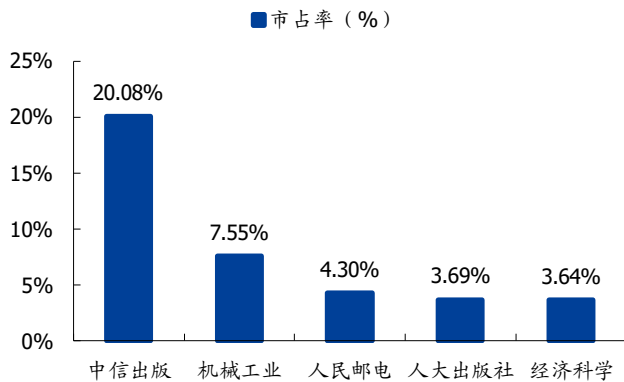
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.2.2 跨品类发展, 少儿领域成为核心亮点和未来看点

**公司经管类图书龙头地位稳固, 少儿类图书突破式发展。**公司在经管类图书出版领域独树一帜, 2018 年实体书店和线上书店码洋占有率分别为 20.08%和 15.30%, 以大幅领先行业第二名的优势稳占经管领域龙头地位。除经管外, 公司在传记、学术文化、心理等社科类领域的市场份额也均在行业 TOP5 以内。从营收来看, 经管和社科是公司具有竞争优势的核心领域, 2018 年分别实现 56.9%与 22.5%的营收增长。少儿类图书为公司重点发力领域, 2018 年营收增速达到 44.8%。从销售码洋和销售数量来看, 2016-2018

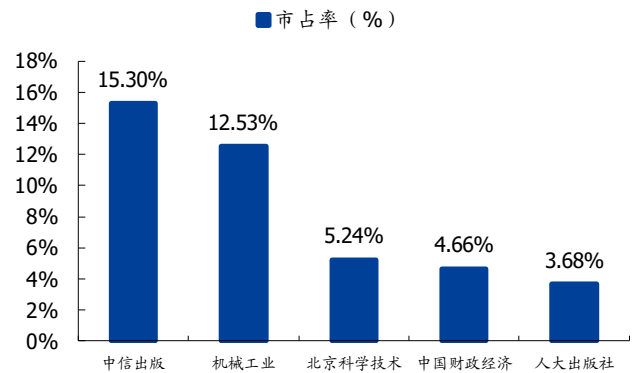
年公司少儿类图书销售码洋从 1.49 亿元增长到 5.22 亿元，复合增速达到 86.94%；销售数量从 247 万册增长到 695 万册，复合增速为 67.74%。

图表 36: 2018 年经营类实体书店码洋 TOP5



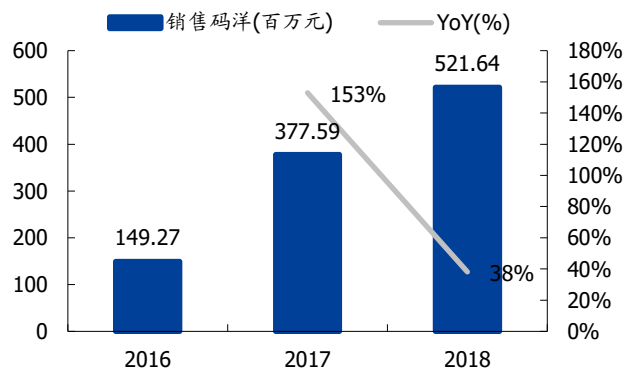
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 2018 年经营类网上书店码洋 TOP5



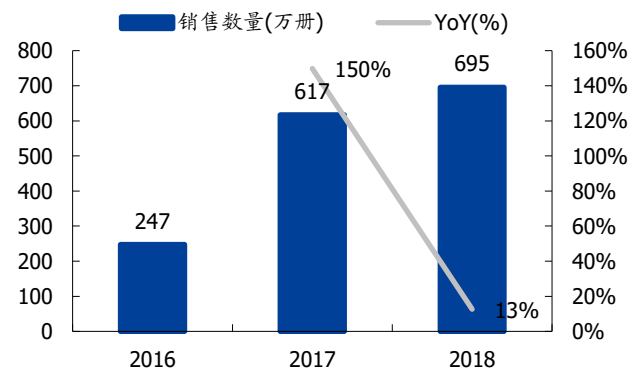
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 2016-2018 少儿类图书销售码洋及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

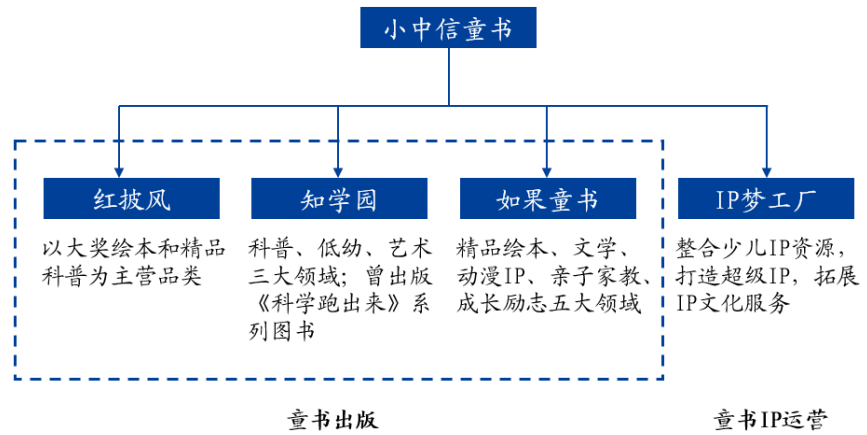
图表 39: 2016-2018 年少儿类图书销售数量及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

少儿领域高成长性的背后，是公司出版机制下形成的跨品类发展能力。中信出版童书部门小中信成立于 2015 年，为“举手制”的产物。借助于成人图书市场的经验和版权储备优势，小中信通过借鉴国外成熟的童书编辑体例，创作出诸多优秀少儿原创作品，其中《墨中国艺术启蒙系列》版权输出韩国、阿尔巴尼亚等国家。随着市场份额和码洋金额的不断增长，小中信旗下衍生出“如果童书”、“知学园”、“红披风”等子品牌，同时也增设“IP 梦工厂”，进行童书 IP 资源整合工作，拓展少儿 IP 变现能力。市场化机制与成熟的经管类图书基石，是中信出版实现跨品类多元化发展的根本。

图表 40: 中信童书部分少儿出版子品牌

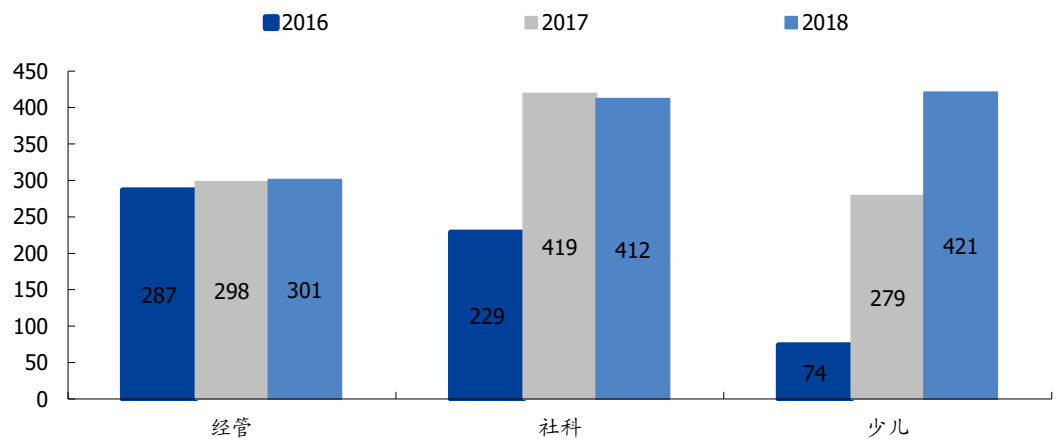


资料来源：公开信息，公司官网，国盛证券研究所

### 3.2.3 品种增加、内容多元，对单一品类、作者和产品的依赖较小

工业化生产体系下，公司年出版新书数量持续增长。经管类图书与文学图书不同的是，其并不具备明显的“长销”属性，需要通过快速迭代、前瞻选题增加“畅销”概率，因此要求每年上新数量大，再版率较低，对选题、策划和出版、渠道等各环节要求较高。公司成体系化的出品方法论之下，经管、社科和少儿三大品类的年出版新书数量均在不断增，2018年新书品种分别达301、412和421，其中社会和少儿类在2017和2018年增长幅度较大。公司年新书品种已达1300种以上。

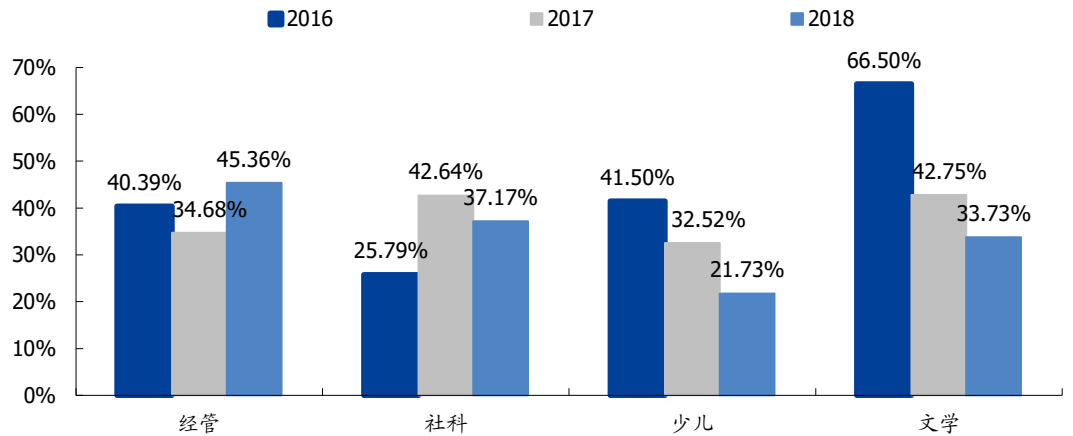
图表 41: 中信出版新书品种数量(单位: 种)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

多品类、多数量与多元化内容，能够一定程度平抑因单一作者或爆款图书带来的收入波动，增加对上下游的议价能力，降低对单一品类、作者和作品的依赖。2018年经管、社科、少儿及文学图书畅销书收入占比分别为45.4%、37.2%、21.7%和33.7%，整体占比较低，且除经管外，畅销书收入占比随着新书品种的增加均呈现一定下降趋势。

图表 42: 中信出版畅销书收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 营销发行: 专业化营销团队及多渠道布局, 渠道议价能力强

#### 3.3.1 营销网络持续扩张, 销售费用率高于同业

公司在线上拓展新媒体营销方式, 布局新渠道。中信出版注重营销推广的针对性和多样性, 在线上渠道布局方面, 除了传统京东商城、天猫、当当网、亚马逊等电商渠道, 中信出版与微店和社群电商展开合作, 并已在拼多多、网易考拉等电商平台创设了官方旗舰店。在营销媒体方面, 中信出版借助图书类知名公众号、微博大V的影响力进行内容营销, 有计划、针对性地对不同产品、不同渠道制定相应的营销策略, 传达品牌影响力和产品竞争力。

图表 43: 公司主要线上营销媒体渠道一览



资料来源: 公开信息, 国盛证券研究所

线下塑造品牌形象, 开展创新营销活动。中信出版积极在线下开展营销活动, 包括促销宣传活动、图书签售活动等, 同时也借助于中信书店布局的影响力塑造企业品牌形象, 增强线下引流效果。此外, 公司会对特定图书开展针对性营销活动, 加强读者间的二次传播。畅销书《S.》在 2016 年以新型体验式阅读模式掀起潮流, 2018 年该书在抖音平台再度火热, 中信出版即时营销策划并举办“百人印厂揭秘”活动, 持续增加该老书话题度长达 4 个月, 进一步提升营销所带来的的销量转化。

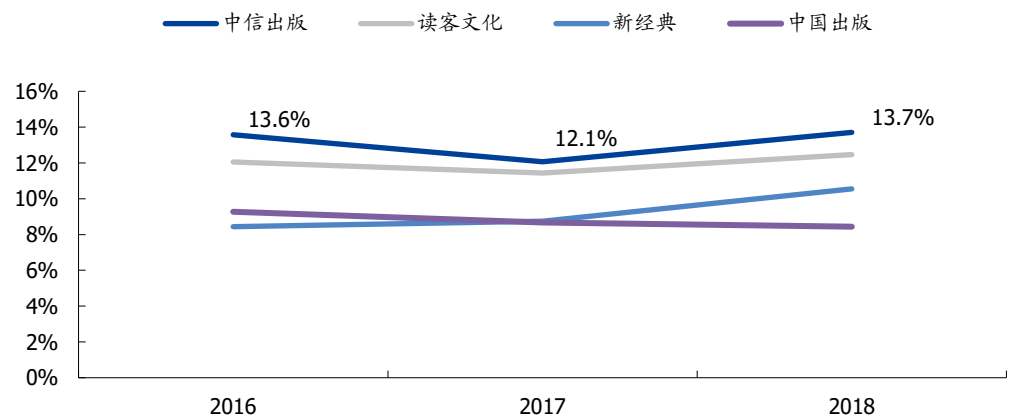
图表 44: 公司针对老书《S.》举办“百人印厂揭秘”活动



资料来源: 公开信息, 国盛证券研究所

公司对新媒介和新方式敏感, 采用公众号、短视频等新方式营销, 配备专业营销编辑和线下销售人员, 销售费用率高于同行业。考虑去除租赁费用后的销售费用, 公司2016-2018年的销售费用率分别为13.6%/12.1%/13.7%, 整体高于同类公司水平。由于公司图书品种量大, 难以极短时间内让读者获得对图书传递价值的认知, 因此对营销方式和渠道的多元要求相对较高, 从而导致销售费用率处于较高水平。

图表 45: 销售费用率同业对比

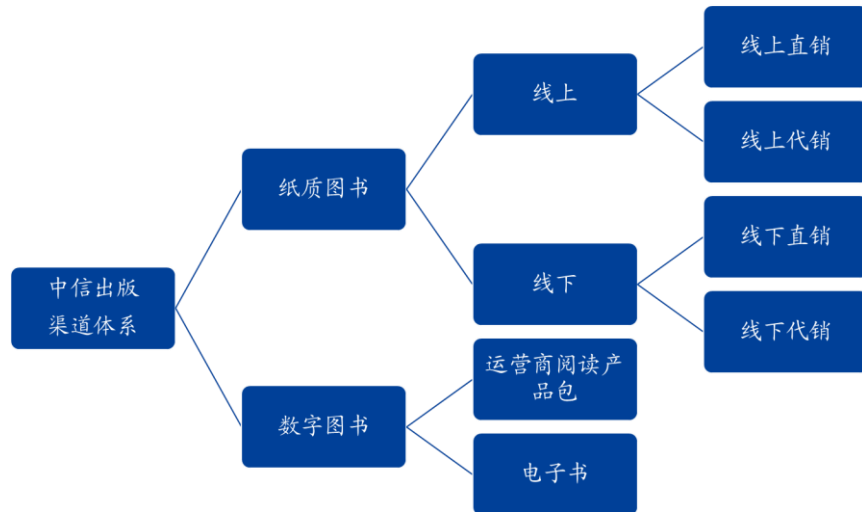


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3.2 多渠道布局维持较强议价能力

中信出版通过产品类型、空间和销售模式三个维度构建了立体化的全渠道体系: 1) 为用户提供纸质和数字化的两种图书产品, 以适应移动互联网时代的用户需求; 2) 在线下中信书店的基础上, 向天猫、京东及有赞等电商、社群等线上渠道布局; 3) 在销售模式上同时采用直销和代销模式, 既形成自身对渠道的把控, 又通过第三方进行内容不确定性带来的风险分散。

图表 46: 中信出版立体化渠道体系

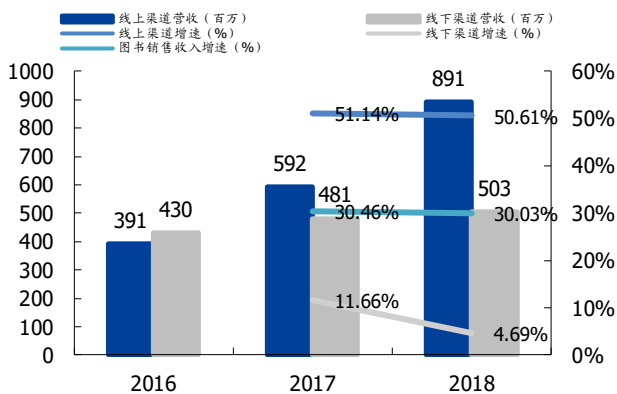


资料来源: 国盛证券研究所

- 具体来说, 纸质书销售按照线上/线下和直销/代销两个维度分成四种销售模式, 分别是:
- 线上直销: 指入驻天猫、京东等第三方互联网电商, 以中信出版社旗舰店和中信书店专营店模式进行线上图书零售;
  - 线上代销: 向当当网、京东、亚马逊等线上互联网电商平台运营商发出商品, 后续由电商平台负责向终端消费者进行销售、发货及收款并和公司结算。
  - 线下直销: 通过中信书店进行线下图书零售。
  - 线下代销: 与各省新华书店发行集团、第三方实体书店、图书经销商等线下销售渠道发出商品, 后续由其负责向终端消费者进行销售、发货及收款并和本公司结算。

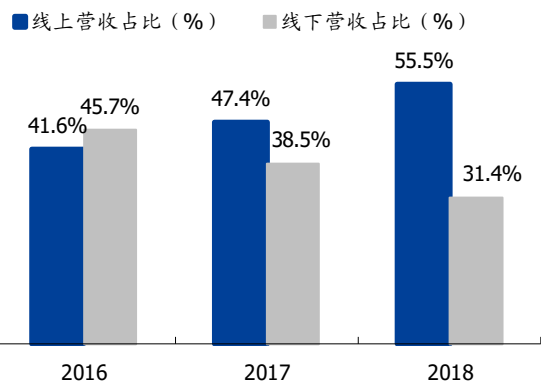
**线上渠道带动营收提升, 线下渠道逆势正向增长。** 为了适应电商消费的发展, 公司加大向线上渠道布局, 2018 年线上渠道、线下渠道营收分别为 8.91 亿和 5.03 亿元, 同比增速分别为 50.61% 和 4.69% (2018 年实体书店码洋增速为 -6.69%)。整体图书销售收入的增速为 30.03%, 线上渠道的增长对于公司整体图书销售的拉动作用显著。从线上线渠道结构分布来看, 2018 线上营收占比分别为 55.5%, 线下营收占比为 31.4%。2017 年开始, 线上营收金额超过线下, 主要营收贡献由线下转为线上。

图表 47: 2016-2018 线上线渠道营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 2017 年起营收的主要贡献由线下转为线上

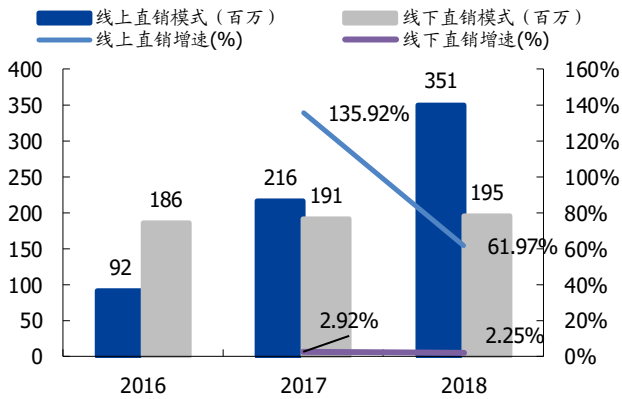


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**线上直销增长较快, 未来主要由社群电商拉动。** 从直销模式来看, 2018 年线上直销模式营收为 3.51 亿, 同比增长 61.97%, 保有较高增速; 2016-2018 线下直销模式营收为 1.86、

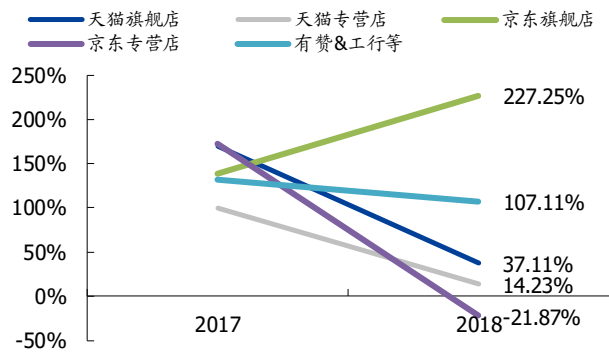
1.91 和 1.95 亿元，增长趋于平缓。从其覆盖的主要线上直销渠道来看，整体增速呈现下降趋势，但京东旗舰店（YoY+227.25%）和有赞（107.11%）的增速仍保持在高位，是未来增长的主要来源。通过线上直销渠道的布局，公司可以快速获取读者对于图书印刷、内容、服务等多方面的数据反馈，渠道流通中沉淀的数据能够对上游图书出版产生正向反馈，为其选题、策划发行提供数据支持，使内容的生产更加符合用户的需求。

图表 49: 2016-2018 线上代销&直销营收规模及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

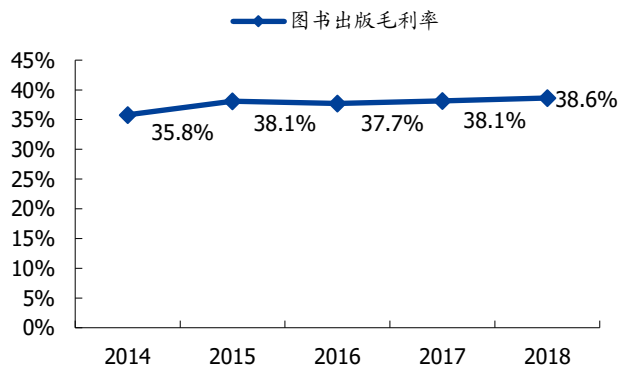
图表 50: 线上直销各渠道营收增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

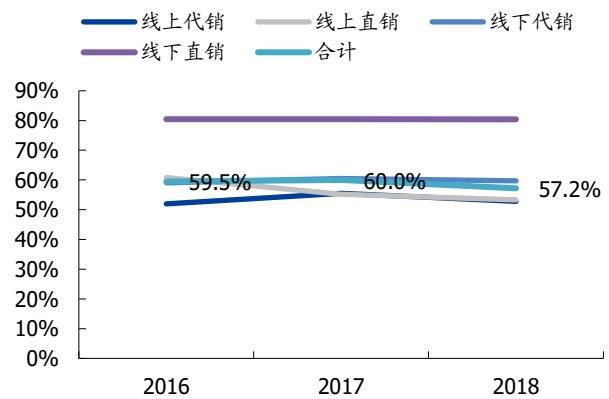
多渠道布局使得公司出版发行的图书能以多种方式触达用户，同时直销和代销相互辅助，即能够确保公司对于渠道的掌控力，在过去线上价格战激励的情况下仍保持了毛利率的基本稳定，具有较强的下游议价能力。公司 2016-2018 年图书出版业务毛利率分别为 37.7%、38.1%和 38.6%，整体呈稳中提升趋势；图书出版业务折扣率分别为 59.5%、60.0%和 57.2%，各渠道折扣率整体保持稳定，2018 年下滑主要因为线上直销模式折扣率下滑，公司应对市场竞争，降低折扣率以吸引客户流量。

图表 51: 2016-2018 公司图书出版业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 2016-2018 公司图书出版业务折扣率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

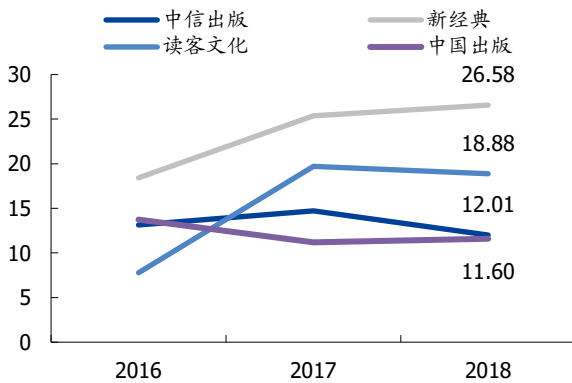
### 3.4 库存及应收账款管理: 极高的运营效率, 高 ROE 的核心

如前文所述, 2016-2018 年, 公司 ROE 分别为 27.30%/27.27%/25.69%, 显著高于新经典、读客文化和中国出版的水平。在销售净利率并不具备优势的情况下, 公司高 ROE 的核心在于较高的资产周转率, 反映出公司极强的库存及应收账款运营效率。2018 年公司新书品种已达 1300 种以上, 若版权及首印预判失误导致不良库存, 或应收账款长期



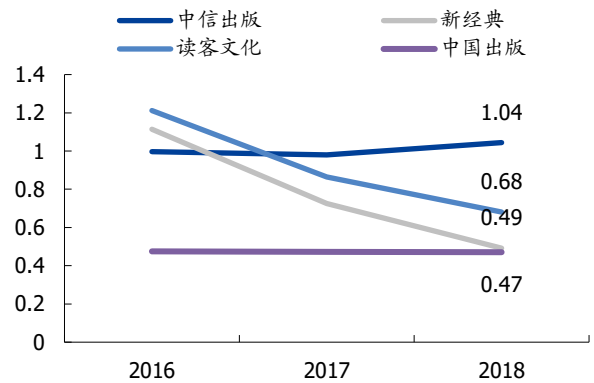
无法收回，将对公司整体盈利能力和运营效率造成影响。因此，精细化的运营和库存/应收账款管理体系是公司的核心壁垒之一。

图表 53: 四家出版公司净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 四家出版公司总资产周转率对比 (%)

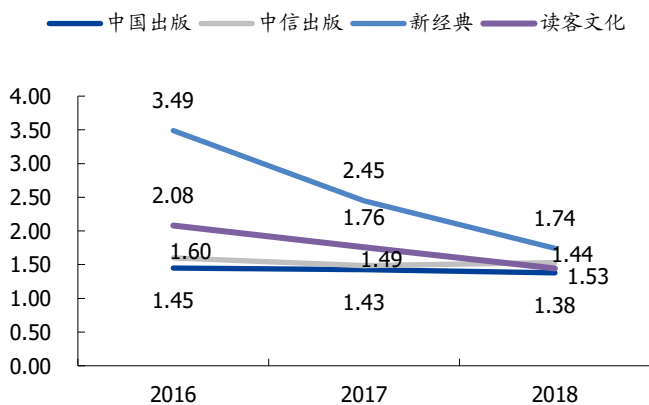


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.4.1 存货管理: 低库存库龄和更严格的计提方式, 动态反馈出货情况并调整营销策略

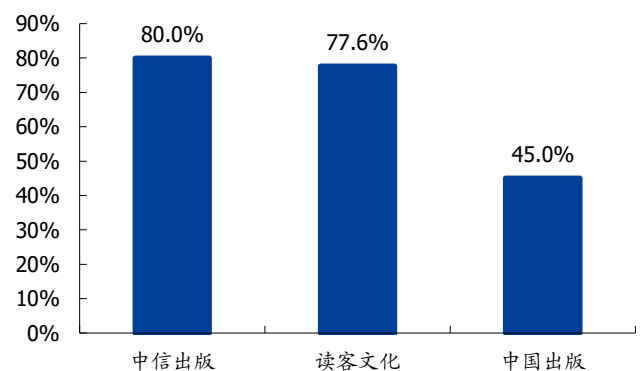
中信出版存货周转率维持稳定, 在出版品种更多的情况下仍处于较高水平。2016-2018年, 中信出版存货周转率分别为 1.60、1.49 和 1.53。横向对比看, 2018 年中信出版存货周转率仅次于新经典, 高于读客文化及中国出版; 纵向维度看, 中信出版存货周转率基本维持稳定, 出书品种的不断增长并未明显拉低公司的存货周转速度, 而其他公司存货周转率大致呈现下降趋势, 其中新经典、读客文化变化最为明显。新经典的整体存货周转率较高, 主要由于其非自有版权图书的发行和分销业务无需委托出版社出版图书, 存货周转速度相对较快。而随着新经典自有版权策划与发行业务增长, 以及读客文化备货水平提高, 存货周转率分别降至 1.74、1.44。

图表 55: 四家出版公司存货周转率对比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

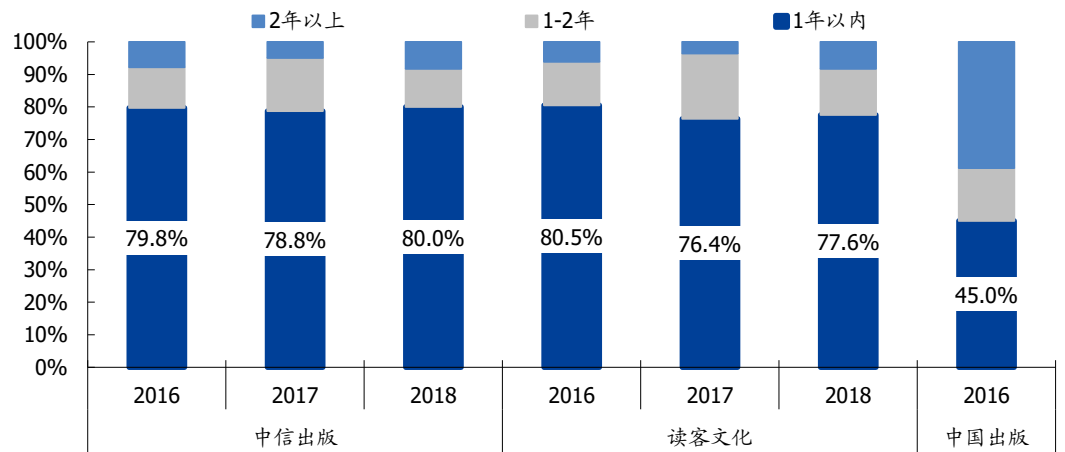
图表 56: 1 年以内库存商品占比对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

中信出版 1 年以内库存商品占比高且仍在提升。中信出版、读客文化和中国出版库龄在 1 年以内的库存商品占比分别为 80%、77.6%和 45%，中信出版及读客文化的存货库龄较短, 多数库存商品库龄集中在一年以内, 计提存货跌价准备的风险较小。中国出版 2 年以上库存商品占比 38.7%，显著高于其他公司。此外, 中信出版在随着营收增加存货增大的同时, 1 年以内库存商品占比仍有提升, 反映出良好的存货管理能力和运营能力。读客文化 2018 年 1 年内库存商品占比 77.6%，较 2017 年有所提升, 但较 2016 年仍出现下滑。

图表 57: 不同库龄库存商品占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

中信出版库存商品跌价准备计提方式更加严格。对比 4 家公司库存商品跌价准备的计提方式, 可以看到中信出版的存货跌价准备计提更为严格, 库龄 1-2 年、2-3 年和 3 年以上的计提比例分别为 15%、25%和 35%, 高于中国出版、新经典及读客文化。公司对于库存有精细的运营和管理制度, 多数销售渠道需每日反馈出货情况, 每日销售团队和责编、营销编辑晨会针对不符合预期的品种进行策略调整, 避免有害库存形成。

图表 58: 库存商品跌价准备计提比例对比

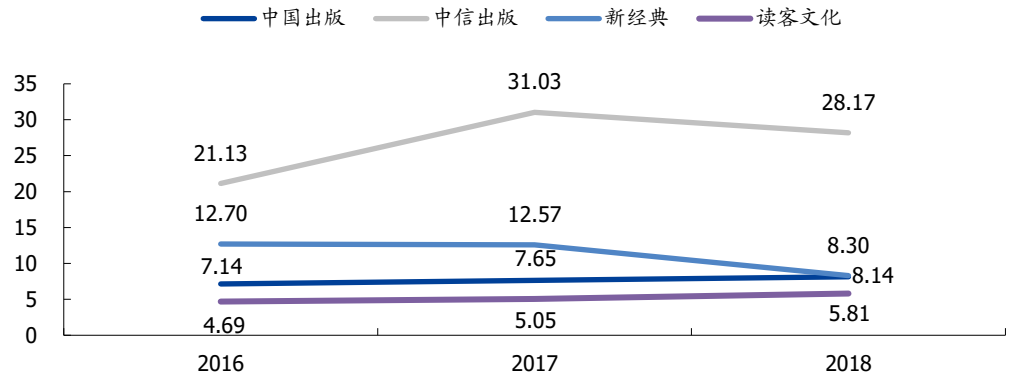
库龄	中国出版	新经典	中信出版	读客文化
1 年以内	不计提	不计提	不计提	不计提
1-2 年	10%	10%	15%	10%
2-3 年	20%	20%	25%	20%
3 年以上	30%	20%	35%	20%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

### 3.4.2 应收账款管理: 回款能力及周转效率突出

中信出版账期及回款政策较为严谨, 回款能力突出, 且直销模式占比较高, 因此应收账款周转效率突出, 在四家出版公司中应收账款周转率最高。而读客文化应收账款周转率较低主要是因为当当、京东等线上平台代销收入占公司主营业务收入的比重较高, 而各平台账期相对较长, 且公司买断模式收入占比较低, 期末应收账款余额较高所致。

图表 59: 四家出版公司应收账款周转率对比 (%)

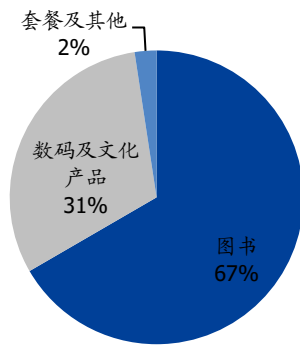


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

### 3.5 品牌能力: 产品及渠道树立品牌认知, 出版人平台分享品牌价值

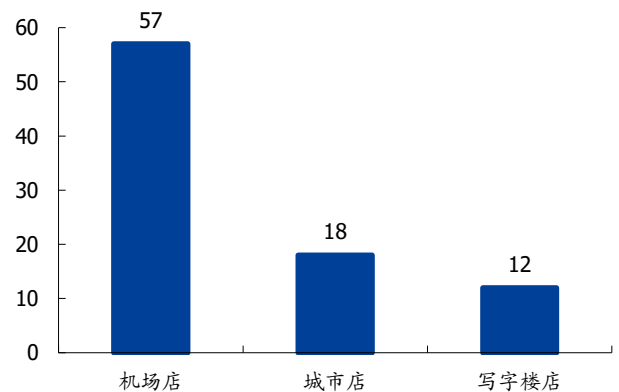
上述各环节的竞争优势, 最终沉淀成为中信出版极具影响力的品牌体系。一方面, 公司通过优质内容和极强的产品力, 以持续产出的大量优秀书籍参与到中国新商业环境的构建中, 在消费者心中树立了“中信出版”精品图书的形象, 并塑造了“小中信”、“知日”等一系列极具特色的品牌矩阵。另一方面, 公司通过“中信书店”形成触达用户的界面和高品质的文化生活空间, 人流密集地的机场店、写字楼店和城市店, 也不断提升了“中信出版”的品牌价值和社会影响力。截止 2018 年, 公司共拥有 87 家书店, 其中 57 家机场店、12 家写字楼店和 18 家城市店。

图表 60: 中信书店收入构成



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 不同类型中信书店数量



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

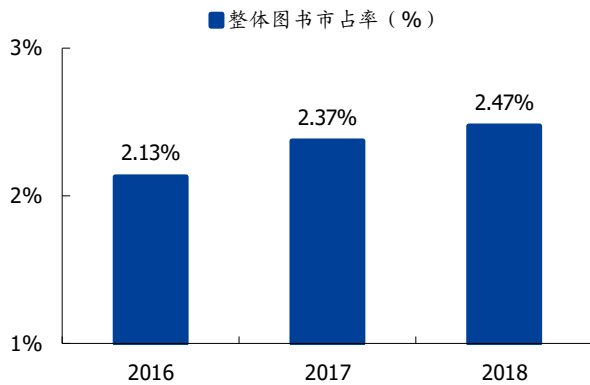
更重要的是, 公司通过“举手制”将出品策划开放成社会化的出版平台, 本质上形成了工业化的生产体系, 提高人效、解决产能瓶颈, 使优秀的出版人能够分享“中信出版”的品牌价值和企业价值, 将归属于个人的创意出品能力, 沉淀为归属于公司的生产能力、运营效率和品牌认知, 进而维持公司的创造力、效率, 并推动公司不断发展壮大。

## 4 未来展望: 看好中信出版的持续成长

### 4.1 预计品类扩张和效率提升将带动公司维持高增长, 市占率稳步提升

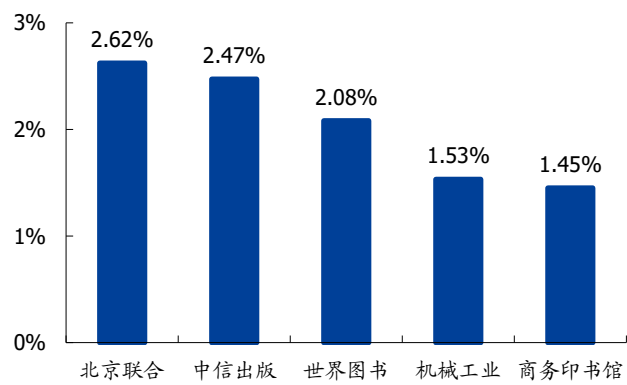
公司整体市占率排名第二且仍在持续提升中。依托多年积累的内容策划能力以及在品牌、版权、团队等方面的优势，公司的品牌影响力和市场份额不断提升，2016-2018年市占率分别为2.13%、2.37%和2.47%，市占率稳步提升至行业第二。其中，公司已成为经济与管理类图书市场的第一品牌，经管图书码洋市场占有率长期保持首位，在实体书店及网络渠道市占率分别为20.08%和15.30%。同时，传记类、学术文化类、心理自助类图书也保持了市场占有率的前五名。公司出版效率高于行业平均水平，2018年整体出版效率为5.61，在诸如经管和学术文化领域的出版效率更高，在市场上具备竞争活力。

图表 62: 中信出版在整体图书市场中的市占率稳步提升



资料来源: 开卷信息, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 市占率居于行业第二



资料来源: 开卷信息, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 中信出版图书出版效率

项目	出版效率		
	2018	2017	2016
经济与管理	8.87	7.7	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
<b>整体</b>	<b>5.61</b>	<b>6</b>	<b>6.16</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 出版效率表示公司以百分之一的品种份额, 创造了百分之几的码洋份额

可以看到, 国内图书出版市场的集中度极为分散, 但与海外通过并购做大规模的路径不同, 国内出版社之间由于政策和属性限制, 无法进行横向整合, 集中度的提升将是长期持续的过程。单一出版社做大必须具备: (1) 跨品类复制能力。各细分品类码洋规模都较小, 目前最大的四个品类少儿、社科、教辅教材(零售)和文学销售码洋仅分别为262、255、157和119亿元, 考虑折扣率后实际市场规模更低, 因此要求做大的公司需要具备跨品类发展能力; (2) 各环节的突出竞争能力和运营效率。龙头公司凭借资金实力、品牌能力获取头部版权资源, 依靠自身管理能力提升效率, 依托下游规模化发行能力和渠道溢价能力不断做大规模, 是提升市场集中度的可行路径。因此, 我们看好具备上述两方面能力的中信出版在未来集中度的提升, 预计品类扩张和效率提升将带动公司维持较快增长。

图表 65: 2014-2018 年中国各品类图书销售码洋

销售码洋	2014	2015	2016	2017	2018
文学	69.38	80.37	106.66	120.47	119.01
少儿	106.91	127.67	188.83	228.83	261.94
社科	120.12	149.26	185.46	215.13	254.50
教辅教材	103.64	98.47	122.97	135.27	156.64
语言	39.45	42.06	54.78	60.97	69.14
艺术	24.54	31.51	31.24	37.87	40.44
传记	10.22	9.30	11.41	13.62	15.96
科技	47.43	54.35	64.50	71.33	74.90
生活	26.41	26.15	31.73	31.25	28.28

资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

## 4.2 转型知识服务与创意传播公司, 打开边界与市场空间

除图书出版与发行、书店零售业务之外, 中信出版力争向产业链上下游不断延伸, 开拓文化增值服务, 发挥公司各项业务的协同价值。

**上游向版权平台延伸, 多元变现空间有望打开。**旗下有子公司信睿宝网络定位于国内外优质版权投资平台, 通过版权研究与投资、作者经纪、IP 衍生开发等方式进行多元化的版权开发。本次募集资金后拟建设知识产权投资与运营平台, 将储备 500 项优质知识产权以及 40 项全版权作者经纪业务, 辅以大数据分析及数据挖掘体系, 将促使公司内容获取能力持续加强, 进而将推动作者经纪、IP 开发等业务的成熟, 为公司在上游打开多元变现的空间。

**数字出版领域以“中信书院”为核心产品, 打造数字出版和知识服务产品矩阵。**以提供高品质内容为核心, 公司通过优质的数字化内容、音视频产品以及知识服务体系的搭建, 突破现有知识服务生态的局限, 建立丰富的内容体系与立体的互联网产品矩阵。

**向教育领域进军, 未来可期。**2014 年, 公司与美国 Kaplan 教育集团成立合资公司中信楷岚, 正式进军教育培训产业。中信楷岚拥有 Kaplan 集团旗下 CFA、FRM、ACCA 及 CIMA 等金融财会领域考试在中国大陆的独家经营权。围绕内容, 公司规划形成涉及少儿、留学、财经等多个领域的教育布局, 可能产生未来新的利润增长点。此外, 子公司信睿文化的主要业务包括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、玩具文创等产品和服务。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。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设:

(1) **图书出版与发行业务:** 主要包括经管、少儿、文学、社科类图书出版和数字阅读

服务。其中，预计2019-2021年经管类图书出版营收分别为5.92、7.62和9.54亿元，同比增长30.74%、28.65%和25.27%。经管类图书收入增长主要得益于销售量的稳定增长。此外，随着公司对少儿图书领域版权内容的布局，预计2019-2021年少儿类图书营收分别为2.84、3.44和4.10亿元，同比增长23.28%、21.34%和18.99%。综上，预计2019-2021年公司图书出版与发行业务总收入分别为15.47、18.47和21.70亿元，同比增长20.98%、19.41%和17.48%。

- (2) **书店零售及其它文化增值业务**：主要包括书店零售和其它文化增值两部分。预计2019-2021年书店零售及其它文化增值业务营收分别为5.08、6.34和7.78亿元，同比增长26.43%、24.75%和22.64%。收入增长主要来自于书店业务转型所带来的线下门店数量的增加。
- (3) **毛利率**：预计未来年度公司图书出版和书店零售业务毛利率均将保持基本稳定，2019-2021年图书出版与发行业务毛利率分别为38.02%、38.45%和39.32%；书店零售及其它文化增值业务毛利率为36.26%。综上，预计公司2019-2021年综合毛利率分别为39.94%、40.26%和40.91%。

图表 66: 收入成本分类预测表 (单位: 百万元)

收入构成	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>图书出版与发行</b>					
销售收入 (百万元)	965.08	1278.40	1546.60	1846.76	2169.57
增长率	34.71%	32.46%	20.98%	19.41%	17.48%
其中: 经管类图书	288.53	452.79	591.99	761.61	954.08
少儿类图书	159.01	230.27	283.87	344.45	409.85
文学类图书	116.95	108.15	113.56	119.24	125.20
社科类图书	339.22	415.41	474.21	530.77	582.95
数字阅读服务	54.6	67.15	77.22	84.94	91.74
毛利率	38.13%	38.63%	38.02%	38.45%	39.32%
<b>书店零售及其他文化增值</b>					
销售收入 (百万元)	337.88	402.02	508.28	634.09	777.65
增长率	9.81%	18.98%	26.43%	24.75%	22.64%
其中: 书店零售	291.23	338.45	431.99	546.37	681.15
其他文化增值	46.65	63.57	76.28	87.73	96.50
毛利率	36.86%	36.56%	36.26%	36.26%	36.26%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	23.82	29.47	32.42	35.66	39.22
增长率	-33.18%	23.72%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	74.22%	36.10%	36.10%	36.10%	36.10%
减: 内部抵消数	55.40	75.68	90.41	109.16	129.68
<b>营业收入合计 (百万元)</b>	<b>1,271.39</b>	<b>1,634.21</b>	<b>1,996.88</b>	<b>2,407.36</b>	<b>2,856.77</b>
增长率	30.12%	28.54%	22.19%	20.56%	18.67%
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>754.72</b>	<b>971.19</b>	<b>1,199.35</b>	<b>1,438.14</b>	<b>1,688.07</b>
增长率	36.58%	28.68%	23.49%	19.91%	17.38%
<b>综合毛利率</b>	<b>40.64%</b>	<b>40.57%</b>	<b>39.94%</b>	<b>40.26%</b>	<b>40.91%</b>

资料来源: 国盛证券研究所

## 投资建议

### 估值方法一：相对估值法

公司业务涵盖图书出版与发行、书店零售及文化增值两大板块，考虑到公司处于图书出版行业，我们选择新经典、中国出版、凤凰传媒、中国科传及中南传媒作为可比公司，可比公司 2019 年平均 PE 15.8x。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 253、304 和 362 百万元，当前市值对应 PE 分别为 33.8、28.1 和 23.6 倍。考虑到公司作为大众图书出版龙头，业务属性与以教材教辅发行为主的省级出版集团不同，且未来业绩增速预计更高。因此，参考新经典及海外龙头出版公司历史估值情况（详见报告《全球大众出版龙头成长性及估值如何？》），我们认为公司 2020 年合理市值为 91.2 亿元，对应 2020 年 30 倍 PE。

图表 67: 可比公司平均估值

公司	市值(亿元)		归母净利润(百万元)				市盈率			
	2019/12/4	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
新经典	77.53	240.81	270.25	316.47	370.14	34.7	28.4	24.3	20.8	
中国科传	83.87	424.52	494.07	560.27	647.00	16.3	17.0	15.0	13.0	
中国出版	105.89	601.49	682.90	762.97	851.40	13.3	15.5	13.9	12.4	
中南传媒	202.77	1,237.88	1,342.38	1,464.02	1,621.61	18.1	15.1	13.8	12.5	
凤凰传媒	182.72	1,324.90	1,532.32	1,712.15	1,895.75	15.3	11.9	10.7	9.6	
							<b>15.8</b>	<b>14.2</b>	<b>12.6</b>	

资料来源：国盛证券研究所

### 估值方法二：绝对估值法

我们对公司 2019-2028 年的现金流进行了预测及贴现，采用企业自由现金流模型(FCFF)给予公司估值。假设永续增长率为 3%，无风险利率为 3.24%（评估日十年期国债收益率），市场收益率为 10.44%（无风险收益率+美国长期预期市场股权风险溢价+中国国家风险溢价），则 WACC 为 8.96%。参考新经典、凤凰传媒、中文传媒、中南传媒及山东出版无杠杆影响  $\beta$  系数，给予  $\beta$  值为 0.80。通过计算，公司权益价值为 93.22 亿元，每股价值 49.02 元。

图表 68: 公司估值假设

项目	数值	项目	数值
永续增长率 $G_n(\%)$	3%	无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.80
无风险利率 $R_f$	3.24%	市场收益率 $R_m$	10.44%
股权投资成本 ( $K_e$ )	9.00%	债务比率 $D/(D+E)$	1.28%
债务利率 $r_d$	6.40%		
<b>WACC</b>		<b>8.96%</b>	

资料来源: 国盛证券研究所

图表 69: FCFF 估值结果

项目	数值	项目	数值
FCFF 折现 (百万元)	2883.44	终值折现 (百万元)	4840.02
企业价值 (百万元)	7723.46	权益价值 (百万元)	9322.17
每股价值 (元/股)	49.02		

资料来源: 国盛证券研究所

综上,采用绝对估值法的结果,我们给予公司 2020 年目标价 **49.02 元**,目标市值 **93.22 亿元**,对应 **PE 31x**,首次覆盖并给予“增持”评级。

## 风险提示

### ● 政策监管风险

公司所属的新闻出版业受到国家相关法律、法规的严格监管。若所出版图书违背相关行业政策法规而受到行业监管部门相应处罚,将对本公司的业务经营造成不利影响。

### ● 行业竞争风险

出版行业战略重组不断推进,市场竞争加剧会导致公司市场份额下降、综合毛利率降低、竞争优势减弱。

### ● 电子阅读产品对传统纸质图书产生冲击的风险

纸质图书在数字阅读产品的冲击下可能在未来被逐渐取代。由于公司主营业务收入主要来自纸质图书,该趋势可能对公司经营造成不利影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com