



文化传媒行业

中信出版 (834291)

掌控产业链优势的财经图书出版龙头

投资评级 买入

公司信息 (2016 年 05 月 12 日)

成立日期	1993-02-16
挂牌日期	2015-11-26
转让方式	协议转让
总股本 (百万)	125.50
流通股本 (百万)	41.83
总市值 (亿元)	-
流通市值 (亿元)	-
12 个月最高/低价	-

九州新三板研究团队

王朗其

证书编号: S1350515070001

Email: wanglq@jzsec.com

熊波

证书编号: S1350115080055

Email: xiongbo@jzsec.com

林红垒

证书编号: S1350515120002

Email: linhonglei@jzsec.com

汪晓波

证书编号: S1350115120021

Email: wangxb@jzsec.com

徐曼

证书编号: S1350115090051

Email: xuman@jzsec.com

夏利

证书编号: S1350115110031

Email: xiali@jzsec.com

朱艺泓

证书编号: S1350116030011

Email: zhuyihong@jzsec.com

财经出版龙头品牌

中信出版定位大文化产业, 公司主营图书出版、数字出版、教育培训、书店零售及其他文化增值业务产业链价值投资。2016 年第 17 周的数据显示公司两个出版书排名前十, 2015 年全年的数据来看公司共有五个出版书排名前三十, 位居行业前列。

渠道布局行业领先

中信书店截至 2015 年 11 月共拥有 74 家机场店和 8 家城市店, 遍布全国十个省市。公司在天猫网、当当网、亚马逊、淘宝等线上销售数据显示, 网上销售增长迅猛。2015 年底公司与中国移动联合推出“咪咕阅读”APP 平台, 咪咕阅读占移动阅读市场份额达到 5.09%, 具备较稳定靠前的市场份额和口碑。

行业深度发展潜力巨大

2015 年全国图书零售市场同比增长 12.8%, 销售额达到 624 亿。实体书店零售市场 2015 年同比增长 0.3%, 规模达到 344 亿; 网上零售市场规模同比增长 33.21%, 规模达到 280 亿左右; 移动阅读市场规模达 108 亿, 同比增长 22%。

公司利润高速增长, 积极布局职教产业

2015 年度公司实现营业收入 77,820.46 万元, 同比增长 26.35%; 归属于挂牌公司的净利润为 10,275.02 万元, 同比增长 60.33%。2014 年 11 月公司与美国 Kaplan 教育集团共同出资组建中信楷岚教育, 致力于提供以金融为主的职业教育和服务。

盈利预测与估值

根据出版业可比公司估值的情况, 出版类可比公司平均市值为 155 亿元, 区间在[48, 324]; 市盈率为 52 倍, 区间在[15, 173]。公司的利润率居行业前列, 在财经类图书出版市场占据领先地位, 公司具备产业链优势, 并积极拓展职业教育领域, 成长性看好, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧带来的风险; 公司管理风险; 行业政策风险。

项目财务数据及盈利指标

财务数据及盈利指标

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	615.90	778.20	933.85	1120.61	1344.74
同比增幅 (%)	12.33%	26.35%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润 (百万元)	64.09	102.75	132.80	172.21	208.37
同比增幅 (%)	98.99%	60.33%	29.25%	29.67%	21.00%
毛利率 (%)	47.37%	48.04%	48.00%	48.00%	48.00%
每股收益	0.51	0.82	1.06	1.37	1.66
ROE	28.96%	31.05%	28.64%	27.08%	24.68%

资料来源: Wind, 九州研究



目 录

一、财经出版龙头品牌	4
1、出版内容以经管类为主	5
2、畅销书排名居行业前列	14
3、码洋份额稳步提升	15
二、渠道布局行业领先	17
1、遍布一线城市机场的书店零售网络	17
2、网上渠道销售持续增长	18
3、与运营商合力开发移动阅读 APP	18
三、行业深度发展潜力巨大	20
1、全球纸质书增速有所反弹	20
2、社科和少儿类图书增长明显	22
3、国际出版行业浅析	23
四、公司利润高速增长，积极布局职教产业	24
五、盈利预测与估值	26
六、风险提示	27



图目录

图 1 公司股权结构图	4
图 2 中信出版 2013-2015 年年度经典书籍	6
图 3 2015 年出版社码洋份额前十排名	16
图 4 公司码洋份额（月度）走势图	16
图 5 中信书店机场实体店形象	17
图 6 大布阅读和咪咕阅读 APP	19
图 7 移动阅读 2015 年 4 季度市场份额占比	19
图 8 移动阅读 2015 年 4 季度满意度评分	20
图 9 全球主要国家 2015 年纸质图书销售同比增长（%）	20
图 10 2015 年美国电子书销售明显下滑（单位：十亿美元）	21
图 11 近两年国内图书零售保持 10% 以上增长	21
图 12 2000-2014 年全国图书出版定价总金额与种数	22
图 13 2015 年不同渠道的图书类别占比	23
图 14 2015 年图书细分类别零售市场同比增长率	23
图 15 营业收入情况（万元）	25
图 16 净利润情况（万元）	25
图 17 三项费用率情况（%）	26
图 18 利润率情况（%）	26

表格目录

表格 1 公司发行获奖图书情况	5
表格 2 2016 年第 17 周非虚构类畅销书排名	14
表格 3 2015 年非虚构类畅销书排行榜 TOP30	15
表格 4 中信书店机场店主要布局在一线城市	17
表格 5 公司前五大客户情况	18
表格 6 2013 年国家间人均图书阅读量对比	22
表格 7 2015 年全球前十大出版企业	24
表格 8 可比公司主要财务数据	27

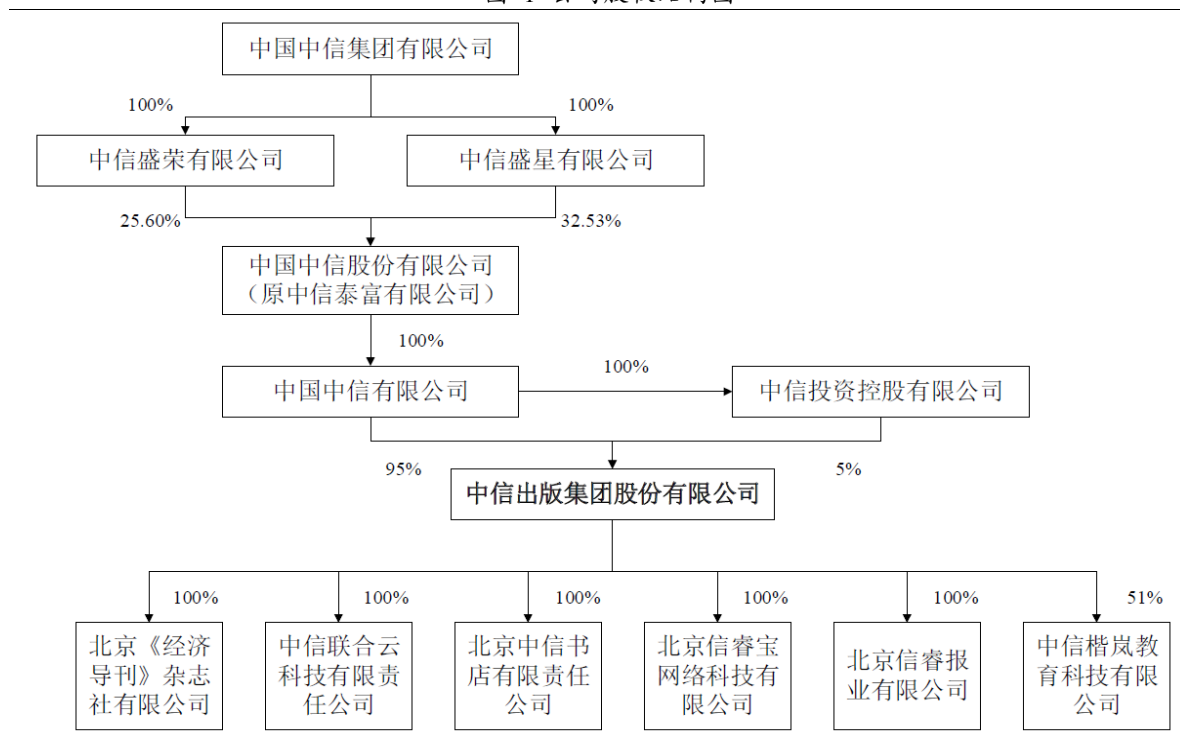


一、 财经出版龙头品牌

公司作为中信集团旗下的综合性传媒机构，中信出版定位大文化产业。公司主营图书出版、数字出版、教育培训、书店零售及其他文化增值业务产业链价值投资。公司致力于以优质内容和创意吸引客户，建立以客户为中心的立体出版和 O2O 服务体系，垂直整合商业财经、文化、生活、少儿、教育、娱乐等六个领域，通过 IP 运营建立新型投资模式，是中国具有一定规模和影响力的综合文化服务提供商。

从 2001 年开始，公司新的领导班子上任，中信出版开始了依靠畅销书的引进出版为公司的发展定下基调。2001 年 9 月出版的《谁动了我的奶酪》创出超 200 万销量的业绩，而后《杰克·韦尔奇自传》也迅速走红畅销。公司依靠从国外重金引进畅销的财经类图书，结合财经领域强大的营销和发行渠道在财经出版领域树立起品牌地位。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公开转让说明书，九州研究

而后，中信出版社以财经图书品牌为市场基础，出版领域逐步开始扩充至大众出版的其他领域，产品线由单一的财经图书扩充至人物传记、社科文化、职场励志、时尚生活等多条产品线。

2008 年，公司进行了股份制改造，一方面，公司开始积极拓展新媒体出版业务的探索，争取实现从传统出版到数字出版的成功转型；另一方面，公司成立了中信书店，开始在机场发展连锁书店。通过不断的品牌重定位和优势资源的整合，中信出版已经发展成为以出版为主，包含跨媒体、多渠道、国际化业务的强势出版传媒品牌。



1、出版内容以经管类为主

公司以创新理念和市场化方式引领阅读潮流，出版内容领域涵盖经济学、专业财经、管理经典、管理实务、企业与企业家、商业文化、职场励志、社文化、时尚生活、图文和虚构等内容，其中以财经图书、财经期刊、智库为内容核心。

表格 1 公司发行获奖图书情况

获奖荣誉	获奖内容	颁发单位
2012 年度“大众喜爱的 50 种图书”	《就想开间小小咖啡馆》	全民阅读活动组织协调办公室（新闻出版总署出版管理司代章）（2 月）
2012 年度“大众喜爱的 50 种图书”	《第三次工业革命》	全民阅读活动组织协调办公室（新闻出版总署出版管理司代章）（2 月）
第八届文津图书奖推荐图书	《思考，快与慢》	国家图书馆（4 月）
第八届文津图书奖推荐图书	《自私的基因》	国家图书馆（4 月）
第八届文津图书奖推荐图书	《史蒂夫·乔布斯传》	国家图书馆（4 月）
第八届文津图书奖推荐图书	《洛伦茨科普经典系列》	国家图书馆（4 月）
第八届文津图书奖推荐图书	《论中国》	国家图书馆（4 月）
“2013 年度十大好书”入围奖	《贫穷的本质》	深圳读书月年度十大好书评选活动组委会（11 月）
“2013 年度十大好书”入围奖	《地球上最伟大的表演》	深圳读书月年度十大好书评选活动组委会（11 月）
“2013 年度十大好书”入围奖	《反对完美：科技与人性的正义之战》	深圳读书月年度十大好书评选活动组委会（11 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《谁的青春不迷茫》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《变革中国：市场经济的中国之路》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《人生需要揭穿》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《沃顿商学院最受欢迎的谈判课》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《创业的 36 条军规》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《30 岁前别结婚》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《我就是想停下来，看看这个世界》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《乡关何处：故乡、故人、故事》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《独自上场》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《货币》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《习惯的力量：为什么我们这样生活，那样工作？》	中国书刊发行业协会（12 月）



“2012-2013 年度全行业优秀畅销书”	《好好做父亲》	中国书刊发行业协会（12 月）
“2014 年度十大好书”入围奖	《地球上最伟大的表演》	深圳读书月 2013（12 月）
第九届文津图书奖推荐图书	《改革的逻辑》	国家图书馆（4 月）
第九届文津图书奖推荐图书	《新工业革命》	国家图书馆（4 月）
第九届文津图书奖推荐图书	《重病之王：癌症传》	国家图书馆（4 月）
第九届文津图书奖推荐图书	《吾国教育病理》	国家图书馆（4 月）
第九届文津图书奖推荐图书	《自然笔记：开启奇妙的自然探索之旅》	国家图书馆（4 月）
2013 年度“大众喜爱的 50 种图书”	《好好做父亲：男人最有价值的投资》	全民阅读活动组织协调办公室（新闻出版总署出版管理司代章）（4 月）
2014 年国家新闻出版广电总局（第十一届）向全国青少年推荐百种优秀图书	《孟子》	国家新闻出版广电总局（5 月）
2014 年国家新闻出版广电总局（第十一届）向全国青少年推荐百种优秀图书	《自然笔记》	国家新闻出版广电总局（6 月）
“全民阅读年会 50 种重点推荐图书（2013 年度）”	《3D 打印：从想象到实现》	全民阅读活动组织协调办公室（新闻出版总署出版管理司代章）（11 月）
亚马逊中国 2014 年度最佳畅销书	《你的孤独，虽败犹荣》	亚马逊中国（1 月）
第十届文津图书奖	《人类简史》	国家图书馆

资料来源：公开转让说明书，九州研究

图 2 中信出版 2013-2015 年年度经典书籍



从0到1：开启商业与未来的秘密

在传统时代，成功企业的商业模式是一个从1到N的过程，也就是在现有基础上，复制之前的经验，通过竞争不断扩大自己的市场影响力。而在互联网时代，成功的企业却是一个从无到有，即从0到1创造市场的过程。《从0到1》为你开启创新的秘密。PayPal公司创始人、Facebook第一位外部投资者彼得蒂尔在本书中详细阐述了自己的创业历程与心得，包括如何避免竞争、如何进行垄断、如何发现新的市场。

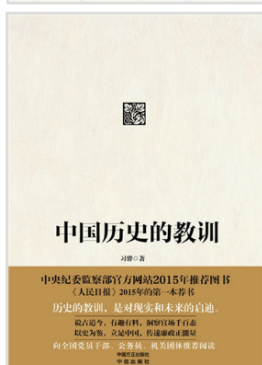
互联网+：国家战略行动路线图

中国进入新常态，李克强总理制定国家级“互联网+”行动计划以推动经济进一步发展，并认为站在“互联网+”风口顺势而为，可以使经济飞起来。《互联网+：国家战略行动路线图》由“互联网+”理念的提出者于扬、最强有力推动者马化腾等创作。书稿从理论层面、实践经验等多个角度，结合当下各产业的现状、发展趋势，全方位进行阐述，以通俗易懂的文字将这一经济发展新引擎呈现出来，并对读者如何抓住新时期的机遇有切实的指导意义。



给孩子的古诗词

中国古典诗词中蓄积了古代伟大之诗人和词人的所有心灵、智慧、品格、襟抱和修养。中国传统一直有“诗教”之说，叶嘉莹先生亲自甄别、挑选，将自己心目中“适合孩子阅读的兴趣和能力的中国古诗词”集结成册。封面、内文图选用著名艺术家徐冰作品《芥子园山水卷》局部，高雅脱俗。《给孩子的古诗词》共收录作品218首，不同风格的177首中国古代经典诗作、41首经典词作，以古典诗词中所蕴含的一种感发生命，带给孩子感动和召唤，提升孩子的心灵品质，培养他们成长为有感觉、有感情、有修养的人。“给孩子一部好作品”，实现编者长久以来的夙愿。



中国历史的教训

《中国历史的教训》，是一本以人物故事为主线、以廉政思想为内核的中国历史通俗读物，也是第一本由纪检监察干部倾注心血、联系反腐败斗争的实际而写就的读史感悟。作者习骅在“反腐第一线”工作多年，全书收录了他创作于2012年—2014年，并发表在《中国纪检监察报》等多家媒体上的24篇“说古道今”的文章，以轻松的笔调通过众多令人赞叹与沉思的人物故事，来讲述历史风云变幻中的不变正道。作者巧妙地古今历史，特别是明清治国、吏治等历史典故中寻求成败教训、总结得失经验。《中国历史的教训》有趣、有料，叙事流畅生动，见解独到深刻，传递廉政新



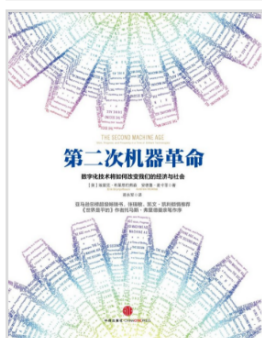
所有我们看不见的光

法国少女玛丽洛尔生活在巴黎，幼年失明后，父亲保护她、训练她，鼓励她勇敢生活下去。1940年，德国入侵，她被迫离家，不久又与父亲骨肉分离，以瘦削的肩膀抵抗纳粹暴政。德国少年维尔纳从小失去双亲，与妹妹在矿区孤儿院相依为命。一心想摆脱底层命运的他，凭借无线电天赋跻身纳粹精英学校，本以为是命运的转折，不料却跌入另一个地狱。战争碾碎了他们的希望，两个陌生人的生命轨迹也意外交汇。当平静的生活成为不可企及的黑暗之光，他们是否有勇气，在死之前，活出生命？



21世纪资本论

法国经济学家、巴黎经济学院教授托马斯·皮凯蒂对过去300年来欧美国家的财富收入做了详尽探究，通过大量的历史数据分析，旨在证明近几十年来，不平等现象已经扩大，很快会变得更加严重。他认为，我们正在倒退回“承袭资本主义”的年代。在这样的制度下，经济的制高点不仅由财富决定，还由继承的财富决定，因而出身要比后天的努力和才能更重要。皮凯蒂指出，最富有的那批人不是因为劳动创造了财富，只是因为他们本来就富有。



第二次机器革命

未来几十年，新一轮科技革命和产业变革将同人类社会发展形成历史性交汇，工程科技进步和创新将成为推动人类社会发展的引擎。对中国来说，打造创新型国家的历史使命已经开启，中国制造业也在面临迫在眉睫的全球挑战。在第二次机器革命的浪潮袭来之时，中国政府、中国企业和个人该如何面对这场剧变？这是一本充满积极和智慧力量的书，这本书将改变我们思考技术、社会和经济发展的方式。全球化是20世纪末期最重要的经济话题，有《世界是平的》为证；在21世纪初期，技术变革将会成为社会的热点话题，《第二次机器革命》可以为证。



参与感：小米口碑营销内部手册

作为小米联合创始人，本书作者黎万强，真诚有趣地向你讲述小米公司创业几年来的内部故事，从公司创立到产品开发，从产品设计到品牌建设，从日常运营到营销推广，从服务理念到公司理念，等等等等，通过一个个真实的小细节、小故事，将外界觉得不可思议的事情，清晰透彻地道出其中的逻辑必然，并慷慨地将其独创的“参与感三三法则”和盘托出。



从黎明到衰落：西方文化生活五百年，1500年至今

作者雅克·巴尔赞考察了从文艺复兴到20世纪末500年间西方文明的方方面面，包括政治制度、社会思潮、宗教、哲学、文学、音乐、美术、科技发明、民俗及社会生活等。他以四场“真正的革命”为标志来对这五百年进行划分：宗教革命、君主制革命、自由革命和社会革命，并以此为主轴，详述这些变革在思想与物质层面所带来的冲击，这些冲击又如何交互作用塑造出今日我们所见的世界。



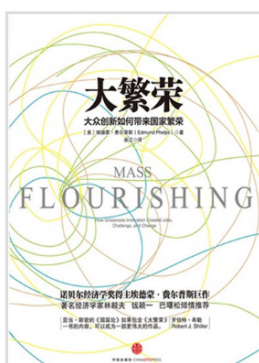
人类简史：从动物到上帝

《人类简史：从动物到上帝》是以色列新锐历史学家的一部重磅作品。从十万年前有生命迹象开始到21世纪资本、科技交织的人类发展史。十万年前，地球上至少有六个人种，为何今天却只剩下了我们自己？我们曾经只是非洲角落一个毫不起眼的族群，对地球上生态的影响力和萤火虫、猩猩或者水母相差无几。为何我们能登上生物链的顶端，最终成为地球的主宰？从认知革命、农业革命到科学革命，我们真的了解自己吗？我们过得更加快乐吗？我们知道金钱和宗教从何而来，为何产生吗？人类创建的帝国为何一个个衰亡又兴起？为什么地球上几乎每一个社会都有男尊女卑的观念？



世界与你无关

《世界与你无关》是十万字写给世界的狠话，也是也是六十个和你有关的片段及观点。故事是你们的，道理是大家的，并早已存在。丁丁张负责将它们收集起来，变成了这本书。书中所探讨的无非还是那些破事儿，却也关乎如何在爱里过得更好，如何失去也不难看，如何在真相中慢慢长大，重要的是，我们如何直面并解决人生的难处。



大繁荣：大众创新如何带来国家繁荣

经济繁荣来自何处？繁荣的源泉在今天为什么受到威胁？在这本书中，诺贝尔经济学奖得主埃德蒙·菲尔普斯根据毕生的思考对此提出了革命性的观点。为什么经济繁荣能于1820年代到1960年代在某些国家爆发？它不但生产了规模空前的物质财富，还带来了人们的兴盛生活——越来越多的人获得了有意义的职业、自我实现和个人成长。菲尔普斯指出，这种兴盛的源泉是现代价值观，例如，参与创造、探索和迎接挑战的愿望。这样的价值观点燃了实现广泛的自主创新所必需的草根经济活力。大多数创新并不是亨利·福特类型的孤独的梦想家所带来的，而是由千万普通人共同推动



李光耀论中国与世界

李光耀对东西方的地缘政治问题有自己独到的见解。从尼克松到奥巴马，历届美国总统都非常欢迎他访问白宫；从撒切尔到布莱尔，历任英国首相都肯定他的智慧；从新闻集团创始人默多克到埃克森美孚首席执行官蒂勒森，商业领袖们都对他的成就点头赞许。对于中国的未来，李光耀认为“中国希望和美国平等共享这个世纪”。他肯定了美国作为世界唯一超级大国的地位，但对美国政治体系的反复无常表示失望。他对如何与中国打交道提出了自己的建议；继而讨论了印度的未来、伊斯兰恐怖主义、经济增长、地缘政治和全球化以及民主等话题。李光耀直言不讳，以直白的语言



莫失莫忘

秋微所著的《莫失莫忘》讲述：十年前，塔罗牌告诉她：如果你们在新年之前连续见三次，你们就会有至少十年的姻缘。一场SARS降临，他们相遇相恋在布满灾难的空城。十年间，他们历经四次告别，一再错过。第一次分开，在夕阳之下，她看着那对拥抱的身影，心想若爱足够的话，又怎会有怀疑？第二次分开，在这段异地恋中，她发现冷战比争吵更痛苦，索性主动告别。第三次分开，他身陷现实低谷，但生活并没有教会她接纳与容忍。第四次分开，十年沉浮让这两份旗鼓相当的情感，不再暴戾尖刻，各自归还彼此。他们终于懂得，好聚容易，好散才是教养。告别总会相见，哪



贫穷的本质：我们为什么摆脱不了贫穷

为了弄清为什么会贫穷，贫穷又会导致哪些特定问题，从而不断让穷人陷入无法逃离“贫穷陷阱”的怪圈，《贫穷的本质》的两位作者深入五大洲多个国家的穷人世界，调查贫困人群最集中的18个国家和地区，从穷人的日常生活、教育、健康、创业、援助、政府、NGO等生活的多个方面，探寻贫穷真正的根源。同时，《贫穷的本质》也对关于贫穷的一些流行观点进行了反思，比如援助越多穷人的依赖性越强，外部援助不起作用等等。他们指出，多年来的扶贫政策大都以失败而告终，原因就在于人们对于贫穷的理解不够深刻，好钢没有用在刀刃上。《贫穷的本质》用大量实例，提出



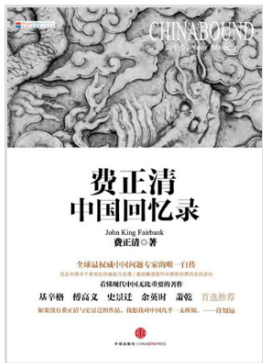
3D打印：从想象到现实

这本书讲述了3D打印技术的突破性发展，以及3D打印技术将如何应用在学校、厨房、医院等场所。这本书预测，不远的未来，我们完全可以用电脑把自己想要的东西设计出来，然后进行三维打印，就像我们现在可以在线编辑文档一样。通过电子设计文件或设计蓝图，3D打印技术将会把数字信息转化为实体物品。当然，这还不是3D打印的全部，3D打印最具魔力的地方是，它将给材料科学、生物科学带来翻天覆地的变化，最终的结果是科学技术和创新呈现爆发式的变革。



城乡中国

周其仁《城乡中国》与费孝通《乡土中国》一脉相承。《城乡中国》是著名经济学家周其仁关于中国城镇化这一焦点问题的鼎力之作。在《城乡中国》一书中，作者用经济学视角解析中国特色的城镇化，厘清迷雾预见中国城乡发展的大趋势。他借城乡之分野，把脉中国经济，用真实世界的经济学解读中国的过去和未来。《城乡中国》用清晰的逻辑、简洁的语言、浅显的实证、趣味的叙述，把复杂的经济现象和本质深入浅出地分享给大众。陈锡文、文贯中、李培林、李铁等各路专家学者强力推荐！



费正清中国回忆录

《费正清中国回忆录》是“头号中国通”、美国最负盛名的中国问题观察家、美国中国近现代史研究领域的泰斗费正清唯一的一本个人自传。在《费正清中国回忆录》里，费正清回顾了自己长达50年的中国情缘，讲述了他半个多世纪与中国有关的生活与工作，记录了他对近现代中国历史的敏锐观察和精辟分析。费正清以博学而洒脱的风格，风趣、清新的笔调，将自己的经历和观察娓娓道来。对读者而言，《费正清中国回忆录》将不仅仅是一本简单的个人传记，而是读懂中国历史的一本重要著作。



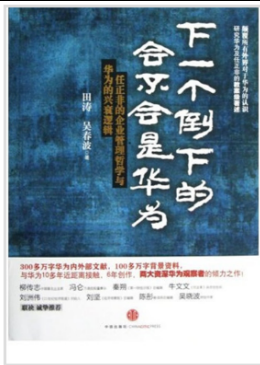
改革的逻辑

从改革史上标志性的莫干山会议开始，周其仁教授就密切参与中国改革的每一步。他善于从现实世界出发，在《改革的逻辑》一书中，用扎实的经济学功底和风趣、直白的文字，将中国改革的理念、方法和历程进行严密而逻辑清晰的梳理。《改革的逻辑》从“邓小平做对了什么”到“中国还需要做对什么”，从“如何防止改革变成半拉子工程”，到“怎么避免糟糕的政策组合”，系统地从事权改革、土地改革、货币改革等各个方面，深入解读中国经济改革的来龙去脉和关键问题，让读者更加了解中国改革的逻辑，同时对未来提出了自己的独特看法。



向前一步

作为全球最成功的女性之一，Facebook首席运营官谢丽尔·桑德伯格在书中深刻剖析了男女不平等现象的根本原因，解开了女性成功的密码！她认为，女性之所以没有勇气跻身领导层，不敢放开脚步追求自己的梦想，更多是出于内在的恐惧与不自信。她在书中鼓励所有女性，要大胆地“往桌前坐”，主动参与对话与讨论，说出自己的想法。她还为女性提出了如下成功密码，激励女性勇于接受挑战，满怀热情地追求自己的人生目标。



下一个倒下的会不会是华为？

华为的成功首先在于，将“秀才”造就成具有同一价值观和统一意志的“战士”，同时又避免将“战士”扭曲成“奴才”。传统企业管理的理论经验大多源于对非知识劳动者的管理；任正非企业管理哲学对当代管理学的贡献在于：在互联网文化的广泛而深刻的挑战面前，摸索出了一整套的对知识劳动者的管理理论和方法。



习惯的力量

《习惯的力量》作者查尔斯·杜希格荣获2013年美国普利策新闻奖。疯行全球的“习惯改造指南”2013登陆中国！国际一流企业：宝洁、谷歌、微软……世界顶尖大学：哈佛、耶鲁、剑桥和MIT……都在竞相研究和使用的最热门的学问！如果你能发现自己的“习惯模式”，你就能彻底改变自己的生活！



平台战略：正在席卷全球的商业模式革命

平台商业模式的精髓，在于打造一个完善的、成长潜能强大的“生态圈”。它拥有独树一帜的精密规范和机制系统，能有效激励多方群体之间互动，达成平台企业的愿景。纵观全球许多重新定义产业架构的企业，我们往往就会发现它们成功的关键——建立起良好的“平台生态圈”，连接两个以上群体，弯曲、打碎了既有的产业链。平台生态圈里的一方群体，一旦因为需求增加而壮大，另一方群体的需求也会随之增长。如此一来，一个良性循环机制便建立了，通过此平台交流的各方也会促进对方无限增长。而通过平台模式达到战略目的，包括规模的壮大和生态圈的完善，



死亡如此多情

本书从开始酝酿到最终出版，历时一年半，最终完成120余篇口述实录。《中国医学论坛报》的编辑团队，在工作之余来到临床一线，记录医生的心声。在这本书中，每一个故事都是真实发生的，每一个故事都令讲述者难忘。感谢所有被采访的医生，他们为我们还原了一个又一个感人的生死现场。



幸福的方法

本书以充满智慧的语言风格，将幸福的秘密如沐春风般地带入到你的心灵深处。作者将人生分为四种类型，其中不幸的三种类型分别是：牺牲眼前快乐，只着眼于未来目标的忙碌奔波型；放纵自己、及时行乐的享乐主义型；对一切都失望，无所作为的虚无主义型。通过本书，读者将深刻了解到幸福的终极目标不是名利财富，而是尊重生命的核心价值，只有找到自己的真正使命并努力发掘出自己的潜力，全然地投入到生活中去，才能最终达到第四种状态：感悟幸福型。幸福，是可以通过学习和练习获得的；同时，幸福也是一个需要永不间断追求的过程。幸福的人生态度不但是为了



知日系列

国内唯一专门关注日本的媒体品牌。It is Japan. 这就是日本。致力于为中国年轻人深度报道记录有关日本的文化，创意，艺术和旅行等。《知日》是目前国内唯一专门介绍日本文化、艺术的创意生活类丛书，提供有创意和价值感的日本文化料理。



众病之王：癌症传

《众病之王：癌症传》为2011年普利策文学奖作品、2011年《英国卫报》新人奖得主、2010年《纽约时报》年度好书、《时代》周刊评选最佳非小说类作品之一，人类四千年抗癌斗争史，普利策文学奖作品，献给普天下罹患癌症的患者及家属，以及在斗争一线的医护人员、科研学者和社会各界抗癌人士！



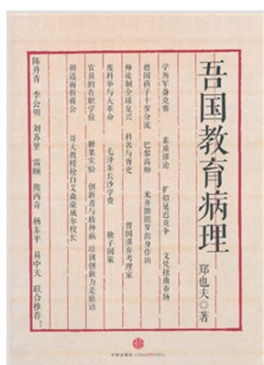
他们最幸福

《他们最幸福》是大冰一段十年的精彩生长之路，也是路途中十个不同他们幸福的故事，更是一段对当下价值观有无声的生活抗议。多栖身份的大冰，从主持人到民谣歌手，从江湖游侠到资深文青，他抱着一只手鼓行唱在天涯中，却从未将故事写在纸面上。他这十年的行走生长，一路遇见了更多传奇精彩的同行者故事，此般真意首次成文，不说教不励志，只是将这些故事分享出来。在他们的故事中，有的是无畏的奋斗和孤身的寻找，有的是疯狂的爱情和极致的浪漫，有的是你我不曾尝试却跃跃欲试的叛逆生活，这些真实的故事，送给每一个当下的人们，无关于成功，只关乎幸福



投资哲学：保守主义的智慧之灯

本书是中国本土首部关于投资哲学的著作，论述了投资背后的哲学理念，投资的道德基础。作者从保守主义出发阐述了他对价值的看法，对人性的看法，对市场的看法，对风险的看法，对投资自身的看法等等。越追求卓越的投资越需要卓越的投资哲学，这比投资者的专业技能更重要。



吾国教育病理

本书一反时下不涉病灶、不究病理，治标不治本的教育论述，从诸多视角，说出惊世骇俗的道理，直指中国教育的病因，直陈其解决之道，言辞犀利，一针见血，穷根问底，论据详实。既呈现了对教育病理的追问，也体现了对当下国情的关怀。

资料来源：公司官网，九州研究

2、畅销书排名居行业前列

按照开卷信息统计的非虚构类畅销书排名的情况来看，2016 年第 17 周的数据显示公司两个出版书排名前十，2015 年全年的数据来看公司共有五个出版书排名前三十，位居行业前列。

表格 2 2016 年第 17 周非虚构类畅销书排名

排名	书名	出版社	作者
1	向着光亮那方	中信出版集团股份有限公司	刘同
2	白说	长江文艺出版社有限公司	白岩松
3	天才在左 疯子在右(完整版)	北京联合出版有限责任公司	高铭
4	世界很大,幸好有你	江苏凤凰文艺出版社	杨澜
5	孩子你慢慢来(插图新版)	广西师范大学出版社集团有限公司	龙应台
6	目送(插图新版)	广西师范大学出版社集团有限公司	龙应台
7	谁的青春不迷茫	中信出版集团股份有限公司	刘同
8	你所谓的稳定,不过是在浪费生命	湖南文艺出版社有限责任公司	李尚龙
9	阿弥陀佛么么哒	湖南文艺出版社有限责任公司	大冰
10	先谋生,再谋爱	天津人民出版社有限公司	李筱懿

资料来源：北京开卷信息技术有限公司，九州研究



表格 3 2015 年非虚构类畅销书排行榜 TOP30

排名	书名	出版社	作者
1	秘密花园:一本探索奇境的手绘涂色书	北京联合出版有限责任公司	乔汉娜·贝斯福
2	目送(插图新版)	广西师范大学出版社集团有限公司	龙应台
3	乖,摸摸头	湖南文艺出版社有限责任公司	大冰
4	从 0 到 1:开启商业与未来的秘密	中信出版集团股份有限公司	彼得·蒂尔,布莱克·马斯特斯
5	魔法森林:秘密花园 2	北京联合出版有限责任公司	乔汉娜·贝斯福
6	你的孤独,虽败犹荣	中信出版集团股份有限公司	刘同
7	看见	广西师范大学出版社集团有限公司	柴静
8	阿弥陀佛么么哒	湖南文艺出版社有限责任公司	大冰
9	白说	长江文艺出版社有限公司	白岩松
10	绝望锻炼了我:朴槿惠自传	江苏译林出版社有限公司	朴槿惠
11	万达哲学:王健林首次自述经营之道	中信出版集团股份有限公司	王健林
12	撒哈拉的故事	北京十月文艺出版社	三毛
13	“大抗战”知识读本	学习出版社	《“大抗战”知识读本》编写组
14	孩子你慢慢来(插图新版)	广西师范大学出版社集团有限公司	龙应台
15	愿有人陪你颠沛流离	湖南文艺出版社有限责任公司	卢思浩
16	皮囊	天津人民出版社有限公司	蔡崇达
17	历史的教训	四川人民出版社有限公司	威尔·杜兰特,阿里尔·杜兰特
18	互联网+:国家战略行动路线图	中信出版集团股份有限公司	马化腾
19	大数据时代:生活、工作与思维的大变革	浙江人民出版社有限公司	维克托·迈尔-舍恩伯格,肯尼思·库克耶
20	自控力:斯坦福大学最受欢迎心理学课程(精)	印刷工业出版社有限公司	凯利·麦格尼格尔
21	我们都一样,年轻又彷徨	湖南文艺出版社有限责任公司	苑子文,苑子豪
22	我遇到你	长江文艺出版社有限公司	敬一丹
23	奇幻梦境:一本漫游奇境的手绘涂色书	北京联合出版有限责任公司	沈凤如
24	天才在左 疯子在右:国内第一本精神病人访谈手记	武汉大学出版社	高铭
25	谁的青春不迷茫	中信出版集团股份有限公司	刘同
26	文化苦旅(新版)	长江文艺出版社有限公司	余秋雨
27	文化苦旅(增补版)	长江文艺出版社有限公司	余秋雨
28	你要去相信,没有到不了的明天	湖南文艺出版社有限责任公司	卢思浩
29	明朝那些事儿(第 1 部):洪武帝(再版)	浙江人民出版社有限公司	当年明月
30	亲爱的安德烈:两代共读的 36 封家书(新版)	广西师范大学出版社集团有限公司	龙应台

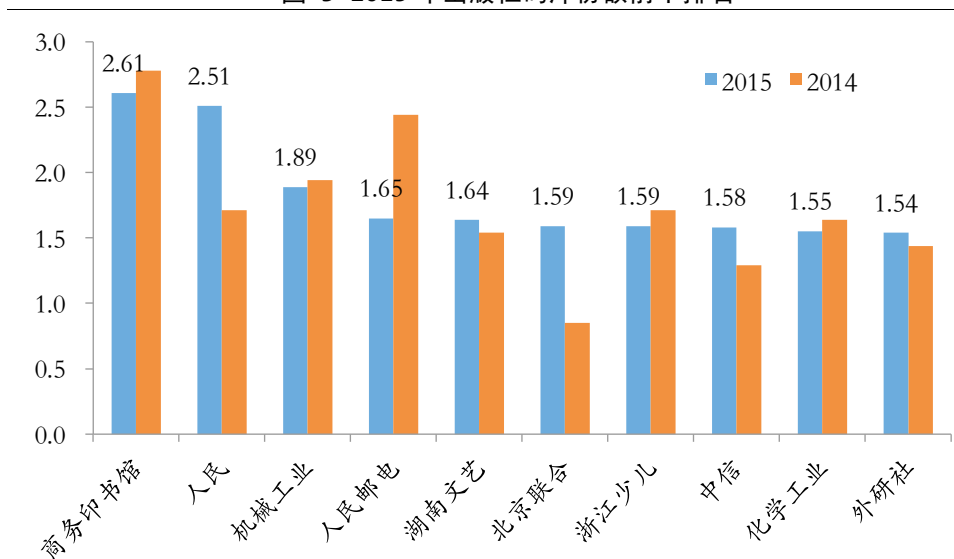
资料来源:北京开卷信息技术有限公司,九州研究

3、码洋份额稳步提升

根据中国出版传媒商报公布的数据显示,公司 2015 年的码洋市场份额为 1.58%,同比增长 0.29 个百分点,排名第八位,较去年上升五个名次。从月度零售码洋的数据来看,公司从 2012 年 9 月不足 1%的份额提升至 2016 年 3 月的 1.74%的水平,排名全国第二,份额稳步提升。

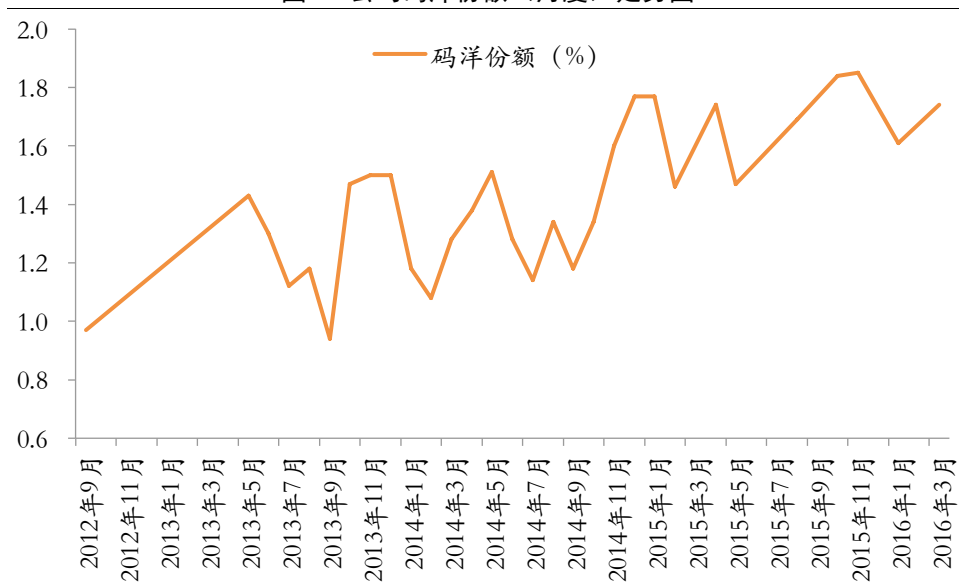


图 3 2015 年出版社码洋份额前十排名



资料来源：中国出版传媒商报，九州研究

图 4 公司码洋份额（月度）走势图



资料来源：中国出版传媒商报，九州研究



二、 渠道布局行业领先

1、遍布一线城市机场的书店零售网络

中信书店截至 2015 年 11 月共拥有 74 家机场店和 8 家城市店，遍布全国十个省市。中信书店定位于“通过书的引领，倡导新的生活方式”，目标是建成中国最大的连锁书店，为会员提供立体文化休闲书店网络，成为中信出版会员入口。中信书店通过网点布局、输出广告资源，形成广告传播价值；并通过移动应用，对接互联网资源，不断实现收入结构的优化。

表格 4 中信书店机场店主要布局在一线城市

机场店	数量
沈阳桃仙国际机场 T2 航站楼中信书店	10
大连周水子国际机场中信书店	
首都国际机场 T3 航站楼中信书店	11
济南遥墙国际机场中信书店	4
合肥新桥国际机场中信书店	3
西安咸阳国际机场 T3 航站楼中信书店	5
杭州萧山国际机场 T3 航站楼中信书店	14
厦门高崎国际机场 T3 航站楼中信书店	12
厦门高崎国际机场 T4 航站楼中信书店	
贵阳龙洞堡国际机场 T2 航站楼中信书店	2
深圳宝安国际机场中信书店	10
海口美兰国际机场中信书店	3

资料来源：公司官网，九州研究（注：数据截至 2015 年 11 月）

图 5 中信书店机场实体店形象



资料来源：公司官网，九州研究



2、网上渠道销售持续增长

公司在天猫网、当当网、亚马逊、淘宝等线上销售数据显示，网上销售增长迅猛。2015 年公司在京东商城上的销售额达到 8330 万元，同比增长 85%；在当当网上的销售额达到 8297 万元，同比增长 16%；在亚马逊上的销售额达到 4289 万元，略低于上年水平。

表格 5 公司前五大客户情况

	单位名称	销售金额(万元)	销售占比(%)
2015 年年报	江苏圆周电子商务有限公司	8,330.56	10.7
	北京当当网信息技术有限公司	8,297.93	10.66
	亚马逊卓越有限公司	4,289.23	5.51
	浙江省新华书店集团有限公司	3,463.48	4.45
	新华文轩出版传媒股份有限公司	2,164.44	2.78
2014 年报	北京当当网信息技术有限公司	7,138.30	11.59
	亚马逊(中国)投资有限公司	4,604.60	7.48
	江苏圆周电子商务有限公司	4,487.29	7.29
	浙江省新华书店集团有限公司	1,789.82	2.91
	新华文轩出版传媒股份有限公司	1,478.08	2.40
2013 年报	北京当当网信息技术有限公司	5,380.44	9.81
	亚马逊卓越有限公司	4,837.61	8.82
	江苏圆周电子商务有限公司	3,973.69	7.25
	浙江省新华书店集团有限公司	1,297.50	2.37
	北京台湖出版物会展贸易中心有限责任公司	815.76	1.49

资料来源：公司公告，九州研究

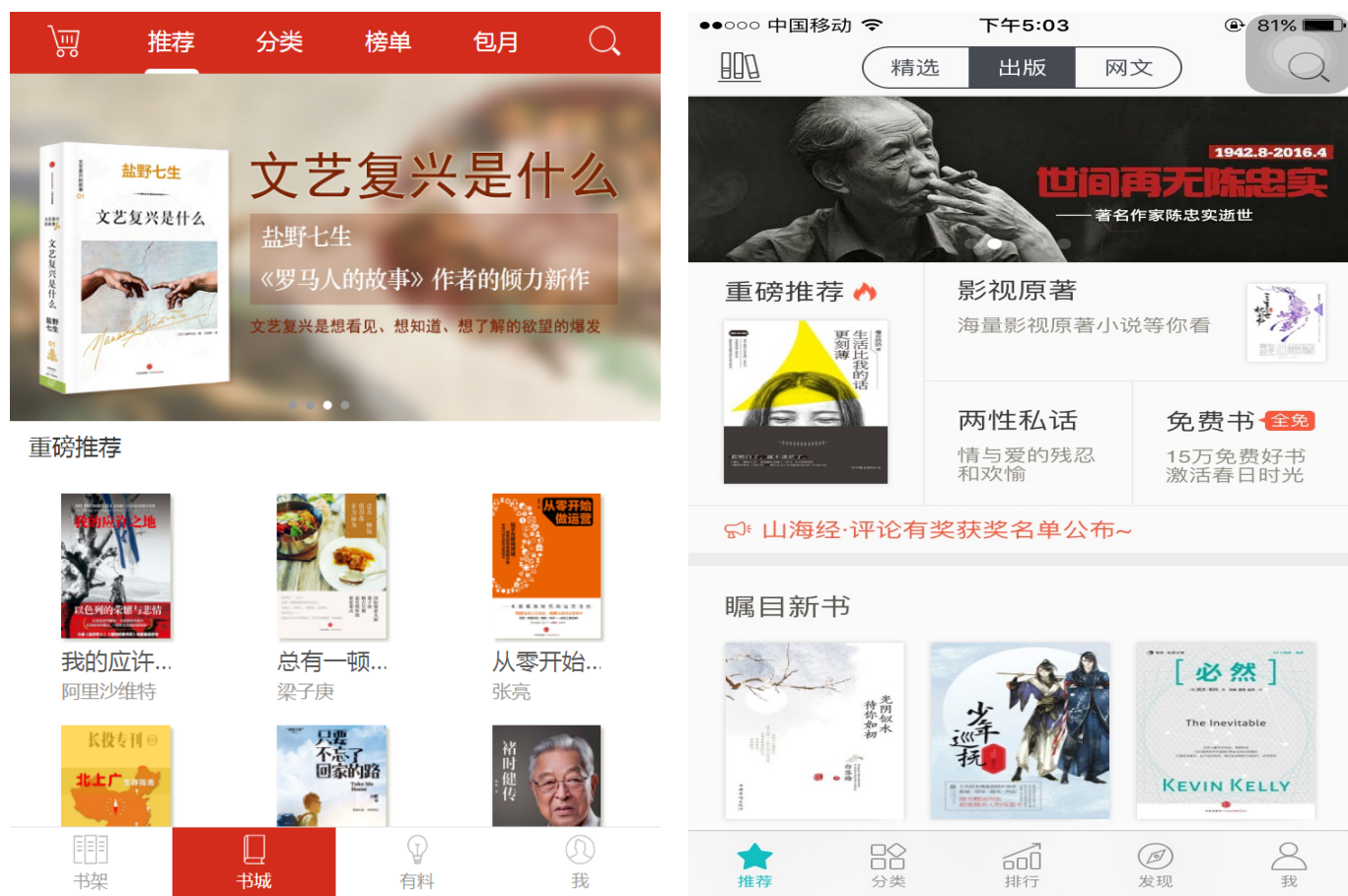
3、与运营商合力开发移动阅读 APP

数字出版业务专注于电子书的策划出版、数字阅读产品的整合、分销与传播，以及由此衍生的阅读和文创服务。依托中信出版海量的优质 IP 资源，公司分别向中信出版和签约的外部出版社、独立作者采购图书版权，转换为电子书，作为内容提供商（CP）为中国联通、中国移动和中国电信三大运营商及互联网电商平台提供 B2B 的阅读服务。公司通过发布“云出版客户端”、中国联通“大布阅读”平台、“咪咕中信书店”等多项数字阅读产品与数字出版平台，搭建阅读与出版社区利用众包方式开放出版全流程，战略合作分销渠道，实现聚合、运营、分发高品质数字内容，并通过对精准客群的流量分析实现定制化出版、订单化生产，进一步拓展下游产业链，涉足数字内容 B2C 领域，成为出版阅读数字化、网络化、社区化、新媒体化的引领者。

2014 年公司与中国联通联合推出“大布阅读”APP 平台，2015 年底公司与中国移动联合推出“咪咕阅读”APP 平台。



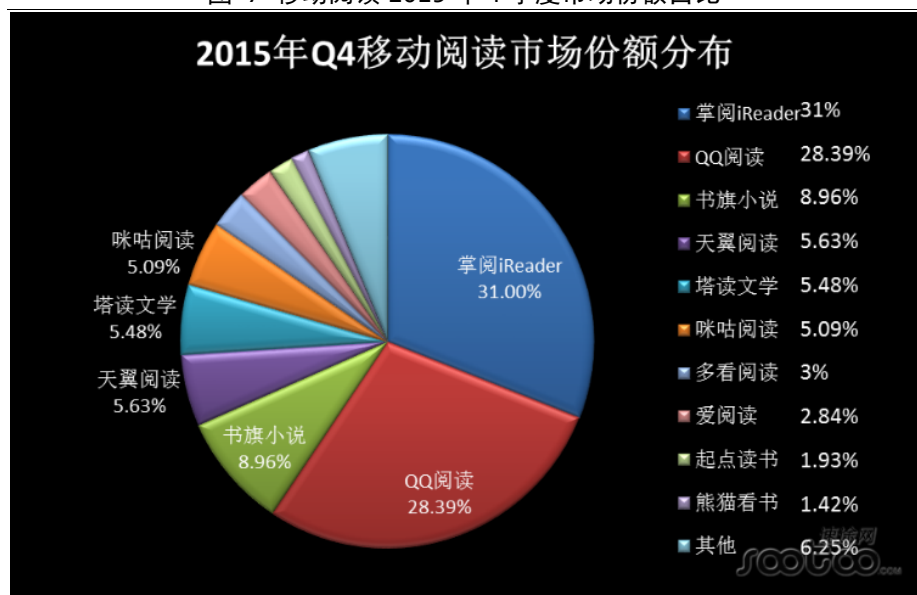
图6 大布阅读和咪咕阅读APP



资料来源：互联网，九州研究

根据速途研究院公布的数据显示，公司与移动联合推出的咪咕阅读占移动阅读的市场份额达到 5.09%，具备较稳定靠前的市场份额和口碑。

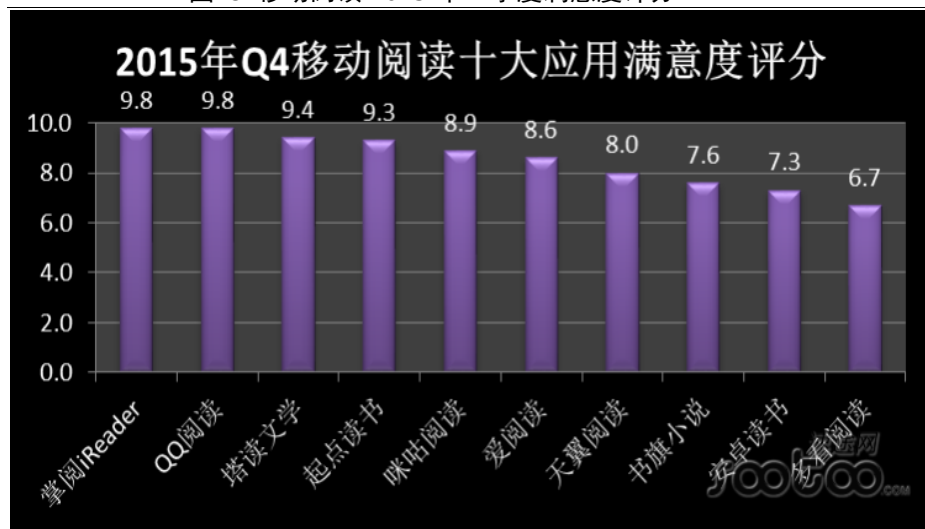
图7 移动阅读 2015 年 4 季度市场份额占比



资料来源：速途研究院，九州研究



图 8 移动阅读 2015 年 4 季度满意度评分



资料来源：速途研究院，九州研究

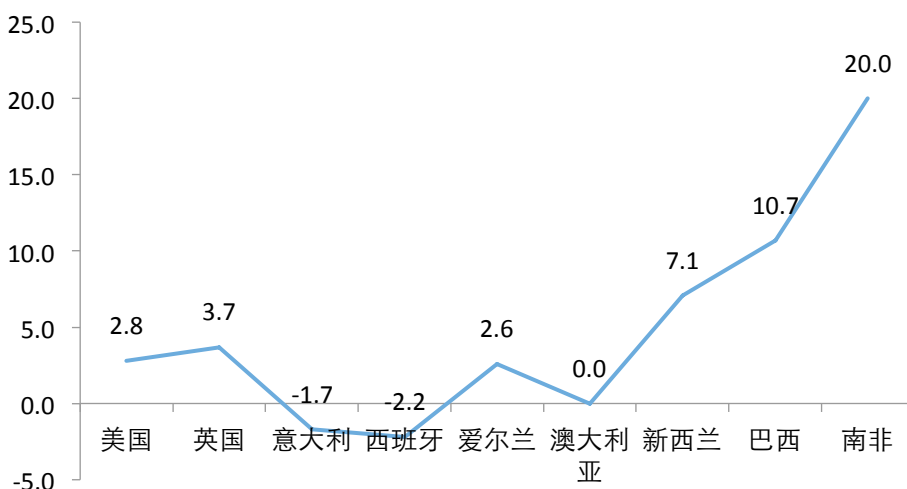
三、 行业深度发展潜力巨大

图书业 14-15 年的增长态势有所提升，2015 年国内图书零售市场同比增长 12.8%，销售额达到 624 亿；其中，社科、文学和少儿类图书占比较高。中国出版企业在全球出版市场的地位日渐提升，未来有望融入行业巨头整合并购和数字转型的大浪潮。

1、全球纸质书增速有所反弹

根据尼尔森提供的数据，2015 年，其监测的 9 个国家图书市场中，6 个国家（美国、英国、巴西、南非、爱尔兰、新西兰）的纸质书销量同比上升。

图 9 全球主要国家 2015 年纸质图书销售同比增长 (%)



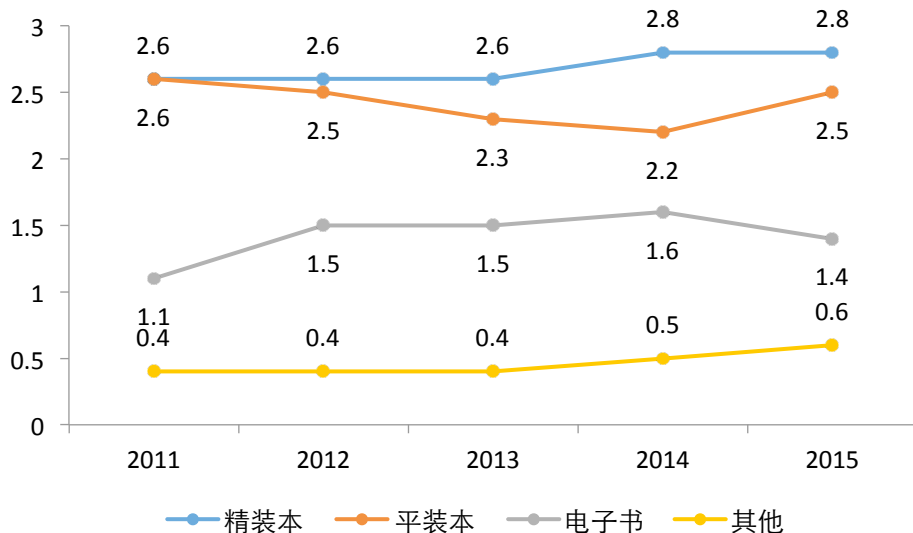
资料来源：尼尔森，九州研究

另一方面，西方的电子书市场经过几年的快速增长后，增速均有所放缓甚至出现一定程度的下滑。英国 2015 年前三季度电子书的销售册数和销售额比



重同比均有所下降。美国 2015 年电子书销售额下降了 10%以上。

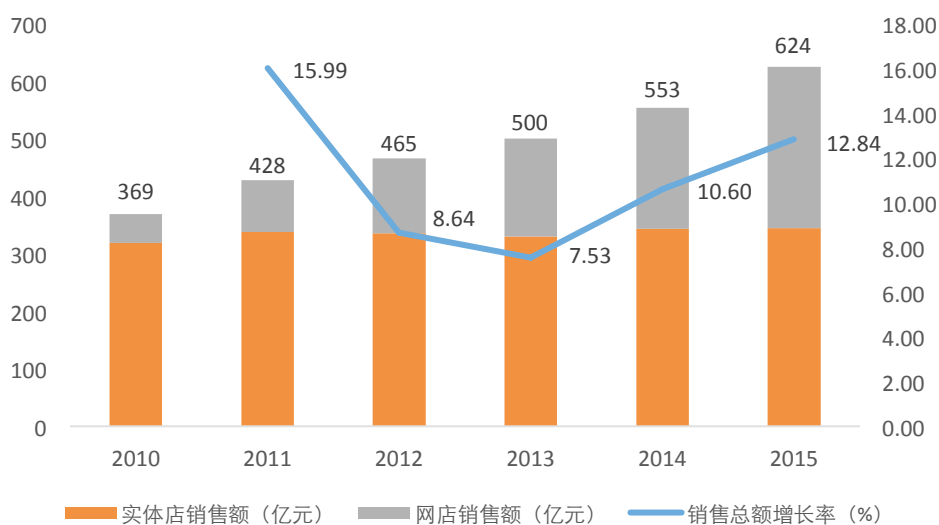
图 10 2015 年美国电子书销售明显下滑（单位：十亿美元）



资料来源：美国出版商协会，九州研究

就国内来说，2015 年全国图书零售市场同比增长 12.8%，销售额达到 624 亿，动销品种数为 168 万种，2014 年全国共出版图书 44.8 万种，较 2013 年增长 0.9%。2015 年实体书店零售市场继 2014 年实现 3.26% 增长之后，继续保持正向增长，同比增长 0.3%，规模达到 344 亿。同时，网上书店零售市场规模也保持高速增长，同比增长 33.21%，规模达到 280 亿左右。

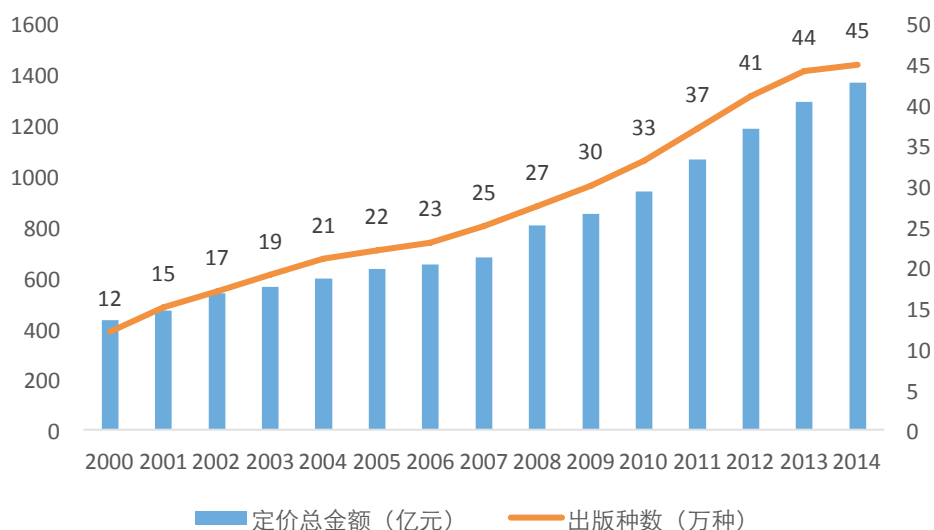
图 11 近两年国内图书零售保持 10% 以上增长



资料来源：北京开卷信息《2015 年图书零售市场报告》，九州研究



图 12 2000-2014 年全国图书出版定价总金额与种数



资料来源：2000-2014 年全国新闻出版业基本情况，九州研究

另一方面，国内移动阅读行业规模持续增长，2015 年移动阅读市场规模达 108 亿，同比增长 22%。2015 年移动阅读已经覆盖到全国 34 个省市自治区共计 1.3 亿用户群体，阅读字数达 10 万亿。

与发达国家相比，中国人均读书数量较低，发达国家不仅以经济手段支持图书产业发展，也通过多种途径营造社会读书氛围，如韩国颁布《读书振兴法》、美国颁布《卓越阅读法》，从立法层面鼓励读书，随着国民经济的持续发展，国民阅读习惯的养成与深化，中国图书市场有进一步的增长空间。

表格 6 2013 年国家间人均图书阅读量对比

国家	韩国	法国	日本	以色列	中国
人均图书阅读量 (册)	11	20	40	64	4.77

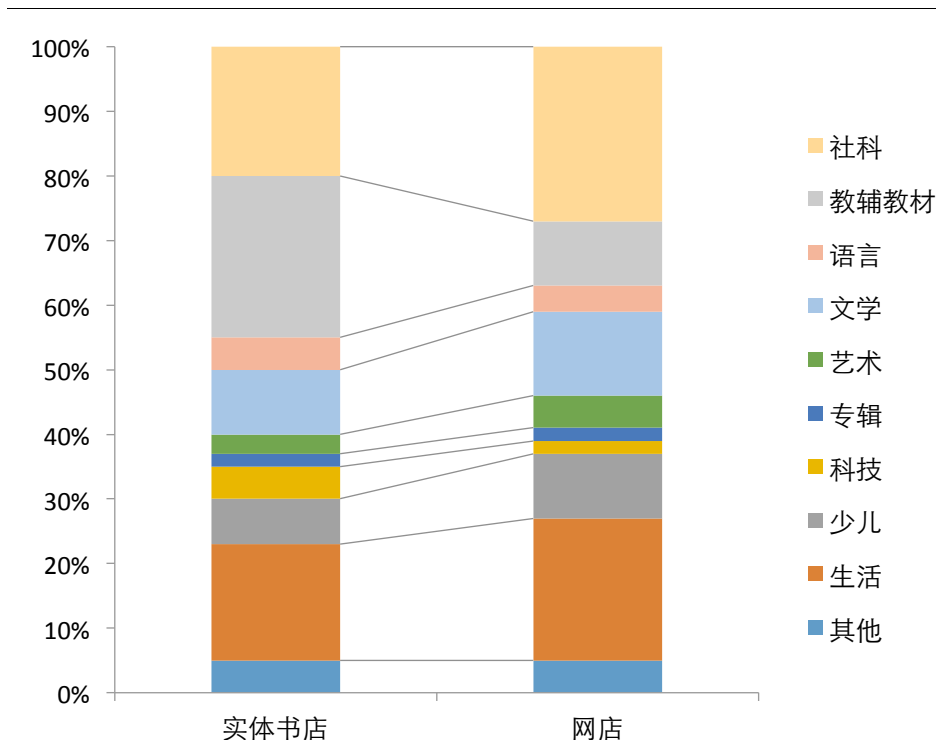
资料来源：中国新闻出版研究院《全国国民阅读调查报告》，九州研究

2、社科和少儿类图书增长明显

仅就国内市场而言，按图书类别来看，社科、文学和少儿图书码洋占比相对较高。不同渠道（实体店、网店）的图书类别偏好有所不同。教辅教材类是实体书店渠道码洋比重最大的细分类，为 25.38%，其次是社科、少儿和文学，码洋比重均在 10% 以上。网上销售渠道码洋比重最大的类别是社科类，达到了 26.61%，少儿、文学和科技类在网店渠道的码洋比重也高于实体店渠道，而教辅教材的码洋比重远低于实体店渠道。



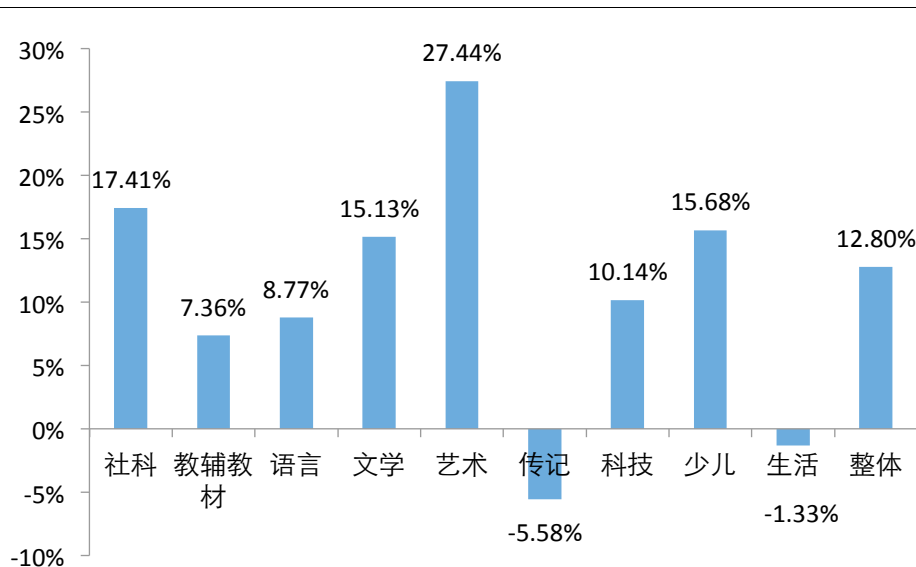
图 13 2015 年不同渠道的图书类别占比



资料来源：北京开卷信息技术有限公司，九州研究

各个细分类别当中，除传记和生活类图书出现同比下降外，其余主要细分类别均呈现同比上升的态势。艺术类图书同比增长最快，为 27.44%，其次是社科类，同比增长 17.41%，少儿和文学类的同比增长均在 15% 左右。

图 14 2015 年图书细分类别零售市场同比增长率



资料来源：北京开卷信息技术有限公司，九州研究

3、国际出版行业浅析

根据法国《图书周刊》发起的《2015 全球出版企业排名报告》，全球前十



大出版企业中中国占有 2 席。2014 年前十大出版企业的收入累计达 349.7 亿美元（约 2171.3 亿元），比 2013 年增长了 12%，占报告中所有出版商收入总和的 54%。

表格 7 2015 年全球前十大出版企业

排名	出版公司（集团或分支）	国家	母公司或所有者	母公司所在国家
1	培生	英国	培生	英国
2	汤森路透	美国	木桥集团有限公司	加拿大
3	励德爱思唯尔集团	英国/荷兰/美国	励德爱思唯尔	英国/荷兰/美国
4	威科集团	荷兰	威科集团	荷兰
5	企鹅兰登书屋	德国	贝塔斯曼	德国
6	凤凰出版传媒集团	中国	凤凰出版传媒集团	中国
7	中南出版传媒集团	中国	中南出版传媒集团	中国
8	阿歇特	法国	拉加代尔集团	法国
9	麦格劳-希尔教育出版集团	美国	阿波罗全球管理有限责任公司	美国
10	霍兹布林克	德国	霍兹布林克出版集团	德国

资料来源：《2015 全球出版企业排名报告》，九州研究

从发达国家经验来看，出版行业龙头的商业运作模式分为几种：

- （1）全产业链打通的欧洲模式，以贝塔斯曼、拉加代尔为代表，涉及出版、销售和媒体等多领域；
- （2）极强专业性的美国模式，如专注于教育领域的麦格劳-希尔教育；
- （3）介于欧洲模式和美国模式之间的日本模式，如集英社。

出版行业巨头的崛起几乎都伴随着兼并收购。比如企鹅兰登书屋常年保持领先地位和强劲业绩的原因，离不开其对企鹅出版社（2013 年 7 月）和西班牙语普通版图书社 Santillana Ediciones Generales（2014 年 7 月）的并购。中国出版企业逐渐在国际出版市场中占据重要位置也离不开收购大动作。2014 年夏天，凤凰出版传媒集团斥资 8 亿美元（约 49.6 亿元）收购了 Publications International 出版公司旗下的儿童出版业务，作为其经营全球儿童出版业务的重要一步。

除了兼并收购所带来的业务结构优化和优势互补外，出版业巨头的数字化转型也成为大趋势潮流。美国汤森集团在 20 世纪末就已经完成了向全球领先专业信息服务集团的转型。行业巨头中近两年业绩增长态势迅猛的企业几乎都是采用数字化技术的公司。

四、公司利润高速增长，积极布局职教产业

2015 年度，公司实现营业收入 77,820.46 万元，同比增长 26.35%；营业利润 9,051.75 万元，同比增长 62.59%；归属于挂牌公司的净利润为 10,275.02 万元，同比增长 60.33%。全年出版新书 565 种，同比增加 72 种；新书及重印书出版码洋达 11.52 亿元，畅销品数量同比增长一倍多。

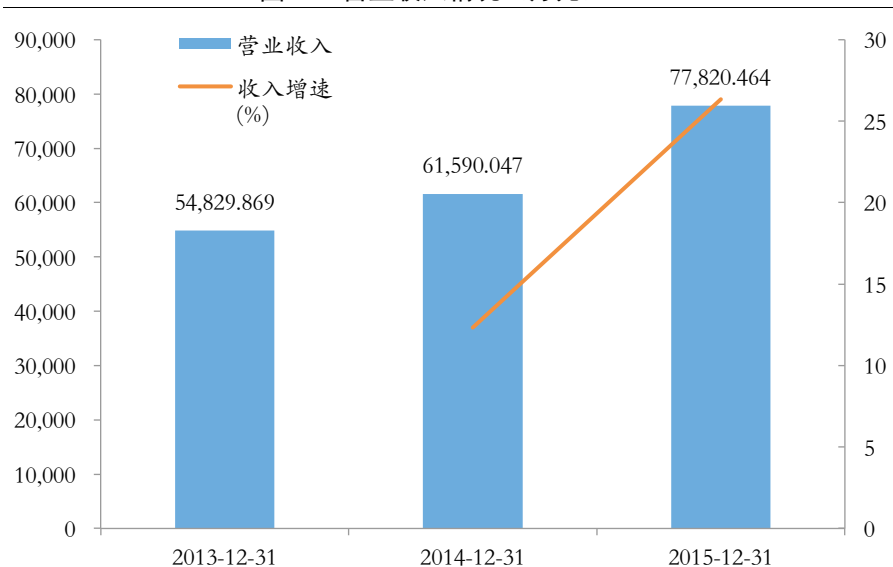
公司在经管类图书出版方面继续发力的同时，开始拓展少儿类图书出版业务，成立“小中信”业务部，积极拓展和创新少儿渠道，并与多家国外著名出版社达成合作。2015 年度，公司出版发行《世界上最聪明的孩子》、《小白找朋友》、《给孩子的诗》、绘本《世界上最大的蛋糕》等少儿类图书，并与罗辑思



维携手推出 AR 实境互动儿童科普图书《科学跑出来》。根据开卷监控（地面）实销数据，中信出版在少儿类图书市场占有率排名从 2014 年的 106 名提升至 2015 年的 72 名，公司在少儿类图书市场的开拓效果明显。

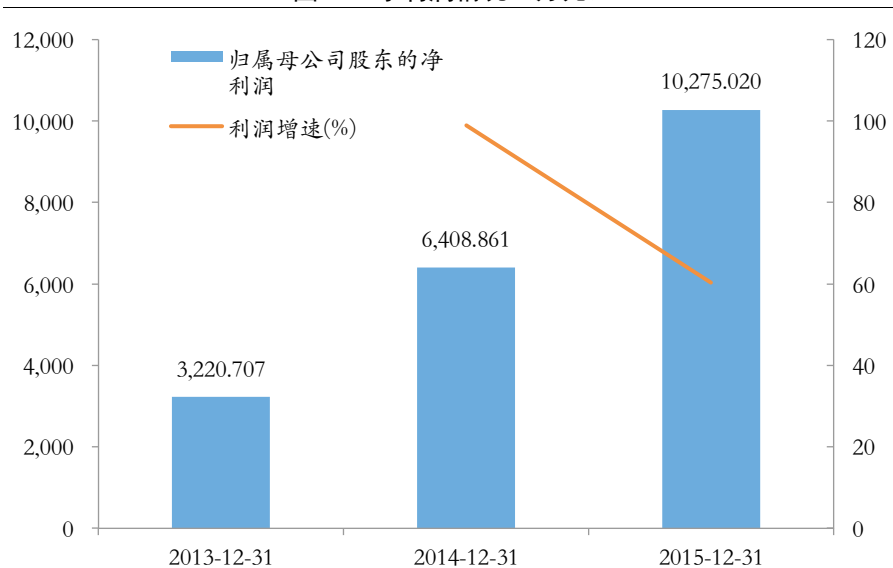
2014 年 11 月公司进军教育培训产业，与美国 Kaplan 教育集团共同出资组建中信楷岚教育，致力于提供以金融为主的职业教育和国际教育服务。2015 年，中信楷岚教育正式投入运营，与 CIMA 皇家特许管理会计师公会、沪江教育及高顿财经等达成战略合作意向，并与中国图书进出口（集团）总公司展开业务合作，积极布局职业教育培训市场。

图 15 营业收入情况（万元）



资料来源：wind，九州研究

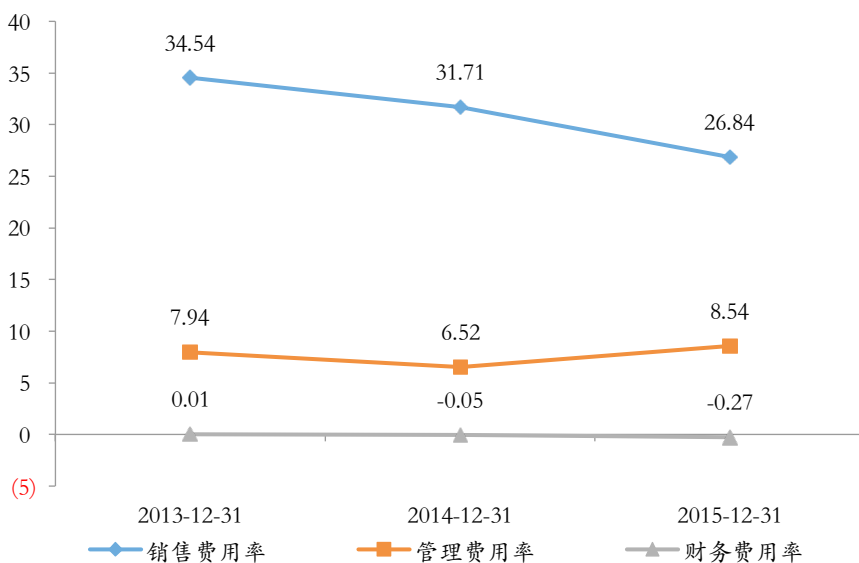
图 16 净利润情况（万元）



资料来源：wind，九州研究

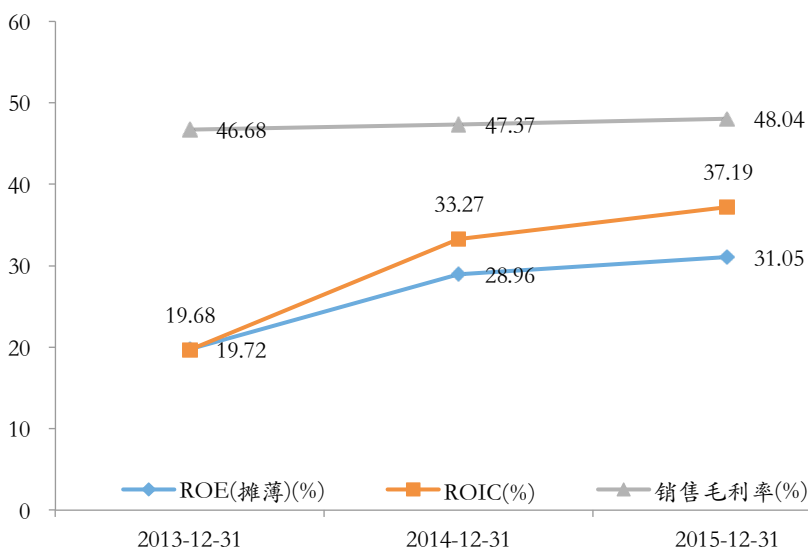


图 17 三项费用率情况 (%)



资料来源: wind, 九州研究

图 18 利润率情况 (%)



资料来源: wind, 九州研究

五、 盈利预测与估值

根据出版业可比公司估值的情况, 出版类可比公司平均市值为 155 亿元, 区间在[48, 324]; 市盈率为 52 倍, 区间在[15, 173]。

公司的利润率居行业前列, 在财经类图书出版市场占据领先地位, 公司具备产业链优势, 并积极拓展职业教育领域, 成长性看好, 首次覆盖给予公司“买入”评级。



表格 8 可比公司主要财务数据

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE- TTM	收入 (亿元)		净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
					2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
凤凰传媒	601928.SH	276	10.83	23.80	96.18	100.46	12.33	11.54	36.75	37.99	12.82	11.49
中南传媒	601098.SH	324	18.05	15.9	90.39	100.85	15.29	17.79	40.67	41.10	16.91	17.64
皖新传媒	601801.SH	203	22.32	25.5	57.45	65.81	7.00	7.78	23.61	21.78	12.18	11.82
出版传媒	601999.SH	48.09	8.73	56.7	14.96	15.38	0.75	0.80	21.27	20.74	5.04	5.22
新华传媒	600825.SH	80.35	7.69	173	17.89	15.73	0.50	0.50	31.10	31.34	2.82	3.19
时代出版	600551.SH	83.21	16.45	20.9	53.64	60.21	3.93	3.96	13.30	11.00	7.32	6.58
天舟文化	300148.SZ	73.74	17.46	52.6	5.16	5.44	1.19	1.77	45.43	56.68	23.08	35.52
平均		155.48	14.50	52.63	47.95	51.98	5.86	6.31	30.30	31.52	11.45	13.07
中信出版	833761.OC	-	-	-	6.16	7.78	0.64	1.02	47.37	48.04	10.41	13.11

数据来源: Wind, 九州研究

六、 风险提示

- 1、行业竞争加剧带来的风险；
- 2、公司管理风险；
- 3、行业政策风险。



附表：三表预测（单位：百万元）

利润表						现金流量表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	615.90	778.20	933.85	1120.61	1344.74	经营性现金净流量	153.99	108.59	150.44	131.16	212.93
减：营业成本	324.17	404.34	485.60	582.72	699.26	投资性现金净流量	34.66	28.68	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	5.34	6.04	7.25	8.70	10.44	筹资性现金净流量	-5.78	-9.56	9.00	12.41	16.60
营业费用	195.28	208.89	242.80	280.15	336.18	现金流量净额	182.82	127.77	159.44	143.57	229.53
管理费用	40.14	66.43	74.71	89.65	107.58	财务分析					
财务费用	-0.32	-2.13	-9.00	-12.41	-16.60		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资产减值损失	-2.00	6.68	0.00	0.00	0.00	收益率					
加：投资收益	2.38	2.57	0.00	0.00	0.00	毛利率	47.37%	48.04%	48.00%	48.00%	48.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	38.17%	35.11%	33.04%	31.89%	31.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	10.51%	13.16%	13.22%	14.22%	14.22
营业利润	55.67	90.52	132.48	171.80	207.87	EBITDA/销售收入	12.58%	14.48%	13.61%	14.54%	14.22
加：其他非经营损益	9.09	11.91	0.00	0.00	0.00	销售净利率	10.41%	13.11%	14.19%	15.33%	15.46
利润总额	64.76	102.43	132.48	171.80	207.87	资产获利率					
减：所得税	0.67	0.41	0.00	0.00	0.00	ROE	28.96%	31.05%	28.64%	27.08%	24.68
净利润	64.09	102.01	132.48	171.80	207.87	ROA	11.05%	13.65%	12.78%	13.16%	12.47
减：少数股东损益	0.00	-0.74	-0.32	-0.41	-0.50	ROIC	33.27%	37.19%	36.50%	36.30%	35.42
归属母公司股东净利	64.09	102.75	132.80	172.21	208.37	增长率					
资产负债表						销售收入增长率	12.33%	26.35%	20.00%	20.00%	20.00
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	EBIT 增长率	99.01%	58.16%	20.56%	29.07%	20.00
货币资金	205.92	320.22	479.65	623.22	852.76	EBITDA 增长率	81.61%	45.50%	12.76%	28.25%	17.35
应收和预付款项	90.45	106.65	147.53	157.48	208.54	净利润增长率	98.99%	59.18%	29.87%	29.67%	21.00
存货	205.39	275.46	294.70	389.49	431.54	总资产增长率	37.62%	28.05%	28.78%	25.32%	26.64
其他流动资产	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	股东权益增长率	35.52%	49.54%	40.13%	37.13%	32.76
长期股权投资	41.07	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	62.24%	53.71%	50.34%	46.19%	43.96
固定资产和在建工程	12.02	11.41	11.41	11.41	11.41	带息债务/总负债	3.68%	2.57%	-0.63%	1.98%	0.30%
无形资产和开发支出	3.21	6.14	6.14	6.14	6.14	流动比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他非流动资产	8.02	10.62	7.02	3.43	3.43	速动比率	146.24	179.21%	193.58	212.74	224.38
资产总计	586.09	750.49	966.46	1211.18	1533.81	资产管理效率					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.05	1.04	0.97	0.93	0.88
应付和预收款项	356.78	403.07	486.55	559.47	674.24	固定资产周转率	51.22	68.19	81.82	98.19	117.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7.99	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	12.56	13.26	12.36	13.11	12.48
负债合计	364.77	403.07	486.55	559.47	674.24	业绩和估值指标					
股本	100.00	125.50	125.50	125.50	125.50		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本公积	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	EBITDA	77.46	112.71	127.08	162.99	191.27
留存收益	118.94	203.09	335.89	508.10	716.47	PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	221.32	330.97	463.77	635.98	844.35	PEG	0.00	0.00	N/A	N/A	N/A
少数股东权益	0.00	4.17	3.85	3.43	2.93	PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	221.32	335.14	467.62	639.42	847.29	EV/EBITDA	-2.58	-2.77	-3.70	-3.75	-4.39
负债和股东权益合计	586.09	738.20	954.17	1198.89	1521.52	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind，九州研究



分析师声

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

九州证券研究中心秉承九鼎投资国内顶尖的 PE 投研基因，坚守价值投资理念，从整体上聚焦新三板，对三板股票覆盖面广，是国内三板研究力量最多的券商之一，目前三板团队成员包括：

熊 波 西南财经大学金融学硕士，9 年金融监管和证券从业经验，现任战略和研究中心负责人。

王朗其 美国阿拉巴马大学商学院硕士，5 年证券从业经验，2010-2014 年在方正证券研究所任社会服务分析师。新三板研究领域：文化传媒及社会服务业。

林红垒 工学学士，经济学硕士，7 年证券从业经验，先后供职于广发证券研发中心、民生证券研究院、渤海海胜股权基金管理公司。新三板研究领域：能源环保。

汪晓波 北京大学管理学硕士，信息技术与金融复合专业背景，曾任职于全球 100 强企业、亚太区知名金融研究机构。新三板研究领域：TMT。

徐 曼 英属哥伦比亚大学经济学硕士，沈阳药科大学药事管理硕士，拥有全球 500 强医药企业从业经验。新三板研究领域：医药生物。

夏 利 工学、金融学双硕士，曾先后任职于央企研究院、央企资产管理公司。新三板研究领域：材料。

朱艺泓 约翰·霍普金斯大学国际经济学硕士，中国人民大学国际政治经济学学士。新三板研究领域：消费。



投资评级体系

类别	评级	说明
股票评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

法律声明

本报告由九州证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载内容，均基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性和完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测，仅供客户作参考之用，不构成对所述证券买卖的出价或征价。

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。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。

在任何情况下，本报告所刊载信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，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。

本公司或关联机构将来可能会寻求持有本报告中所提及的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。

根据法律法规要求，我公司各部门及分支机构之间已建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券并进行证券交易。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

联系方式

机构销售：

李哲 座机 010-5767-2102 手机 13810325959

研究中心：

孙霖 座机 010-5665-8738 手机 18701299522