

大型国企立足出版，媒体融合开创新模式

——中国出版 2017 年新股报告

新股报告

◆ 专注于出版行业，成长为大型国有文化集团。

作为中央国有大型文化企业，中国出版以图书、报刊、电子音像等出版物为主业，集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体。公司拥有庞大的作者资源和读者群体，在中国具有强大的文化影响力。

2016 年公司实现营业收入 41.57 亿元，同比增长 1.37%，归母公司股东净利润 5.81 亿元。2017 年上半年实现营业收入 17.28 亿元，同比增长 17.51%，归母公司股东净利润 0.39 亿元。

◆ 出版行业增长稳定，未来几年增速有望保持在 10% 左右。

新闻出版业在国民经济新常态背景下仍具备可持续发展能力。2016 年，我国出版业平稳增长，全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 2.36 万亿元，同比增长 8.96%；利润总额 1792 亿元，同比增长 7.8%。

◆ 从短中期逻辑来看，公司加快媒体融合、专业化水平提高。

从短中期来看，中国出版具有较强的市场影响力，品牌优势、资源优势明显，连续多年入选全球出版业 50 强。公司积极推动传统报刊与新媒体的融合，数字化收入逐渐提高，探索出一条适合公司特色的“互联网+”发展模式。未来的业务拓展必会带来新一轮的增长。

◆ 从长期逻辑来看，行业整合提速，公司市场份额只增不减。

从长期来看，行业整合是大势所趋。作为行业的龙头企业，中国出版将在出版业重新洗牌的过程中居于主导地位。数字技术的改善将推动公司的数字化转型实现跨越式发展。我们认为在这样的市场环境下，中国出版的市场空间还能更进一步。

◆ 盈利预测与评级：

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 5.85 亿元、6.07 亿元和 6.35 亿元。当前股价对应 2017-2019 年分别为 16.5 倍、15.9 倍和 15.2 倍。考虑到对于电子出版行业的看好，公司在数字内容生产、数字服务水平等方面已显见成效，首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：出版行业规模下滑风险，公司 IPO 募投项目风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4100	4,157	4,464	4,624	4,826
增长率(%)	18.3	1.4	7.4	3.6	4.4
净利润(百万元)	656.6	581	585	607	635
增长率(%)	37.7	-11.5	0.7	3.8	4.6
毛利率(%)	37.3	33.9	34.5	34.1	34.0
净利率(%)	16.0	14.0	13.1	13.1	13.2
ROE(%)	14.5	11.3	9.8	9.4	9.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.32	0.32	0.33	0.35
P/E(倍)	14.68	16.6	16.5	15.9	15.2
P/B(倍)	2.51	2.2	1.9	1.7	1.6

资料来源：新时代证券研究所

强烈推荐（首次评级）

分析师

贾明乐 (执业证书编号：S0280517060001)
021-68866291
jiamingle@xsdzq.cn

联系人

马笑
maxiao@xsdzq.cn

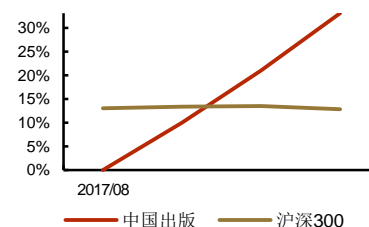
联系人：梁雪萍（实习生）

市场数据

时间 2017.08.24

收盘价(元)：	6.4
总股本(亿股)：	18.23
总市值(亿元)：	116.64
近 3 月换手率：	0.09%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	91.85	82.55	79.46
绝对	91.62	91.62	91.62

相关研报

目 录

1、 中国出版：深耕文化产业的大型国企	3
1.1、 股权结构：大股东为中国出版集团，国务院完全控股	4
1.2、 分支机构：子孙公司众多	5
1.3、 战略目标：打造国际著名出版集团	6
2、 行业分析：出版历来是一个稳健的行业	6
2.1、 总体情况：整体平稳，数字出版快速增长	6
2.2、 竞争格局：综合出版为主、单一出版社共存	9
2.3、 竞争地位：市场占有率第一的图书出版集团	9
3、 业务分析：出版为主，发行为辅	10
3.1、 收入结构：出版占比接近 70%，发行占比超过 10%	10
3.2、 出版业务的经营模式	14
3.2.1、 采购模式：包括内容采购和纸张采购	14
3.2.2、 生产模式：由下属各出版单位进行	14
3.2.3、 销售模式：以寄销和经销为主	14
4、 财务情况：盈利能力高于行业平均水平	15
4.1、 净利润	15
4.2、 毛利率	16
4.3、 净资产收益率	16
5、 IPO 募集资金为公司发展添动力	17
6、 风险因素	22
附：财务预测摘要	23
图表目录	25

1、中国出版：深耕文化产业的大型国企

中国出版传媒股份有限公司，成立于2011年12月19日，以中国出版集团公司为主，由中国联合网络通信集团有限公司、中国文化产业投资基金及学习出版社参与发起。

主营业务：作为中央国有大型文化企业，公司以图书、期刊、音像电子制品、数字出版物的出版发行为主业，涵盖工具书、文学、语言、法律、经济与管理、音乐、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、传记、动漫、政治、古籍等多个细分领域，拥有庞大的作者资源和读者群体，在中国具有强大的文化影响力。

品牌出版社：公司拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社，其中，下属人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、生活·读书·新知三联书店、中国民主法制出版社等7家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。

图表1：中国出版旗下部分品牌出版社

 人民文学出版社 PEOPLE'S LITERATURE PUBLISHING HOUSE	 中华书局 www.zhbc.com.cn
 商务印书馆 SINCE 1897 The Commercial Press	 中国大百科全书出版社 Encyclopedia of China Publishing House
中国美术出版总社  人民美术出版社 People's Fine Arts Publishing House	 人民音乐出版社 PEOPLE'S MUSIC PUBLISHING HOUSE
 生活·读书·新知 三联书店 SUX Joint Publishing Company	
 连环画出版社 Picture-story Publishing House	

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

品牌技术与服务：公司的品牌技术与服务包括诗词中国、中华经典古籍数据库、年度汉语盘点、工具书在线、涵芬楼书店、百科在线、三联韬奋24小时书店、韬奋图书馆、影像中国复合出版工程、商报·东方数据、世图外刊重印工程、中国可供书目数据库、中华动漫资源库、大佳网/大佳书城。

图表2：中国出版旗下部分出版单位的品牌技术与服务

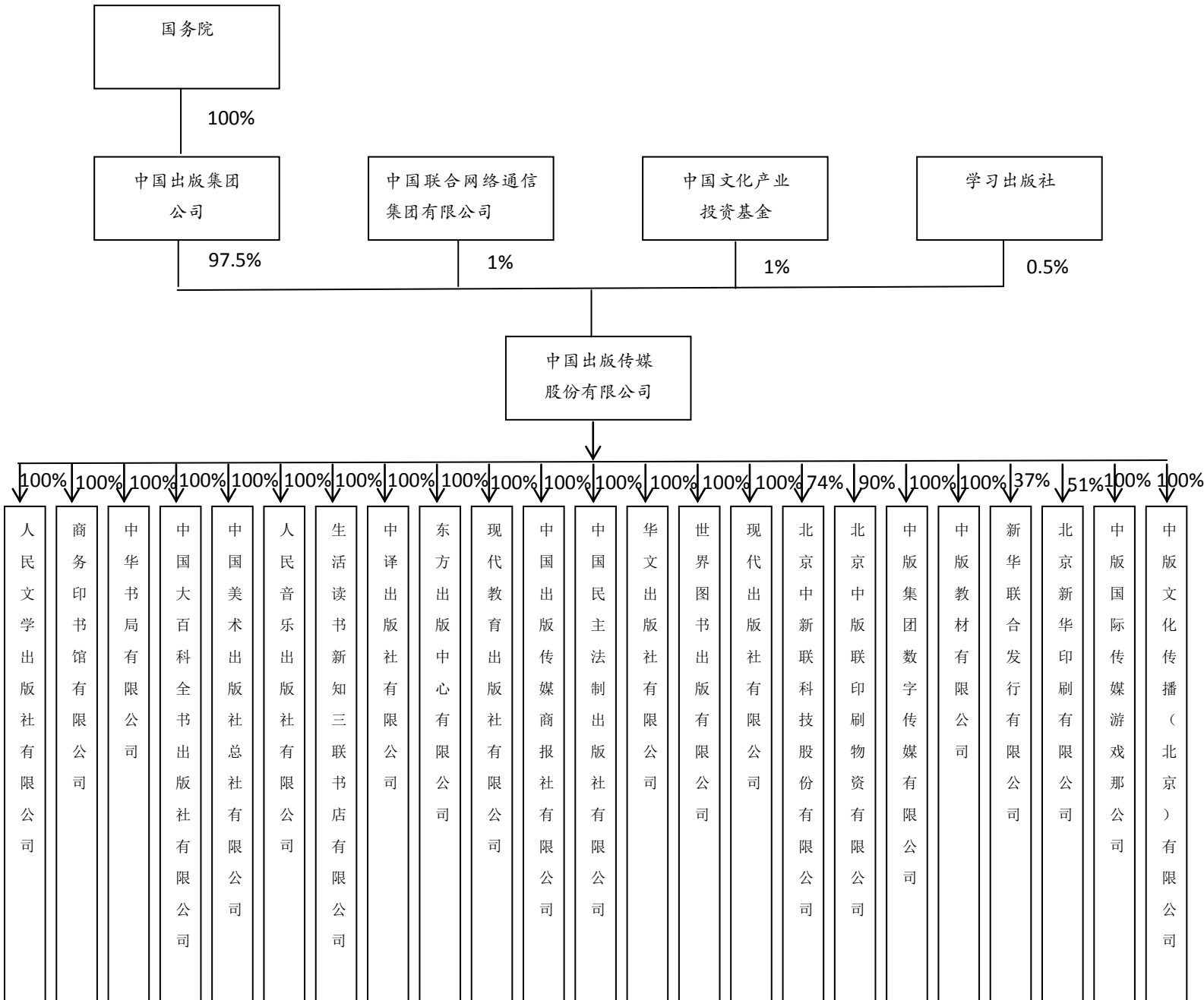
序号	出版单位	品牌技术与服务
1	中华书局	诗词中国、中华经典古籍数据库
2	商务印书馆	年度汉语盘点、工具书在线、涵芬楼书店
3	中国大百科全书出版社	百科在线
4	三联书店	三联韬奋24小时书店、韬奋图书馆
5	东方出版中心	影像中国复合出版工程
6	传媒商报社	商报·东方数据
7	世图公司	世图外刊重印工程
8	中版数字	中国可供书目数据库、中华动漫资源库、大佳网/大佳书城

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.1、股权结构：大股东为中国出版集团，国务院完全控股

公司的控股股东和实际控制人为出版集团，持有公司总股本的 97.5%，其他股东包括中国联通、文化产业基金和学习出版社，分别持股 1%、1%、0.5%。

图表3： 股权结构



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

本次发行前后的股本变化：发行前总股本为 14.58 亿股，本次拟发行不超过 3.65 亿股，占发行后总股本的比例不超过 20%。本次发行及国有股转持（国有股东持有的 3645 万股划转给全国社会保障基金理事会持有）后，公司的股本情况发生改变，总股本增加为 18.23 亿股，出版集团的持股比例降低为 76.05%，中国联通和文化产业基金各持股 0.78%，学习出版社持股 0.39%，全国社会保障基金理事会持股 2%，公众持股 20%。具体明细如下表：

图表4： 发行前后股本结构（万股）

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
1	出版集团	142,149.4459	97.50%	138,595.7098	76.05%
2	中国联通	1,458.0000	1.00%	1,421.5500	0.78%
3	文化产业基金	1,458.0000	1.00%	1,421.5500	0.78%
4	学习出版社	734.5541	0.5%	716.1902	0.39%
5	全国社会保障基金理事会	-	-	3645	2.00%
6	公众持股	-	-	36450	20.00%
	合计	145800	100%	182250	100%

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.2、分支机构：子孙公司众多

截至2016年12月31日，中国出版共有23家二级子公司。二级子公司2016年度的主要财务数据如下表：

图表5： 2016年二级子公司财务数据（百万元）

序号	公司名称	注册资本	总资产	净资产	净利润	持股比例（%）
1	人民文学	10.00	488.2	161.0	29.0	100.00
2	中华书局	141.90	846.7	310.0	30.7	100.00
3	商务印书馆	254.03	2,172.0	1,534.7	228.7	100.00
4	中国大百科全书	144.43	741.4	292.2	27.2	100.00
5	中国美术出版总社	32.11	307.6	88.2	22.0	100.00
6	人民音乐出版社	84.61	634.2	424.3	80.4	100.00
7	三联书店	70.43	458.6	276.3	-24.6	100.00
8	中译出版社	9.00	103.0	37.2	4.1	100.00
9	东方出版中心	39.00	354.3	61.0	16.7	100.00
10	现代教育出版社	10.36	48.1	11.3	0.8	100.00
11	《中国出版传媒商报》社	2.00	17.2	10.0	2.2	100.00
12	中国民主法制出版社	20.00	113.4	47.0	8.7	100.00
13	华文出版社	3.31	27.5	5.3	-12.3	100.00
14	世界图书出版	30.00	329.9	111.1	4.0	100.00
15	现代出版社	12.50	97.6	33.5	3.8	100.00
16	北京中新联科技	76.58	50.4	32.2	-5.3	73.995
17	北京中版联印刷	20.00	275.5	30.2	4.3	90.00
18	中版集团	44.39	181.2	43.1	1.9	100.00
19	中版教材	40.00	642.6	371.5	85.3	100.00
20	新华联合发行	688.00	1,247.3	771.6	-26.1	37.00
21	中版国际传媒	5.00	8.3	7.9	0.2	100.00
22	北京新华印刷	300.00	423.7	339.8	2.8	51.00
23	中版文化传播（北京）	20.00	18.5	16.6	-2.3	100.00

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

截至2016年12月31日，中国出版共有57家三级及以下子公司。重要的三级子公司2016年度的主要财务数据如下表：

图表6： 2016年重要的三级子公司财务数据（百万元）

序号	公司名称	注册资本	总资产	净资产	净利润
1	天天出版社	3.00	36.81	0.35	10.2
2	人美社	5.08	239.01	59.63	22.71
3	商务印书馆国际	1.50（美元）	66.69	28.15	2.58

序号	公司名称	注册资本	总资产	净资产	净利润
4	世图上海	16.33	100.72	41.42	10.79
5	世图西安	11.39	123.13	20.19	0.32

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.3、战略目标：打造国际著名出版集团

未来五年是出版业调整产业结构、转变发展方式、加速媒体融合、进入深化与加速的关键时期，也是再改革、再创新、再布局、再发展的重要时期。根据行业现状与公司实际，公司制定了以走中版特色发展道路为主题，以做大文化影响、做强经济实力、推动媒体融合为主线，以技术创新、制度创新和资本运作为动力，进一步提高出版专业化水平，打造国际著名出版集团的战略目标。

图表7：战略目标



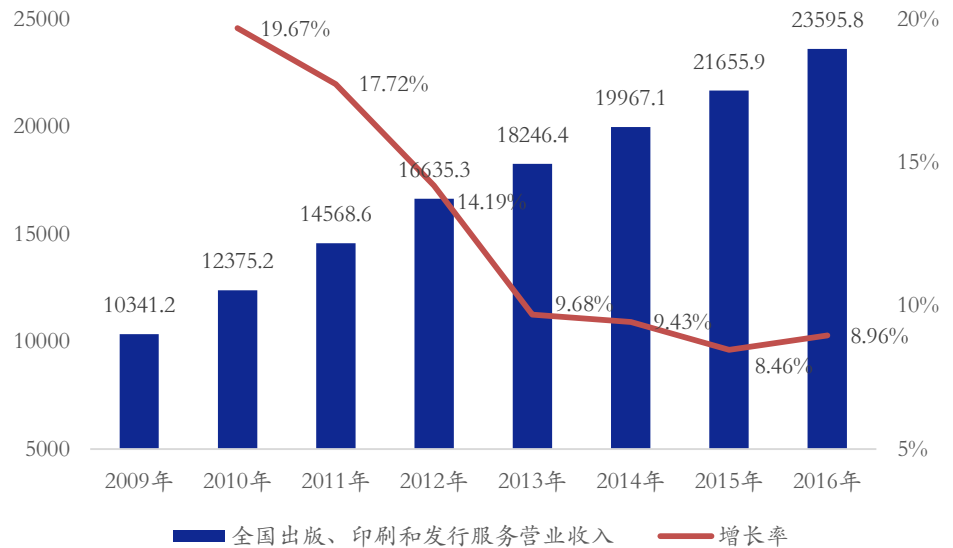
资料来源：新时代证券研究所

2、行业分析：出版历来是一个稳健的行业

2.1、总体情况：整体平稳，数字出版快速增长

出版业增长平稳：2016年，我国出版业平稳增长，全国出版、印刷和发行服务实现营业收入2.36万亿元，同比增长8.96%；利润总额1792亿元，同比增长7.8%。这表明在国民经济新常态背景下新闻出版业仍具备可持续发展能力。

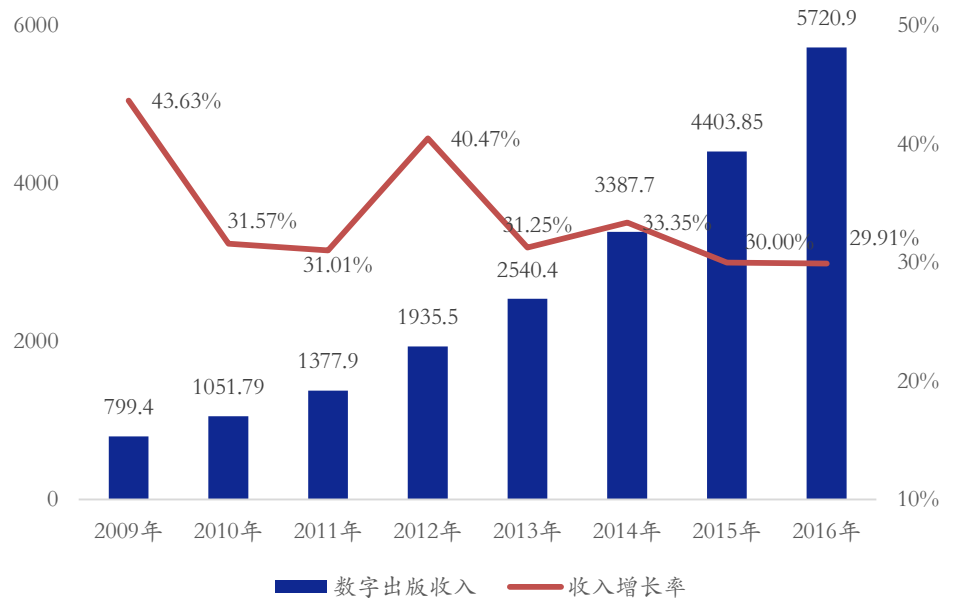
图表8：历年全国出版、印刷和发行服务营业收入及增长率（亿元）



资料来源：新闻出版广电总局《2016年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

数字出版增长迅速：2009-2016年，全国数字出版增速较快，几乎每年营业收入的增长速度都高于30%。2016年实现营业收入5720.9亿元，同比增长29.91%，占全行业营业收入24.2%，成为拉动产业增长的“三驾马车”之首。

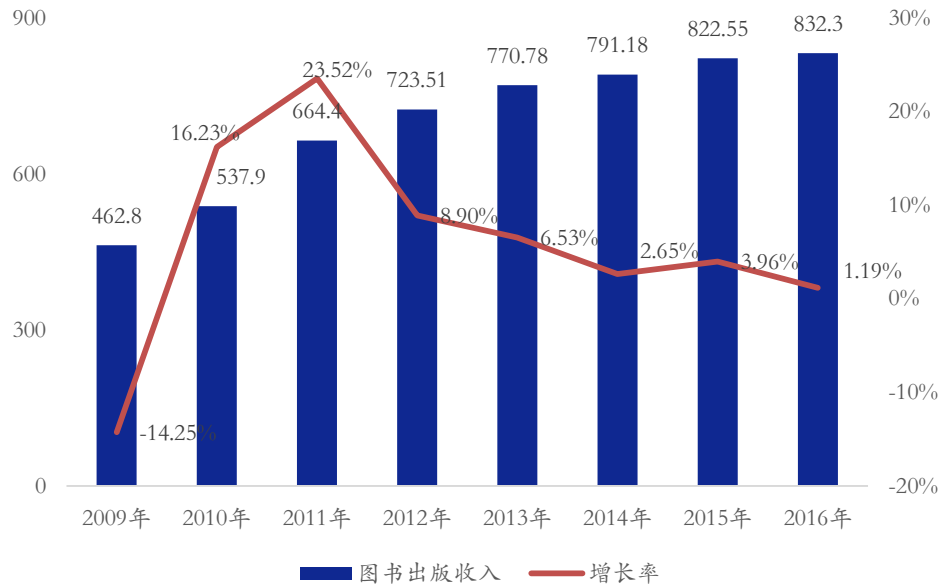
图表9： 2009-2016年全国数字出版营业收入及增长率（亿元）



资料来源：新闻出版广电总局《2016年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

图书出版增长平稳：2009-2016年，全国图书出版先大幅增长，后增速下降且小幅波动。2016年实现营业收入832.3亿元，同比增长1.19%。

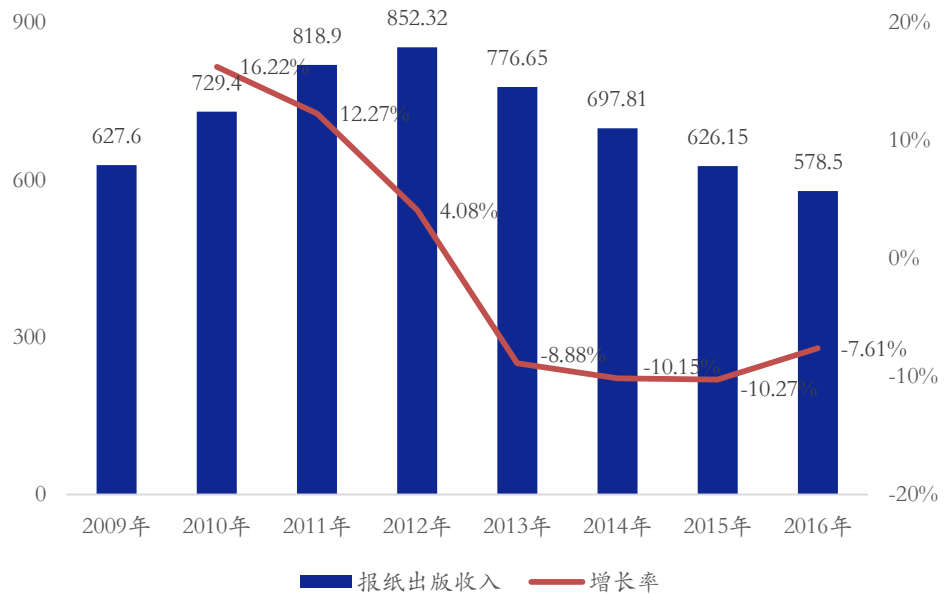
图表10： 2009-2016年全国图书出版营业收入及增长率（亿元）



资料来源：新闻出版广电总局《2016年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

报纸出版规模缩减:2009-2016年,全国报纸出版收入先增长后下降。2009-2012年报纸出版的收入正增长,但增速逐年下降;2013-2016年收入开始出现负增长。2016年实现营业收入578.5亿元,同比下降7.61%。

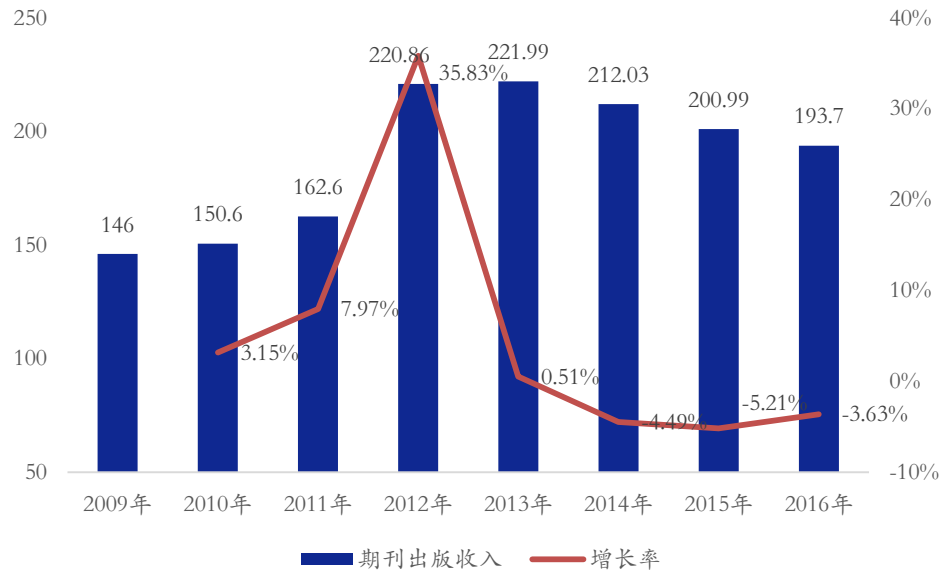
图表11: 2009-2016年全国报纸出版营业收入及增长率(亿元)



资料来源：新闻出版广电总局《2016年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

期刊出版规模缩减:2009-2016年,全国期刊出版收入先上升后下降。2009-2012年,期刊出版收入大幅上升,2012-2013年收入小幅增长,2013-2016年收入开始下降。2016年实现营业收入193.7亿元,同比下降3.63%。

图表12: 2009-2016年全国期刊出版营业收入及增长率(亿元)

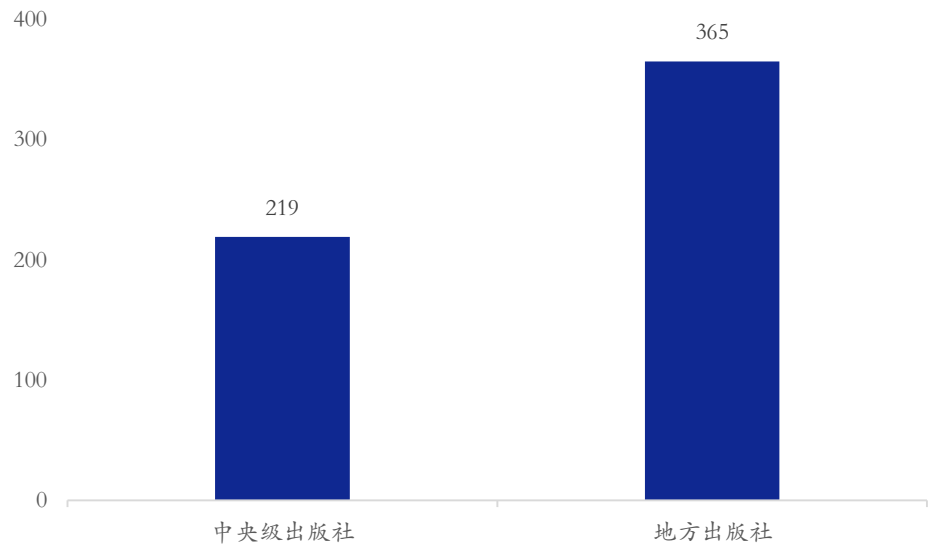


资料来源：广电总局，新时代证券研究所

2.2、竞争格局：综合出版为主、单一出版社共存

综合出版为主、单一出版社共存：目前全国出版行业形成了以综合出版集团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，中央级出版集团和地方级出版集团。截至2016年底，全国共有图书出版社584家，其中中央级出版社219家，地方出版社365家。

图表13：2016年中央级和地方级出版社数量



资料来源：新时代证券研究所

2.3、竞争地位：市场占有率第一的图书出版集团

公司居行业龙头：出版集团自2008年以来连续八年入选“中国文化企业三十强”，自2013年以来连续四年入选“全球出版业五十强排行榜”。根据新闻出版广电总局发布的《2016年新闻出版产业分析报告》，在总体经济规模方面，出版集团在119家出版传媒集团中位居第10，公司旗下部分子公司排名情况如下表：

图表14：下属部分子公司排名

序号	排名分类	出版单位	综合排名
1	全部图书出版单位 (556 家) 排名	商务印书馆	6
2	中央各部门各单位图书出版单位 (171 家) 排名	商务印书馆	4
3	社科类图书出版单位 (180 家) 排名	商务印书馆	1
4	文艺类图书出版单位 (37 家) 排名	人民音乐出版社 人民文学出版社	2 3
5	美术类图书出版单位 (32 家) 排名	人民美术出版社	4
6	古籍类图书出版单位 (19 家) 排名	中华书局	1

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

零售市场占有率高：出版集团根据北京开卷信息技术有限公司发布的《2016 年中国出版集团零售市场报告》，2016 年度出版集团是在整体图书零售市场中监控销售码洋最多的出版集团，在实体书店和网上书店（电商）的码洋占有率分别为 7.3% 和 6.5%，均排名第一。

图 15：2016 年各类图书零售情况

分类	实体书店		网上书店（电商）	
	码洋占有率 (%)	排名	码洋占有率 (%)	排名
语言	38.85	1	24.61	1
文学	10.27	1	7.15	3
教辅教材	3.65	7	4.2	2
学术文化	10.67	1	10.03	1
少儿	5.07	4	5.19	4
美术	3.77	4	3.1	7
音乐	20.95	1	23.07	2
传记	12.05	1	12.78	1
生活	1.5	10	2.32	5
经济与管理	1.12	7	1.83	3
政治	2.46	3	8.09	1
医学	1.06	9	0.95	6
法律	1.54	1	1.12	3
科普	5.38	3	2.91	8
成人绘本漫画	5.88	4	10.18	2
工具书	70.33	1	59.36	1

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3、业务分析：出版为主，发行为辅

3.1、收入结构：出版占比接近 70%，发行占比超过 10%

以出版业为主，兼顾发行、物资供应、印刷业务：公司集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体。出版业务主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关版权业务，业务收入占主营业务收入达 60% 以上。发行业务主要通过下属子公司中版教材开展；物资供应业务通过下属子公司中版联物资开展，主要业务为向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品；印刷业务主要通过下属子公司新华印刷开展，主要业务为出版物及其他印刷品的印刷与装订。

出版业务对营收贡献度高：2014-2016 年度，公司实现营业收入分别为 34.66 亿

元、41亿元、41.57亿元。公司主营业务突出，主营业务收入占营业收入的比例在95%以上。其中，出版业务的营业收入贡献度最大，达68%以上。

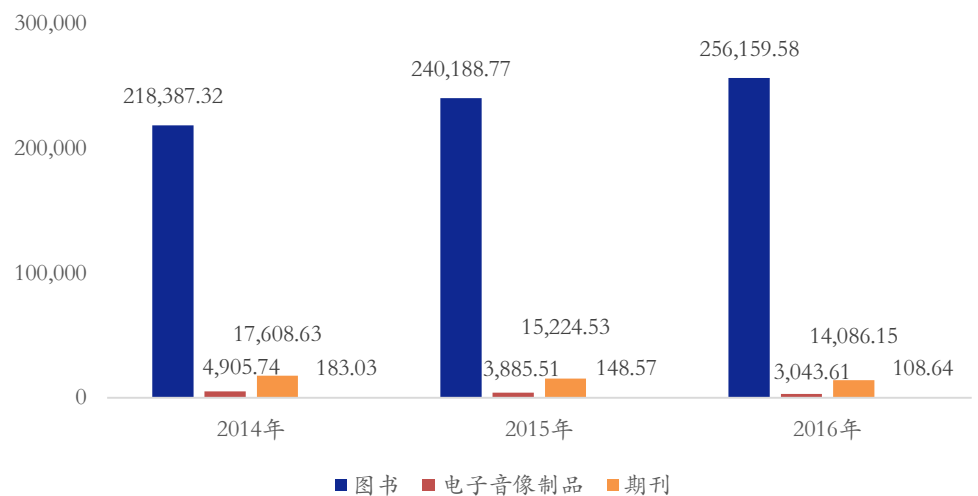
图表16： 2014-2016年主营业务收入（万元）

项目	2014年		2015年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务						
其中：一、出版	257,608.52	74.32%	279,062.05	68.06%	285,816.75	68.76%
二、发行	45,554.56	13.14%	50,096.46	12.22%	47,486.06	11.42%
三、物资供应	14,798.79	4.27%	25,550.17	6.23%	36,922.59	8.88%
四、印刷	6,847.46	1.98%	22,372.87	5.46%	24,094.55	5.80%
五、翻译	5,535.96	1.60%	6,651.77	1.62%	2,662.40	0.64%
六、其他	2,510.08	0.72%	6,600.62	1.61%	5,068.43	1.22%
小计	332,855.37	96.03%	390,333.94	95.19%	402,050.79	96.73%
其他业务	13,760.47	3.97%	19,703.26	4.81%	13,599.38	3.27%
合计	346,615.85	100.00%	410,037.20	100.00%	415,650.16	100.00%

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图书出版高于其他出版的收入：公司的主要出版物中，图书出版的销售收入远高于电子音像制品和报刊。2014-2016年图书出版的销售收入分别为21.84亿元、24.02亿元、25.62亿元。

图表17： 2014-2016年主要出版物营业收入（万元）

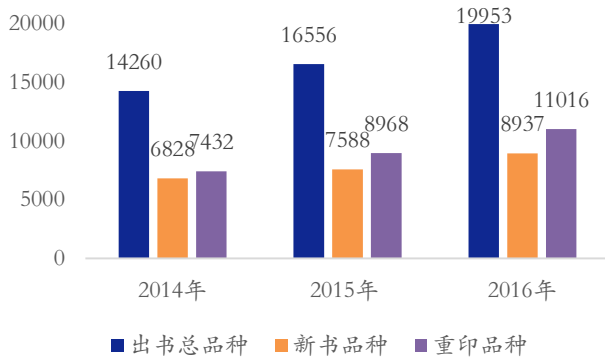


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

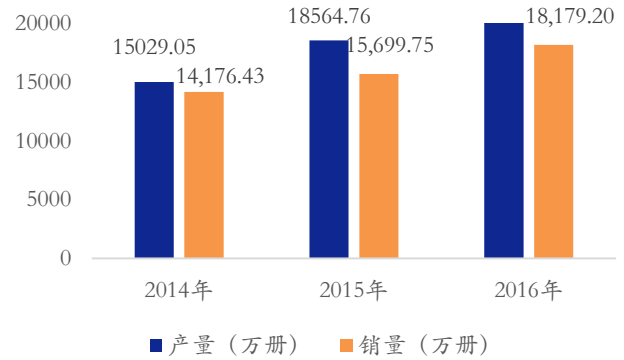
图书出版的品种和产销量小幅递增：公司的主要出版物中，图书业务在2014-2016年的出书总品种稳定递增，分别为1.43万种、1.66万种、2万种，新书品种小幅上涨，分别为6828种、7588种、8937种，重印品种分别为7432种、8968种、11016种；产量和销量亦呈小幅增长态势，产量分别为1.5亿册、1.86亿册、2.08亿册，销量分别为1.42亿册、1.57亿册、1.82亿册。通过分析产销量数据，可以发现图书的销量与产量相差不大，这说明公司图书的销量较好。据此可以判断，公司的图书出版业务在未来仍会继续增长、市场规模有待提高，对公司的营业收入和盈利能力产生重要影响。

图表18： 2014-2016年图书的出版品种

图表19： 2014-2016年图书的产销量



资料来源：新时代证券研究所

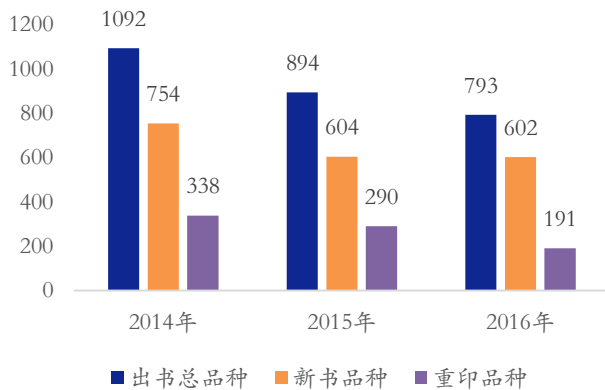


资料来源：新时代证券研究所

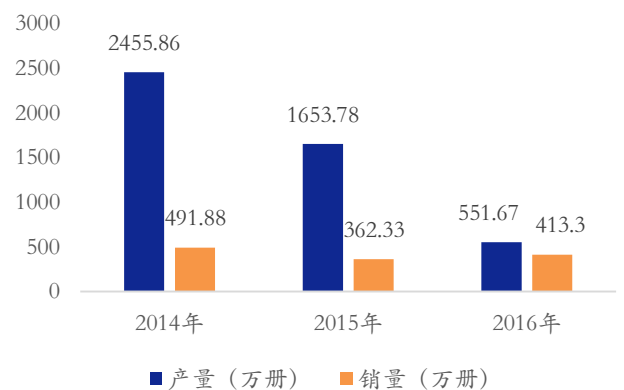
电子音像制品的出版品种和产量递减：公司的主要出版物中，电子音像制品在2014-2016年的市场规模缩小，出版品种和产量逐年减少，尤其是产量缩减幅度较大。其中出书总品种分别为1092种、894种、793种，新书品种分别为754种、604种、602种，重印品种分别为338种、290种、191种；产量分别为2455.86万册、1653.78万册、551.67万册，销量分别为491.88万册、362.33万册、413.3万册。

图表20： 2014-2016年电子音像制品的出版品种

图表21： 2014-2016年电子音像制品的产销量



资料来源：新时代证券研究所



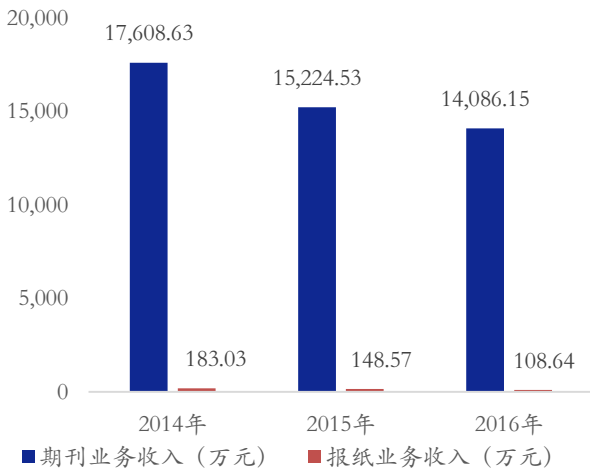
资料来源：新时代证券研究所

报刊业务的收入和发行量小幅波动：公司的主要出版物中，报刊在2014-2016年的业务收入和发行量具有小幅波动。其中期刊业务的收入分别为1.76亿元、1.52亿元、1.41亿元，发行量分别为2633.06万册、2389.79万册、2495.74万册。报纸业务的收入分别为183.03万元、148.57万元、108.64万元，发行量分别为312.05万册、275.23万册、250.56万册。

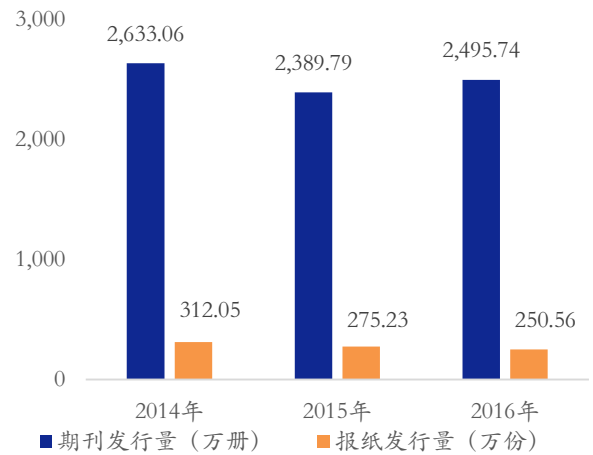
基于以上数据以及数字化水平的不断提高，公司在报刊业务方面会维持现状甚至缩小业务规模。

图表22： 2014-2016年报刊的销售收入

图表23： 2014-2016年报刊的发行量



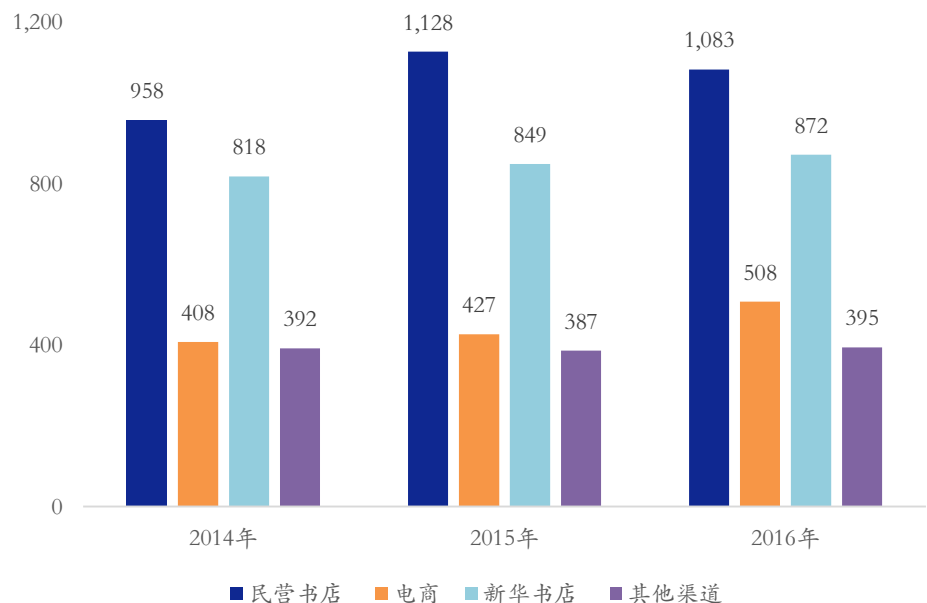
资料来源：新时代证券研究所



资料来源：新时代证券研究所

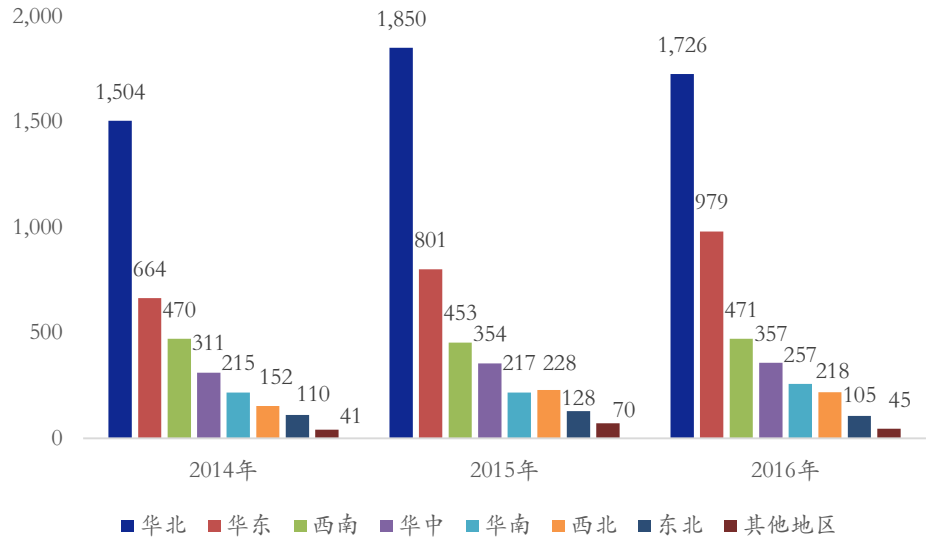
民营书店和新华书店为主要销售渠道：从销售渠道来看，公司的销售渠道有民营书店、新华书店、电商及其他渠道。其中，民营书店和新华书店为主要销售渠道，且二者所带来的营业收入连续增加。2014-2016年以民营书店为销售渠道的营业收入分别为9.58亿元、11.28亿元、10.83亿元，以新华书店为销售渠道的营业收入分别为8.18亿元、8.49亿元、8.72亿元。而电商和其他渠道的营业收入在总收入中占比较小。但2014-2016年以电商为销售渠道的营业收入逐渐递增，分别为4.08亿元、4.27亿元、5.08亿元，增长幅度越来越高，考虑到目前互联网的普及，公司未来会增加电商渠道的销售。

图表24： 2014-2016年不同销售渠道的营业收入（百万元）



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

华北地区为销售主战场：从销售地区来看，华北地区的营业收入比重最高，为销售主要地区，2014-2016年华北地区的营业收入呈增长态势，分别为15.04亿元、18.5亿元、17.26亿元。其次是华东地区，2014-2016年的营业收入分别为6.64亿元、8.01亿元、9.79亿元。其余地区的营业收入占总收入的比重较低、收入规模小幅波动。通过分析以上数据，发现公司未来会扩大在华北地区和华东地区的销售，西南、华中等地区的市场规模不会有大幅改变。

图表25： 2014-2016 年不同地区的营业收入（百万元）


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3.2、出版业务的经营模式

3.2.1、采购模式：包括内容采购和纸张采购

出版业务的采购范围主要包括稿件内容、纸张等原辅材料及印刷采购。内容采购主要包括公开购买自有版权（含代理版权）的稿件或委托撰稿人根据本公司的策划要求编写稿件。

本公司的图书出版用纸量大、种类繁多、质量要求高，纸张采购主要是由公司纸张招标委员会统一对外招标后，交子公司中版联物资具体实施采购；部分特殊纸张由各用纸单位直接从造纸厂采购或者委托承印单位代为采购。

图表26： 2016 年对外招标采购的纸张

采购纸张数量	采购金额（万元）	占当期采购纸张总额比例
17,128.56 吨	11,006.91	44.69%
1,316,096.14 令	26,797.73	
10,337.99 张	3,786.26	
194,711 米	403.88	
69 卷	2.26	
合计	41,997.04	

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3.2.2、生产模式：由下属各出版单位进行

出版物的选题策划、组稿、编辑加工：主要由本公司下属各出版单位进行。少量图书的出版采取与独立的图书策划公司合作的模式进行。

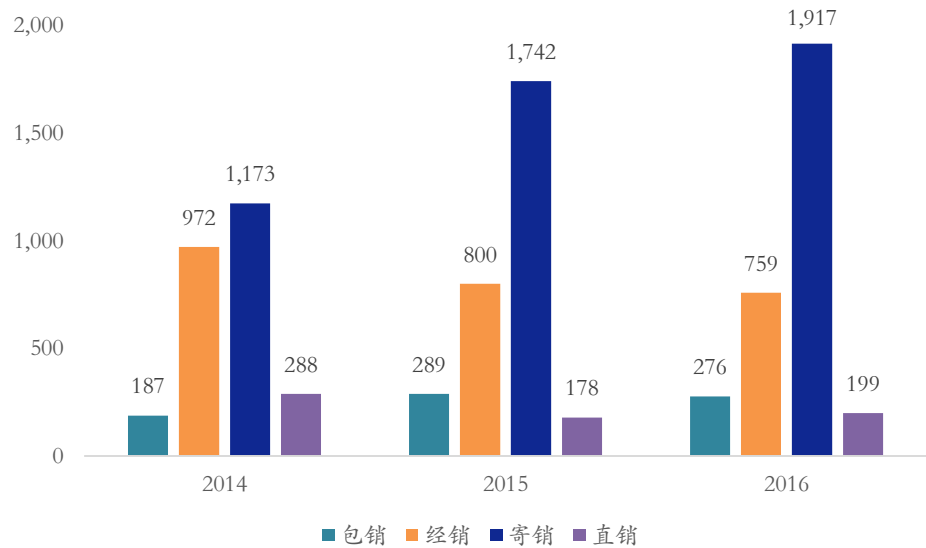
纸质出版物的排版、印刷、装订：印量大的图书主要由各出版单位根据实际需要，自行委托相关印刷企业进行，部分图书委托本公司子公司新华印刷进行。

3.2.3、销售模式：以寄销和经销为主

销售模式包括包销、经销、委托代销、经销包退和直销。2014-2016 年出版物的收入中，以寄销实现的收入比例最高，营业收入分别为 11.73 亿元、17.42 亿元、

19.17 亿元；其次是以经销方式实现的收入，分别为 9.72 亿元、8 亿元、7.59 亿元；包销和直销方式实现的收入较少，分别为 1.87 亿元、2.89 元、2.76 亿元和 2.88 亿元、1.78 亿元、1.99 亿元。

图表27： 2014-2016 年不同销售模式下出版物的营业收入（百万元）



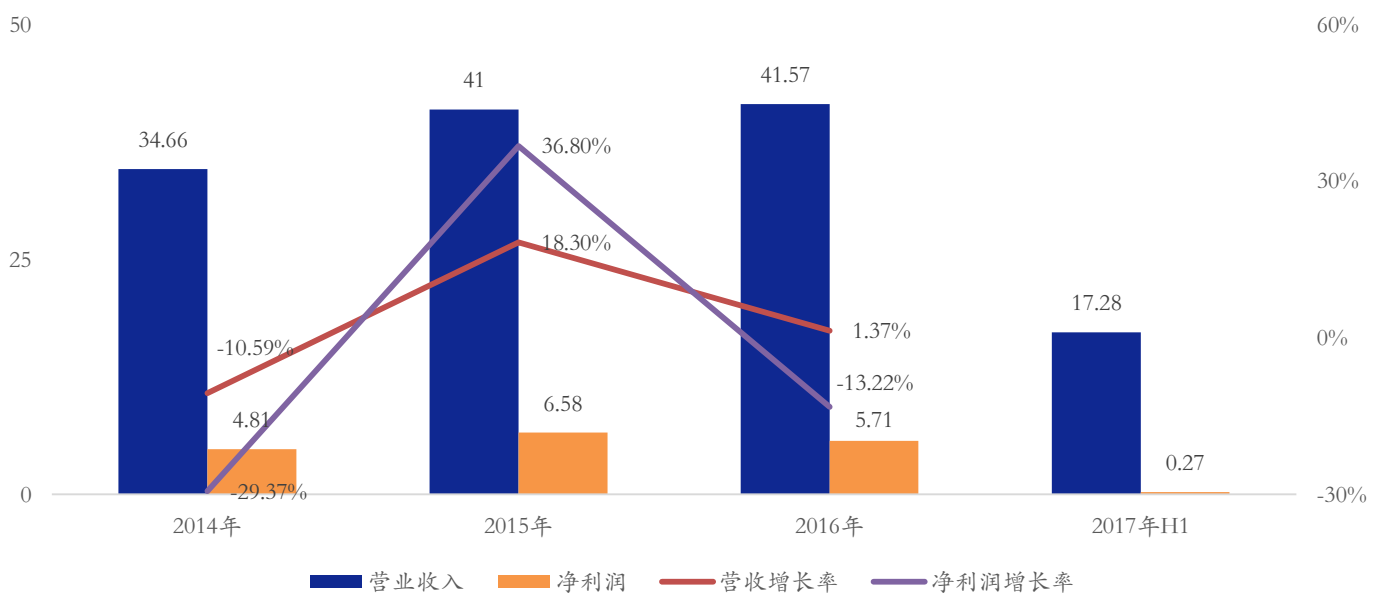
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

4、 财务情况： 盈利能力高于行业平均水平

4.1、 净利润

2014-2016 年度，公司实现净利润分别为 5.71 亿元、6.58 亿元、4.81 亿元，同比增长分别为-29.37%、36.8%、13.22%。2017 年 H1，净利润为 0.27 亿元。

图表28： 2014-2017 年 H1 营业收入和净利润（亿元）

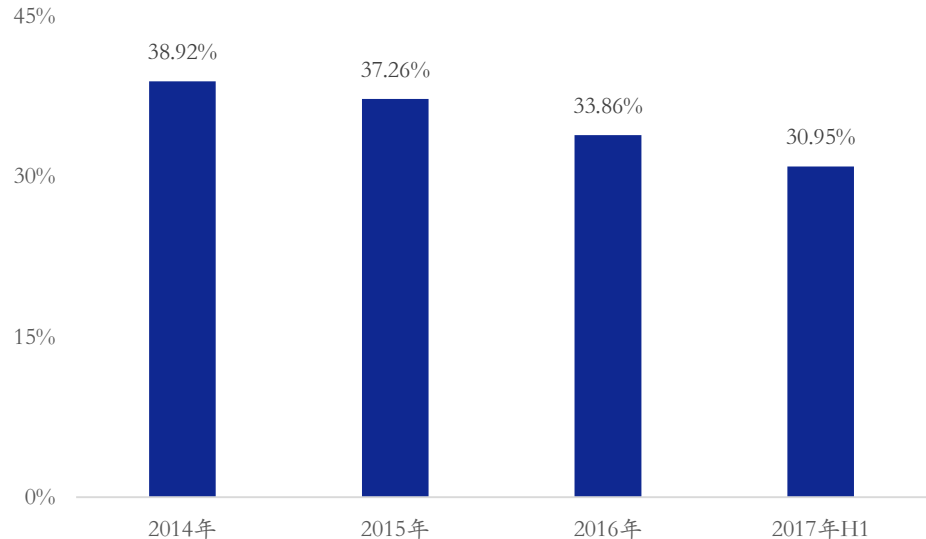


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、毛利率

2014-2017年H1期间,公司综合毛利率呈小幅下降趋势,分别为38.92%、37.26%、33.86%、30.95%。

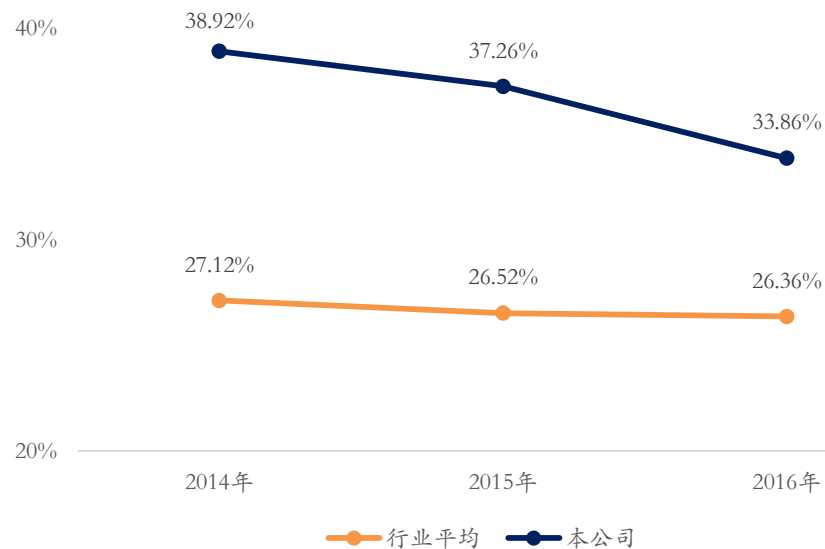
图表29: 2014-2017年H1毛利率



资料来源:招股说明书,新时代证券研究所

从整个行业来看,公司的毛利率高于行业内可比上市公司的平均值,主要是因为本公司出版的工具书等品种在市场中处于强势地位。

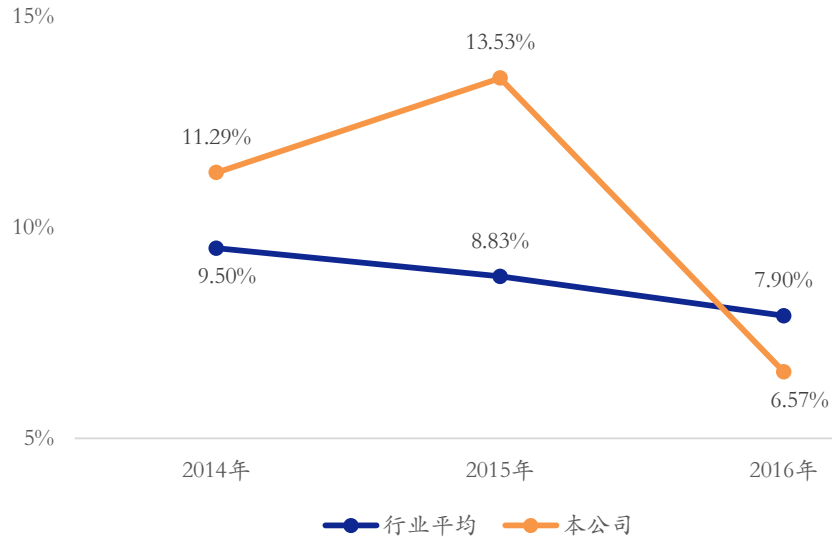
图表30: 公司与同行业平均综合毛利率对比



资料来源:招股说明书,新时代证券研究所

4.3、净资产收益率

高于行业平均水平: 2014-2015年,公司扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润口径计算的加权平均净资产收益率高于行业平均水平,主要由于公司获益于《新华字典》项目,营业收入的综合毛利率较高,导致该年公司的加权平均净资产收益率较高。2015年公司的净资产收益率为13.53%,同比小幅增加。

图表31： 2014-2016 年公司及行业净资产收益率


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

5、IPO 募集资金为公司发展添动力

公司本次拟发行不超过 36450 万股 A 股，募集资金的具体数额将根据中国证监会核准的发行数量和实际发行时的市场状况、询价情况而定。本次募集资金到位后，投入以下项目：

图表32： 募集资金使用计划（万元）

序号	项目名称	项目总投资额	使用募集资金投入金额	已投入金额	项目进度
1	品牌目录图书出版	11,800.00	5,680.18	859.6	7.28%
2	综合运营管理平台项目	6,546.59	3,151.34	-	-
3	中华国学资源总库	39,808.70	19,162.75	-	-
4	商务印书馆工具书云平台	21,045.09	10,130.49	-	-
5	中国美术全媒体开发应用平台	22,434.07	10,799.11	-	-
6	“华音数字”在线教育和数字图书馆的建设与运营	27,626.53	13,298.61	-	-
7	《三联生活周刊》“中阅读”项目	19,715.93	9,490.67	606	3.07%
8	影像中国站点式融合出版升级平台	21,843.16	10,514.66	1,329.84	6.09%
9	CLOUDBAG 教育云服务平台	25,775.35	12,407.50	2,525.33	9.80%
10	第三方图书智能流通平台	18,021.66	8,675.10	3,178.67	17.64%
11	诗词中国 2.0 建设项目	10,843.11	5,219.56	317.98	2.93%
12	补充流动资金	6,000.00	6,000.00	-	-
合计		231,460.19	114,529.96	8,817.51	-

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

本次募集资金投资项目与公司的主营业务密切相关，募投项目实施后，公司的收入规模和盈利水平将显著增加。

品牌目录图书项目：包括“优势拓展”和“品牌提升”两大板块。“优势拓展”板块包括《法律讲堂》、《中国历代名家精品集》、《思溪藏》、《自然文库系列》以及《秦岭中草药资源志》。“品牌提升”板块包括《汉译世界学术名著丛书（第 17—24 辑）》、《少儿音乐快乐启蒙丛书》、《一学就会演奏系列丛书》以及《快乐鸟注音读物系列》。

本项目总投资额为 1.18 亿元，用于上述两大板块的内容、印制与宣传推广三个方面的投入。具体明细如下表：

图表33： 品牌目录图书项目投资概算（万元）

投资内容	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
内容投入	1,420.94	1,391.71	1,829.74	4,642.39
印制投入	1,852.36	2,226.27	2,919.28	6,997.91
编录投入	12.50	1.50	1.50	15.50
宣传推广	45.10	44.50	54.60	144.20
合计	3,330.90	3,663.98	4,805.12	11,800.00

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

项目经济计算期和建设期同为 5 年，在此期间预计累计实现净利润 6731 万元，年均投资净利润率 11.4%，销售净利润率 29.3%，内部收益率 23.1%，投资静态回收期 3.3 年，投资动态回收期 3.6 年。

综合运营管理平台项目：旨在建立财务、业务、人力、办公一体化的信息化管理平台，实现采购、销售、物流等供应链各环节的高效协同和信息共享。

项目在 3 年建设期内共投资 6546.59 万元，用于系统开发与软件购置、硬件购置及日常运营三个方面的工作。具体明细如下表：

图表34： 综合运营管理平台项目投资概算（万元）

投资内容	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
系统开发与软件购置	2,226.63	1,714.67	544.72	4,486.02
硬件购置	818.30	491.87	-	1,310.17
日常运营	14.32	368.04	368.04	750.40
合计	3,059.25	2,574.58	912.76	6,546.59

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

中华国学资源总库项目：包括内容资源升级和平台建设升级两个子项目。通过项目建设，公司将新增各类授权内容资源 20 亿字、影印本古籍 150 万页，巩固和强化在古籍数字化领域的竞争优势和行业地位。

项目在 3 年建设期内共投资 3.98 亿元，用于内容资源升级、平台建设升级、市场营销推广、团队与办公场地建设。具体明细如下表：

图表35： 中华国学资源总库项目投资概算（万元）

投资内容	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
内容资源升级	7,503.80	10,448.80	11,922.80	29,875.40
平台建设升级	2,737.60	839.19	251.69	3,828.48
市场营销推广	140.00	416.00	416.00	972.00
团队与办公场地	1,248.51	1,970.11	1,914.20	5,132.82
合计	11,629.91	13,674.10	14,504.69	39,808.70

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

在 5 年计算期内，项目预计累计实现净利润 2.42 亿元，年均投资净利润率 12.16%，销售净利润率 31.32%，内部收益率 14.73%，静态投资回收期 4.2 年，动态投资回收期 4.5 年。

商务印书馆工具书云平台项目：包括内容资源知识库建设（包括建设工具书数

据库、行业资源整合、建设语料资源库等)、内容支撑系统及产品集成开发、市场推广和项目运营四个子项目。

项目在3年投资期内总投资2.1亿元,用于内容资源知识库建设、内容支撑系统及产品集成开发、市场推广、项目运营。具体明细如下表:

图表36: 商务印书馆工具书云平台项目投资概算(万元)

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
内容资源知识库	3,405.00	3,430.00	2,410.00	9,245.00
内容支撑系统及产品集成开发	4,277.60	1,311.00	252.80	5,841.40
市场推广	1,030.00	1,920.00	2,000.00	4,950.00
项目运营	159.95	424.37	424.37	1,008.69
合计	8,872.55	7,085.37	5,087.17	21,045.09

资料来源:招股说明书,新时代证券研究所

在5年计算期内,项目预计累计实现净利润1.5亿元,年均投资利润率14%,销售净利润率31%,内部收益率20.37%,静态投资回收期3.81年,动态投资回收期4.16年。

中国美术全媒体开发应用平台项目:包括图片资源集聚80万张,视频资源集聚1298小时,电子书集聚1.04万册。

项目在3年建设期内共投资2434.07万元,用于美术内容资源集聚、技术平台建设,以及相应的宣传推广、人员配备和办公场地建设。具体明细如下表:

图表37: 中国美术全媒体开发应用平台项目投资概算(万元)

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
内容资源集聚项目	6,463.50	4,221.00	4,219.50	14,904.00
技术平台项目	2,206.00	529.80	271.40	3,007.20
宣传推广	152.58	338.08	338.08	828.73
人员配备与办公场地	1,103.34	1,276.96	1,313.84	3,694.14
合计	9,925.42	6,365.84	6,142.82	22,434.07

资料来源:招股说明书,新时代证券研究所

项目的经济计算期定为5年,在此期间内项目预计累计实现净利润1.36亿元,年均投资净利润率12.1%,销售净利润率28.8%,内部收益率18.4%,静态投资回收期3.8年,动态投资回收期4.2年。

“华音数字”在线教育和数字图书馆项目:构建乐谱—音频—知识—课程的完整资源链,形成完整的音乐数字资源大百科。

项目在3年建设期内共投资2.76亿元,用于内容资源的开发、平台开发与升级以及相应的宣传推广、人员配备和办公场地建设。具体明细如下表:

图表38: “华音数字”在线教育和数字图书馆项目投资概算(万元)

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
内容资源开发项目	6,571.60	6,409.60	6,367.60	19,348.80
平台开发与升级项目	2,368.96	686.26	451.36	3,506.58
宣传推广	145.15	295.25	295.25	735.65
人员配备	868.29	1,114.31	1,145.31	3,127.91
办公场地	393.02	255.84	258.73	907.58

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
合计	10,347.02	8,761.27	8,518.25	27,626.53

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

在5年计算期内，项目预计累计实现净利润1.66亿元，年均投资净利润率12%，销售净利润率30.2%，内部收益率16%，静态投资回收期4年，动态投资回收期4.4年。

三联生活周刊“中阅读”项目：以文字、图片、音频、视频等原创资讯为载体，挖掘并满足用户对工作、生活、娱乐等各类深层次的内容需求，致力于打造一个中高收入群体的精致阅读平台。

项目在3年建设期内共投资1.97亿元，用于内容建设、技术平台建设、市场推广、办公场地及设备购置。具体明细如下表：

图表39：三联生活周刊“中阅读”项目投资概算（万元）

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
内容建设	502.10	976.00	976.00	2,454.10
技术平台升级	2,838.80	2,490.80	1,708.40	7,038.00
市场推广	3,958.94	2,924.00	2,432.00	9,314.94
办公场地及设备购置	362.49	276.40	270.00	908.89
合计	7,662.33	6,667.20	5,386.40	19,715.93

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

项目的经济计算期定为5年，在此期间预计累计实现净利润1.25亿元，年均投资净利润率12.7%，销售净利润率26.9%，内部收益率14.3%，静态投资回收期4.2年，动态投资回收期4.5年。

影像中国站点式融合出版升级平台项目：利用移动互联网集中呈现移动、位置和交互等最新技术，为能代表中国形象或标志性文化特色的有价值位置进行数字影像建站，从而带动并服务于亿万爱好文化、旅游的中外终端访问用户。

项目在3年建设期内共投资2.18亿元，用于内容资源库建设、升级平台建设、品牌影响力建设和队伍建设4个方面。具体明细如下表：

图表40：影像中国站点式融合出版升级平台项目投资概算（万元）

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
内容资源建设	2,057.50	2,568.75	3,160.00	7,786.25
升级平台建设	2,620.00	2,574.24	448.24	5,642.48
品牌建设	732.70	1,617.50	2,440.70	4,790.90
队伍建设	1,132.33	1,191.60	1,299.59	3,623.53
合计	6,542.53	7,952.09	7,348.53	21,843.16

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

在5年计算期内，项目预计累计实现净利润1.32亿元，年均投资净利润率12.1%，销售净利润率24%，内部收益率15.5%，静态投资回收期4年，动态投资回收期4.3年。

CLOUDBAG教育云服务平台项目：计划用3年时间建成四个项目：教育云平台项目、教学资源建设项目、市场推广项目、项目运营项目。

项目在3年建设期内共投资2.58亿元，用于教育云平台系统软件开发、教学资

源建设、市场推广、项目管理。具体明细如下表：

图表41： CLOUDBAG 教育云服务平台项目投资概算（万元）

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
教育云平台系统软件开发	2,312.00	1,857.20	226.56	4,395.76
教学资源建设	6,049.12	3,306.61	548.81	9,904.53
市场推广	1,188.00	1,550.00	2,091.00	4,829.00
项目管理	1,844.69	2,008.04	2,793.33	6,646.06
合计	11,393.80	8,721.85	5,659.70	25,775.35

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

项目的经济计算期定为5年，在此期间预计累计实现净利润2.23亿元，年均投资净利润率17.3%，销售净利润率31.8%，内部收益率15.8%，静态投资回收期4.4年，动态投资回收期4.6年。

第三方图书智能流通平台项目：构建贯通出版业上下游产业链的数据信息系统，打造智能型图书物流中心，实现库存与销售信息的即时共享，从而逐渐吸收北京及周边地区分散的图书物流业务。

项目在2年计划期内共投资1.8亿元，用于现代出版物物流技术装备升级、新华出版物供应链、市场推广、铺底流动资金。具体明细如下表：

图表42： 第三方图书智能流通平台项目投资概算（万元）

投资内容	第1年	第2年	合计
现代出版物物流技术装备升级	3,517.99	7,540.37	11,058.35
新华出版物供应链	3,241.44	1,365.24	4,606.68
市场推广	199.00	314.00	513.00
铺底流动资金	24.81	1,818.82	1,843.63
合计	6,983.24	11,038.42	18,021.66

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

在10年计算期内，项目预计累计实现净利润1.27亿元，年均投资净利润率7%，销售净利润率9.6%，内部收益率10%，静态投资回收期7.2年，动态投资回收期9年。

诗词中国 2.0 项目：以诗词为切入点，建设全国性、大规模、高规格、线上线服务相结合的诗词爱好者的互动平台。项目建设内容包含赛事规模拓展建设、内容服务能力建设、平台支撑体系建设、市场推广体系建设、项目运营五个项目。

计划在3年中总投资1.08亿元，用于上述5个项目。具体明细如下表：

图表43： 诗词中国 2.0 项目投资概算（万元）

投资内容	第1年	第2年	第3年	合计
赛事规模拓展建设	705.61	855.01	855.01	2,415.63
内容服务能力建设	540.40	1,260.00	740.00	2,540.40
平台支撑体系建设	407.00	385.00	358.00	1,150.00
市场推广体系建设	350.28	640.67	668.95	1,659.90
人员和场地建设	833.56	1,071.56	1,172.06	3,077.18
合计	2,836.85	4,212.24	3,794.02	10,843.11

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

在5年计算期内，项目预计累计实现净利润6544.5万元，年均投资净利润

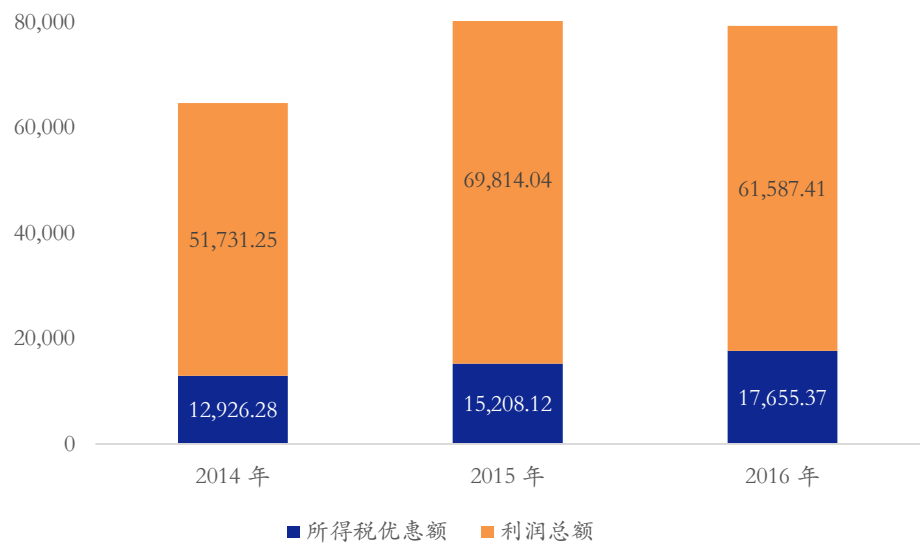
率 12.1%，销售净利润率 24.4%，内部收益率 20%，静态投资回收期 3.2 年，动态投资回收期 3.7 年。

6、 风险因素

税收优惠政策变化带来的风险：出版行业长期享受国家的税收优惠政策。最近 3 年，税收优惠占公司利润总额的比例较高，未来如果国家对文化产业的税收优惠政策发生变化，将会直接影响公司业绩。

2014-2016 年，公司的所得税优惠额分别为 1.29 亿元、1.52 亿元、1.77 亿元，占利润总额分别为 24.99%、21.78%、28.67%。

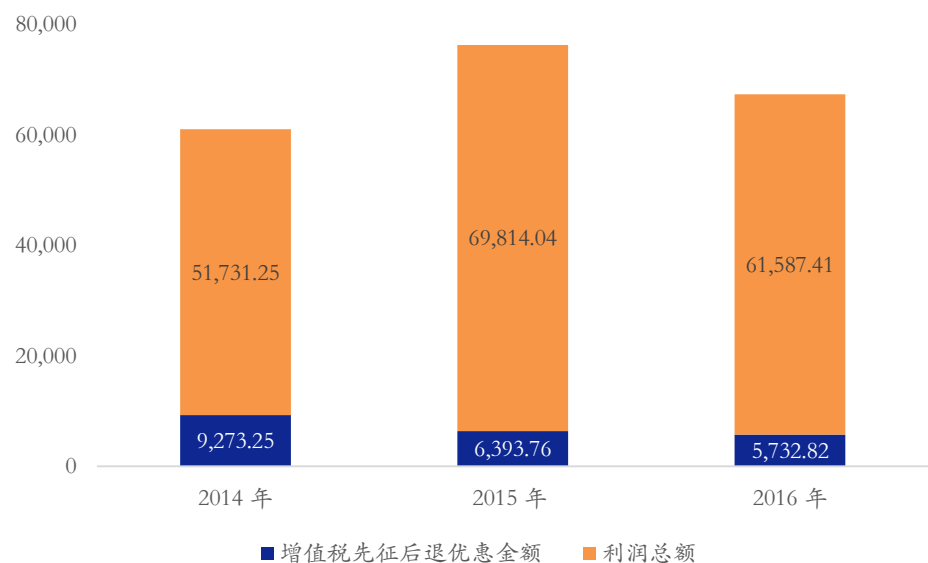
图表44： 2014-2016 年所得税优惠额及利润总额（万元）



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

2014-2016 年，公司增值税先征后退优惠额分别为 9273.25 万元、6393.76 万元、5732.82 万元，占利润总额分别为 17.93%、9.16%、9.31%。

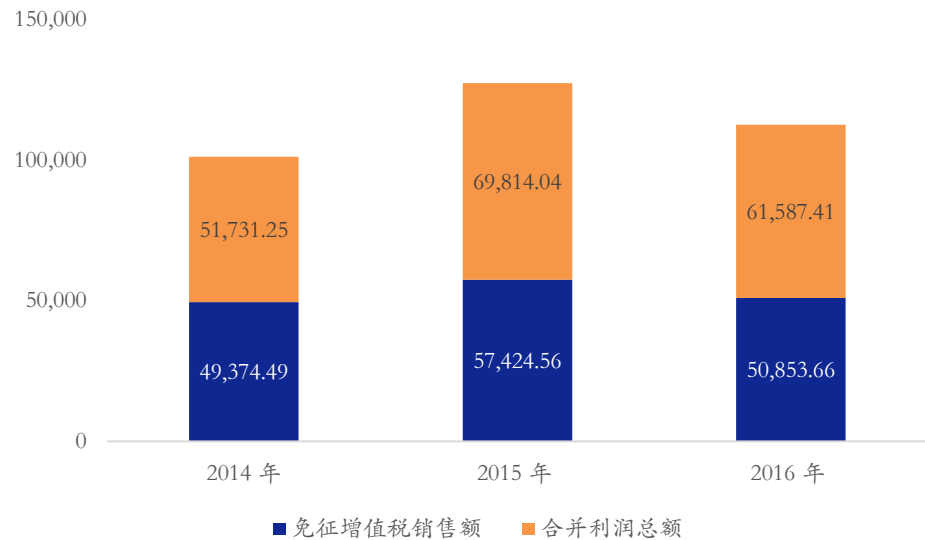
图表45： 2014-2016 年增值税先征后退优惠额及利润总额（万元）



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

2014-2016年，公司免征增值税销售额分别为4.94亿元、5.74亿元、5.09亿元，占利润总额分别为12.41%、10.69%、10.73%。

图表46： 2014-2016年免征增值税销售额及利润总额（万元）



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

募集资金投资项目的风险：在项目实施过程中，计划能否按时完成、项目的实施是否顺利、实施效果是否达到预期，均存在一定的不确定性；同时，出版市场本身的变化、宏观经济政策的变动等因素也会对募投项目的投资回报产生影响，进而对公司业绩产生一定的不利影响。

首次公开发行股票摊薄即期回报的风险：由于募集资金投资项目的建设及产能的完全释放需要一定时间，公司每股收益和净资产收益率等指标将有可能下降，投资者即期回报面临被摊薄的风险。

业绩波动风险：2015年，公司半年度和全年度营业收入较2014年同期增长，一季度、半年度归母净利润同比大幅下降，全年度净利润同比大幅增长。2016年，一季度、半年度及全年度营业收入与上年同期基本持平，但归母净利润下降。2017年，一季度和半年度营业收入同比增长，但归母净利润下降。

图表47： 2014-2017年一、二、三、四季业绩波动情况（万元）

项目	期间	2014年	2015年	2016年	2017年
营业收入	1-3月	50,307.83	49,965.09	46,491.88	62,752.78
	1-6月	137,718.67	142,934.86	147,016.91	164,114.10~181,389.27
	全年	346,615.85	410,037.20	415,650.17	-
归母净利润	1-3月	514.95	-2,955.83	-400.83	-9,781.15
	1-6月	13,505.40	10,267.07	7,913.78	3,802.39~4,647.36
	全年	47,672.28	65,659.67	58,098.97	-

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5990	6304	7762	8053	9371	营业收入	4100	4157	4464	4624	4826

现金	3202	3337	4565	4844	5890	营业成本	2573	2749	2925	3047	3187
应收账款	580	584	666	629	723	营业税金及附加	26	28	29	30	32
其他应收款	33	42	39	45	43	营业费用	342	385	400	419	436
预付账款	319	307	365	331	396	管理费用	752	743	805	831	868
存货	1822	1971	2065	2140	2257	财务费用	4	6	-11	-34	-54
其他流动资产	34	63	62	64	64	资产减值损失	40	79	71	79	80
非流动资产	2527	2680	2591	2417	2253	公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0	-0
长期投资	11	7	4	0	-3	投资净收益	91	159	116	126	128
固定资产	681	1511	1516	1460	1399	营业利润	454	325	361	378	406
无形资产	664	607	551	485	422	营业外收入	263	305	278	284	286
其他非流动资产	1171	555	520	472	435	营业外支出	19	14	14	16	16
资产总计	8517	8984	10353	10469	11625	利润总额	698	616	623	647	676
流动负债	2857	2877	3389	3021	3670	所得税	40	45	42	45	47
短期借款	99	254	254	254	254	净利润	658	571	581	602	629
应付账款	1508	1531	1702	1666	1856	少数股东损益	1	-10	-4	-5	-6
其他流动负债	1251	1092	1433	1101	1560	归属母公司净利润	657	581	585	607	635
非流动负债	1127	1053	1053	1052	1052	EBITDA	608	531	704	717	737
长期借款	2	2	2	1	0	EPS (元)	0.36	0.32	0.32	0.33	0.35
其他非流动负债	1125	1051	1051	1051	1051						
负债合计	3984	3931	4442	4074	4722	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	695	754	750	745	739	成长能力					
股本	1458	1458	1823	1823	1823	营业收入(%)	18.3	1.4	7.4	3.6	4.4
资本公积	387	386	386	386	386	营业利润(%)	48.3	-28.3	11.1	4.7	7.3
留存收益	1923	2377	2867	3372	3902	归属于母公司净利润(%)	37.7	-11.5	0.7	3.8	4.6
归属母公司股东权益	3839	4299	5161	5651	6164	获利能力					
负债和股东权益	8517	8984	10353	10469	11625	毛利率(%)	37.3	33.9	34.5	34.1	34.0
						净利率(%)	16.0	14.0	13.1	13.1	13.2
						ROE(%)	14.5	11.3	9.8	9.4	9.1
						ROIC(%)	11.3	8.8	7.5	7.0	6.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.8	43.8	42.9	38.9	40.6
						净负债比率(%)	-67.1	(61.0)	(72.9)	(71.7)	-81.6
						流动比率	2.1	2.2	2.3	2.7	2.6
						速动比率	1.5	1.5	1.7	2.0	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
						应收账款周转率	8.5	7.1	7.1	7.1	7.1
						应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.32	0.32	0.33	0.35
						每股经营现金流最新摊薄	0.19	0.09	0.50	0.14	0.56
						每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.36	2.83	3.10	3.38
						估值比率					
						P/E	14.68	16.59	16.48	15.88	15.18
						P/B	2.51	2.24	1.87	1.71	1.56
						EV/EBITDA	13.77	15.7	10.1	9.5	7.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 中国出版旗下部分品牌出版社.....	3
图表 2: 中国出版旗下部分出版单位的品牌技术与服务.....	3
图表 3: 股权结构.....	4
图表 4: 发行前后股本结构 (万股)	5
图表 5: 2016 年二级子公司财务数据 (百万元)	5
图表 6: 2016 年重要的三级子公司财务数据 (百万元)	5
图表 7: 战略目标.....	6
图表 8: 历年全国出版、印刷和发行服务营业收入及增长率 (亿元)	6
图表 9: 2009-2016 年全国数字出版营业收入及增长率 (亿元)	7
图表 10: 2009-2016 年全国图书出版营业收入及增长率 (亿元)	7
图表 11: 2009-2016 年全国报纸出版营业收入及增长率 (亿元)	8
图表 12: 2009-2016 年全国期刊出版营业收入及增长率 (亿元)	8
图表 13: 2016 年中央级和地方级出版社数量	9
图表 14: 下属部分子公司排名.....	9
图表 15: 2016 年各类图书零售情况.....	10
图表 16: 2014-2016 年主营业务收入 (万元)	11
图表 17: 2014-2016 年主要出版物营业收入 (万元)	11
图表 18: 2014-2016 年图书的出版品种.....	11
图表 19: 2014-2016 年图书的产销量	11
图表 20: 2014-2016 年电子音像制品的出版品种	12
图表 21: 2014-2016 年电子音像制品的产销量.....	12
图表 22: 2014-2016 年报刊的销售收入.....	12
图表 23: 2014-2016 年报刊的发行量	12
图表 24: 2014-2016 年不同销售渠道的营业收入 (百万元)	13
图表 25: 2014-2016 年不同地区的营业收入 (百万元)	14
图表 26: 2016 年对外招标采购的纸张	14
图表 27: 2014-2016 年不同销售模式下出版物的营业收入 (百万元)	15
图表 29: 2014-2017 年 H1 毛利率.....	16
图表 30: 公司与同行业平均综合毛利率对比.....	16
图表 31: 2014-2016 年公司及行业净资产收益率	17
图表 32: 募集资金使用计划 (万元)	17
图表 33: 品牌目录图书项目投资概算 (万元)	18
图表 34: 综合运营管理平台项目投资概算 (万元)	18
图表 35: 中华国学资源总库项目投资概算 (万元)	18
图表 36: 商务印书馆工具书云平台项目投资概算 (万元)	19
图表 37: 中国美术全媒体开发应用平台项目投资概算 (万元)	19
图表 38: “华音数字”在线教育和数字图书馆项目投资概算 (万元)	19
图表 39: 三联生活周刊“中阅读”项目投资概算 (万元)	20
图表 40: 影像中国站式融合出版升级平台项目投资概算 (万元)	20
图表 41: CLOUDBAG 教育云服务平台项目投资概算 (万元)	21
图表 42: 第三方图书智能流通平台项目投资概算 (万元)	21
图表 43: 诗词中国 2.0 项目投资概算 (万元)	21
图表 44: 2014-2016 年所得税优惠额及利润总额 (万元)	22
图表 45: 2014-2016 年增值税先征后退优惠额及利润总额 (万元)	22

图表 46: 2014-2016 年免征增值税销售额及利润总额 (万元)	23
图表 47: 2014-2017 年一季度、半年度及全年业绩波动情况 (万元)	23

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贾明乐，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>