

2018年03月19日

公司研究

评级：增持（维持）

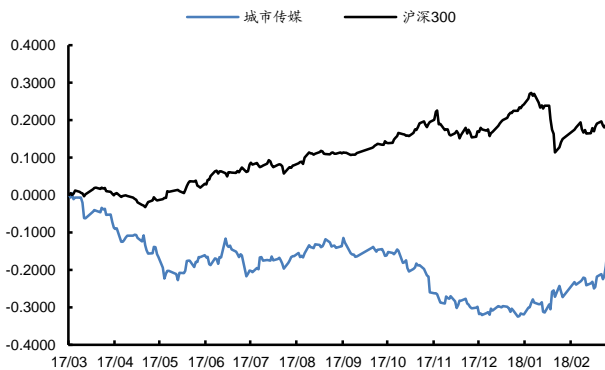
研究所
证券分析师： 谭倩
S0350512090002
0755-83473923
联系人： 朱珠
S0350117070022
021-50479967 zhuz@ghzq.com.cn

主业稳增与内部新业务孵化并行 线下书店入口

模式可复制

——城市传媒（600229）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
城市传媒	14.3	21.5	-15.2
沪深300	3.1	-4.0	17.6

市场数据	2018-03-16
当前价格（元）	9.42
52周价格区间（元）	7.41-11.55
总市值（百万）	6613.74
流通市值（百万）	4048.45
总股本（万股）	70209.60
流通股（万股）	42977.21
日均成交额（百万）	28.15
近一月换手（%）	28.73

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 具有区域竞争优势和本土亲和力的城市特色出版传媒公司，在突出主业的同时积极加快向新媒体、新业态领域的转型升级。在上游内容部分，公司聚焦精品图书出版并推动优质版权资源累积，教育、少儿、社科图书以及儿童刊物均树立了良好的品牌影响力；在下游终端部分，公司间接持有喜马拉雅股权，线下公司在城市社区生活圈设立个性化服务端，结合自身特色图书自有版权进行市场化运营，打造 BC MIX 美食书店，践行集合阅读与美食及社交的轻资产连锁化品牌管理输出模式。
- 2017年图书零售总规模803亿元，同比增加14.55%，线下图书销售码洋344.2亿元，同比增加2.4%，较2016年的-2.3%的增速，已实现正向增长。少儿图书在实体书店中发挥的作用加强，2017年少儿图书占销售25%以上的实体书店比例为26.4%，较2016年的23.37%提升了3个百分点。2017年开卷显示少儿图书占到图书零售市场的码洋比重达到24.64%，为第一大细分品类，少儿市场的快速增长，也使得该类成为市场增长贡献较大的类别。
- 2017年中国二线城市书店增速恢复正向增长，达到4.61%。据中国发行协会统计截止2017年中国一线城市北京、上海、广州、深圳书店总量为1.44万家，二线城市杭州、南京、重庆、成都等地合计书店总量为2.34万家。二线城市的书店恢复正增长有望推动图书新增市场。
- 盈利预测和投资评级：维持增持评级。从西西弗书店、言几又书店、诚品书店以及城市传媒的BC MIX等线下实体书店不断加码扩建，未来3年书店竞争格局有望初定，换言之，目前时点的线下书店布局可对标10年前院线建设。未来3年城市书店有望成为城市重要文化消费场景。线下与线上阅读是不可分割的共生关系，线下图书在精神消费升级中催生体验经济。作为国有背景的城市传媒在线率先摸索出BC MIX美食书店轻资产运营模式，后续有望复制特色线下书店输出模式，我们预计2017-2019年公司实现归母净利润3.27/3.62/4.03亿元，对应EPS分别为

0.47/0.52/0.57 元，对应 PE 分别为 20.2/18.3/16.4 倍，鉴于一般图书的高景气以及公司主题书店高复制性，维持增持评级。

- **风险提示：** 市场竞争加剧风险；新传播媒体竞争的风险；业务快速扩张带来的管理风险；行业增速放缓风险；行业竞争风险；纸张涨价风险；与京东战略合作进展不达预期的风险等；业绩下滑的风险；人才资源不足风险；宏观经济波动风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1774	2020	2300	2624
增长率(%)	15%	13.9%	13.8%	14.1%
净利润（百万元）	272	327	362	403
增长率(%)	17%	20.3%	10.6%	11.2%
摊薄每股收益（元）	0.39	0.47	0.52	0.57
ROE (%)	12.60%	13.69%	13.65%	13.67%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

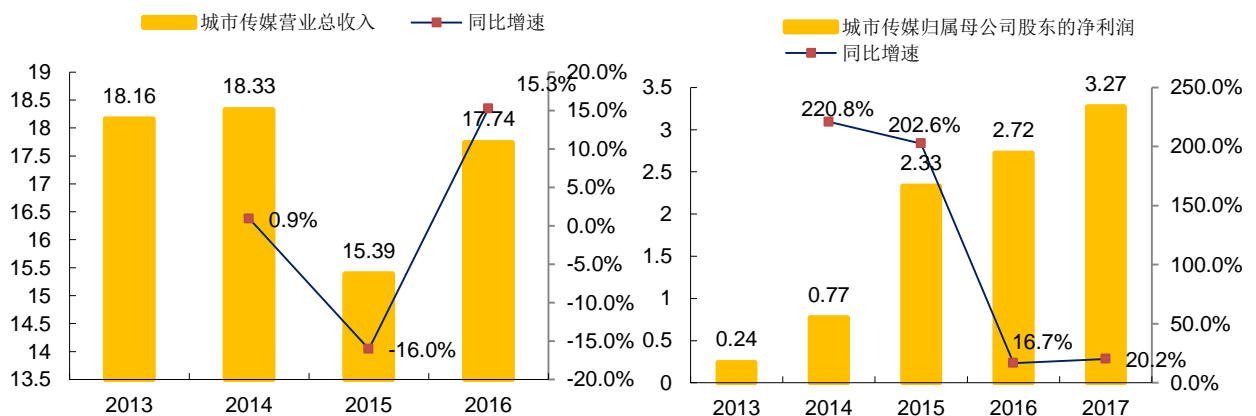
1、 主业稳增+新业务孵化并行

城市传媒主要从事图书、期刊、电子音像等出版物的出版发行业务以及新兴媒体的开发运营业务，具有区域竞争优势和本土亲和力的城市特色出版传媒公司，在突出主业的同时积极加快向新媒体、新业态领域的转型升级，2015 年上市公司实施了重大资产重组，将原有的化工类资产全部置出，青岛城市传媒出版发行业务置入，上市公司转型成为文化传媒企业。

具备城市特色的市场化出版公司城市传媒拥有青岛出版社及青岛新华书店等 19 家参股控股公司。作为国有企业，以高度市场化实现国有资产的保值增值，在**上游内容部分**，公司聚焦精品图书出版并推动优质版权资源累积，教育、少儿、社科图书以及儿童刊物均树立了良好的品牌影响力。**人文板块**公司推出的《云冈石窟佛造像典藏卷》并利用 VR 技术给予读者新体验；**美食板块**推出《La liste 中国杰出餐厅》等特色美食美酒图书；**少儿板块**推出《中国儿童文学名家论集》（10 卷）等树立了品牌影响力。

在**下游终端部分**，线上 2016 年上半年公司投资 6000 万元参与喜马拉雅融资，占喜马拉雅 1.45% 的股份，并与其签订战略合作协议，依托公司优质的美食、健康、少儿、人文等内容资源，通过音频录制转化，在喜马拉雅网络电台上运营美食生活电台和少儿故事电台；**线下**，公司在城市社区生活圈设立个性化服务端，结合自身特色图书自有版权进行市场化运营，打造 BC mix 美食书店，践行集合阅读与美食及社交的轻资产连锁化品牌管理输出模式，重构线下主题书店的文化消费场景，同时改造传统新华书店及书城，改造后的旅游书店、儿童书店、24 小时书店等主题书店坪效得到较大改善和提升。

图 1：2013-2016 年城市传媒营业总收入、2013-2017 年归属母公司净利润及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

*2017 年公司预告年度净利润约 32650 万元-35370 万元，同比增速 20%-30%，上述取区间最低值。

➤ 新业务孵化亮点不断，“内容+”多元开发

2016 年公司组建 3 个混合所有制新媒体公司：1) 数字时间公司：正式启用全市首个“VR 海洋教室”，开发形成多个 VR 虚拟和全景课程和知识点的内容产品，探索 VR 阅读体验业务。2) 匠声公司：喜马拉雅电台粉丝达到 6.7 万；3) 兰阁公司：线上图文产品和短视频产品，线下文创品及主体旅游产品结构已搭建完成，今日头条号上半年阅读量达到 2000 万次，潜力看好。

图 2：城市传媒线下体验店展示图

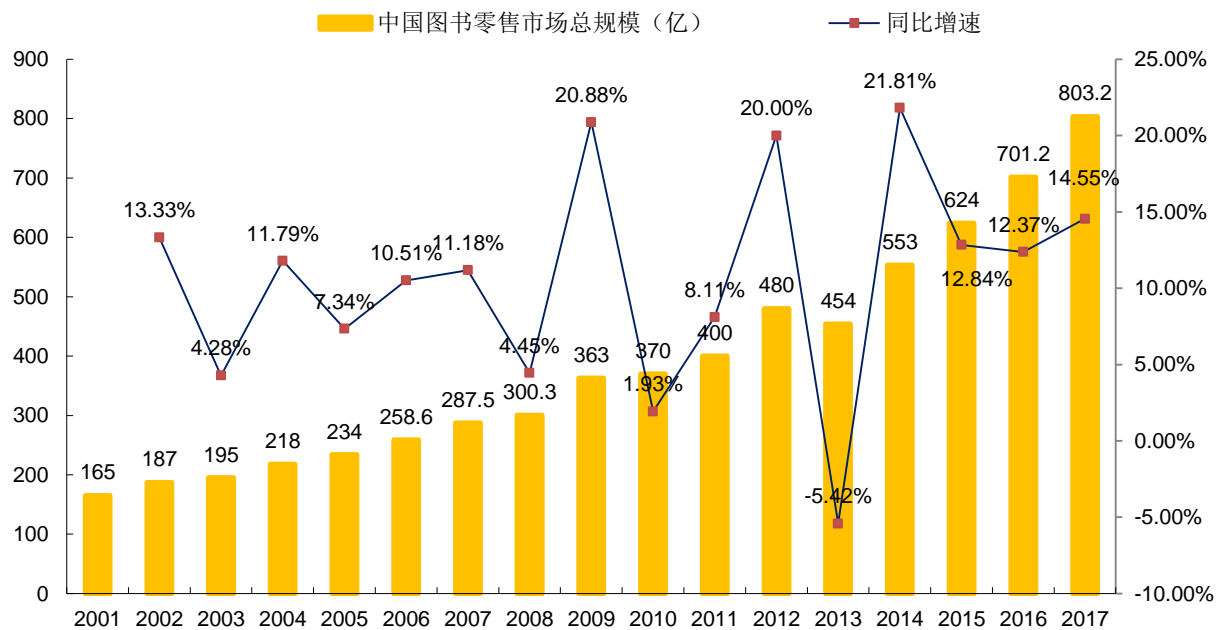


资料来源：城市传媒公司现场拍摄、国海证券研究所

2、2017 年图书零售总规模 803 亿元：少儿图书拉动线下书店增长显著

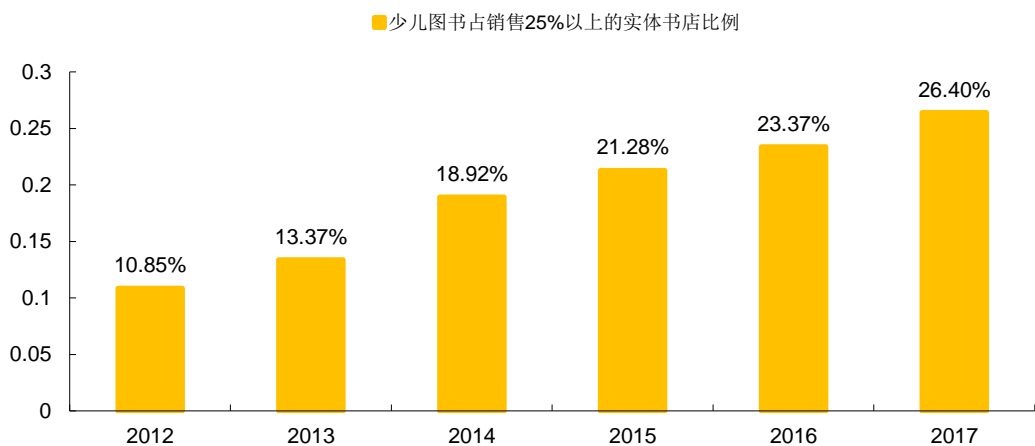
2017 年图书零售总规模达到 803.2 亿元，同比增加 14.55%，线下图书销售码洋 344.2 亿元，同比增加 2.4%，较 2016 年的-2.3%的增速，已实现正向增长。2017 年全国图书零售市场动销品种数 189.36 万，比 2016 年增长了 8.19%。新书品种数为 20.40 万，从 2012 年到 2016 年维持在 20-21 万种之间，已连续 6 年保持稳定。网上书店的快速增长和总动销品种的增加，使得整个图书零售市场中的畅销书贡献加大。同时，在全国上下大力发展实体书店促进全民阅读的氛围之下，实体书店也实现正增长态势。

图 3：2001-2017 年中国图书零售市场总规模及其同比增速



资料来源：北京开卷、国海证券研究所

图 4：2012-2017 年少儿图书占销售 25%以上的实体书店比例



资料来源：北京开卷、国海证券研究所

少儿图书在实体书店中发挥的作用加强，2017 年少儿图书占销售 25%以上的实体书店比例为 26.4%，较 2016 年的 23.37%提升了 3 个百分点。2017 年开卷显示少儿图书占到图书零售市场的码洋比重达到 24.64%，为第一大细分品类。少儿市场的快速增长，也使得该类成为市场增长贡献较大的类别，2017 年图书零售市场的增长有三分之一以上均来自于少儿类图书。需求端看，从 80/90 后父母的购买力、整个少儿教育和少儿培训市场的发展态势、以及欧美国家少儿图书市场的地位等，都预示着少儿类图书在中国图书市场中还将有更大的发展。

但目前中国少儿领域存在问题如：发展不平衡不充分（贫困地区农村儿童基本阅读需求未得到满足以及特大型城市、中心城市、发达地区少年儿童阅读出现“选择性困难”）。

据开卷显示，2016 年全国共出版少儿读物 7.79 亿册（张），假设当年全部实现销售，按 3.67 亿少年儿童计算，人均新书 2.12 册（张）；少儿期刊总印数 5.07 亿册，全部实现销售，人均 1.38 册。2016 年美国儿童图书实际销售数量 1.95 亿册，每个孩子拥有 3.2 册；英国 2016 年儿童图书实际销售数量 6633.4 万册，每个孩子拥有 5.37 册。对标海外，中国少年儿童总体阅读水平不高，一方面，图书总量供给仍有较大增长空间；另一方面，现有少儿图书销售以实体书店、网络书店等大众零售渠道为主，校园渠道、少年宫、读者俱乐部、政府采购等渠道仍具有重塑增量空间。

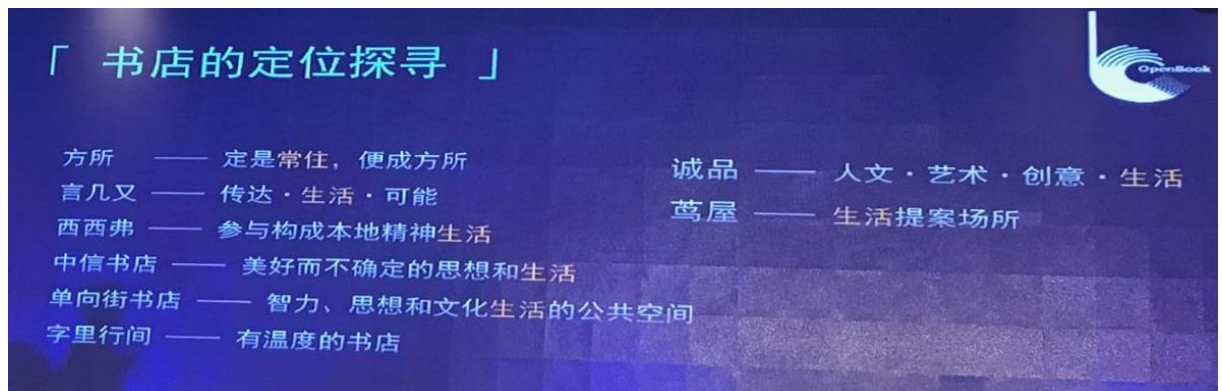
未来儿童出版增量空间：

- 户籍人口城镇化率加快提高，将激活和释放包括阅读在内的文化消费需求；
- 深化并落实考试招生制度改革和教育教学改革，使阅读进校园成为不可阻挡的潮流；
- 基本建成公共文化服务体系 and 倡导全民阅读，使少年儿童的阅读权益得到更有力更充分的保障。

3、线下书店 2.0 有望成为商业综合体的入口

线上电商通过知名作家以及口碑度高的作品吸引用户流量，由于线上与线上阅读不可分割的共生关系，作为无甄选书本能力的少儿，父母偏向线下进行体验式消费，催生了精神消费升级下的新体验文化经济。渠道端，新知识经济时代，进化中的线下书店从传统发行渠道商转变为“阅读服务提供商”，如在书店种类中分为民营系、独立系、新华系、大型出版集团系、文创百货跨界系等。

图 5：线下书店定位形成特色以及实体店与电商 KPI 考核标准已注重超级用户

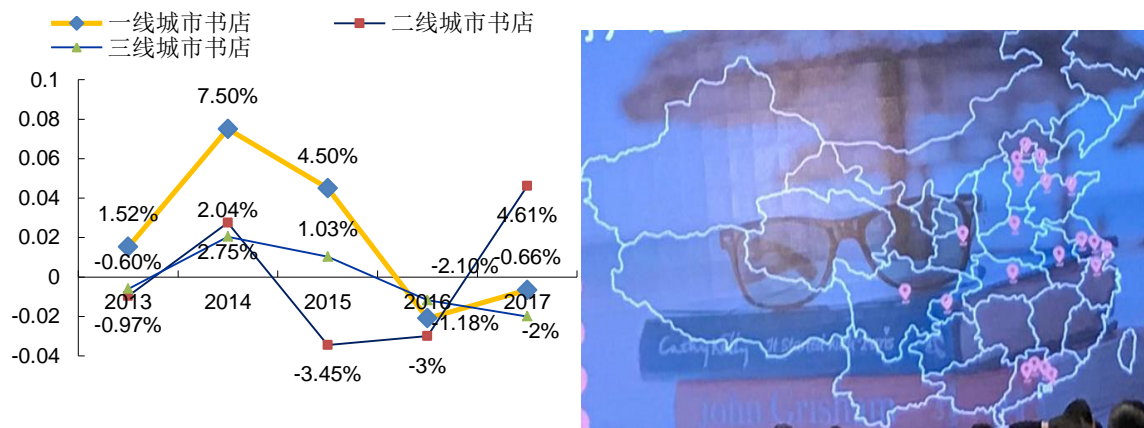




资料来源：2018年北京开卷发布会现场拍摄、国海证券研究所

从地域上来看，北京、上海、广州、深圳、成都等地的用户的实体书店阅读渗透率高于其他城市，上榜的其他城市基本保持在0.2%左右的城市渗透率。如下图所示，2017年中国二线城市书店增速恢复正向增长，达到4.61%。据中国发行协会统计截止2017年中国一线城市北京、上海、广州、深圳书店总量为1.44万家，二线城市杭州、南京、重庆、成都等地合计书店总量为2.34万家。二线城市的书店恢复正增长有望推动图书新增市场。

图6：2017年中国二线城市书店增速4.61%



资料来源：2018北京图书订购会会场《今日头条大数据里的实体书店销售提升》拍摄、国海证券研究所

4、盈利预测与评级

从西西弗书店、言几又书店、诚品书店、中信书店、以及城市传媒的BC Mix等线下实体书店不断加码扩建，未来3年书店竞争格局有望初定，换言之，目前时点的线下书店布局可对标10年前院线建设。未来3年城市书店有望成为城市重要文化消费场景。线下与线上阅读是不可分割的共生关系，线下图书在精神消费升级中催生体验经济。未来书店的定位将自动筛选出目标消费者并建立2C互动连接。通过供应目标用户电子产品、饮食、音乐、影视等不同文化消费品，建立与读者连接实现线下流量的二次变现速。

投资角度看，目前城市传媒已探索出一套有效的经营和管理模式，正在稳步复制扩张形成连锁态势，新华书店、书城等纷纷加快主题化改造，公司改造后的儿童书店、24小时书店等主题书店坪效有了较大改善和提升，多个项目正在陆续

推进,同时与京东战略合作进行互相赋能。后续有望复制特色线下书店输出模式。我们预计 2017-2019 年公司实现归母净利润 3.27/3.62/4.03 亿元,对应 EPS 分别为 0.47/0.52/0.57 元,对应 PE 分别为 20.2/18.3/16.4 倍,鉴于一般图书的高景气以及公司主题书店高复制性,维持增持评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1774	2020	2300	2624
增长率(%)	15%	13.9%	13.8%	14.1%
净利润(百万元)	272	327	362	403
增长率(%)	17%	20.3%	10.6%	11.2%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.47	0.52	0.57
ROE(%)	12.60%	13.69%	13.65%	13.67%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 新传播媒体竞争的风险
- 3) 业务快速扩张带来的管理风险
- 4) 募集资金投资项目实施的风险
- 5) 新增折旧影响公司盈利能力的风险
- 6) 业绩下滑的风险;
- 7) 人才资源不足风险;
- 8) 宏观经济波动风险;

表 1: 城市传媒盈利预测表

证券代码:	600229.SH				股价:	9.42	投资评级:	增持		日期:	2018-03-16
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	13%	14%	14%	14%	EPS	0.39	0.47	0.52	0.57		
毛利率	38%	37%	37%	37%	BVPS	3.01	3.34	3.70	4.10		
期间费率	23%	23%	23%	23%	估值						
销售净利率	15%	16.2%	15.7%	15.3%	P/E	24.31	20.21	18.27	16.42		
成长能力					P/B	3.13	2.82	2.54	2.30		
收入增长率	15%	14%	14%	14%	P/S	3.73	3.27	2.88	2.52		
利润增长率	17%	20%	11%	11%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.61	0.63	0.64	0.65	营业收入	1774	2020	2300	2624		
应收账款周转率	8.32	8.32	8.32	8.32	营业成本	1101	1269	1445	1656		
存货周转率	4.14	4.14	4.14	4.14	营业税金及附加	14	16	18	20		
偿债能力					销售费用	221	251	286	326		
资产负债率	25%	26%	26%	27%	管理费用	186	212	241	275		
流动比	2.45	2.67	2.86	2.99	财务费用	(5)	(12)	(15)	(19)		
速动比	2.08	2.29	2.48	2.61	其他费用 / (-收入)	(15)	9	10	12		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	242	293	335	378		
现金及现金等价物	1094	1431	1785	2158	营业外净收支	40	39	40	39		
应收款项	213	243	276	315	利润总额	282	332	375	417		
存货净额	266	310	353	405	所得税费用	3	3	4	4		
其他流动资产	193	220	250	285	净利润	279	329	371	413		
流动资产合计	1767	2203	2663	3162	少数股东损益	7	2	9	10		
固定资产	272	245	220	198	归属于母公司净利润	272	327	362	403		
在建工程	217	217	217	217	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	439	439	408	376	经营活动现金流	360	406	447	486		
长期股权投资	6	6	6	6	净利润	279	329	371	413		
资产总计	2892	3228	3595	4013	少数股东权益	7	2	9	10		
短期借款	18	18	18	18	折旧摊销	40	71	68	63		
应付款项	524	611	696	797	公允价值变动	0	0	0	0		
预收账款	129	147	167	191	营运资金变动	34	(206)	(211)	(251)		
其他流动负债	50	50	50	50	投资活动现金流	(362)	100	61	49		
流动负债合计	721	826	931	1056	资本支出	(125)	27	24	22		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(5)	0	0	0		
其他长期负债	12	12	12	12	其他	(232)	73	37	27		
长期负债合计	12	12	12	12	筹资活动现金流	339	(98)	(109)	(121)		
负债合计	733	838	943	1068	债务融资	(18)	0	0	0		
股本	702	702	702	702	权益融资	6	0	0	0		
股东权益	2159	2390	2653	2945	其它	351	(98)	(109)	(121)		
负债和股东权益总计	2892	3228	3595	4013	现金净增加额	337	408	400	414		

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。