

## 锐意进取，一般图书表现强势

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是背靠青岛的副省级出版商，与其他国有上市的出版公司相比，公司一般图书占营收的比例超过 75%，业绩弹性更大。其中，少儿板块有基数、有成长性，渡边淳一作品具备爆款潜质。教材教辅方面，公司产品层次清晰，教材教辅立足青岛，辐射山东，面向全国。
- **一般图书: 2016-2017 年一般图书营收增速为 17%、12%，期刊杂志和一般图书的出版、发行量均稳步提升。** 主打高端人文出版产品+大众读物+特色城市出版产品(美食、健康、棋牌、女性时尚)+少儿板块(少儿读物、少儿期刊)，公司在细分图书领域具备优势，兼具品牌力及畅销性。独家签约日本著名作家渡边淳一，“日本+两性”书籍具备爆款潜力。青岛出版社 2017 上半年图书零售市场码洋占有率为 0.75%，同比提升 0.14 个百分点，成为增长第九的出版社。
- **教材教辅: 层次清晰，立足青岛，辐射山东，面向全国。** 青岛市: 公司一直作为青岛市主要的小学教材发行商、供货商，目前已有数十种教材进入地方目录并首先在青岛中小学落地，并逐步在威海、日照、东营进入校园。山东省: 公司的《小学数学》/《小学科学》/《书法》/《书法练习指导》在山东省拥有 70%-100% 的市占率，提供稳定的业绩基础。全国: 公司对畅销教辅产品《加分宝》/《天天练》等 60 余种图书进行改造升级，在全国销售势头良好。“千万地市，百万区县”的营销战略助力公司教辅图书走向全国市场。
- **新业态: 打造矩阵型线下文化消费场景，影视化延伸图书产业链。** 从微型的无人值守书亭到中型的 BC MIX 等主题书店，再到大型的文化 Mall，公司“城市文化消费服务体系”已完整搭建，具备向山东其他地区、全国复制输出的能力。积极推进影视化项目+参投基金，打开公司想象空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.52/0.58/0.66 元。2019 年行业平均估值水平为 12 倍。基于 1) 公司一般图书营收占比 75% 左右，业务更具成长性，公司整体氛围更具市场化; 2) 公司独家签约的渡边淳一的图书具备爆款潜质，有望拉动业绩增长。给予公司 2019 年 14 倍 PE，目标价 8.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 所得税优惠政策或不能延续风险，新业务拓展成效或不及预期风险，原材料纸价上涨风险。

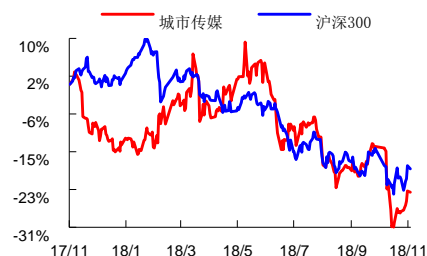
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1969.49	2235.04	2515.19	2835.06
增长率	11.03%	13.48%	12.53%	12.72%
归属母公司净利润(百万元)	329.36	367.72	408.75	462.16
增长率	21.05%	11.65%	11.16%	13.07%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.52	0.58	0.66
净资产收益率 ROE	14.32%	14.44%	14.37%	14.49%
PE	14	13	11	10
PB	2.02	1.81	1.63	1.46

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.02
流通 A 股(亿股)	7.02
52 周内股价区间(元)	5.99-9.65
总市值(亿元)	46.69
总资产(亿元)	36.91
每股净资产(元)	3.42

### 相关研究

## 目 录

<b>1 背靠青岛出版的副省级出版商，积极拓展新业态</b> .....	<b>1</b>
<b>2 出版：公司一般图书表现强势，教材教辅层次清晰</b> .....	<b>5</b>
2.1 出版行业：行业稳步增长，教辅/少儿/文学成为主要拉动力量.....	5
2.2 一般图书：锐意进取，公司在图书零售市场码洋占有率增速快.....	13
2.3 教材教辅：层次清晰，立足青岛，辐射山东，面向全国.....	21
<b>3 新业态：打造矩阵型线下文化消费场景，影视化延伸图书产业链</b> .....	<b>24</b>
3.1 从微到大的线下文化消费场景，具备复制输出能力.....	24
3.2 推进影视化项目+参投基金，打开公司想象空间.....	25
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>27</b>
4.1 盈利预测.....	27
4.2 估值.....	28
<b>5 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2018 年三季报)	1
图 2: 公司历史沿革图: 巩固出版发行业务, 借力互联网巨头不断拓展新业态	2
图 3: 公司 2017 年营收构成及占比情况	3
图 4: 公司 2015-2017 年各项业务毛利率情况	3
图 5: 公司历年营收结构: 一般图书贡献主要营收 (亿元)	4
图 6: 公司历年毛利结构: 一般图书、教材教辅为主体 (亿元)	4
图 7: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况	4
图 8: 公司 2013 年以来一般图书和教材教辅营收情况	4
图 9: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	5
图 10: 历年公司三项费率情况	5
图 11: 2010 年以来, 中国图书零售市场保持稳定增长	6
图 12: 2011 年以来, 网上书店与实体书店销量占比	6
图 13: 2000 年以来, 中国历年出生的人口数量	6
图 14: 2014-2016 年细分市场占比 (按码洋规模)	6
图 15: 网上书店销售码洋 2015/2016 年细分市场同比增长率	7
图 16: 实体店渠道 2015、2016、2017H1 细分市场同比增长率	7
图 17: 2017 年中国各省及直辖市常住人口数 (万人)	7
图 18: 2016 年中国各省及直辖市在校学生数 (万人)	7
图 19: 2008 年-2017 年山东省常住人口数及同比增速	8
图 20: 2008 年-2017 年山东省出生人口数及同比增速	8
图 21: 山东省内业务主要覆盖区域	8
图 22: 2017 年公司总营收的全国分布情况	9
图 23: 山东省学龄儿童数量及同比增速	9
图 24: 青岛市学龄儿童数量及同比增速	9
图 25: 山东省预测学生结构及同比增速	10
图 26: 青岛市在校幼儿数量在 2015 年以来大幅提升	10
图 27: 青岛市在校小学生、初中生、高中生数量情况	10
图 28: 麦格劳希尔教育集团发展历程	11
图 29: 集英社发展历程	12
图 30: 民音社发展历程	12
图 31: 2011 年以来公司一般图书营收稳定增长	13
图 32: 公司 2014-2017 年一般图书各业务的毛利率情况	13
图 33: 2014-2017 年公司一般图书销售量情况 (万册)	13
图 34: 2014-2017 年公司一般图书销售码洋情况 (亿元)	13
图 35: 京东商城中, 公司出版的畅销书情况	17
图 36: 渡边淳一作品《失乐园》与畅销书《天才在左疯子在右》百度指数比较	19
图 37: 渡边淳一作品《失乐园》与畅销书《解忧杂货店》百度指数比较	19
图 38: 公司教材教辅营收情况	22
图 39: 公司 2014-2017 年教材教辅各业务的毛利率情况	22

图 40: 2014-2017 年公司教材教辅销售量情况 (万册) .....	22
图 41: 2014-2017 年公司教材教辅销售码洋情况 (亿元) .....	22
图 42: 公司四套国标教材 .....	23
图 43: 城市传媒 VR 海洋教室 .....	23
图 44: 公司全国类教辅书《加分宝》 .....	23
图 45: 公司提供的公共教育 VR 数字阅读资源 .....	23
图 46: 公司无人值守书亭、各种线下主题书店情况 .....	25
图 47: 公司参投的《你迟到的许多年》在湖南卫视播出 .....	26
图 48: 公司参投的《破冰行动》即将登陆爱奇艺 .....	26

## 表 目 录

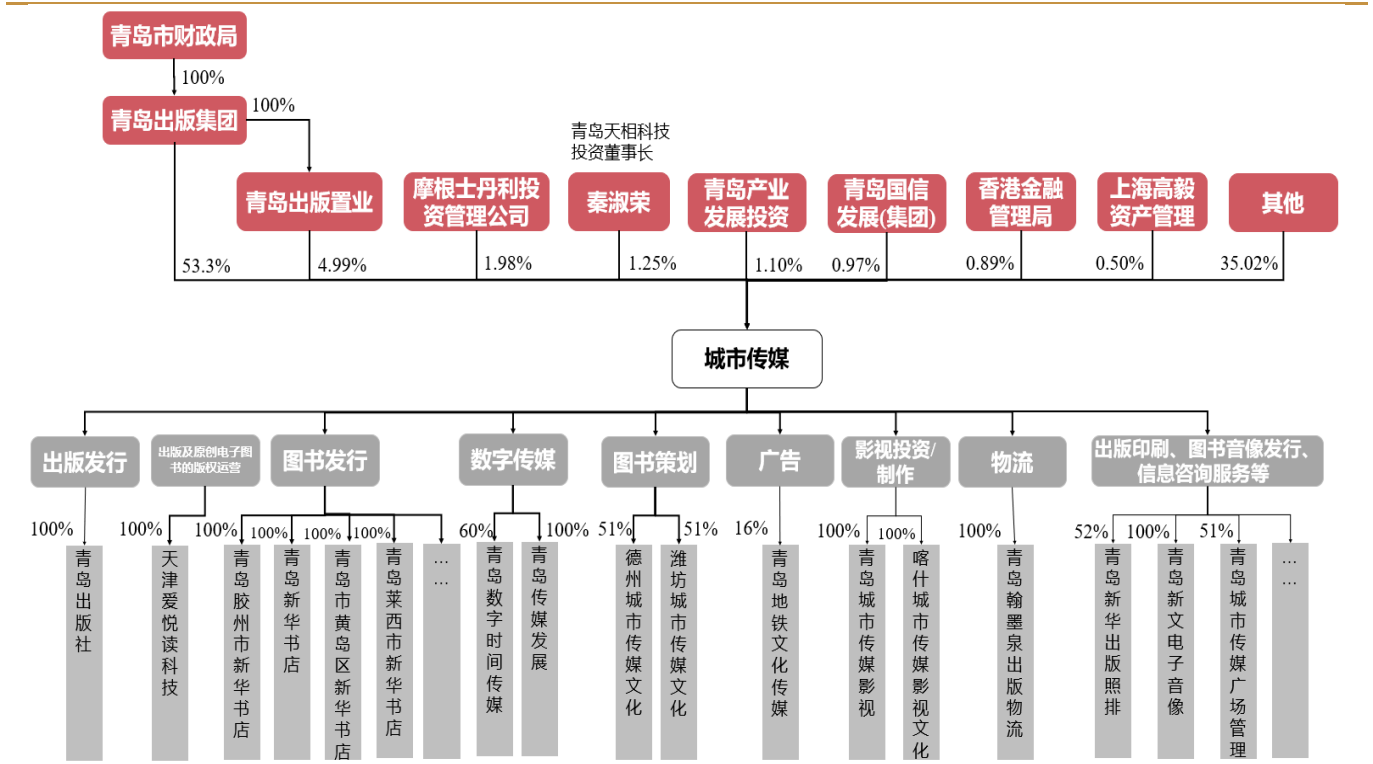
表 1: 2017 年以来公司股份的增持情况 (截至 2018 年 11 月 1 日) .....	2
表 2: 城市传媒一般图书占营收的比例在 A 股国有出版上市公司中排名靠前 .....	14
表 3: 青岛出版社成为 2017 上半年图书零售市场增长最快的出版社之一 .....	14
表 4: 2017 年中国内地上市的平均资产收益率前 10 位出版公司/出版传媒公司 .....	15
表 5: 地方图书出版单位总体经济规模综合排名 (前 10 位) .....	15
表 6: 公司具有的代表性的出版物情况 .....	17
表 7: 渡边淳一代表作品情况 .....	19
表 8: 公司参与的基金、项目情况 .....	26
表 9: 分业务收入及毛利率预测 .....	27
表 10: 可比院线公司估值情况 .....	28
附表: 财务预测与估值 .....	29

## 1 背靠青岛出版的副省级出版商，积极拓展新业态

以四套教材教辅、少儿板块、人文艺术板块、时尚生活板块等为代表的副省级出版发行商，2015 年借壳青岛碱业登陆资本市场。城市传媒主营业务主要为教材教辅（四套国标教材在山东省的出版发行、青岛市的教辅、部分教辅走向全国）以及一般图书的出版发行，75% 左右的营收由一般图书贡献，相比于其他国有出版公司来说，公司的市场化水平更高。2017 年，公司签下具有爆款潜力的渡边淳一全品种全版权的图书出版发行权，进一步增强一般图书出版的竞争实力。

公司实际控制人为青岛市财政局，背靠控股股东青岛出版集团。青岛出版集团直接持有公司 53.3% 的股权，通过全资子公司青岛出版置业、青岛出版投资分别间接持有公司 4.99% 和 0.07% 的股权，合计持有公司 58.36% 的股权，成为公司控股股东，青岛市财政局通过持有青岛出版集团 100% 的股权成为城市传媒的实际控制人。青岛出版集团是 2009 年 3 月由青岛出版社整体转企改制设立的国有独资公司，集图书、报纸、期刊、电子、音像、网络、影视于一体，现辖青岛城市传媒、青岛财经日报社、商周刊社、青岛出版艺术馆、青岛出版置业、青岛出版投资等 23 家公司。秦淑荣系青岛天相科技投资董事长，青岛天相科技投资与城市传媒合作开发城市传媒广场。

图 1：公司股权结构（截至 2018 年三季度）



数据来源：wind、公司公告，西南证券整理（下属子公司的数据来自 2018 年半年报）

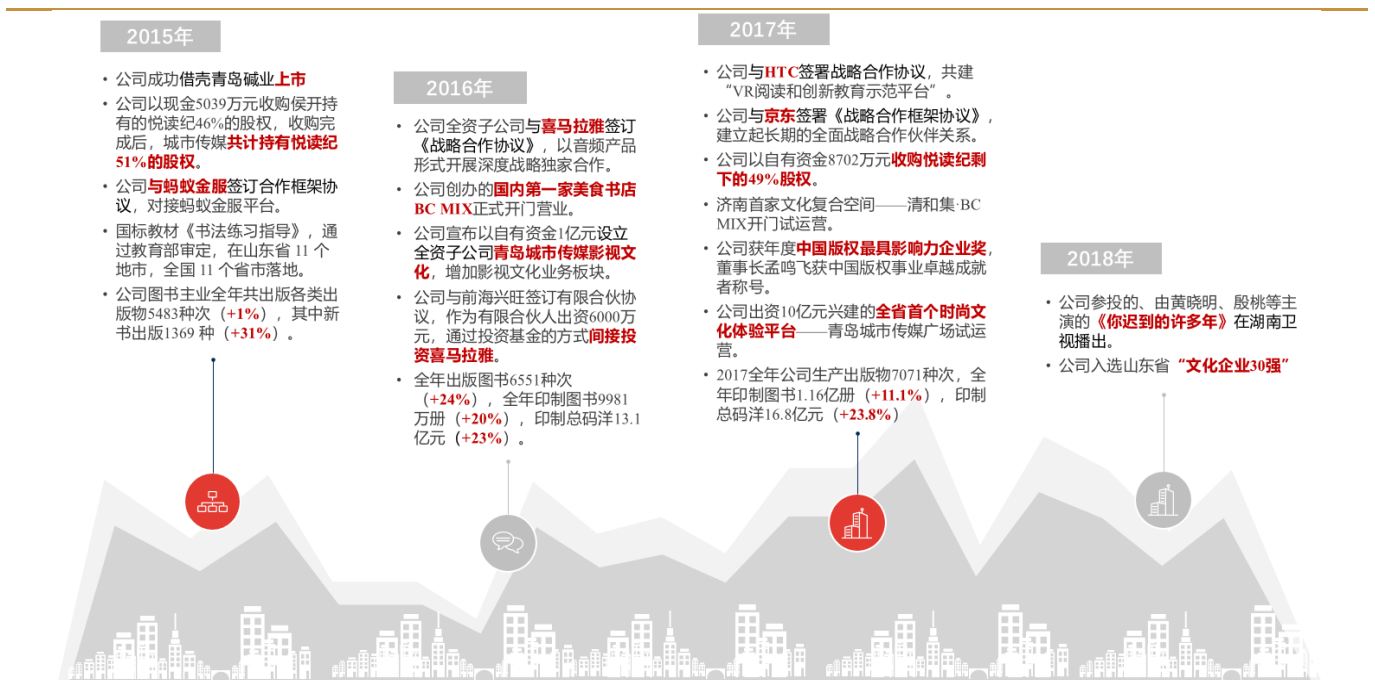
高管大额增持显示公司发展的信息。根据公司公告，2017 年 7 月公司副董事长、董事兼总经理、副总经理、财务总监等 25 名高管通过集合资金信托集合在二级市场合计增持公司股票 267 万股，增持价格区间为 8.86-9.30 元/股，合计增持金额 2439.6 万元，平均每人增持近 100 万元。高管的大额增持显示出对公司长期发展的信心。

**表 1: 2017 年以来公司股份的增持情况 (截至 2018 年 11 月 1 日)**

时间	增持人	增持方式	增持数量
2017 年 7 月	公司副董事长贾庆鹏、董事兼总经理杨延亮、监事会主席李茗茗、副总经理张化新、董事兼副总经理李楷、副总经理兼董事会秘书马琪、财务总监苏彩霞等高级管理人员及主要子公司负责人共 25 人	增持人员以个人自有资金出资成立“中航信托·天启集合资金信托计划”，在二级市场购买并持有公司股票。	合计增持公司股份 266.9 万股，占公司总股本的 0.38%，增持价格区间为 8.86—9.30 元/股，增持金额 2439.6 万元
2017 年 12 月	控股股东青岛出版集团	使用自有资金通过上海证券交易所集中竞价系统增持	自公司 2017 年 11 月 22 日公告控股股东增持公司股份计划至目前，出版集团合计增持了本公司股份 131.5 万股，约占公司总股本的 0.19%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

**出版主业挺挺，借力互联网巨头不断推进新业务。**2015 年，公司成功借壳青岛碱业上市，以现金收购悦读纪 51% 的股权，主营图书的出版发行业务，与蚂蚁金服签订合作框架协议。2016 年，公司以音频产品形式与喜马拉雅开展深度合作并通过投资基金的方式间接投资喜马拉雅，创办了国内第一家美食书店 BC MIX，以自有资金成立全资子公司青岛城市传媒影视文化，从而增加影视文化业务板块，同时继续巩固图书出版发行业务。2017 年，公司在确保图书出版发行业务持续稳步发展的同时，与 HTC、京东分别建立长期合作关系，以自有资金收购悦读纪剩余 49% 的股权，达到 100% 控股，在济南试运营首家文化复合空间——清和集·BC MIX，兴建并试运营山东省全省首个时尚文化体验平台——青岛城市传媒广场。同年公司获年度中国版权最具影响力企业奖。2018 年，公司的影视文化业务板块有所收获，参投的《你迟到的许多年》在湖南卫视播出，同时公司入选山东省“文化企业 30 强”。

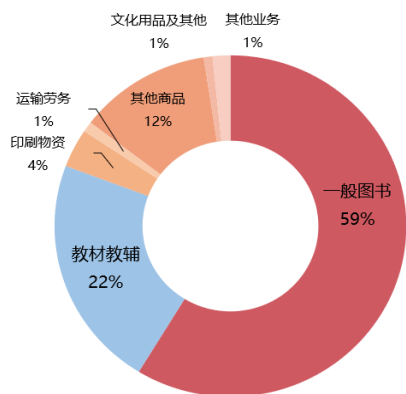
**图 2: 公司历史沿革图：巩固出版发行业务，借力互联网巨头不断拓展新业态**


数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

公司业务开展情况：营收主要由一般图书贡献，出版主业坚挺。

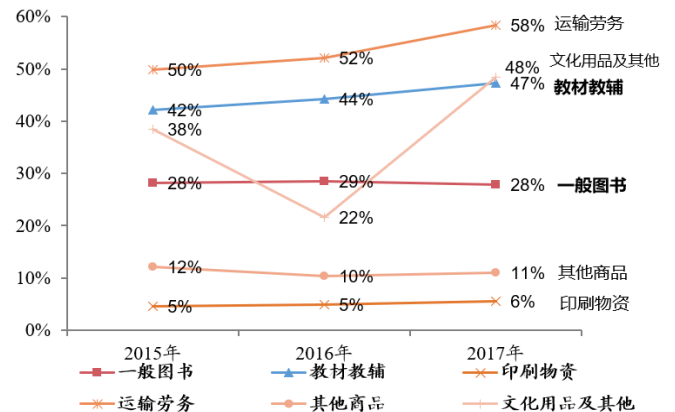
- **一般图书出版发行业务收入：**一般图书主要包括一般图书与期刊杂志，是指以一般读者为对象，通过批发和书店等正常的图书贸易渠道出售给公众和图书馆的图书，有别于仅在学校范围内销售的教科书。2015-2017年，公司一般图书的营收规模分别是11.4亿元、13.4亿元(+17%)、14.9亿元(+12%)，占剔除内部抵销后营收的58%、58%、59%，占不剔除内部抵销后营收的74%、75%、76%。
- **教材教辅出版发行业务收入：**教材教辅产品是指主要面向学生与教师，公司的教材教辅主要依靠：1) 青岛市教辅，截至2017年年报，公司有十几种教材进入地方目录；2) 四种国标教材《小学数学》、《小学科学》、《书法》、《书法练习指导》在山东省实现70%-100%的覆盖率。2015-2017年，公司教材教辅的营收分别为4.8亿元、5.3亿元(+11%)、5.6亿元(+6%)。
- **其他商品：**指城市传媒下属书店子公司从事的电教器材、文体用品销售等业务，主要是电教产品，电子书包及配套的课件及服务，以及期刊里的广告收入。
- **印刷物资：**主要指城市传媒下属子公司出版有限从事的与主营业务相关的纸张贸易业务，业务规模及占比均较小。

图3：公司2017年营收构成及占比情况



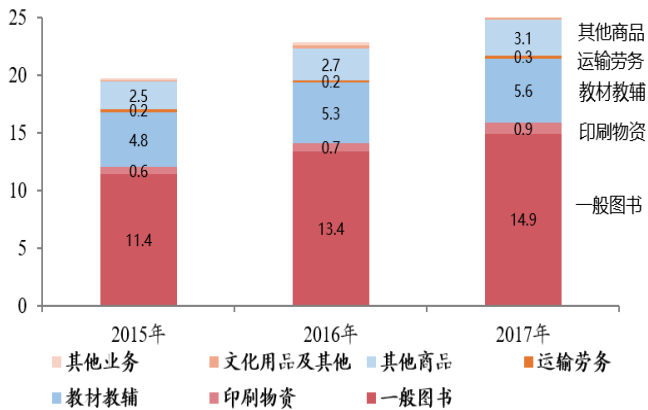
数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销）

图4：公司2015-2017年各项业务毛利率情况

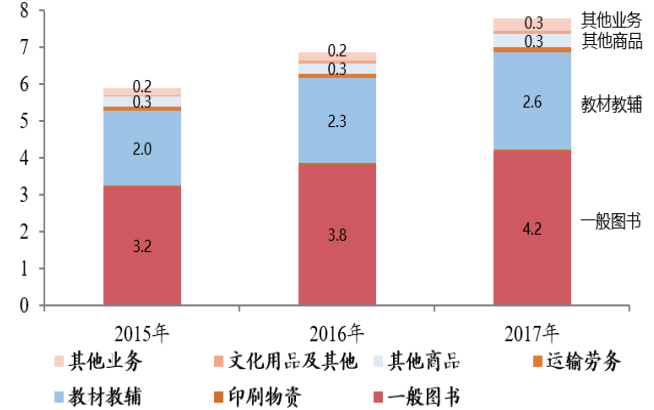


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业务结构：一般图书、教材教辅成为毛利的主要贡献力量。**营收方面，2015-2017年，公司一般图书营收持续增长，每年贡献超过70%（不剔除内部抵消）的总营业收入，所占营收的比例持续上升，分别为74.3%、75.3%、75.8%（在剔除内部抵消的情况下分别为57.8%、58.5%、58.7%）。毛利方面，一般图书和教材教辅业务为毛利的主要来源，合计所占公司毛利超过90%。

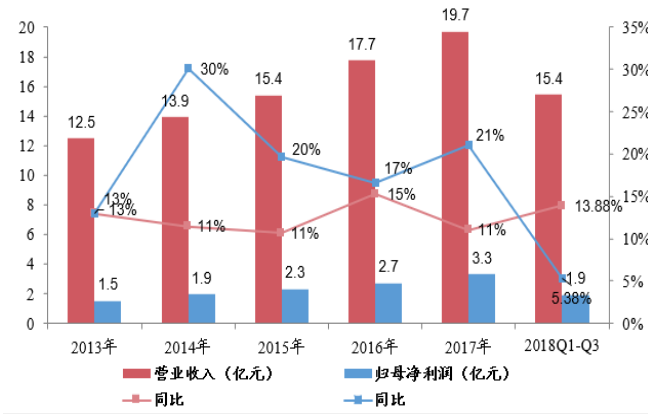
**图 5: 公司历年营收结构: 一般图书贡献主要营收 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (剔除内部抵销)

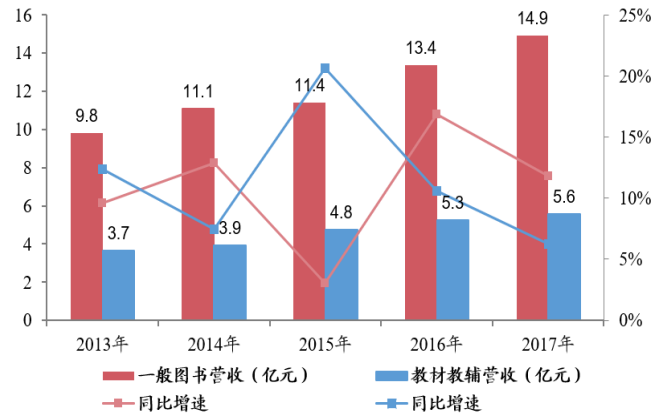
**图 6: 公司历年毛利结构: 一般图书、教材教辅为主体 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (剔除内部抵销)

**公司业绩状况: 2013 年以来, 公司营收、归母净利润稳步增加。**2013 年以来, 公司营收均保持 10% 以上的增长速度。2014 年, 由于“一科一辅”政策 (一个学科每个版本选择一套教辅材料推荐给本地区学校供学生选用) 被要求严格执行, 因此当年的教材教辅营收略受影响, 同比增速下降至 7%。根据《业绩补偿协议》, 2015-2017 年公司的预测净利润数分别为 21160 万元、22407 万元、24638 万元, 实际实现情况来看, 2015-2017 年公司按承诺口径计算的扣非归母净利润为 22465 万元、26360 万元、29684 万元, 业绩承诺实现率分别是 106%、118%、120%。

**图 7: 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润情况**


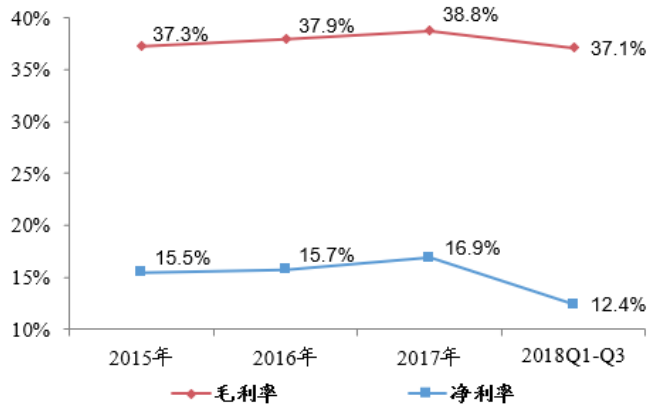
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 8: 公司 2013 年以来一般图书和教材教辅营收情况**


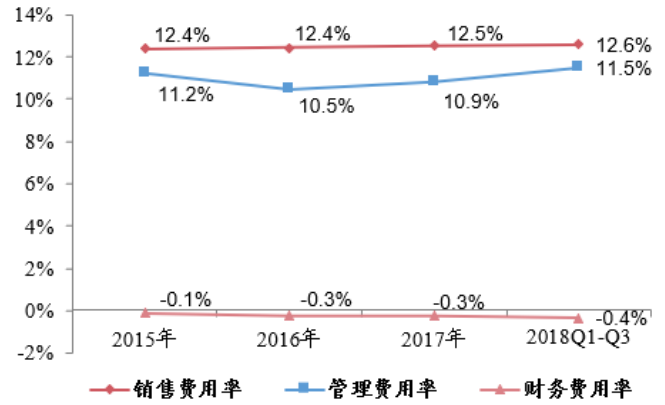
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司盈利能力: 公司毛利率、三费率水平保持稳定。**2015-2017 年以来, 公司的毛利率和净利率逐步提升, 毛利率从 2015 年的 37.3% 提升到 2017 年的 38.8%, 公司公告显示, 自 2015 年, 公司销售费用率稳定在 12.5% 左右, 管理费用率稳定在 11% 左右。由于 2018 年文化 Mall 开始运营, 公司销售费用、管理费用小幅增加, 造成 2018 前三季度净利率下滑, 预计随着文化 Mall 进入正轨, 公司的三费率或能继续维稳。



**图 9：历年公司销售毛利率及销售净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：历年公司三项费率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 出版：公司一般图书表现强势，教材教辅层次清晰

2007 年到 2017 年十年间，整个图书零售市场是稳步增长的，城市传媒是国有出版上市企业中一般图书占比最高的公司，公司营收结构更市场化，更具增长性。

### 2.1 出版行业：行业稳步增长，教辅/少儿/文学成为主要拉动力量

#### 2.1.1 税收优惠继续延续，教辅、少儿、文学成为图书市场的主要拉动力量

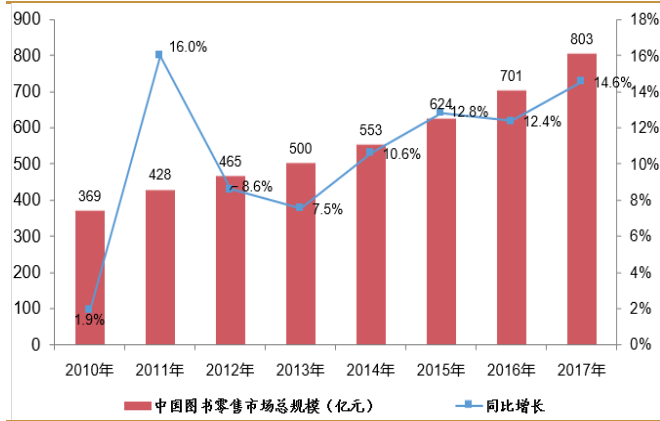
新闻出版由广电总局（政府机构）转到中宣部（党）来管理，出版事业管理机构升级。据新华社 2018 年 3 月 21 日消息，近日，中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》，《方案》称：中央宣传部统一管理电影工作。为更好发挥电影在宣传思想和文化娱乐方面的特殊重要作用，发展和繁荣电影事业，将国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责划入中央宣传部。本次改革之前，新闻出版广电总局的旗下机构包括印刷发行司、电视剧司、电影局、出版管理司、新闻报刊司、传媒机构管理司等。本次改革将广电总局的新闻出版和电影业务划归中宣部，新闻出版的管理机构由政府部门（广电总局）升级为党的机构（中宣部），格局升级，出版的重要性提升，同时对于外发内容的审核或更加严格，利好国有出版商。

**税收政策优惠延续。**2013 年~2017 年的新华书店等图书批发零售企业享受免征图书批发、零售环节增值税的优惠政策。2018 年中，财政部、国家税务总局发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》，规定自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，公司下属各子公司免征图书批发、零售环节增值税；公司子公司青岛出版社专为少年儿童出版发行的报纸和期刊、中小学的学生课本在出版环节执行增值税 100%先征后退政策，出版其他各类图书、期刊和音像制品执行先征后退 50%的政策。

**2010 年以来，中国图书零售市场保持 10%以上的稳定增速，增量主要由网上书店渠道贡献。**根据开卷信息的数据，中国图书零售市场总规模在 2017 年达到 803 亿元，同比增长 14.6%，增速处于稳步提升的通道中。图书零售市场的增速主要由网上书店渠道贡献，实体书店渠道近 6 年来保持原有的规模。按码洋规模来看，中国图书零售市场中，少儿图书的市场规模最大，2016 年，少儿图书占整体图书市场码洋的 23.5%，这一数字到 2017 年已经增长为 24.6%。除了少儿图书之外，社会科学、教材教辅、文学成为整体图书市场的支撑力量，

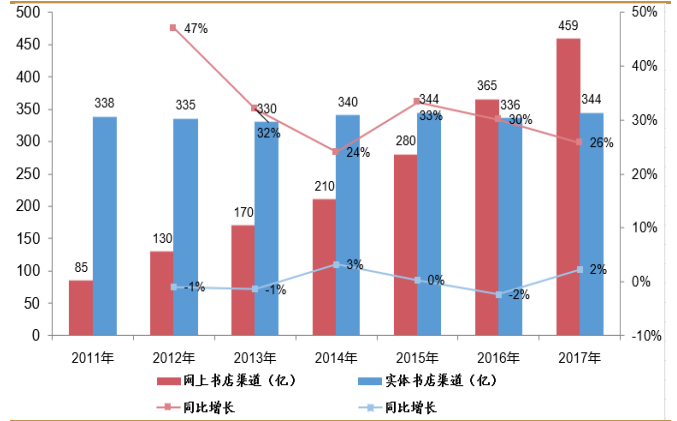
但增速出现分化，具有垄断性质的教材教辅的码洋占比由 2014 年的 18.7% 下降至 2016 年的 15.3%；文学类书籍的码洋占有率从 14 年的 12.5% 稳步提升至 2016 年的 13.3%。

图 11：2010 年以来，中国图书零售市场保持稳定增长



数据来源：开卷信息，西南证券整理

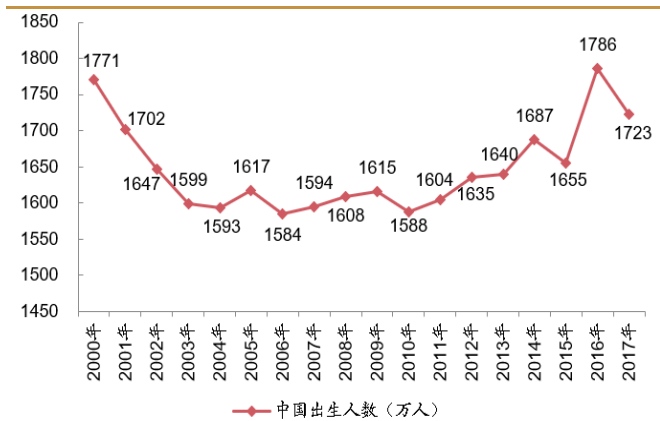
图 12：2011 年以来，网上书店与实体店销量占比



数据来源：开卷信息，西南证券整理

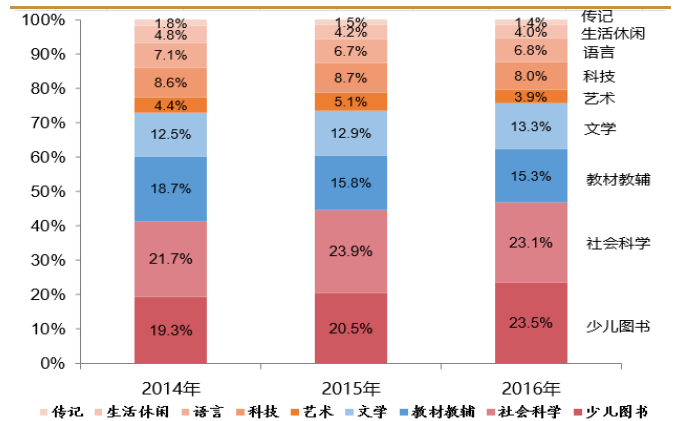
2011 年以来，中国新生儿人口数量持续回升，少儿图书、教材教辅或因需求端的回暖而持续维持高增速。Wind 数据显示，2003-2010 年，中国新生儿人口数量一直徘徊在 1600 万人左右，2011 年以来，中国新生儿人口数量开始呈现增长的态势，到 2016 年，中国新生儿人口数量达 1786 万人的历史高点，为少儿类、教材教辅类图书提供新增的需求。开卷信息数据显示，2016 年，少儿图书、教材教辅按码洋规模计算占总图书市场的 38.8%，本身也具有高基数。

图 13：2000 年以来，中国历年出生的人口数量



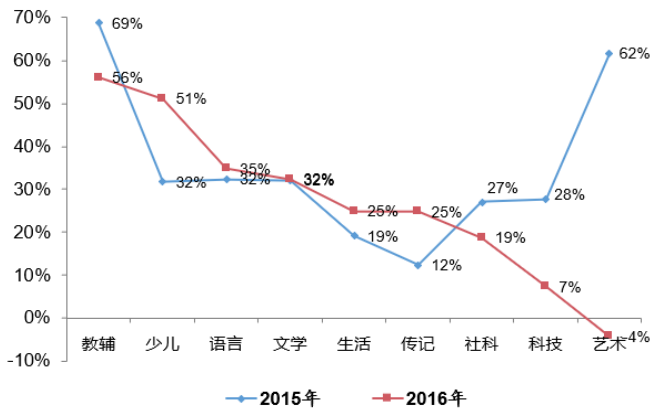
数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2014-2016 年细分市场占比（按码洋规模）

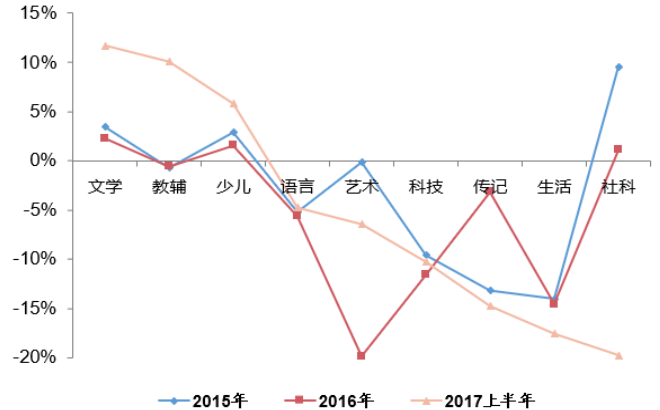


数据来源：开卷信息，西南证券整理

教辅、少儿、文学成为图书市场的主要拉动力量。根据开卷信息的数据，网上书店的细分市场增长率较高，其中，2016 年，教辅、少儿类市场的销售码洋同比增速高达 50% 以上，语言、文学的销售码洋增速分别为 35%、32%，由于家长对教育的重视以及升学压力的加大，教辅、儿童类、语言类市场依然维持高增速。实体店渠道方面，文学类图书增速依旧稳健，2017 上半年增速提升至 10% 以上，文学类图书在实体店的陈列效果更好。

**图 15: 网上书店销售码洋 2015/2016 年细分市场同比增长率**


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理 (按 2016 年的增速排序)

**图 16: 实体店渠道 2015、2016、2017H1 细分市场同比增长率**


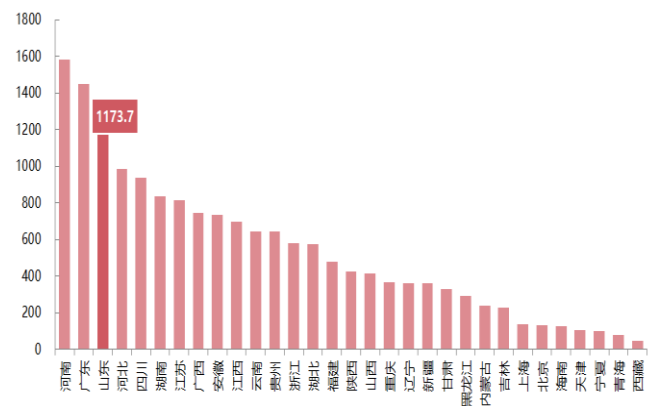
数据来源: 开卷信息, 西南证券整理 (按 2017H1 的增速排序)

### 2.1.2 教材教辅类的行业: 背靠人口、教育大省, 享受生源提升的红利

山东省作为人口大省、教育大省, 二胎政策带来出版需求的提升。根据 Wind 的数据, 山东省 2017 年常住人口数超过一亿, 仅次于广东, 排名全国第二; 2008 年以来, 山东人口总数以每年 0.5% 的增长率递增; 2016 年 1 月 1 日二胎政策放开后, 山东省当年出生人口同比增长 42.7%; 2016 年山东省在校学生数 (包括小学、初中和高中) 为 1173.7 万人, 位列全国第三。

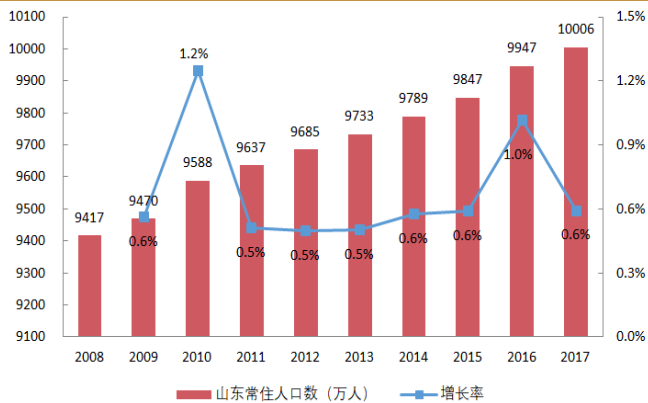
**图 17: 2017 年中国各省及直辖市常住人口数 (万人)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 18: 2016 年中国各省及直辖市在校学生数 (万人)**


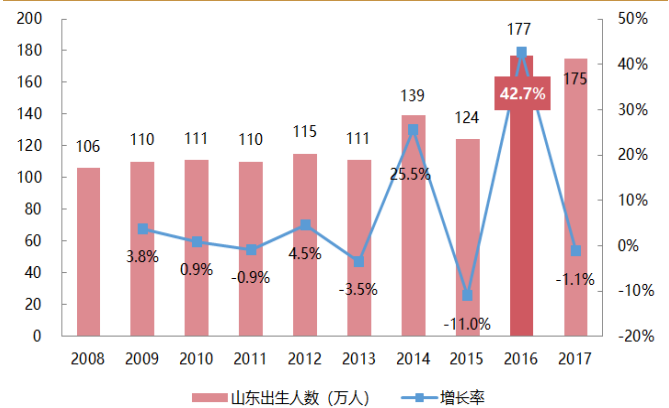
数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 2008 年-2017 年山东省常住人口数及同比增速



数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 2008 年-2017 年山东省出生人口数及同比增速



数据来源: wind, 西南证券整理

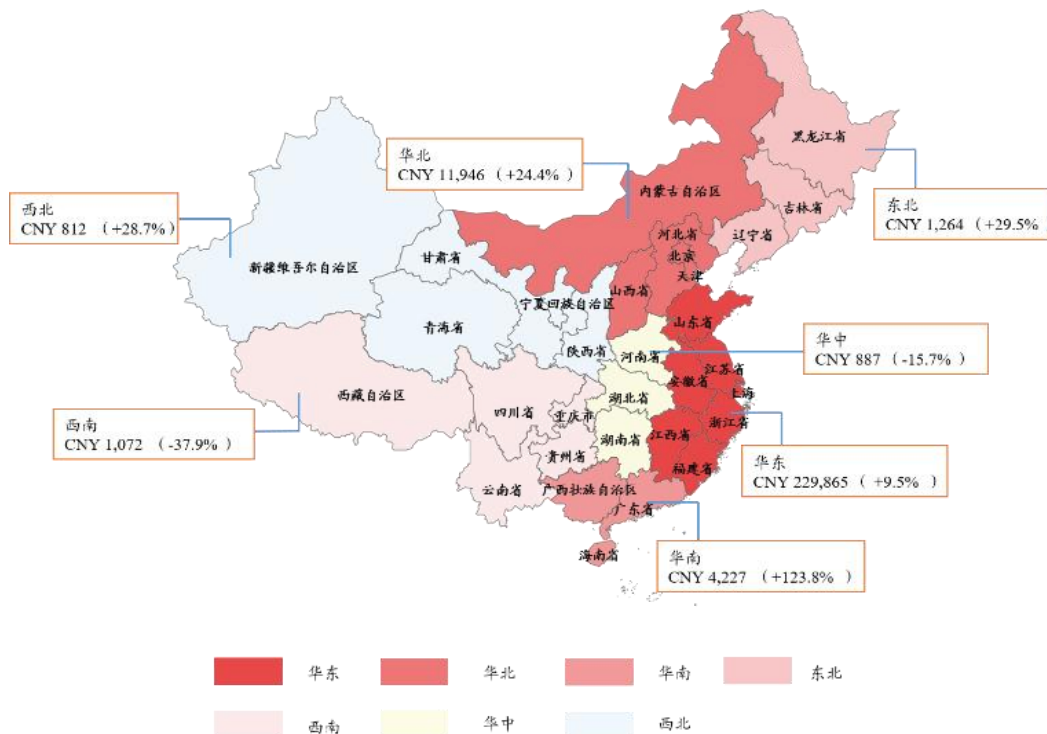
华东区域为营收的主要贡献区域，山东省内着眼于青岛。根据公司公告，公司的总营收在全国分布由高到低依次为：华东、华北、华南、东北、西南、华中、西北地区。其中山东省所在的华东区域历年皆位居第一，占据 90% 以上的营收。华南区域上升势头强劲，同比增长 123.8%，由于下属子公司相关业务销售下降，导致西南区域营收同比下降 37.9%。从山东省内部来看，城市传媒主要覆盖青岛市及山东省部分地区。

图 21: 山东省内业务主要覆盖区域



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

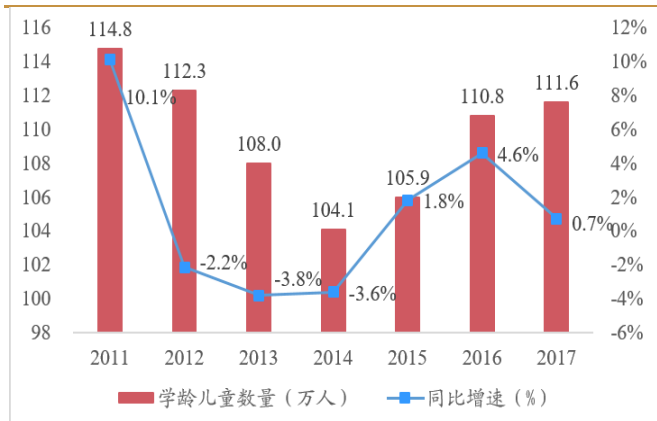
图 22: 2017 年公司总营收的全国分布情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

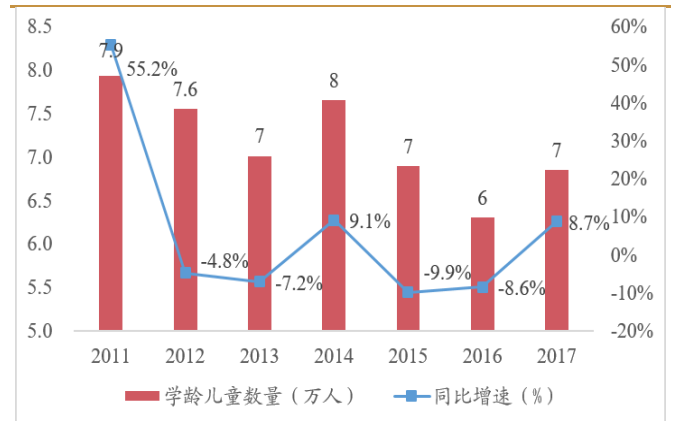
山东省&青岛市学龄人口数量回升, 或促教辅类图书需求上升。根据山东省统计年鉴显示, 在 2012-2014 年, 山东省学龄儿童数量呈现下降的趋势, 从 114.8 万人一直下降到 104.1 万人, 2014-2017 年呈现上升的趋势, 其中 2016 年的同比增速最高, 达到了 4.6%, 虽然 2017 年增速放缓, 但仍然呈现上升的态势, 学龄儿童数量也达到了 111.6 万人。学龄人口数量的回升会增大教辅类图书的需求, 因此山东省 2014-2016 年教辅类图书的需求上升最为明显。根据青岛市统计年鉴显示, 在 2011-2013 年, 青岛市学龄儿童数量呈现明显下降的趋势, 在 2013-2016 年间, 除了 2014 年是上升趋势之外, 剩余年份皆在下降, 在 2017 年学龄儿童数量回升至 7.0 万人, 因此青岛市教辅类图书的需求会在 2014 和 2017 年上升。

图 23: 山东省学龄儿童数量及同比增速



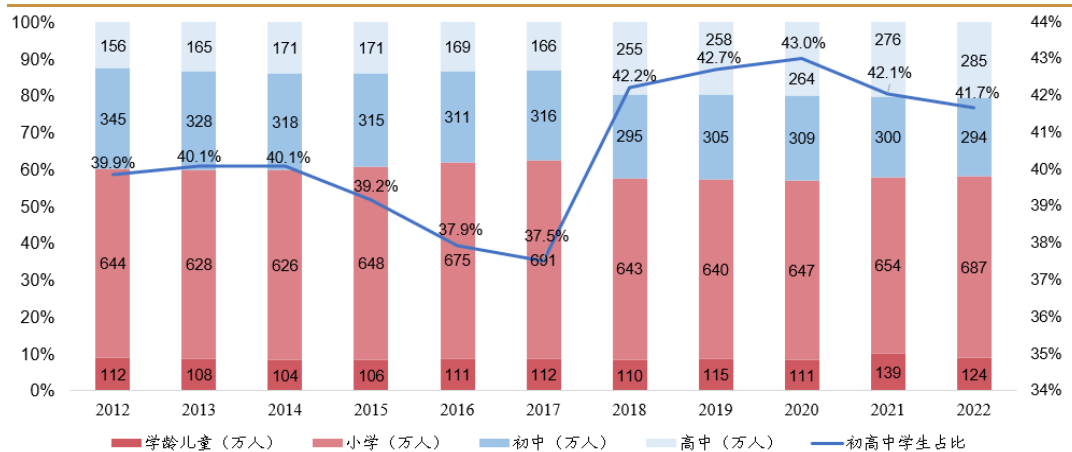
数据来源: 山东省统计年鉴, 西南证券整理

图 24: 青岛市学龄儿童数量及同比增速



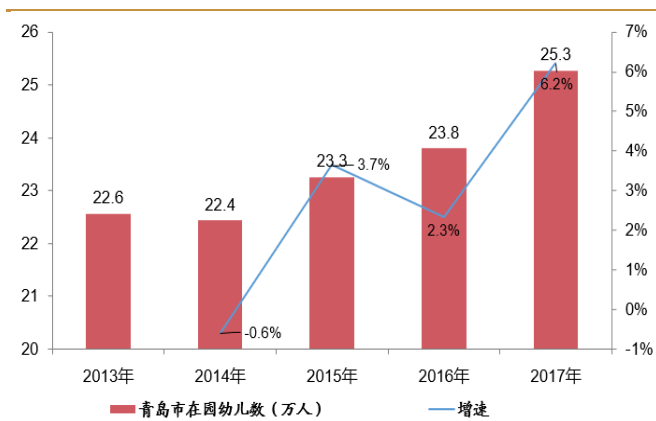
数据来源: 青岛市统计年鉴, 西南证券整理

学生结构改善,教材教辅类图书需求或在 2018 年-2020 年之间逐步上升。根据山东省统计年鉴显示,2014 年到 2017 年间,学龄儿童和小学生的数量稳定上升,小学生占总体比例累计上升 2.6%,中学生的数量占总体比例稳定在 39%左右。根据连续统计的学龄儿童数量,预测出未来 5 年的山东省学生结构,由于前期学龄儿童数量的增长,在 2018-2020 年间,初中和高中学生数量有明显的上升态势,中学生数量占总体比例提升了近 6%,在 2020 年中学生占比最高,达到了 43%,中学生的教材教辅类图书需求相对较大,因此在 2018-2020 年间教材教辅类图书需求稳步上升,在 2020 年需求达到最高。

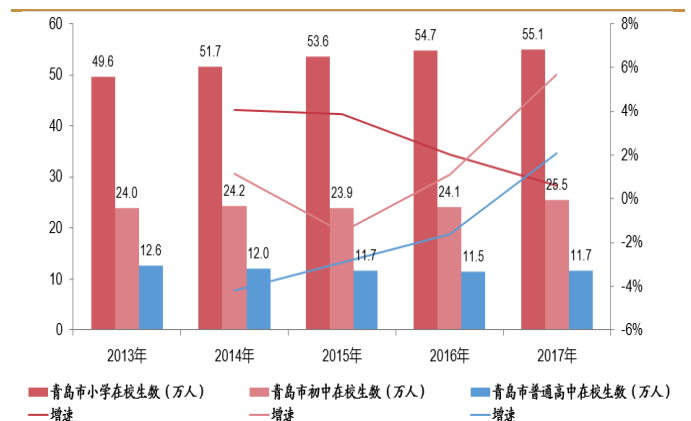
**图 25: 山东省预测学生结构及同比增速**


数据来源: 山东省统计年鉴, 西南证券整理 (按照基期学龄儿童的数量结合小学、初中、高中的教育年限和升学率预测出预测期的学生结构)

青岛市学生数量开始触底回升,学生结构逐年改善。根据山东省教育局的数据,青岛市的在园幼儿数从 2015 年开始触底回升,在园幼儿数从 2014 年的 22.4 万人提升到 2017 年的 25.3 万人。与此同时,受益于升学率的提升,青岛市初中、高中在校生数量也逐年提升,为教材教辅提供了发展空间。

**图 26: 青岛市在校幼儿数量在 2015 年以来大幅提升**


数据来源: 山东省教育厅, 西南证券整理

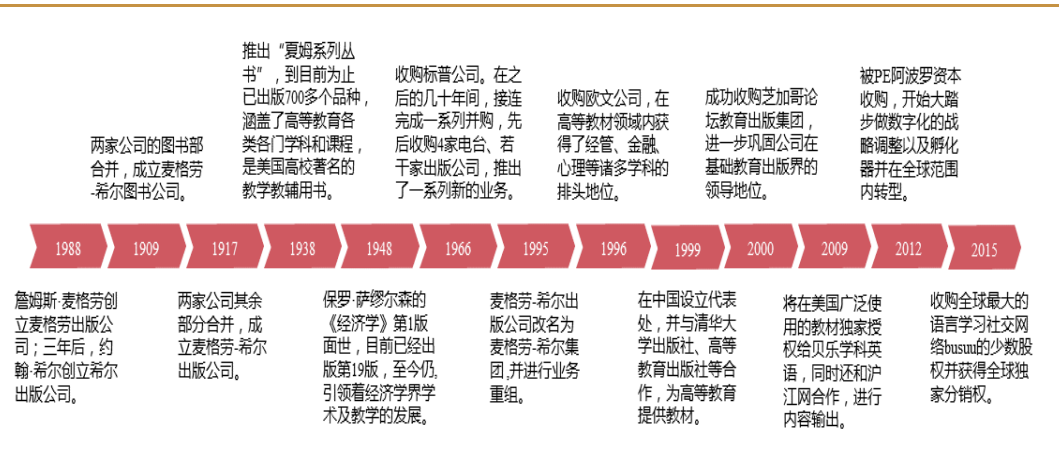
**图 27: 青岛市在校小学生、初中生、高中生数量情况**


数据来源: 山东省教育厅, 西南证券整理

### 2.1.3 他山之石：美韩积极开拓海外市场，日本深度开发 IP

**美国：出版社积极扩张并开拓海外市场，教科书发行量大，图书出版业市场机制完全。** 麦格劳希尔教育集团成立于 1988 年，目前在 28 个国家开展业务，在全球拥有 5000 多名员工，并以超过 60 种语言向 135 个国家/地区提供产品和服务。麦格劳希尔教育集团成立之后积极扩张，先后收购欧文公司、芝加哥论坛教育出版集团等大型出版公司；同时，该公司通过提供优质的教材，积极与各国出版社合作，成功开辟国际市场，进行内容输出。事实上，从 20 世纪九十年代起，美国出版业就掀起并购狂潮，这深刻改写了美国图书出版业的格局。与此同时，美国书业也在不断寻觅国外市场，一步步向国外图书市场扩张。迫于市场竞争的压力，除了非盈利性出版社，其余出版社的性质基本上是营销型，早已形成完全的市场机制。

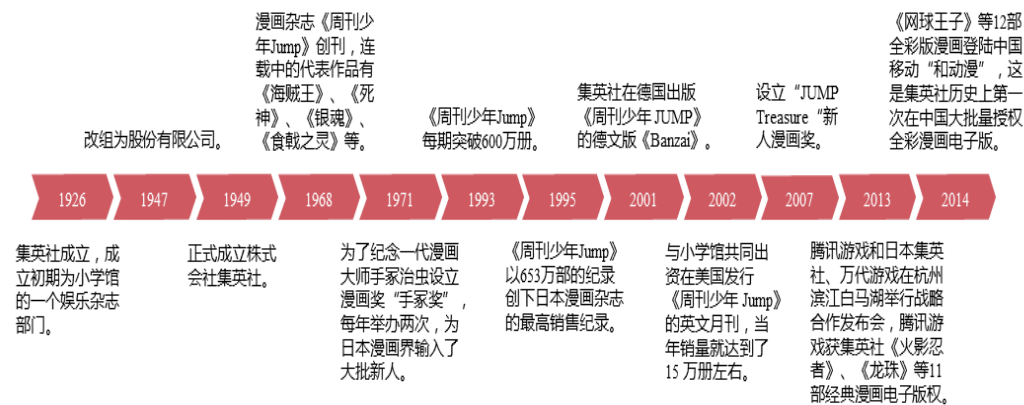
图 28：麦格劳希尔教育集团发展历程



数据来源：百度百科、知网，西南证券整理

**日本：出版业持续不景气，已形成以漫画为起点的完整商业链条。** 和欧美国家近几年出现的出版社重组合并成大型的出版集团不同，日本出版社虽然数量比较多，但规模都不大，以小型、中型为主，很少出现兼并、重组等情况。20 世纪 90 年代以来，日本出版业经历了持续的不景气，图书与杂志的销售额一直呈现下降趋势，漫画已成为支撑日本出版业的支柱企业。集英社是日本最大的综合出版社之一，出版多种面向青少年的漫画杂志，其中最著名的《少年 Jump》周刊漫画，是日本发行量最高的连载漫画杂志，旗下漫画代表作品有《火影忍者》、《海贼王》、《银魂》、《龙珠》等。当漫画成为人气作品后，就会逐步进入电视动画化、DVD 化、电影化等多种媒体形式，并进一步开发庞大的衍生产品如玩偶、游戏等。在日本，漫画早已形成完整的产业循环链，通过这些经典漫画及其周边，就可以创造出极高的价值。

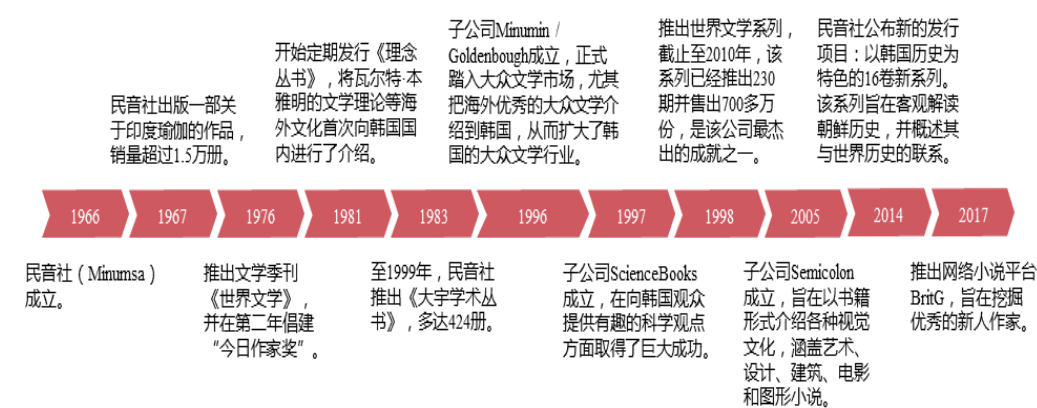
图 29: 集英社发展历程



数据来源：百度百科、知网，西南证券整理

**韩国：文化输出日渐成熟，内容对海外依存度高。**韩国民音社成立于1966年，是韩国最重要的出版社之一，其创始人朴孟浩被尊称为“韩国出版之父”。在成立后的几十年，民音社先后发行了《世界文学》、《理念丛书》、《大字学术丛书》等期刊和书籍，持续进行文化输出。韩国政府重视推动本国文化走出去，积极促进本国出版企业的版权输出。众多的韩国出版产品、出版企业在各种国际会展中频繁亮相，有效、实用的会展推介策略逐渐打开了韩国出版业的海外市场。从2008年开始，韩国出版产业版权输出持续增长。同时，韩国出版业在内容方面对海外的依存程度非常高，版权收入能够达到数亿美元。北美地区、东南亚和欧洲地区都是韩国出版业对外贸易的重点区域。经过韩国政府和企业的不断努力，包括出版在内的韩国文化产业输出日益向制度化、流程化发展，在相当领域都形成了成熟的产业链。

图 30: 民音社发展历程



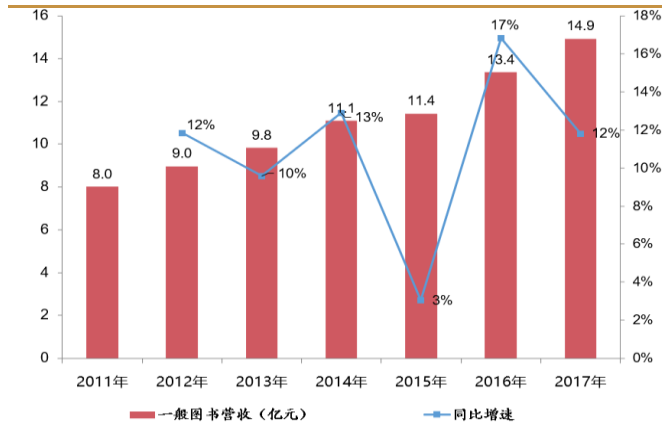
数据来源：百度百科、知网，西南证券整理



## 2.2 一般图书：锐意进取，公司在图书零售市场码洋占有率增速快

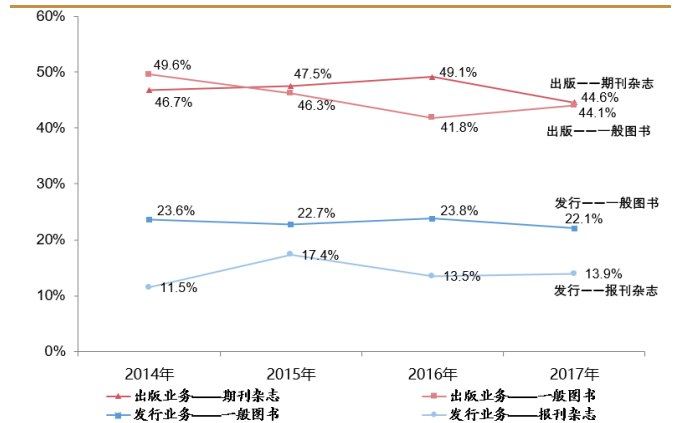
公司资源量情况：一般图书（一般图书+期刊杂志）营收保持双数的增速稳定增长，期刊杂志和一般图书的出版、发行量均稳步提升。根据公司公告：1) 毛利率方面，期刊杂志的毛利率一直维持较高的水平，且整体呈现上行的趋势，《环球少年地理》、《小葵花》等期刊杂志品牌力进一步提升。2) 销售量、销售码洋方面：2015、2016年，一般图书出版、期刊杂志出版均实现较高的增速。

图 31：2011 年以来公司一般图书营收稳定增长



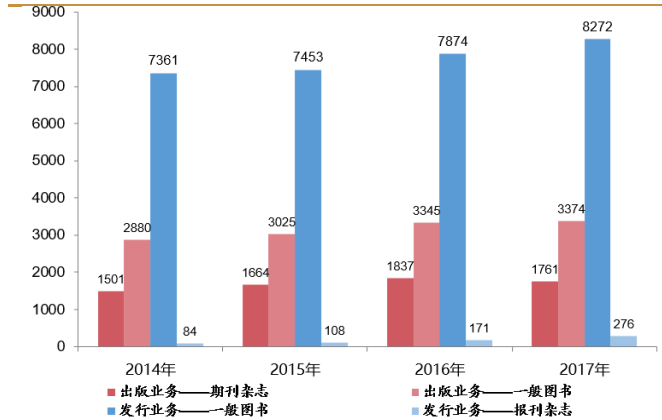
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：公司 2014-2017 年一般图书各业务的毛利率情况



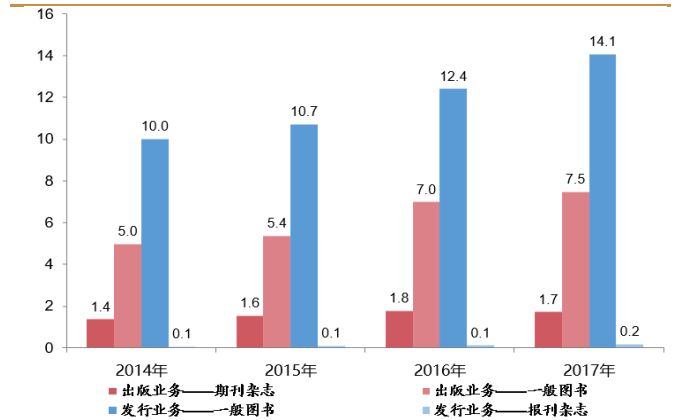
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：2014-2017 年公司一般图书销售量情况（万册）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：2014-2017 年公司一般图书销售码洋情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

城市传媒一般图书占营收的比例更高，更有增长性。以 2017 年的数据来看，凤凰传媒、中南传媒、长江传媒、中原传媒的一般图书占营收的比例分别为 33%、21%、14%、18%，远低于城市传媒 76% 的占比。在 A 股国有出版公司中，城市传媒一般图书占营收的比例更高，公司不完全依赖于教材教辅高壁垒带来的优势，公司整体更具市场化。

**表 2：城市传媒一般图书占营收的比例在 A 股国有出版上市公司中排名靠前**

上市公司	项目	2015 年	2016 年	2017 年
城市传媒 (青岛、部分山东地区)	营收 (亿元)	15.4	17.7	19.7
	一般图书 (亿元)	11.4	13.4	14.9
	教材教辅 (亿元)	4.8	5.3	5.6
	<b>一般图书占营收的比例</b>	<b>74.3%</b>	<b>75.3%</b>	<b>75.8%</b>
凤凰传媒 (江苏、海南)	营收 (亿元)	100.5	105.5	110.5
	一般图书+报纸及报刊 (亿元)	34.2	36.0	36.2
	教材教辅 (亿元)	56.3	59.5	64.4
	<b>一般图书占营收的比例</b>	<b>34.1%</b>	<b>34.2%</b>	<b>32.7%</b>
中南传媒 (湖南)	营收 (亿元)	100.9	111.0	103.6
	一般图书 (亿元)	20.5	22.7	21.3
	教材教辅 (亿元)	72.2	80.2	74.2
	<b>一般图书占营收的比例</b>	<b>20.3%</b>	<b>20.4%</b>	<b>20.5%</b>
长江传媒 (湖北)	营收 (亿元)	118.9	137.9	112.3
	一般图书+期刊杂志 (亿元)	13.3	14.9	15.9
	教材教辅 (亿元)	27.4	26.1	29.3
	<b>一般图书占营收的比例</b>	<b>11.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>14.1%</b>
中原传媒 (河南)	营收 (亿元)	71.4	78.9	81.7
	一般图书 (亿元)	11.9	13.6	15.0
	教材教辅 (亿元)	47.4	47.0	50.4
	<b>一般图书占营收的比例</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.3%</b>

数据来源: wind, 西南证券整理

锐意进取, 公司在图书零售市场中码洋占有率增速快。城市传媒下属全资子公司青岛出版社在 2017 上半年图书零售市场码洋占有率为 0.75%, 零售排名市场第 28 名, 码洋占有率同比提升 0.14 个百分点, 成为增长排名第九的出版社。

**表 3：青岛出版社成为 2017 上半年图书零售市场增长最快的出版社之一**

序号	2017H1 图书零售市场增长最快的出版社排名	码洋占有率	码洋占有率同比变化	零售排名
1	安徽少年儿童出版社	1.14%	0.45%	15
2	中信出版集团股份有限公司	2.49%	0.38%	2
3	南海出版公司	1.47%	0.32%	5
4	北京联合出版有限责任公司	2.70%	0.32%	1
5	黑龙江美术出版社有限公司	0.69%	0.28%	34
6	光明日报出版社	0.78%	0.25%	26
7	长江出版社	0.66%	0.20%	39
8	陕西未来出版社有限责任公司	0.72%	0.17%	32
9	<b>青岛出版社有限公司</b>	<b>0.75%</b>	<b>0.14%</b>	<b>28</b>
10	湖南文艺出版社有限责任公司	1.49%	0.13%	4

数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

主业突出，公司在出版公司中处于领先地位。根据国家广播电视总局的数据，2017年，城市传媒的净资产收益率为14.84%，在中国内地上市的出版传媒公司中平均净资产收益率排名第七，在中国内地上市的出版公司中平均净资产收益率排名第二。

表4：2017年中国内地上市的平均资产收益率前10位出版公司/出版传媒公司

排名	股票简称	业务类型	平均资产收益率	股票简称	业务类型	收益率
1	山东出版	出版	19.70%	昆仑万维	新媒体	23.56%
2	<b>城市传媒</b>	出版	<b>14.84%</b>	新经典	发行	21.20%
3	南方传媒	出版	13.90%	浙数文化	新媒体	21.18%
4	中国科传	出版	13.36%	山东出版	出版发行	19.70%
5	中文传媒	出版	12.30%	珠海中富	印刷	17.21%
6	中南传媒	出版	11.85%	东港股份	印刷	14.84%
7	长江传媒	出版	10.67%	<b>城市传媒</b>	<b>出版发行</b>	<b>14.84%</b>
8	中原传媒	出版	10.08%	康得新	印刷	14.72%
9	凤凰传媒	出版	9.51%	掌阅科技	新媒体	14.40%
10	中国出版	出版	8.99%	南方传媒	出版	13.90%

数据来源：国家广播电视总局，西南证券整理

城市传媒下属全资子公司青岛出版社的总体经济规模在全国250余家地方出版单位中长期处于TOP5地位。根据国家广播电视总局的数据，2012-2015年，青岛出版社在地方图书出版单位总体经济规模中的综合排名在第三名到第五名之间变化。2014年，青岛出版社位于第三名，2012年位于第四名，2013年和2015年都位于第五名，公司在地方出版公司中总体经济规模排名靠前。

表5：地方图书出版单位总体经济规模综合排名（前10位）

排名	2012年图书出版单位	2013年图书出版单位	2014年图书出版单位	2015年图书出版单位
1	重庆出版社	重庆出版社	重庆出版社	江苏凤凰教育出版社
2	江苏教育出版社	浙江教育出版社	浙江教育出版社	重庆出版社
3	浙江教育出版社	江苏教育出版社	<b>青岛出版社</b>	四川教育出版社
4	<b>青岛出版社</b>	四川教育出版社	四川教育出版社	浙江教育出版社
5	四川教育出版社	<b>青岛出版社</b>	江苏凤凰教育出版社	<b>青岛出版社</b>
6	内蒙古教育出版社	上海书画出版社	上海书画出版社	内蒙古教育出版社
7	北京出版社	山西教育出版社	内蒙古教育出版社	北京出版社
8	上海书画出版社	北京出版社	北京出版社	安徽教育出版社
9	山西教育出版社	内蒙古教育出版社	安徽教育出版社	湖南教育出版社
10	甘肃教育出版社	安徽教育出版社	湖南教育出版社	广东教育出版社

数据来源：国家广播电视总局，西南证券整理（选取图书出版单位财务报表中的主营业务收入、资产总额、所有者权益和利润总额4项经济规模指标，采用主成分分析法，通过SPSS直接计算所得，对全国556家图书出版单位的总体经济规模进行综合评价）

公司一般图书产品线：主打**高端人文出版产品+大众读物+特色城市出版产品（美食、健康、棋牌、女性时尚）+少儿板块（少儿读物、少儿期刊）**，公司在细分图书领域具备优势，兼具品牌力及畅销性。公司公告显示，2017年，公司共生产图书7071种次，品牌图书重印再版率超过90%，全年共有106种图书获得132次省部级以上图书奖，连续10年获得国家出版基金。

- **高端人文出版产品：公司高端类图书形成3个梯队，高端版权资产类与“走出去”类打造品牌力，日本文学类具备爆款潜质，大众畅销读物。**1) 高端版权资产类的《瓜饭楼钞庚辰本<石头记>》、《世界文化遗产全集》、《云冈石窟佛造像典藏卷》、《意大利读画记》、《中国江河流域自然与人文遗产影像档案·三峡》等。2) “走出去”类的图书：“艺术家眼中的中国”丛书、《孙子兵法》（意大利文）、《李尧译文集》、“外国人眼中的中国”丛书等。3) 日本文学类：公司独家签约渡边淳一全品种、全版权图书，形成了以渡边图书、渡边文学馆为中心的日本图书、版权集权，日本+两性的属性具备爆款潜质。
- **大众读物：打造畅销爆款。**一方面，公司联合签约了天蚕土豆、天下霸唱、芥川龙之介等畅销书作家，享受畅销书的头部效应，另一方面，2017年底，公司完成“悦读纪”的收购，依靠“悦读纪”，公司聚焦女性向图书。悦读纪是一家致力于打造“女性阅读”系列图书的专业出版公司，旗下品牌“悦读纪”是国内首个女性阅读专业出版品牌，“悦读纪”曾打造《何以笙箫默》、《步步惊心》、《蔓蔓青萝》、《致青春》、《山月不知心底事》、《微微一笑很倾城》、《梦回大清》、《钱多多嫁人记》等，“悦读纪”并入公司以来，迅速取得一定的成绩，截至2017年年报，“悦读纪”打造的女性成长励志主题畅销图书《做一个刚刚好的女子》累计印制量已近百万册。
- **特色城市出版产品：公司在美食、大众健康、女性时尚、棋牌类中占据领先地位。**公司公告显示，公司自主开发的“巧厨娘”系列图书已成为国内美食图书第一畅销品牌，自2009年以来，公司美食类图书连续9年稳居全国首位，2017年及此前年份，公司在棋牌图书出版的市场占有率稳居全国第1位，2017年，公司女性时尚图书在开卷美容小类跃居全国第2位。
- **少儿板块：少儿读物（3-6岁的少儿绘本、7岁以上的儿童文学）+少儿期刊，公司旗下儿童板块畅销书数量多。**公司公告显示，在少儿读物领域，2017年，《学会爱自己》和“少年读”系列图书累计销量分别突破百万册，《青草湾》入选总局2017年向全国青少年推荐的百种优秀出版物名单；在少儿期刊方面，期刊《小葵花》连续3年、《环球少年地理》连续4年入选国家新闻出版广电总局向全国少年儿童推荐优秀报刊名单。

图 35: 京东商城中, 公司出版的畅销书情况

The screenshot displays a grid of book listings on JD.com. Each listing includes the book cover, price, a 'PLUS' badge, a brief description, the number of reviews, the publisher (Qingdao Publishing House), and a '加入购物车' (Add to Cart) button. The books shown are:

- 我不乱发脾气**: Price ¥83.30, 3-6岁行为习惯养成绘本: 学会爱自己, 30万+条评价.
- 神奇雨伞店**: Price ¥85.00 (¥73.00 PLUS), 宫西达也的智慧绘本: 狼与小, 30万+条评价.
- 在教室说错了没关系**: Price ¥30.60, 让孩子勇敢表达自我, 学会聆听他人, 11万+条评价.
- 在教室说错了没关系 (套装共2册)**: Price ¥61.20, 让孩子勇敢表达自我, 学会聆听他人, 30万+条评价.
- 少年读史记 (套装共5册)**: Price ¥126.70, 少年读史记, 2.1万+条评价.
- 有故事的汉字 (套装全3册)**: Price ¥71.40 (¥62.20 PLUS), 有故事的汉字, 6.5万+条评价.
- 在教室吵架了没关系**: Price ¥30.60, 保护孩子的尊严, 鼓励他们自己解决问题, 11万+条评价.
- 儿童好奇心大百科**: Price ¥49.30 (¥46.00 PLUS), 儿童好奇心大百科 (软精装 手绘卡通百科), 3.5万+条评价.
- 有故事的汉字 (第1辑+第2辑+第3辑 套)**: Price ¥241.90, 有故事的汉字, 6.5万+条评价.
- 小儿推拿**: Price ¥20.80, 李德修三字经派小儿推拿 (附DVD光盘1), 2.9万+条评价.

数据来源: 京东商城, 西南证券整理

表 6: 公司具有的代表性的出版物情况

板块	细分板块	细分子板块	代表性的出版发行书籍	市场地位
高端人文出版产品	人文艺术	人文艺术	《瓜饭楼钞庚辰本<石头记>》《世界文化遗产全集》《云冈石窟佛像典藏卷》《意大利读画记》《中国江河流域自然与人文遗产影像档案·三峡》《冯其庸文集》、《中国木版年画》、《山东石刻分类全集》、《中国—新长征》	集团已连续两次被授予“全国文化出口重点企业”称号 (2017年)
大众读物	畅销大众	—	《斗破苍穹》、《鬼吹灯全集》、《战国鬼忍传》、《不毛之地》、《情人》、《女人的手》	旗下的“悦读纪”具有打造爆款的经验, 《做一个刚刚好的女子》累计印制量近百万册, 部分图书即将启动影视化项目
	女性向	—	《做一个刚刚好的女子》、《做一个有风骨的女子》、《如果不遇江少陵》、《打火机与公主裙》、《听说你喜欢我》	
特色城市出版产品	生活时尚	美食	《蔡澜旅行食记》、《蔡澜寻味世界系列》、《食趣儿》	美食类图书连续 9 年稳居全国首位 (2017年)

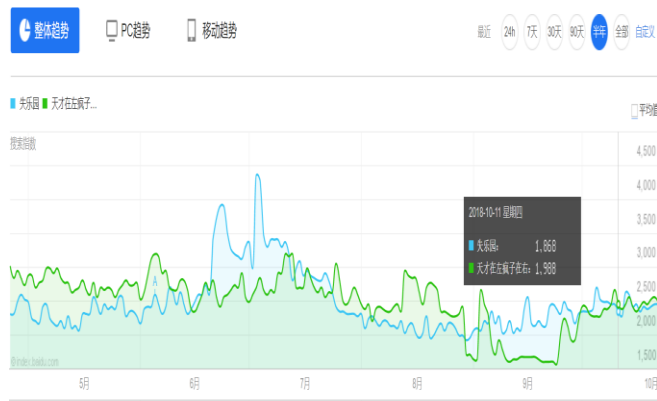
板块	细分板块	细分子板块	代表性的出版发行书籍	市场地位
		大众健康	《中医五脏养生》、《海派儿科推拿》、《西餐大全》、《程氏小儿经络推拿》	2014 年上半年开卷数 据显示，城市传媒大众健康类图书保持前三位
		棋牌类	《21 世纪新概念·速成围棋：基础篇》 《速成围棋：初级篇（套装共 3 册）》 《大师三人行少儿国际象棋实战练习入门篇》 《葛道场围棋手筋精训（套装共 4 册）》	棋牌类图书快速成为新的市场增长点，借助“青岛出版杯”全国业余围棋公开赛和速成围棋师资培训活动粘合作户，近年来市场占有率稳居全国第 1 位（2017 年）
		女性时尚类	《失传的美容书：很老很老的本草美容方》 《化妆女神：从初学到高手》 《小日子：喂，这样穿好吗？》	2017 年女性时尚图书在开卷美容小类跃居全国第 2 位
少儿板块	少儿读物	3-6 岁 少儿绘本	1) 3-6 岁行为习惯养成绘本：学会爱自己 3) 宫西达也的智慧绘本：狼与小猪系列 3) 《在教室说错了没关系》 4) 《在教室吵架了没关系》	1) 京东自营童书销量榜第 21 位 2) 京东自营童书销量榜第 43 位 3) 京东自营童书销量榜第 45 位 京东自营童书销量榜第 100 位
		7 岁以上 儿童文学	1) 《少年读西游记》、《少年读史记》、《少年读国学》 2) 《有故事的汉字》	1) 京东商城总评价数 2.1 万+ 2) 京东自营童书销量榜第 167 位，京东商城总评价数 6.5 万+
	少儿期刊	少儿期刊	2013 年开始出版发行的《环球少儿地理》（与美国国家地理版权合作）、《探索历史》、《玩具总动员》、《小葵花》	城市传媒少儿期刊产品方阵覆盖全国主要省市，在全国少儿期刊市场排名居前列

数据来源：公司公告、京东商城、公司官网，西南证券整理（数据截止 2018 年 10 月 23 日）

**公司联合签约多名畅销书作家，保证图书畅销性。**截至 2015 年年报，公司签约作者 1500 余位，公司官网数据显示，截至 2018 年 10 月底，公司签约作家包括冯其庸、冯骥才、季羡林、周国平、曹文轩、秦文君、林少华、梁晓声等诸多一线作家、艺术家，出版的名家作品包括：季羡林先生作品《大师远去》、季羡林图文典藏版作品《一花一世界》等；冯骥才先生作品《中国木版年画代表作(上下卷)》；冯其庸作品《冯其庸文集》；梁晓声作品《梁晓声文集》、《中学生如何写好作文》、《小学生如何写好作文》等；日本作家东山魁夷的画文集：《东山魁夷:青色风景》《东山魁夷:橙色风景》《东山魁夷:白色风景》；曹文轩先生作品《曹文轩非常典雅系列》、《曹文轩经典美文分级阅读》等；秦文君系列作品《秦文君温情小说系列》，分别是《穷女孩心香和富女孩可人》、《家有小丑（全本）》、《我不想搬家》和《杜齐与阿莫的奇遇》。

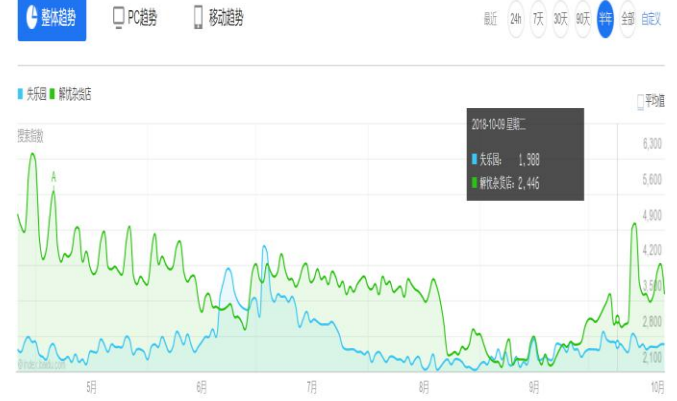
**独家签约日本著名作家渡边淳一，“日本+两性”书籍具备爆款潜力。**渡边淳一著有 50 余部长篇小说及多部散文、随笔集，是当今日本文坛的文学大家。青岛出版社已独家取得渡边淳一 23 种文学作品的中文简体字版权。1) **在热度方面**，百度指数数据显示，渡边淳一代表作品《失乐园》与 2016、2017 年度非虚构类畅销书 TOP2《天才在左疯子在右》相比，百度指数不分伯仲，与 2016、2017 年度虚构类畅销书 TOP1《解忧杂货店》相比，《失乐园》的百度搜索指数也曾一度超过《解忧杂货店》，《失乐园》在国内具有较高的知名度。2) **在销量方面**，《失乐园》在当当图书近 7 日的当当小说排行榜中排名第 82 位，《钝感力》在当当成功/励志畅销榜中排名第 24 位。

图 36: 渡边淳一作品《失乐园》与畅销书《天才在左疯子在右》百度指数比较



数据来源: 百度指数, 西南证券整理

图 37: 渡边淳一作品《失乐园》与畅销书《解忧杂货店》百度指数比较



数据来源: 百度指数, 西南证券整理

表 7: 渡边淳一代表作品情况

书籍名称	主要内容	市场情况	豆瓣评分	豆瓣评论量	对标日本畅销图书
《失乐园》	讲述的是一场悲剧性的婚外恋, 从一个侧面反映了都市生活和当代日本人的种种心态。	当当: 评论数 30989 (小说畅销榜第 82 位) 亚马逊: Kindle 商店商品里排第 345 名	7.7	26449	1、人间失格 (1) 作者: 太宰治 (2) 市场情况: 1) 当当: 评论数 719634 (小说畅销榜排名第 2 位); 2) 亚马逊: Kindle 商店商品里排第 11 名 (3) 豆瓣评分: 8.3 (4) 豆瓣评论量: 62064
《钝感力》	作者根据“钝感力”这种人生态度文章论述了在男女爱情、婚姻、事业、人生、家庭等诸多方面的表现和作用, 并从医学角度出发, 阐述其合理性。	当当: 评论数 77217 (成功/励志畅销榜第 24 位) 亚马逊: 图书商品里排第 3011 名	6.8	12587	
《男人这东西》	作者用文学的笔法分析了男人与女人的性心理发育过程, 着力探索计策性活动的文学与文化意义, 指出性欲是人逃避不了的事实, 人应该发展亦被社会压抑的性。	当当: 评论数 72 (两性关系畅销榜排名第 2 位) 亚马逊: Kindle 商店商品里排第 1643 名	7.6	9228	2、解忧杂货店 (1) 作者: 东野圭吾 (2) 市场情况: 1) 当当: 评论数 1905312; 2) 亚马逊: 图书商品里排第 29 名 (3) 豆瓣评分: 8.6 (4) 豆瓣评论量: 320594
《情人》	本书讲述了片桐修子是美丽能干的都市白领, 却与事业有成的已婚中年男子远野始终保持着“情人”关系。	当当: 评论数 4410 亚马逊: Kindle 商店商品里排第 53 名	7.3	6029	
《爱的流放地》	本书描写了陷入困顿的作家村尾菊治与有 3 个孩子的少妇冬香之间的恋情。	当当: 评论数 1017 亚马逊: 图书商品里排第 15440 名	7.0	2813	3、白夜行 (1) 作者: 东野圭吾 (2) 市场情况: 1) 当当: 评论数 1081621 (小说畅销榜排名第 16 位); 2) 亚马逊: Kindle 商店商品里排第 59 名 (3) 豆瓣评分: 9.1 (4) 豆瓣评论量: 235164
《紫阳花日记》	本书是一部关于夫妻冷战、互相偷窥, 陷入情感深渊的作品。	当当: 评论数 908 亚马逊: 图书商品里排第 3730031 名	7.5	6565	
《白色猎人》	本书是极具“渡边式”心理分析特色的日记体形式的小说, 展示出日本传统文化中对“极至”的狂热追求, 以及对往生超然冷漠的民族特征	当当: 评论数 588 亚马逊: 图书商品里排第 145648 名	7.4	2138	4、挪威的森林
《女人这东西》	本书从经验与情感出发, 以医学理论为基础, 详细剖析了从青春期到更年期的八类女性, 她们在社会角色与情	当当: 评论数 119 (小说畅销榜排名第 204 位) 亚马逊: Kindle 商店商	6.7	2721	

书籍名称	主要内容	市场情况	豆瓣评分	豆瓣评论量	对标日本畅销图书
	感生活中呈现出的与生俱来的优势与弱点，以及特殊的心理与思维方式。	品里排第 6,596 名			(1) 作者：村上春树 (2) 市场情况：1) 当当：评论数 131460(小说畅销榜排名 56 位)；2) 亚马逊：图书商品里排第 486 名 (3) 豆瓣评分：8.0 (4) 豆瓣评论量：205829
《复乐园》	本书讲述了来栖贵文创建的 Et Aiors 老年公寓，上演着八个不同的感情故事	当当：评论数 3377 (小说畅销榜排名 266 位) 亚马逊：图书商品里排第 47237 名	7.4	1556	
《欲乐园》	本书讲述了医生助理相川医术高超，虽然没有行医资格证但被大家误认为医生。一次意外她救了富家姑娘的性命。相川和姑娘深深爱上，并且入赘姑娘家，活在纠结和矛盾当中的故事	当当：评论数 4001	7.9	837	5、雪国 (1) 作者：川端康成 (2) 市场情况：1) 当当：评论数 224965(小说畅销榜排名 93 位)；2) 亚马逊：图书商品里排第 467 名 (3) 豆瓣评分：8.1 (4) 豆瓣评论量：14640
《红城堡》	在本书中，渡边淳一深刻剖析了“爱与性”的话题。	当当：评论数 185 亚马逊：Kindle 商店商品里排第 345 名	6.4	881	
《欲情课》	这部作品主要阐述男女双方在互生好感、情深共许直至结合的恋爱过程中，应尝试转换一下惯有的视角，站在男女先天的两性差异上来体察、理解对方和自己。	当当：评论数 2596 亚马逊：图书商品里排第 97,945 名	6.7	2069	
《光与影》	本书是渡边淳一的文学原点之作，生与死之尊严的集中展现。	当当：评论数 120 (小说畅销榜排名 408 位) 亚马逊：图书商品里排第 67,272 名	8.2	1667	
《化妆》	作者以一贯柔美细致的笔触，描写由女系继承的京都传统料理店中，主持家业的母亲津子和三姊妹间微妙的情愫，以及她们各自面对情欲和人生的不同抉择。	当当：评论数 401 亚马逊：Kindle 商店商品里排第 3,893 名	7.7	1329	
《魂断阿寒湖》	本书讲述十八岁的天才少女画家时任纯子，在离奇失踪后的四个月后，被发现自杀在寒冷的阿寒湖边。冰雪保存了她依然姣好的容颜。	当当：评论数 874 亚马逊：Kindle 商店商品里排第 26337 名	7.7	933	
《化身》	本书讲述了 53 岁的秋叶是离了婚的自由作家，他在酒吧结识了淳朴的吧女雾子，便金屋藏娇的故事。	当当：评论数 1618 亚马逊：Kindle 商店商品里排第 555 名	7.6	1088	
《幻觉》	本书细致反映现代精神医疗的真实世界，深入探究美女医生隐秘的内心深处。	当当：评论数 408 亚马逊：Kindle 商店商品里排第 51516 名	7.3	766	
《紫丁香冷的街道》	本书讲的是有津是一名植物学家，在十年前一次人工授精的自愿捐赠中，记住一个陌生女子的名字——宗官佐衣子，便长驻心中的故事。	当当：评论数 281 亚马逊：图书商品里排第 197717 名	7.0	593	
《优雅地老去》	本书倡导人们击碎对衰老的既成概念，挣脱“人生只能如此”的桎梏，不自卑，不自负，也不羞怯，优雅地去跟人生谈恋爱。	当当：评论数 1867 (两性关系畅销榜排名 61 位) 亚马逊：图书商品里排	6.5	425	



书籍名称	主要内容	市场情况	豆瓣评分	豆瓣评论量	对标日本畅销图书
		第 92326 名			
《冰纹》	本书讲述了女主人公有己子，外表温柔娴静，女儿乖巧伶俐，丈夫敬之事业有成，她的生活平淡安逸。但当她遇到倾心的久坂时，却情难自己，最后如飞蛾扑火，奋不顾身的故事。	当当：评论数 333 亚马逊：Kindle 商店商品里排第 49249 名	7.2	1605	
《无影灯》	本书讲述了医学才子直江庸介意外辞去了大学医院令人羡慕的工作，屈居于东京一家私立医院。因为医术高超、外表冷峻，他很快成为带着神秘光环的人物的故事。	当当：评论数 1424 亚马逊：图书商品里排第 60437 名	7.7	1036	

数据来源：豆瓣网、当当网、亚马逊，西南证券整理（数据截至 2018 年 10 月 25 日）

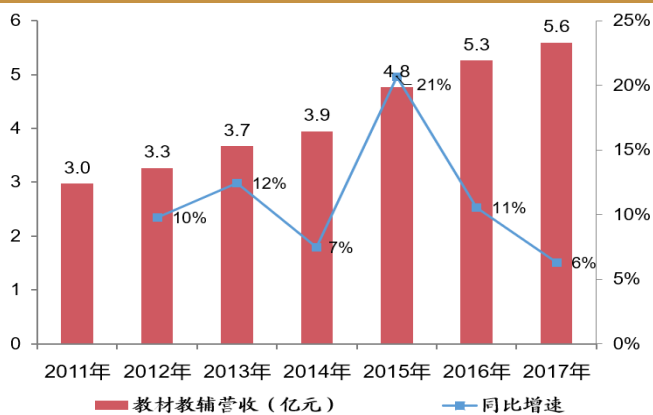
公司一般图书的增长点：

1) 少儿板块有基数、有成长性。公司少儿板块的图书持续畅销，多部作品实现累计百万销量，是公司的业绩基石。受二胎政策的影响，2016 年山东省出生人口的同比增速达 42.7%，这部分新生儿人口预计将在 2019 年及以后开始提升少儿板块图书的增速；与此同时，2015、2016 年网上书店少儿板块图书的销售码洋分别实现 32%、51% 的同比增速，是图书市场销售码洋增长主要的拉动力量。因此，在需求持续提升的背景下，公司少儿板块精品图书、期刊储备充足，预计将享受少儿图书持续高增长的红利。与此同时，期刊方面，作为定位明确的少儿期刊，随着线上流量越来越贵，或将在线下期刊内广告价格水涨船高中获利。

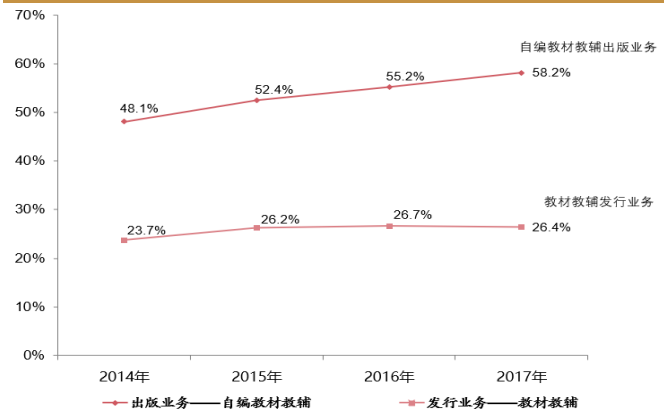
2) 渡边淳一作品具备爆款潜质，主要原因在于：第一，主题长青且天然具备话题性。渡边淳一的作品多为探讨两性关系、爱情，而这些主题是人类永恒的话题。与此同时，两性、婚姻等话题向来是人们讨论的话题，具有天然的热度。第二，“剩女”现象普遍、现代社会夫妻间普遍存在或多或少的问题，渡边淳一的作品能带来情感上的安慰。第三，中日两性文化具有一定的相似性，中国或能复刻渡边淳一作品在日本的成功。1995 年，《失乐园》开始在《日经新闻》报刊上连载，很快日本东京具有很大影响力的讲谈社决定以单行本的方式发售，销量逾数百万册，在日本国内外引起了巨大反响，被日本文坛誉为“震撼心灵的划时代杰作”。随后改编为同名电影和 12 集电视连续剧，“失乐园”一词也迅速成为日本婚外恋的代名词。第四，创作背景：随着 20 世纪 90 年代日本经济泡沫和经济危机的产生，失业人口增多，工作难以带给人们安全感，男人将情绪带到婚姻生活中，致使无性婚姻在日本家庭中比重增大，一部分在婚姻生活中得不到慰藉的女性开始走向社会。在这种社会背景下，人们压抑已久的人性迫切需要心灵上的安抚。

## 2.3 教材教辅：层次清晰，立足青岛，辐射山东，面向全国

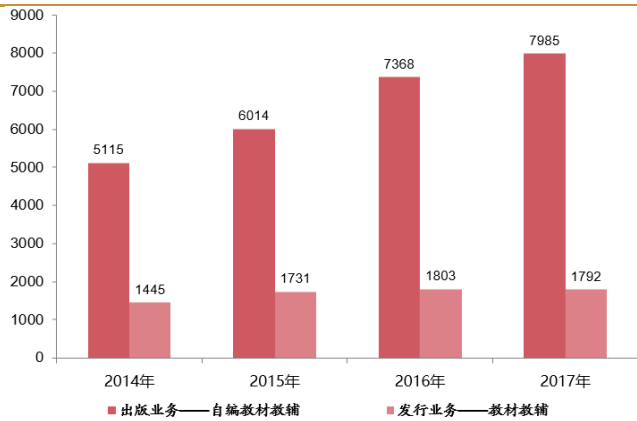
**资源量情况：**公司教材教辅的营收增速保持在 6% 以上，2016、2017 年由于山东省初中高中生占比下降到 38% 的历史低位，使得 2016、2017 年教材教辅的营收略有下滑，预计在 2018 年及之后年份，教材教辅的营收将随着学生结构的改善而得到提升。毛利率方面，公司教材教辅出版的毛利率稳步提升，从 2014 年的 48.1% 提升到 2017 年的 58.2%。销售方面，公司教材教辅的销售量和销售码洋均稳步提升中。

**图 38: 公司教材教辅营收情况**


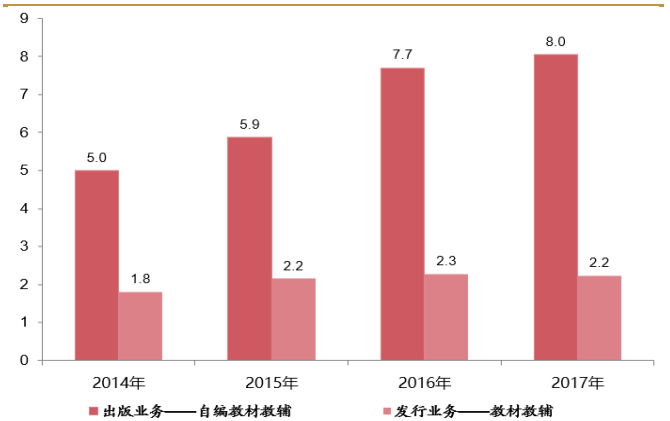
数据来源: wind, 西南证券整理 (不考虑内销的影响)

**图 39: 公司 2014-2017 年教材教辅各业务的毛利率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 40: 2014-2017 年公司教材教辅销售量情况 (万册)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 41: 2014-2017 年公司教材教辅销售码洋情况 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**教材教辅产品线:** 产品层次清晰, 公司教材教辅立足青岛, 辐射山东, 面向全国。各地区中小学生使用的教材、教辅版本由各地教育主管部门根据该地区的实际情况在省教育厅下发的目录范围内选定, 供区域内学生使用, 然后各地学校统一组织学生通过新华书店预订。

**公司有 3 个产品梯队: 青岛市、山东省、全国。**

- **青岛市方面:** 城市传媒一直作为青岛市地区主要的小学教材发行商、供货商, 目前公司已有数十种教材进入地方目录并首先在青岛中小学落地, 通过模式复制, 逐步在威海、日照、东营城市进入校园。
- **山东省方面:** 公司拥有的《小学数学》、《小学科学》、《书法》、《书法练习指导》在山东省拥有 70%-100% 的市占率, 提供稳定的业绩基础。青岛《新课堂同步学习与探究》实现泰安、济宁新市场开发落地。2017 年公司继续推进“百万区县, 千万地市”战略, 截至 2017 年年底, 公司在山东省内“百万区县”58 个, “千万地市”9 个, 相比于 2015 年年底, “百万区县”51 个, “千万地市”8 个来说, 公司在山东省的市场份额逐步提升。与此同时, 城市传媒与山东省教研室、青岛市教研室多年来保持良好的合作关系, 具备一定的资源优势。目前城市传媒的青岛版小学数学、科学两套国标教材及环境教育科目 3-8 年级地方教材在山东省内具有较强的市场优势。

➤ **全国方面：**公司对畅销教辅产品《加分宝》、《天天练》、《考自主》等 60 余种图书进行改造升级，在全国销售势头良好。

**“千万地市，百万区县”的营销战略助力公司教辅图书走向全国市场。**公司公告显示，2015 年公司实现“千万地市”8 个，“百万区县”51 个，2016 年，公司教育板块持续推进“百万区县，千万地市”营销计划，同时深挖“百万区县”，新增全省第一个“千万区县”。2017 年继续推进“百万区县，千万地市”战略，截至 2017 年年报，实现省内“百万区县”58 个，“千万地市”9 个，公司的教辅营销战略正逐步扩大市场份额，也是公司积极开拓市场、不局限于在青岛市发展的表现。

**新媒体教材教辅：**公司新媒体业务主要包括数字内容、有声图书、VR 内容、在线教育以及其它新媒体业务，在新媒体教材教辅方面，主要是电子书包、VR 内容等。电子书包及配套的课件及服务是构成“其他商品”项目的主要业务之一。VR 内容方面，2017 年，公司正式启用首个“VR 海洋教室”，开发形成数十个 VR 虚拟和全景课程，主营 VR 教育和 VR 阅读业务，已在多所中小学落地，“VR 融合出版平台”项目，入选总局改革发展重点项目库，并获得青岛市媒体融合发展专项资金扶持。

图 42：公司四套国标教材



数据来源：城市传媒实地调研拍摄，西南证券整理

图 43：城市传媒 VR 海洋教室



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 44：公司全国类教辅书《加分宝》



数据来源：京东商城，西南证券整理

图 45：公司提供的公共教育 VR 数字阅读资源



数据来源：青岛出版集团官微，西南证券整理

### 3 新业态：打造矩阵型线下文化消费场景，影视化延伸图书产业链

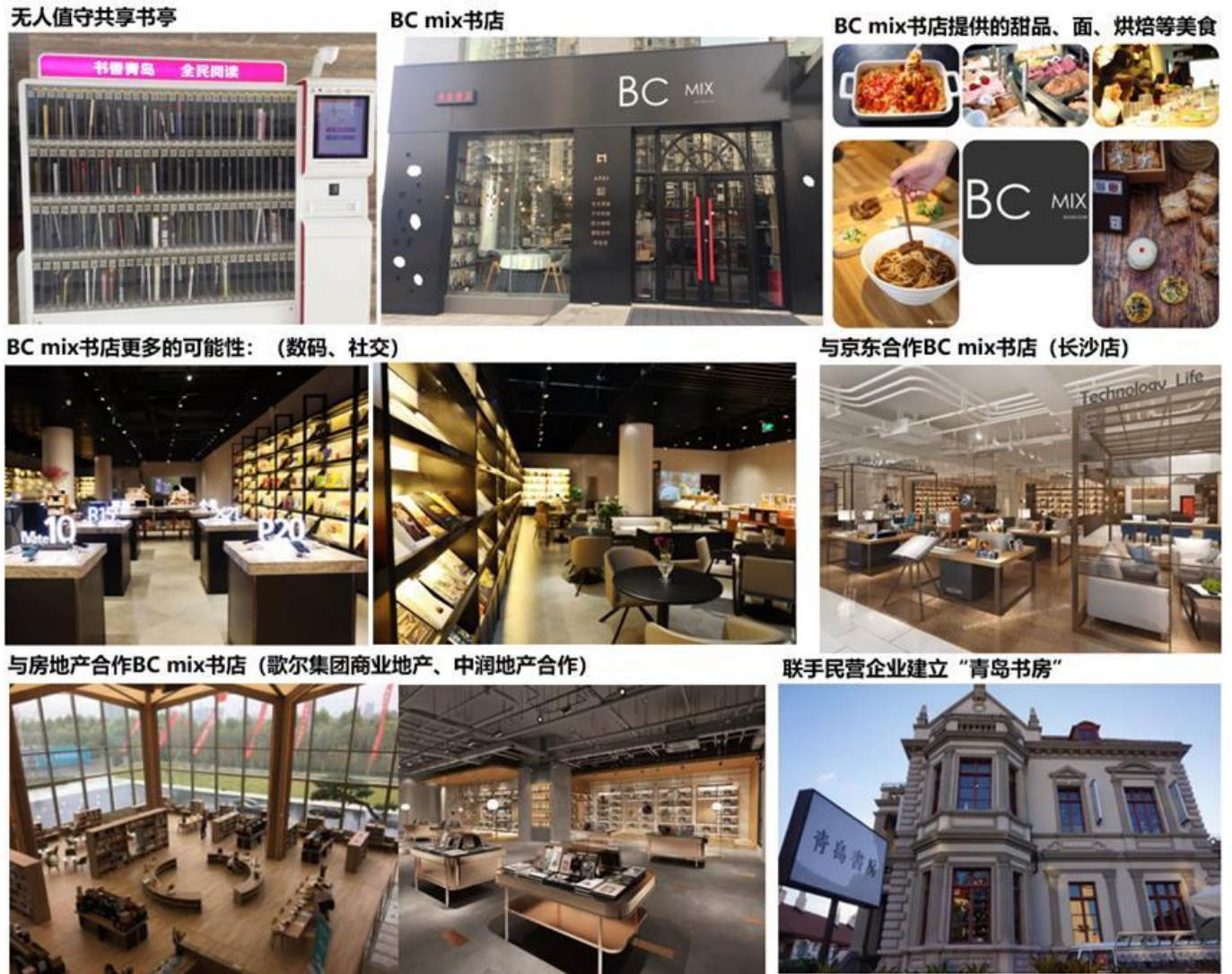
#### 3.1 从微到大的线下文化消费场景，具备复制输出能力

**“微”文化消费场景：无人值守自动书亭。**公司在城市社区生活圈设立无人值守共享书亭，实现对城市“末梢”的渗透，初步形成了对城市文化消费需求全覆盖的服务体系，并初步具备整体复制的条件。用户可以在无人值守共享书亭中实现自助的付费购买/借阅图书，以及归还图书。公司官网数据显示，2017年11月，公司公开采购共享书亭体的设计、加工、运输、维修、以及下位机控制系统等内容，总采购预算为195万元，公司共享书亭数量预计将在18年进一步提升。

**“中”文化消费场景：主题书店。**公司打造主题书店运营模式，逐渐形成BC美食书店、青岛书房、明阅岛24小时书店、涵泳·复合阅读空间、栈桥书店等不同主题定位的主题书店群，通过商品售卖、加盟费、图书销售等来创收。

- 1) **BC MIX 美食书店：**2016年3月，公司创办的国内第一家美食书店BC MIX 正式开业，积累成功案例后，公司开始探索书店的复制模式，在2016年下半年青岛市即墨区蓝谷管理局旁，开始了第二家BC MIX 美食书店的经营。
- 2) **合作形式的 BC MIX 美食书店：**2017 下半年，公司主要与京东、房地产集团开始 BC mix 的合作。**与京东的合作方面：**2017年9月7日，公司和京东签署《战略合作框架协议》，未来将在技术、平台、市场、渠道、媒体、图书等方面开展深度合作，对京东之家进行全面升级，共同打造“复合型文化消费生活空间”——京东之家·BC MIX。截至2017年年报，长沙王府井店、成都店、昆明店、宿迁店、京东北京总部店等10余家“复合型文化消费空间”京东之家·BC mix 相继开业。根据公司公告，由双方联手打造的京东之家·BC MIX 在2018年底前规划建设不少于50家。**与房地产集团的合作方面：**2017年9月，BC MIX 美食书店与潍坊市的歌尔集团商业地产项目“桃源里”合作，将售楼处的部分区域打造成桃源时光书店，房屋销售完毕后这里将永久成为社区书店。2017年10月，BC MIX 与房地产集团中润地产合作的项目济南清和集·BC MIX 开业。
- 3) **主题书房：**出版人杂志数据显示，2016年6月份，公司联手民营企业，将巴洛克式建筑安娜别墅改造成了“青岛书房”，建成集图书销售、文献收藏、城市史展览、旅游景点、德式餐厅为一体的开放式城市公共阅读空间。2017年，公司正在进行以云冈石窟佛教艺术为主题的“云冈书房”的建设，将融合书店、民宿、旅游各元素于一体。“青岛书房”与“云冈书房”开拓了主题书店的重度模式。

图 46: 公司无人值守书亭、各种线下主题书店情况



数据来源: 城市传媒实地调研拍摄、出版人杂志、杭州大厦微风尚官微, 西南证券整理

**“大”文化消费场景: 文化 Mall。**公司上市募投项目、坐落在青岛西海岸新区的“青岛城市传媒广场”在 2017 年 12 月 16 日试营业, 该项目总建筑面积 15.4 万平方米, 其中营业面积为 8.1 万平方米, 是省内首个时尚文化体验平台, 目前商场处于培育阶段。

从微型的无人值守书亭到中型的主题书店, 再到大型的文化 Mall, 公司“城市文化消费服务体系”已完整搭建, 具备向山东其他地区、全国复制输出的能力。

### 3.2 推进影视化项目+参投基金, 打开公司想象空间

**积极参投影视项目, 延伸公司 IP 产业链。**2016 年 4 月, 公司拟出资 1 亿元设立影视文化公司, 截至 2017 年年报, 公司已累计参与投资影视项目 9 个, 公司此前曾参投的电视剧《我的老爸是奇葩》于 2017 年 8 月在北京卫视、爱奇艺、腾讯视频、搜狐视频播出。公司参投的、改编自严歌苓的原著小说《补玉山居》、由黄晓明、殷桃主演的电视剧《你迟到的许多年》于 2018 年 9 月在湖南卫视播出, 并在爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 同步播出。公

司参投的、由黄景瑜主演的电视剧《破冰行动》已经杀青，类“美剧”风格或成热点。与此同时，公司另有多项储备的影视项目：电视剧《西出玉门》，李亚平担任制片的电影《新冰山上的来客》，人气小说《如果不遇江少陵》、《打火机与公主裙》、《听说你喜欢我》即将启动影视化项目，除了电影电视剧之外，公司还有纪录片、地方戏剧等影视剧项目。

**图 47：公司参投的《你迟到的许多年》在湖南卫视播出**


数据来源：豆瓣，西南证券整理

**图 48：公司参投的《破冰行动》即将登陆爱奇艺**


数据来源：《破冰行动》官微，西南证券整理

**参与影视、教育等文化产业细分领域基金，寻找更多可能性。**公司 2016 年 6 月，通过前海兴旺间接参与喜马拉雅的融资，以 6000 万元获得喜马拉雅 1.45% 的股权，2017 年，公司与喜马拉雅签订战略合作协议，依靠自身图书版权，深度开发有声图书市场。2017 年 7 月，公司以自有资金出资 7000 万元，拟投资具有高发展潜力的影视、教育等行业成长期项目、以及具有高成长潜力的文化产业细分领域。2018 年 5 月，公司再度通过投资基金的方式投资互联网音频企业。通过投资基金，公司在影视、教育、在线音频等领域寻找更多增长极。

**表 8：公司参与的基金、项目情况**

时间	参投金额	基金情况	基金投向
2016 年 6 月	自有资金 6000 万元	通过前海兴旺（本轮投资的领投方）间接参与喜马拉雅融资	喜马拉雅，预计完成本轮融资后，公司出资比例约占喜马拉雅 1.45% 的股权
2017 年 7 月	自有资金 7000 万元	1) 5000 万元认购宁波梅山保税港区兴旺畅达投管理中心基金份额（基金规模拟 2 亿元） 2) 2000 万元认购上海汉发投资中心基金份额（基金规模拟 2.5 亿元）	1) 主要投资于对具有高发展潜力的 <b>影视、教育</b> 等行业成长期项目以及普通合伙人认为符合合伙企业利益的其他投资机会 2) 主要投资于对具有高成长潜力的 <b>文化产业细分领域</b> 成长期项目以及普通合伙人认为符合合伙企业利益的其他投资机会。
2018 年 5 月	自有资金不超过 4000 万美元	深圳前海兴旺投资管理发起设立的美元基金 Grand Everlasting Limited Partnership	国内某移动互联网音频行业企业

数据来源：艺恩咨询，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

公司的主要业务是一般图书、教材教辅的出版发行。

假设 1：一般图书出版发行业务：假设公司一般图书出版发行业务维持稳定发展，预计公司 2018-2020 年一般图书出版发行业务的销量维持 10% 上下的增长，毛利率维持在 28% 左右。

假设 2：教材教辅出版发行业务：受益于山东省学生结构的改善和新入学人口数量的上升，预计教材教辅的需求提升，预计 2018-2020 年教材教辅业务的销量将维持 10% 上下的增长，毛利率维持在 46% 左右。

假设 3：其他商品：公司其他商品主要包括电教产品（电子书包及配套的课件及服务）及广告（期刊广告），受益于公司少儿期刊品牌力持续提升的影响，预计公司 2018-2020 年其他商品业务维持 10% 左右的增长。

假设 4：公司 2019 年继续享受免征企业所得税政策。

表 9：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
一般图书	收入	1492.9	1672.0	1839.2	1986.3
	增速	11.8%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
教材教辅	收入	559.2	615.1	664.4	717.5
	增速	6.3%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	47.3%	46.0%	46.0%	46.0%
印刷物资	收入	92.7	106.6	122.6	134.9
	增速	27.2%	15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
运输劳务	收入	25.3	27.8	30.6	33.1
	增速	26.2%	10.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	58.3%	55.0%	55.0%	55.0%
其他商品	收入	309.9	347.1	381.8	412.4
	增速	12.8%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	11.1%	11.0%	10.0%	10.0%
文化用品及其他	收入	20.7	21.7	22.8	24.0
	增速	-27.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	48.5%	40.0%	30.0%	20.0%
其他业务	收入	41.4	74.4	134.0	241.2
	增速	54.9%	80%	80.0%	80.0%
	毛利率	81.5%	80.0%	80.0%	80.0%
内部抵销	收入	-572.6	-629.9	-680.3	-714.3

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	12.1%	10%	8.0%	5.0%
	毛利率				
合计	收入	1969.49	2235.0	2515.2	2835.1
	增速	11.0%	13.5%	12.5%	12.7%
	毛利率	38.8%	38.6%	38.9%	39.9%

数据来源：wind、西南证券

## 4.2 估值

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.52 元、0.58 元、0.66 元。我们选取 A 股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比，2019 年行业平均估值水平为 12 倍。基于 1) 公司一般图书营收占比 60% 左右，业务更具成长性，公司整体氛围更具市场化；2) 公司独家签约的渡边淳一的图书具备爆款潜质，有望拉动公司一般图书的业绩增长。给予公司 2019 年 14 倍 PE，目标价 8.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比院线公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601098.SH	中南传媒	11.29	0.75	0.78	0.84	15.05	14.39	13.43
601019.SH	山东出版	7.23	0.72	0.79	0.89	10.05	9.12	8.09
603096.SH	新经典	56.80	2.05	2.57	3.18	27.64	22.14	17.87
000719.SZ	中原传媒	6.82	0.76	0.82	0.91	8.93	8.28	7.53
601900.SH	南方传媒	6.88	0.76	0.84	0.91	9.03	8.16	7.54
601811.SH	新华文轩	8.78	0.74	0.80	0.88	11.83	10.98	9.97
均值		16.30	0.96	1.10	1.27	13.76	12.18	10.74

数据来源：wind，西南证券整理

## 5 风险提示

**原材料纸价攀升风险。**尽管目前的纸价相比于 2017 年来说，处于较为稳定的环境中，但也不能排除纸价大幅提升使公司成本承压的影响。

**财政税收优惠政策变化的风险。**出版传媒行业长期以来在财政、税收等方面一直享受国家统一制定的优惠政策。未来如果国家财政税收优惠政策若发生变化，可能对公司经营业绩构成不利影响。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1969.49	2235.04	2515.19	2835.06	净利润	332.40	374.49	416.06	469.16
营业成本	1205.62	1373.22	1537.11	1703.50	折旧与摊销	44.06	28.57	28.57	28.57
营业税金及附加	13.35	15.29	17.54	19.55	财务费用	-5.18	1.24	1.43	1.63
销售费用	246.57	270.44	301.82	348.71	资产减值损失	23.07	23.07	23.07	23.07
管理费用	213.66	223.50	254.03	294.85	经营营运资本变动	273.95	-109.08	42.01	24.44
财务费用	-5.18	1.24	1.43	1.63		-457.26	-37.62	-31.77	-32.96
资产减值损失	23.07	23.07	23.07	23.07	<b>经营活动现金流净额</b>	211.04	280.67	479.36	513.91
投资收益	8.56	10.00	10.00	10.00	资本支出	-29.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-290.57	37.76	36.70	35.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-319.66	37.76	36.70	35.69
<b>营业利润</b>	319.76	338.27	390.19	453.76	短期借款	-18.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.43	39.36	29.34	19.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	335.19	377.63	419.54	473.09	股权融资	-44.06	0.00	0.00	0.00
所得税	2.78	3.13	3.48	3.93	支付股利	-84.25	-101.99	-113.86	-126.57
净利润	332.40	374.49	416.06	469.16	其他	-3.35	-0.54	-1.43	-1.63
少数股东损益	3.04	6.77	7.30	7.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-149.66	-102.53	-115.29	-128.19
归属母公司股东净利润	329.36	367.72	408.75	462.16	<b>现金流量净额</b>	-258.28	215.90	400.77	421.40
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	875.68	1091.58	1492.35	1913.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	382.12	369.26	426.37	486.86	销售收入增长率	11.03%	13.48%	12.53%	12.72%
存货	388.05	458.97	522.57	588.34	营业利润增长率	32.20%	5.79%	15.35%	16.29%
其他流动资产	88.01	99.88	112.40	126.70	净利润增长率	19.06%	12.66%	11.10%	12.76%
长期股权投资	8.09	8.09	8.09	8.09	EBITDA 增长率	29.21%	2.63%	14.16%	15.18%
投资性房地产	730.41	702.65	675.95	650.26	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	509.06	482.26	455.45	428.64	毛利率	38.79%	38.56%	38.89%	39.91%
无形资产和开发支出	366.75	366.75	366.75	366.75	三费率	23.11%	22.16%	22.16%	22.76%
其他非流动资产	180.81	179.05	177.29	175.54	净利率	16.88%	16.76%	16.54%	16.55%
<b>资产总计</b>	3528.99	3758.49	4237.22	4744.92	ROE	14.32%	14.44%	14.37%	14.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	9.96%	9.82%	9.89%
应付和预收款项	1099.73	1046.27	1213.28	1368.70	ROIC	34.15%	42.74%	47.18%	56.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.21%	16.47%	16.71%	17.07%
其他负债	108.54	118.99	128.52	138.20	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1208.27	1165.26	1341.79	1506.90	总资产周转率	0.61	0.61	0.63	0.63
股本	702.10	702.10	702.10	702.10	固定资产周转率	5.05	4.52	5.38	6.43
资本公积	440.90	440.90	440.90	440.90	应收账款周转率	8.24	7.92	8.28	8.15
留存收益	1174.39	1440.12	1735.01	2070.60	存货周转率	2.92	2.69	2.67	2.66
归属母公司股东权益	2317.39	2583.12	2878.01	3213.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.46%	—	—	—
少数股东权益	3.34	10.11	17.42	24.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2320.73	2593.23	2895.43	3238.02	资产负债率	34.24%	31.00%	31.67%	31.76%
负债和股东权益合计	3528.99	3758.49	4237.22	4744.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.48	1.79	1.96	2.12
					速动比率	1.15	1.39	1.56	1.72
					股利支付率	25.58%	27.73%	27.86%	27.39%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	358.64	368.08	420.19	483.95	每股收益	0.47	0.52	0.58	0.66
PE	14.22	12.74	11.46	10.13	每股净资产	3.30	3.68	4.10	4.58
PB	2.02	1.81	1.63	1.46	每股经营现金	0.30	0.40	0.68	0.73
PS	2.38	2.10	1.86	1.65	每股股利	0.12	0.15	0.16	0.18
EV/EBITDA	4.03	3.56	2.36	1.34					
股息率	1.80%	2.18%	2.43%	2.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn