

业绩增速超行业均值，“内容+”新业态催生新利润增长点

——城市传媒首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰 (分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

● 公司实力位居副省级城市出版社第一，市场化力度大

公司是青岛市第一家国有股份制文化企业，2015年借壳青岛碱业登陆资本市场。公司总体经济规模位居全国地方出版社第5位、位居副省级城市出版社第1位。公司市场化力度大，主要收入来源是一般图书的出版发行，而非教材教辅。公司在一般图书业务方面横跨文艺、少儿以及社科类作品，签约作家作品众多，特别是引进日本作家渡边淳一，进行版权运营打开中国市场。

● 公司业绩增速高于行业均值，加码产业投资并购，喜马拉雅投资收益可观

2018年公司实现营业收入21.70亿元，同比增长10.19%；归属于母公司股东的净利润3.48亿元，同比增长5.66%，剔除青岛传媒发展有限公司新增的转固资产折旧等亏损因素，公司归属于母公司股东的净利润增幅达到16.65%。近年来，公司的营收和利润增速都高于行业平均水平，体现了其主业经营效率较高，竞争力强。同时，公司持续开展产业新业态的投资并购，最具代表性的是独角兽企业喜马拉雅的投资。公司对喜马拉雅进行了两次投资，鉴于喜马拉雅的快速发展并有望择机上市，公司该笔投资将获得可观收益，也进一步加快公司全媒体产业链多元发展。

● 公司将探索员工持股，持续做强主业布局新业务，培育新利润增长点

公司在2019年将积极探索股权激励、员工持股等激励办法，充分调动员工积极性和创造性。公司将以优质版权资产深度开发运营为抓手，推动传统主业转型升级，继续打造改善核心竞争力。同时，公司将通过运营、参与产业基金等方式，探索通过合资、并购等方式进行业务扩张，选择各个行业领域最顶尖、最有生命力的一流企业为合作伙伴，尽快打造出新的有较强发展潜力、可实现爆发式增长的市场主体，培育公司新的经济增长。

● 看好公司“内容+”新业态以及产业投资，给予“推荐”评级

我们预测城市传媒2019-2021年实现营收分别为24.41亿元、27.01亿元、29.53亿元，同比增长12.46%、10.67%、9.33%；实现归母净利润分别为3.74亿元、4.18亿元、4.68亿元，同比增长7.57%、11.72%、12.01%；对应2019-2021年EPS分别为0.53元、0.60元、0.67元。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**纸价造成成本攀升风险；市场竞争加剧；政策性风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1969	2170	2441	2701	2953
增长率(%)	11.03	10.19	12.46	10.67	9.33
净利润(百万元)	329	348	374	418	468
增长率(%)	21.05	5.66	7.57	11.72	12.01
毛利率(%)	38.79	39.09	40.56	40.90	40.93
净利率(%)	16.72	16.04	15.34	15.48	15.86
ROE(%)	14.32	13.55	13.36	13.49	13.60
EPS(摊薄/元)	0.47	0.50	0.53	0.60	0.67
P/E(倍)	18.6	17.6	16.4	14.7	13.1
P/B(倍)	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8

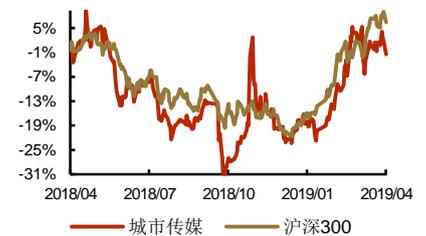
推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2019.04.22

收盘价(元):	8.54
一年最低/最高(元):	5.9/9.92
总股本(亿股):	7.02
总市值(亿元):	59.96
流通股本(亿股):	7.02
流通市值(亿元):	59.96
近3月换手率:	65.95%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.48	-8.74	-5.83
绝对	-2.0	21.32	2.27

相关报告

目 录

1、 公司概况	4
1.1、 公司实力位居副省级城市出版社第一位	4
1.2、 市场化力度强，主要收入来自一般图书而非教材	4
2、 公司业绩稳健向上，毛利率稳中有升	5
2.1、 公司主业增长快于行业增速	5
2.2、 公司毛利率稳中有升，三费率保持稳定	6
2.3、 公司新业务开拓成效明显，喜马拉雅投资收益可观	8
3、 公司特色社科出版优势明显，积极推进产业链投资并购	8
3.1、 一般图书：美食健康时尚等细分领域是强项	8
3.2、 教材教辅：三个梯队业务均占据稳固的份额	10
3.3、 新业态：延伸出版产业链，积极推动投资并购	11
3.3.1、 构建“内容+”出版新生态	11
3.3.2、 积极参投影视项目以及产业基金，拓展新利润增长点	12
4、 图书市场增速平稳，头部效应明显，少儿社科增长最快	13
4.1、 监管加强利于国有出版，税收政策优惠延续	13
4.2、 中国图书市场增速保持 10% 以上，少儿社科增长最快	13
4.3、 量价齐升，拉动出版行业增长	14
4.4、 头部产品码洋贡献比例过半	15
5、 公司 2019 年展望：探索员工持股，做强主业加码新业务	15
6、 盈利预测及投资建议	16
6.1、 盈利预测	16
6.2、 投资建议	17
7、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 公司发展历程	4
图 2： 2018 年公司业务收入构成（剔除内部抵消）	5
图 3： 2014-2018 年公司营收及增长率	5
图 4： 2014-2018 年归母净利润及增长率	5
图 5： 2016-2018 年收入结构	6
图 6： 2014-2018 年公司毛利率及增长情况	6
图 7： 2014-2018 年公司销售费用及增长情况	7
图 8： 2014-2018 年公司管理费用及增长情况	7
图 9： 2014-2018 年公司财务费用情况	7
图 10： 公司畅销图书	8
图 11： 《环球少年地理》《小葵花》封面	9
图 12： 渡边淳一作品	10
图 13： 《加分宝》产品	10
图 14： BC MIX 青岛美食书店	11
图 15： 山东首家 24 小时书店“明阅岛”	12
图 16： 2010-2018 年中国图书零售市场总规模	13
图 17： 2011-2018 年网上书店及实体书店渠道占比及增速	13

图 18: 2018H1 各类图书码洋占比	14
图 19: 2013-2018H1 新书平均定价及增速	14
图 20: 2017 年量价对市场贡献比重	14
图 21: TOP 1% 与前 50% 产品贡献码洋比例	15
表 1: 公司前十大股东 (截至 2018 年 12 月)	4
表 2: 公司收入与净利润预测	16

1、公司概况

1.1、公司实力位居副省级城市出版社第一位

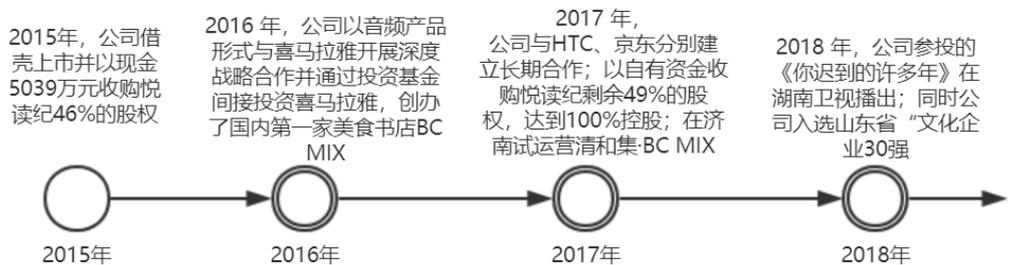
公司是青岛市第一家国有股份制文化企业，2015年借壳青岛碱业登陆资本市场。公司主要从事图书、期刊、电子音像等出版物的出版发行业务以及新兴媒体的开发运营业务。公司在突出主业的同时积极加快向新媒体、新业态转型升级，形成了独具特色的业务发展模式。

公司旗下拥有青岛出版社有限公司、青岛新华书店有限责任公司、青岛城市传媒影视文化有限公司等40余家控股参股公司，具有图书、期刊、电子、音像、网络、影视、游戏等出版资质，是集内容生产、渠道传播等功能于一体，编、印、发、供、贸等产业链条完整的出版传媒企业。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。

近年来，公司在稳固图书出版发行主业的基础上，立足优质版权资产，积极开拓新媒体、新业态等新业务，产业布局进一步创新，产品结构进一步优化，经营业态进一步升级，成为功能跨媒体、产业多元化、业态完整化的出版传媒企业。

根据国家新闻出版广电总局发布的行业排名显示，城市传媒所属的青岛出版社总体经济规模位居全国地方出版社第5位、位居副省级城市出版社第1位。2017年4月，公司荣获“山东省第二届全民阅读示范单位”。2018年，荣获“山东省文化企业30强”。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司立足上市公司平台，以新发展理念，坚定改革探索，谋求机制创新，使文化、资本、科技等元素在产业平台上融汇聚集，迸发更大力量。

1.2、市场化力度强，主要收入来自一般图书而非教材

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，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。

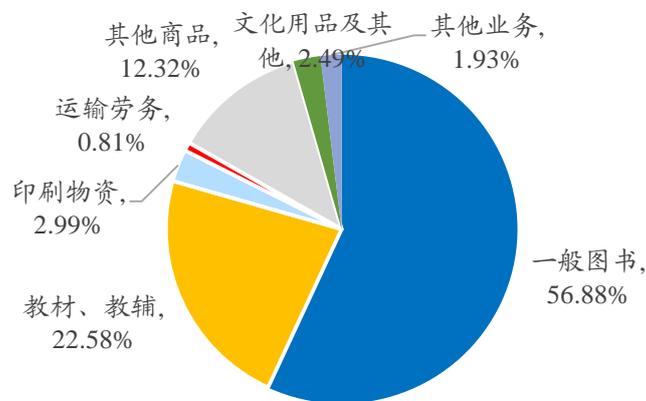
表1：公司前十大股东（截至2018年12月）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	青岛出版集团有限公司	374,191,691	53.3000
2	青岛出版置业有限公司	35,034,590	4.9900
3	秦淑荣	10,805,800	1.5400
4	青岛产业发展投资有限责任公司	7,688,605	1.1000
5	摩根士丹利投资管理公司-摩根士丹利中国 A 股基金	7,136,143	1.0200
6	罗予频	7,000,000	1.0000
7	青岛国信发展(集团)有限责任公司	6,797,174	0.9700
8	香港金融管理局-自有资金	3,350,415	0.4800
9	朱善永	3,004,454	0.4300
10	中航信托·天启【2017】323号集合资金信托计划	2,668,670	0.3800

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

按产品项目不同,可以将公司的营收来源分为一般图书、教材教辅、印刷物资、运输劳务、其他商品和文化用品等。根据 2018 年年报披露数据,2018 年一般图书业务收入 16.19 亿元,同比增长 8.47%,占总营收比例 56.88%;教材教辅业务收入 6.43 亿元,同比增加 14.94%,占总营收比例 22.58%。这表明公司逐渐摆脱教材教辅的出版发行,市场化力度强,一般图书出版发行成为其最重要的收入来源。

图2: 2018 年公司业务收入构成(剔除内部抵消)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

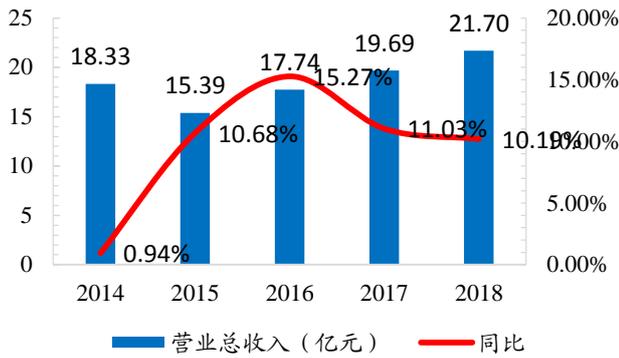
2、公司业绩稳健向上，毛利率稳中有升

2.1、公司主业增长快于行业增速

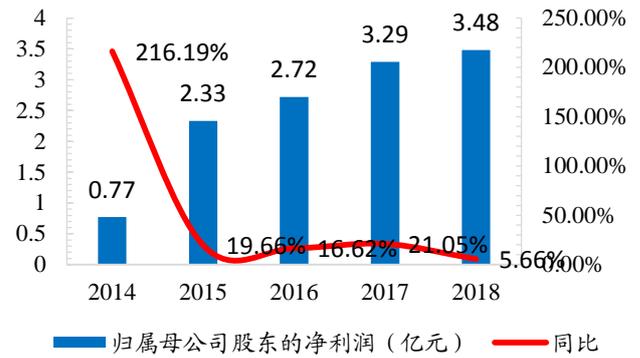
2018 年公司实现营业收入 21.70 亿元,同比增长 10.19%; 归属于母公司股东的净利润 3.48 亿元,同比增长 5.66%,剔除青岛传媒发展有限公司新增的转固资产折旧等亏损因素,公司归属于母公司股东的净利润增幅达到 16.65%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。

图3: 2014-2018 年公司营收及增长率

图4: 2014-2018 年归母净利润及增长率



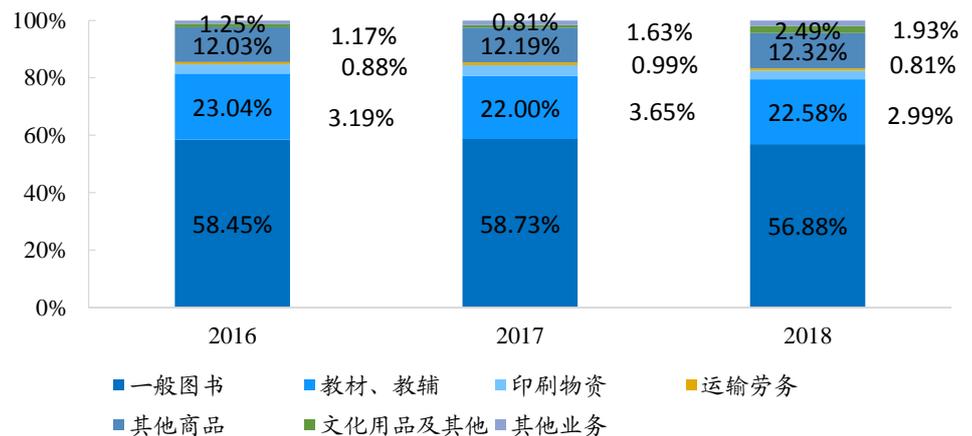
资料来源: wind, 新时代证券研究所



资料来源: wind, 新时代证券研究所

报告期, 公司出版板块实现营业收入 9.28 亿元, 同比增长 10.48%, 2018 年出版图书 7518 种, 同比增长 13%, 综合重印再版率为 85.6%, 同比增长 5.6%。出版板块聚焦优质版权资源, 出版质量稳步提升, 版权资产快速积累。

2018 年发行板块实现营业收入 17.70 亿元, 同比增长 9.60%。其中, 教材教辅销售收入 2.39 亿元, 平均毛利率为 27.50%; 一般图书销售收入 11.66 亿元, 平均毛利率为 22.50%。

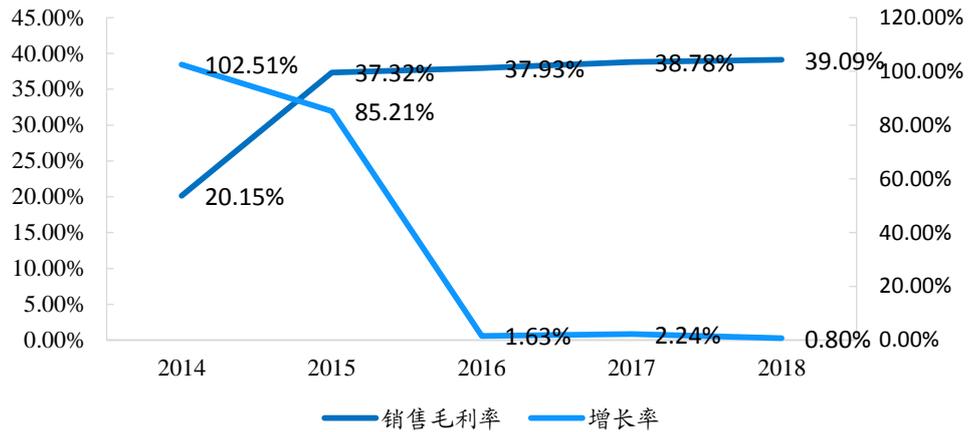
图5: 2016-2018 年收入结构

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

2.2、公司毛利率稳中有升, 三费率保持稳定

公司综合毛利率为 30.25%, 同比增加 0.45 个百分点。其中, 出版业务毛利率为 47.17%, 同比增加 0.62 个百分点; 发行业务毛利率为 20.73%, 同比增加 0.32 个百分点; 物流业务毛利率为 45.64%, 同比减少 12.67 个百分点; 影视、教育等其他业务毛利率为 41.72%, 同比减少 6.73 个百分点。

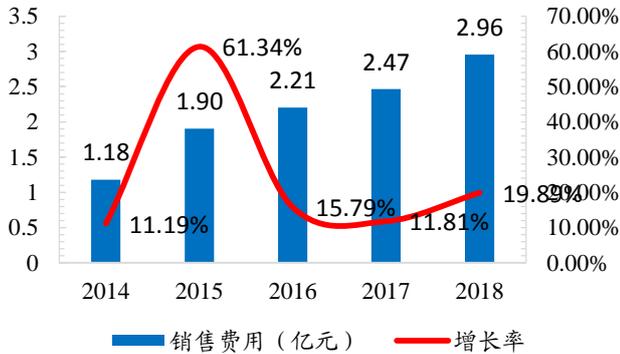
图6: 2014-2018 年公司毛利率及增长情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

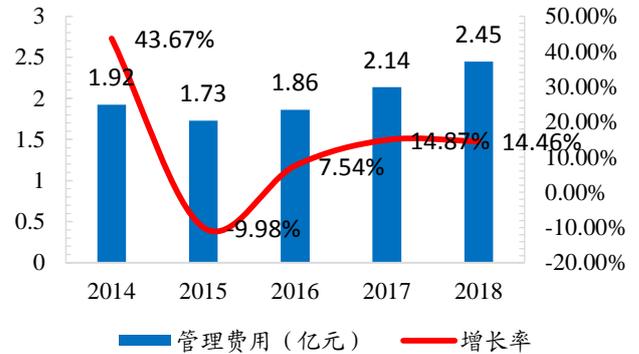
公司销售费用 2.95 亿元, 同比增长 19.89%; 管理费用 2.44 亿元, 同比增长 14.46%; 财务费用为 -532 万元, 与 2017 年基本持平。

图7: 2014-2018 年公司销售费用及增长情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图8: 2014-2018 年公司管理费用及增长情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图9: 2014-2018 年公司财务费用情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.3、公司新业务开拓成效明显，喜马拉雅投资收益可观

在融合发展背景下，公司新媒体业务进一步拓展，公司所属的新媒体公司深度开发公司现有资源，取得了良好效果。

2018年，公司依托重大项目，通过承办上合峰会青岛360度全景平台建设及国际虚拟现实大会的主题展，扩大在虚拟现实、新闻出版和教育行业影响力，并不断丰富VR、数字阅读产品，2018年主营业务收入翻番。兰阁公司产品矩阵点击量突破3亿、总粉丝量突破50万，匠声公司“正好”电台栏目进入喜马拉雅女性栏目排行榜前10位。影视公司的多个项目正在有序推进。

公司推动业态创新转型，建立独具特色的“城市文化消费服务体系”。公司在青岛西海岸新区投资兴建的青岛城市传媒广场全面营业，成为公司转型升级发展的重要支点和平台。公司集中精力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。公司打造的BCMIX“复合型文化消费空间”已开设店面30余家，覆盖深圳、上海、北京、青岛等多个城市“BCMIX”成功通过竞标获得腾讯四地总部共五店IMAGE形象礼品店运营权。

2018年，公司出资4000万元美金间接投资于上海证大喜马拉雅网络科技有限公司的红筹结构主体Ximalaya Inc.的E轮融资。这是公司第二次对喜马拉雅进行投资。2016年6月公司首次出资6000万元通过投资基金的方式间接持有喜马拉雅1.45%股权。本次投资有望给公司带来良好的投资收益，同时进一步拓展公司投资渠道，优化公司投资结构，加快公司全媒体产业链多元发展。

3、公司特色社科出版优势明显，积极推进产业链投资并购

3.1、一般图书：美食健康时尚等细分领域是强项

公司一般图书产品主要分为4类：主打高端人文出版产品；大众读物；特色城市出版产品（美食、时尚、棋牌等）；少儿板块（少儿读物、少儿期刊）。据公司2018年报披露，2018年共生产出版物7518种次；全年印制图书1.28亿册，同比增长13%，造货码洋19.97亿元，同比增长24.9%，重印再版率为85.6%，出版效率逐步提升。2018年公司共计有130种图书获得省部级以上图书奖。

图10：公司畅销图书



资料来源：京东、新时代证券研究所

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、国际化

出版以及日本文学类具备爆款潜质的大众畅销读物。1) 高端版权资产类的《三峡》《村寨里的纸文明》《世界海洋法译丛(14卷)》《论语(中-蒙文对照版)》《李尧译文集》等。2) 出版国际化图书的《马卡龙艳遇》《我眼中的 Master》，弘扬社会主义核心价值观、中国优秀传统文化的出版物，逐渐进入西方主流市场。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2018年，“悦读纪”为母公司贡献净利润1764.22万元。

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。2018年，公司推出《刚刚好的养育》《听肌肤的话》《活着就要气场全开》等畅销产品，彰显新的市场气象。

少儿板块：少儿读物+少儿期刊，公司旗下儿童板块畅销书数量多。根据2018年年报显示，公司“爱自己”系列、“宫西达也”系列、“少年读”系列等畅销书在多个平台热销，并屡获国内重要奖项。少儿期刊《小葵花》、《环球少年地理》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。青版少儿图书市场占有率和读者认可度逐年攀升，品牌影响力大幅提升。

图11: 《环球少年地理》《小葵花》封面



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司联合签约多名畅销书作家，保证图书畅销性，渡边淳一有望成为爆款。公司官网数据显示，截至2019年4月，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》。

独家签约渡边淳一的作品具有以下三点爆款潜质：**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。**

图12: 渡边淳一作品



资料来源：当当网、新时代证券研究所

3.2、教材教辅：三个梯队业务均占据稳固的份额

公司发展教材教辅业务立足青岛，辐射山东，面向全国。各地区中小學生使用的教材、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。按照覆盖范围可以分为三个梯队：青岛市、山东省、全国。

在青岛市内：城市传媒一直作为青岛市地区主要的中小学教材发行商、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。

在山东省内：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。2018 年公司继续推进“百万区县，千万地市”战略，截至 2018 年年底，“千万地市”达到 10 个，“百万区县”达到 60，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。

在全国范围内：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。同时公司开发的中小学《心理健康》教材、《国学吟诵》《足球教材》在江西、河南、湖北、内蒙古等地区相继落地。

图13: 《加分宝》产品



资料来源：当当网、新时代证券研究所

公司新媒体业务主要包括数字内容、有声图书、VR内容等。2018年，公司通过承办上合峰会青岛360度全景平台建设及国际虚拟现实大会的主题展，扩大在虚拟现实、新闻出版和教育行业影响力，并不断丰富VR、数字阅读产品。

3.3、新业态：延伸出版产业链，积极推动投资并购

3.3.1、构建“内容+”出版新生态

公司立足现有优质版权，引入外部技术力量，运用新技术新手段，创新出版方式，赋能传统出版发行业务，催生新业态和新产品。

1) BC MIX 美食书店: 2017年下半年，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。

公司打造的BC MIX“复合型文化消费空间”已开设店面30余家，覆盖深圳、上海、北京、青岛等多个城市，“BC MIX”成功通过竞标获得腾讯四地总部共五店IMAGE形象礼品店运营权。

图14: BC MIX 青岛美食书店



资料来源：中国新闻出版广电报、新时代证券研究所

2) 主题书房和智慧书亭

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。近年来，公司相继建设“涵泳”“明阅岛”“栈桥书店”等依托书店形式的特色项目，与美食、旅游、教育等多重元素相融合，满足城市居民日常文化生活需求。另外，以智慧书亭、共享书房为抓手打造的“图书免费阅读体系”逐步在青岛市落地，逐渐形成区域良性运转。

图15： 山东首家24小时书店“明阅岛”



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

3.3.2、积极参投影视项目以及产业基金，拓展新利润增长点

公司在发展主业的同时，积极运用资本市场平台，以金融助推融合发展。一方面以直接投资、投资文化产业基金等为手段，开展资本运营业务；另一方面，在与

公司主业相关的文化领域进行探索，寻找合适的投资标的，以合资、合作、并购等方式延伸产业链条。2018年，公司出资4000万元美金间接投资于上海证大喜马拉雅网络科技有限公司的红筹结构主体 Ximalaya Inc.的E轮融资，本次投资有望给公司带来良好的投资收益，同时进一步拓展公司投资渠道，优化公司投资结构，加快公司全媒体产业链多元发展。

4、图书市场增速平稳，头部效应明显，少儿社科增长最快

4.1、监管加强利于国有出版，税收政策优惠延续

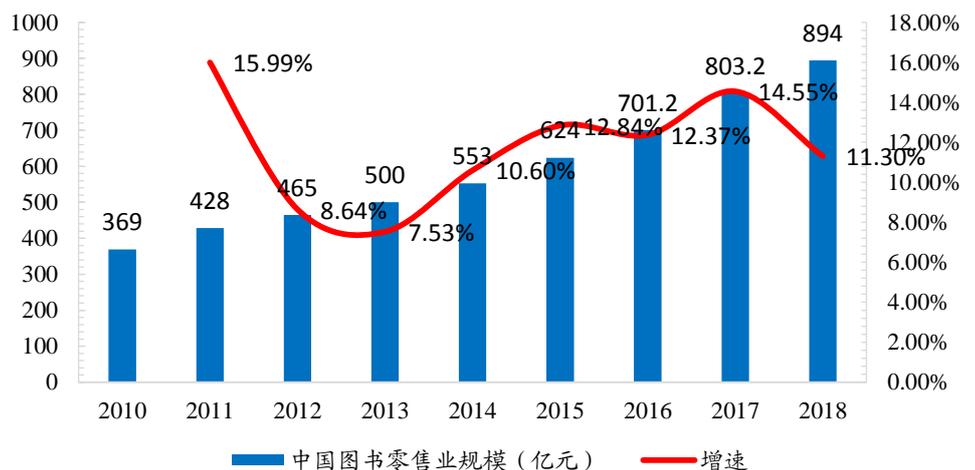
新的机构改革将广电总局的新闻出版和电影业务划归中宣部，新闻出版的管理机构由政府部门（广电总局）升级为党的机构（中宣部），格局升级，出版的重要性提升，同时对于外发内容的审核或更加严格，利好国有出版商。

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。

4.2、中国图书市场增速保持10%以上，少儿社科增长最快

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2018年达到894亿元，同比增长11.3%，增速处于稳步提升的通道中。

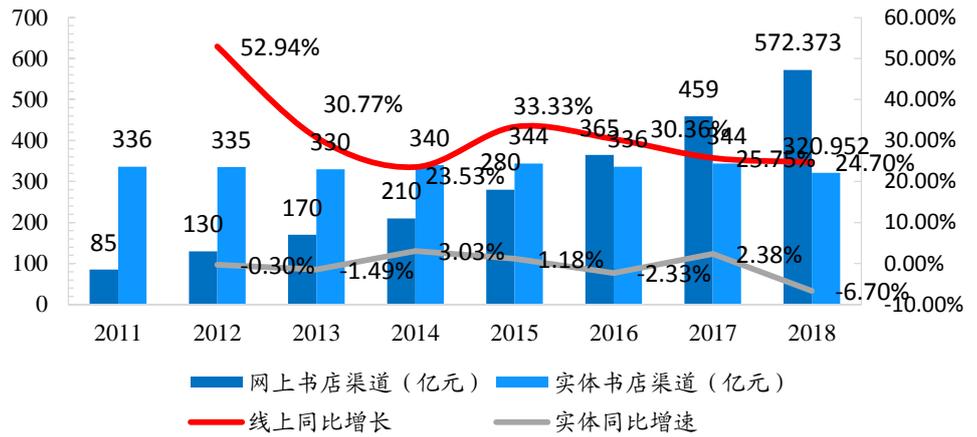
图16: 2010-2018年中国图书零售市场总规模



资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

图书零售市场的增速主要由网上书店渠道贡献，实体书店渠道保持原有规模，2018年甚至出现了6.7%的降幅。

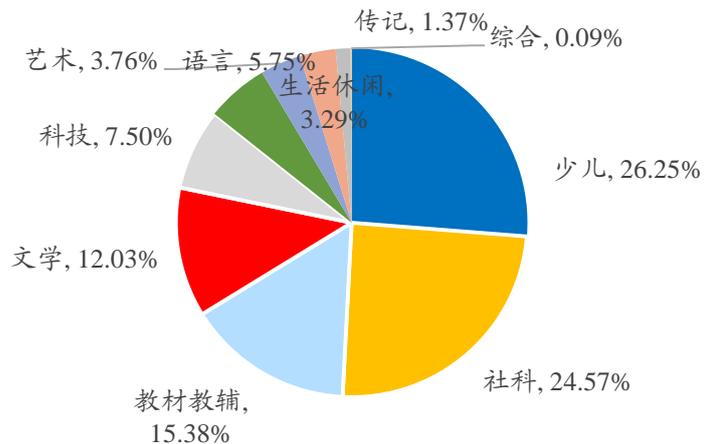
图17: 2011-2018年网上书店及实体书店渠道占比及增速



资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

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2018年上半年已经增长为26.25%，教材教辅类近两年码洋占比变化不大，社科类从2016年的23.1%缓慢提升到2018年上半年的24.57%。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。

图18: 2018H1 各类图书码洋占比



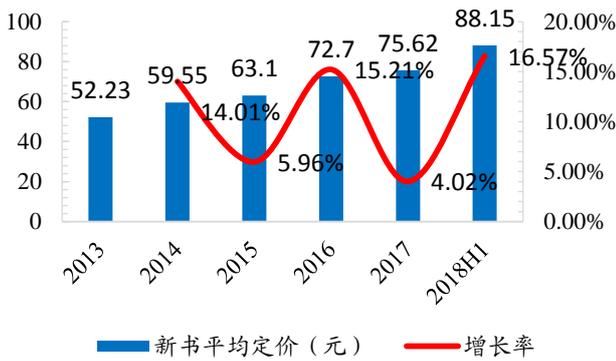
资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

4.3、量价齐升，拉动出版行业增长

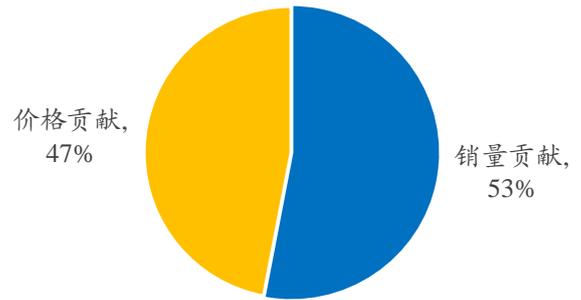
近5年来，新书的平均单册码洋及定价保持上涨，图书销量也在增长，而销量增长对市场增长的贡献相对更高一些。2017年图书市场增量中，价格贡献占比47.45%，销售数量增长贡献占据52.22%。2018年价对增量贡献有望继续提升。2018年上半年新书平均定价已达88.15元，较去年同期增长超过15元，折扣、纸价、人力等因素都拉动图书定价上升。

图19: 2013-2018H1 新书平均定价及增速

图20: 2017年量价对市场贡献比重



资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

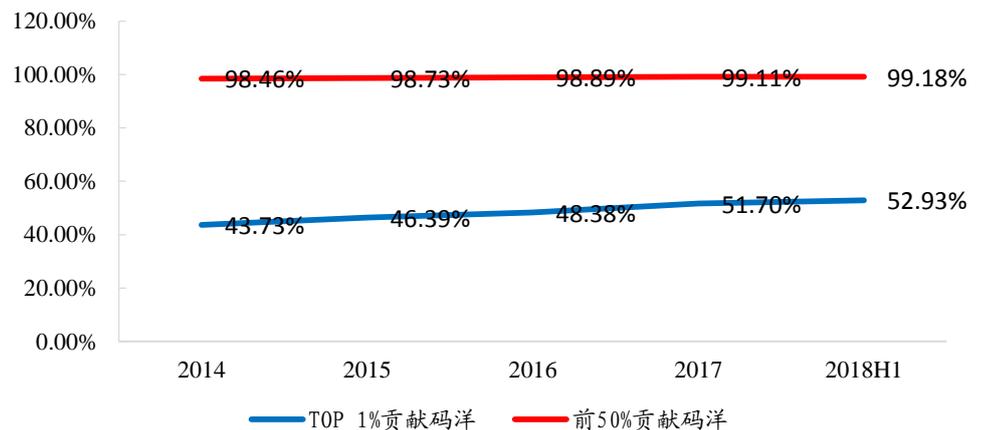


资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

4.4、头部产品码洋贡献比例过半

1%的头部产品销售码洋在整体零售市场所占比重持续上升，2018年上半年超52%；与此对应的是，前50%码洋的产品品种所占比重也在不断上升。头部效应日益显著。

图21: TOP 1%与前50%产品贡献码洋比例



资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

总体来说，教辅、少儿、文学或成为图书市场的主要推动力量，通过线上线下的销售，特别是线上销售的增长来保持行业整体平稳发展。

5、公司 2019 年展望：探索员工持股，做强主业加码新业务

探索员工持股办法。公司表示，2019 年将加快完成薪酬制度改革，改进绩效评价办法，形成在国内具有吸引力的薪酬体系。积极探索股权激励、员工持股等激励办法，充分调动员工积极性和创造性。

聚焦做强主业。公司以优质版权资产深度开发运营为抓手，推动传统主业转型升级，继续打造改善核心竞争力，培育“新出版”产业形象。做好主题出版工作；加大市场化教育类产品开发力度；少儿板块尽快提升产品核心竞争力，提升图书市场占有率，争取进入全国前列；时尚生活板块持续巩固行业领军地位；社科人文板块，重点做好对现有优质版权资产的深度开发和效益转化，丰富壮大头部产品，形成更强的市场竞争力。加快推进实体书店向网格化布局、特色化建设、沉浸式体验转型；加快线下实体店转型升级，使实体店面成为未来网上平台用户在线下绝好的

体验空间。

控参股公司工作，依托“悦读纪”、济南分社，建设公司北京业务发展中心、济南少儿图书发展中心；依托出版集团所属的日本渡边淳一文学馆与公司日本文学板块形成良性互动，努力打造全新的国际版权运营模式。

加快新业务布局。通过运营、参与产业基金等方式，为公司在文化相关领域进行产业延伸，探索通过合资、并购等方式进行业务扩张，加速公司在新媒体、新业态领域布局。以开放的胸怀、战略的眼光，跨行业、跨地域、跨所有制选择各个行业领域最顶尖、最有生命力的一流企业为合作伙伴，尽快打造出新的有较强发展潜力、可实现爆发式增长的市场主体，培育公司新的经济增长。

6、盈利预测及投资建议

6.1、盈利预测

我们对公司的盈利预测基于特定财务数据的关键假设基础上，主要有如下几点：

(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 2019-2020 年一般图书出版发行业务的销量维持 10-13% 的增长，毛利率维持在 27% 左右。

(2)、教材教辅出版发行业务：考虑到目前大环境对教育的重视以及新生人口数量在 2016 年达到高峰，推测在 2019-2021 年将会入学，这会带来一定需求增加，但总体影响不大。预计 2019-2021 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 48% 左右。

(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 2019-2021 年其他商品业务维持 8%-10% 的增长率。

(4)、由于公司仍然是以出版发行业务为主，所以总体毛利率保持在 40% 左右，不会发生太大变化。

(5)、公司 2019 年继续享受免征企业所得税政策。

表2：公司收入与净利润预测

公司收入预测 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19.69	21.70	24.41	27.01	29.53
YOY	11.03%	10.19%	12.46%	10.67%	9.33%
营业成本	12.06	13.22	14.51	15.96	17.50
YOY	9.49%	9.65%	9.74%	10.04%	9.65%
毛利率	38.79%	39.09%	40.56%	40.90%	40.93%
毛利	7.64	8.48	9.90	11.05	12.09
归母净利润	3.29	3.48	3.74	4.18	4.68
YOY	21.05%	5.66%	7.57%	11.72%	12.01%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所测算

6.2、投资建议

我们预测城市传媒 2019-2021 年实现营收分别为 24.41 亿元、27.01 亿元、29.53 亿元，同比增长 12.46%、10.67%、9.33%；实现归母净利润分别为 3.74 亿元、4.18 亿元、4.68 亿元，同比增长 7.57%、11.72%、12.01%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.53 元、0.60 元、0.67 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险提示

1. 纸价造成成本攀升风险。公司主要从事出版发行业务，原材料纸价对其利润的影响是比较大的。
2. 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，优惠政策变化可能对公司经营业绩构成不利影响。
3. 市场竞争加剧的风险。随着以民间资本为代表的多元化投资主体进入了出版发行行业，市场上出现了一些不正当竞争等不规范的现象，可能会对公司经营活动造成了一定的负面影响。

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

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同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>