

出版行业“国家队”，三大使命彰显企业价值

——中国出版（601949）深度报告

2019年04月30日

推荐/首次

中国出版 深度报告

报告摘要：

中国出版是稀缺性的优质资产。公司拥有人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等文化品牌出版社。这些品牌出版社具有较强的资源优势，储备大量品牌作者资源和品牌编辑资源；同时这些出版社出版大量品牌产品，彰显国家出版品质，体现中国文化高度。凭借品牌优势、资源优势、品质优势，公司在一般图书市场市占率持续多年第一，是出版行业的龙头企业。

三大使命彰显企业价值，驱动公司稳定发展和可持续发展：

(1) **承担文化主阵地使命，持续拓展主题出版。**主题图书出版市场火热，公司积极服务党和国家工作大局，将主题出版向深度和广度拓展。未来公司将继续围绕习近平新时代中国特色社会主义思想、新中国成立70周年、建党100周年等重大主题，实现主题出版质量齐升。

(2) **承担文化自信使命，课外读物市场激活。**新版中小学《语文》教科书增加古诗文教学、增加优秀传统文化内容所占比重，并纳入中考语文考试的范围。这一改革激活中小学生学习课外读物市场。公司承担文化自信使命，在国学领域具有深厚积累，显著受益于课外读物市场激活。

(3) **承担文化输出使命，国际市场开拓能力持续增强。**公司担当文化输出领头羊，成果丰硕：名家名作海外推广顺利、“一带一路”文化合作逐步深化、版权输出全国领先等。提升中国文化在国际影响力，是公司长期发展使命，也是公司致力成为“国际著名出版企业”重要价值体现。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,696.56	5,331.41	5,991.10	6,774.49	7,589.58
增长率(%)	12.99%	13.52%	12.37%	13.08%	12.03%
净利润(百万元)	525.59	618.70	709.65	806.99	895.84
增长率(%)	-7.96%	17.72%	14.70%	13.72%	11.01%
净资产收益率(%)	9.26%	9.80%	10.46%	10.92%	11.11%
每股收益(元)	0.34	0.33	0.39	0.44	0.49
PE	18.51	18.85	15.97	14.05	12.65
PB	1.98	1.85	1.67	1.53	1.41

资料来源：公告，东兴证券研究所

石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

交易数据

52周股价区间(元)	7.25-6.1
总市值(亿元)	132.13
流通市值(亿元)	29.07
总股本/流通A股(万股)	182250/40101
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.91

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测及投资评级。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 7.10 亿元、8.07 亿元、8.96 亿元，同比增长 14.70%、13.72%、11.01%。对应 PE 分别为 16X、14X、13X。基于公司较高的成长速度和空间，给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 7.80 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：税收优惠政策变化带来的风险、数字出版技术带来的冲击、图书选题风险、业绩波动风险。

目 录

1. 优质国家资产，完成上市洗礼	6
1.1 出版“国家队”，上市开启新征程.....	6
1.2 营收增长稳健，三费管控良好.....	7
2. 业务架构：五大经营分部，出版分部是核心资产	9
2.1 出版分部是公司核心资产.....	9
2.2 出版业务：营收稳定增长，成本管控良好.....	10
2.3 发行业务：教材教辅发行为主，占比公司营收不高.....	11
2.4 出版资产具有规模优势及成长优势.....	12
3. 核心逻辑：稀缺性、担当三大历史使命	13
3.1 核心逻辑 1：品牌价值、资源优势、国家品质铸就稀缺性.....	13
3.1.1 旗下出版社具有品牌价值和资源优势.....	13
3.1.2 品牌图书彰显国家出版品质.....	16
3.2 核心逻辑 2：承担文化主阵地使命，持续拓展主题出版.....	18
3.3 核心逻辑 3：承担文化自信使命，课外读物市场激活.....	20
3.3.1 新版《语文》注重文化自信.....	20
3.3.2 新版《语文》激活课外阅读市场.....	21
3.4 核心逻辑 4：承担文化输出使命，国际市场开拓能力持续增强.....	24
4. 盈利预测及估值	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 成长空间预测.....	27
4.3 估值.....	29
4.3.1 PE 估值.....	29
4.3.2 PB 估值.....	30
4.3.3 PS 估值.....	31
4.4 投资评级.....	32
5. 风险提示	32

表格目录

表 1: 截至 2018 年底公司涉及政府补助的项目 (万元)	8
表 2: 2018 年公司各分部财务信息	9
表 3: 2016-2018 年公司收入构成	9
表 4: 2018 年公司主要控股参股子公司经营数据	10
表 5: 2017-2018 年公司出版业务主要成本费用分析	11
表 6: 公司具有深厚出版资源优势	13
表 7: 公司旗下品牌图书产品	16
表 8: 2016 年公司旗下图书品类码洋占有率	17
表 9: 《语文》教科书 2017 年之前多个版本在全国各省使用	20
表 10: 中小學生课外阅读市场空间测算	22
表 11: 2016 年以来国家新闻出版广电总局发布关于出版行业的政策汇总	24
表 12: 2018 年国内图书版权输出数量和公司版权输出数量	25
表 13: 2016-2021E 公司分业务营收预测	26
表 14: 2016-2021E 公司营收及净利润预测	26
表 15: 2015-2018 年 A 股 15 家出版上市出版业务和发行业务合计收入	27
表 16: 2014-2018 年 15 家出版企业一般图书出版业务收入规模	28
表 17: 2030 年中国出版出版业务收入规模预测	28
表 18: 市值与净利率及市盈率敏感性分析 (2021 年)	29
表 19: 市值与净资产及市净率敏感性分析 (2021 年)	30
表 20: 市值与收入及市销率敏感性分析 (2021 年)	31
表 21: 公司盈利预测表	33

插图目录

图 1: 旗下子公司	6
图 2: 截至 2018 年 12 月底, 公司股权结构	6
图 3: 2015-2018 年公司营业收入及增速	7
图 4: 2015-2018 年公司三费率	7
图 5: 2015-2018 年公司归母净利润及增速	8
图 6: 2015-2018 年公司计入利润表的其他收益项目的政府补助	8
图 7: 2016-2018 年出版业务收入构成 (亿元)	10
图 8: 2016-2018 年出版业务细分品类毛利率	10
图 9: 2016-2018 年发行业务收入构成 (亿元)	11
图 10: 2016-2018 年发行业务毛利率	11
图 11: 2016-2018 年中国出版一般图书业务销售码洋及营业收入及营收增速	12
图 12: 2016-2018 年新经典一般图书业务销售码洋及营业收入及营收增速	12
图 13: 2016-2018 年中国出版一般图书业务折扣率及毛利率	12
图 14: 2016-2018 年新经典一般图书业务折扣率及毛利率	12

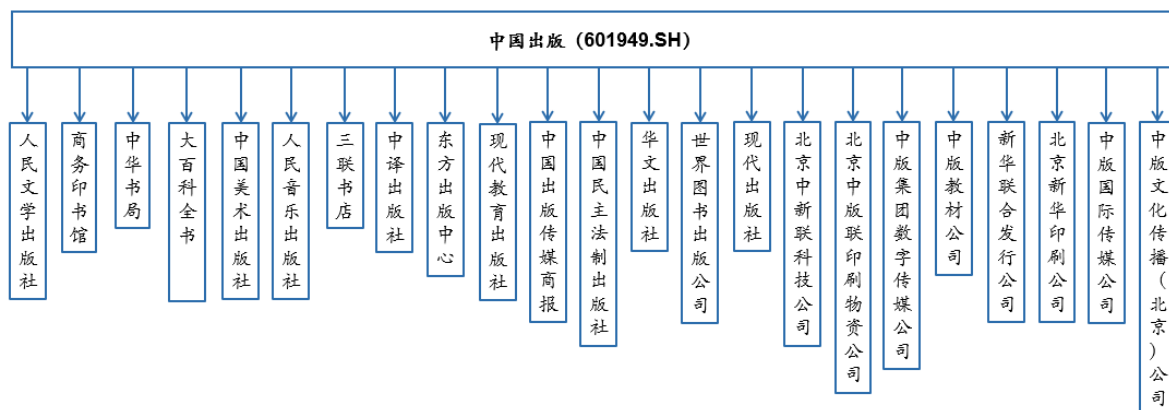
图 15：公司旗下 7 家出版社被评为国家一级出版社.....	13
图 16：2010-2018 年国家出版基金投入金额.....	18
图 17：2019 年国家出版基金资助项目分类统计.....	19
图 18：人民文学出版社推出主题图书《红星照耀中国》累计销售 640 万册.....	19
图 19：中小学《语文》教科书中古诗文和革命经典文章数量.....	20
图 20：2012-2017 年国内中小学生在籍人数.....	21
图 21：2017 年国内中小學生区域分布（万人）.....	21
图 22：人民文学出版社推出《教育部统编语文推荐阅读丛书》.....	22
图 23：2017-2018 年人民文学出版社收入及归母净利润.....	23
图 24：2012-2017 年图书版权引进和输出情况.....	25
图 25：2011-2017 年国内图书出版市场规模.....	27
图 26：2012-2019 年出版企业静态市盈率（PE）.....	29
图 27：2012-2019 年出版企业静态市净率（PB）.....	30
图 28：2012-2019 年出版企业静态市销率（PS）.....	31

1. 优质国家资产，完成上市洗礼

1.1 出版“国家队”，上市开启新征程

公司是出版“国家队”，以出版物生产和销售为主业，是集纸质出版、数字出版、印刷复制、信息服务、版权贸易于一体的专业化、大型出版集团。公司旗下拥有人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、生活·读书·新知三联书店、东方出版中心、现代教育出版社、中国民主法制出版社、中国出版传媒商报、中译出版社、世界图书出版公司、华文出版社、现代出版社、新华联合发行公司、北京中新联科技公司、北京中版联印刷物资公司、中版集团数字传媒公司、中版教材公司、北京新华印刷公司、中版国际传媒公司、中版文化传播（北京）公司等子公司。2017年7月，经证监会核准，公司在上海证券交易所正式挂牌上市，开启新的征程。

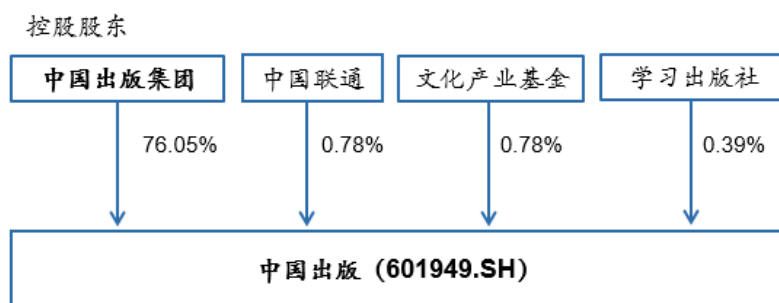
图 1：旗下子公司



资料来源：公告，东兴证券研究所

公司控股股东为中国出版集团。截至 2018 年 12 月底，中国出版集团持股上市公司比例为 76.06%。

图 2：截至 2018 年 12 月底，公司股权结构

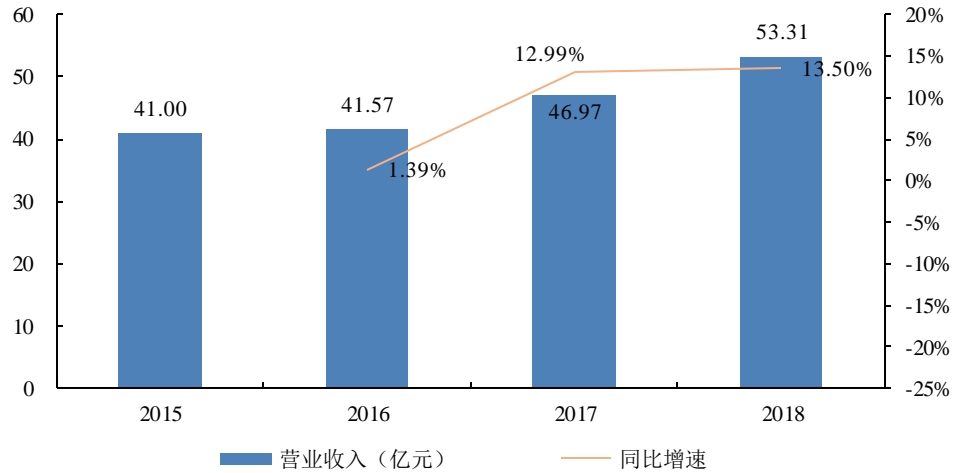


资料来源：公告，东兴证券研究所

1.2 营收增长稳健，三费管控良好

营业收入增长稳健。2018年，公司实现主营收入53.31亿元，同比增长13.50%。

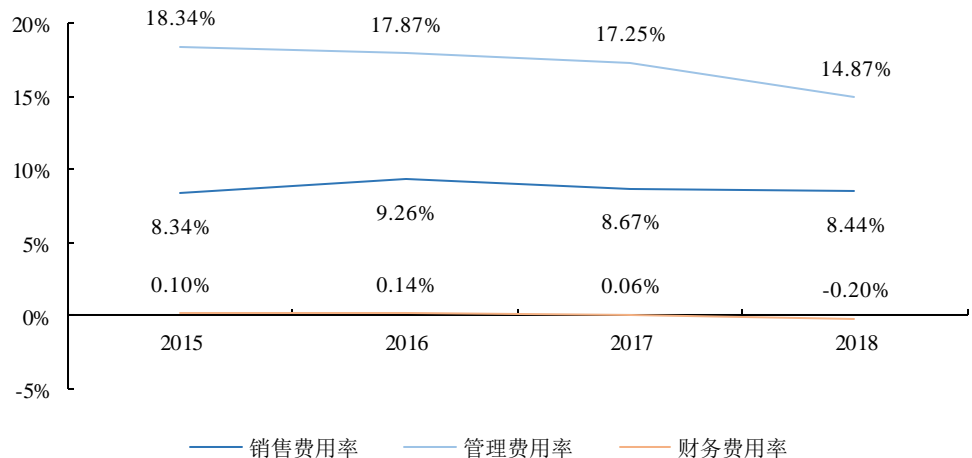
图 3：2015-2018 年公司营业收入及增速



资料来源：公告，东兴证券研究所

三费率管控良好。2018年，公司销售费率8.44%，与过去三年相比，较为稳定；2018年，公司管理费用率14.87%，呈现稳定下降趋势，2018年下降2.38个百分点原因是研发费用从管理费用中单独列表；2018年，公司财务费率-0.20%，公司账上现金充足，财务费率较低。

图 4：2015-2018 年公司三费率

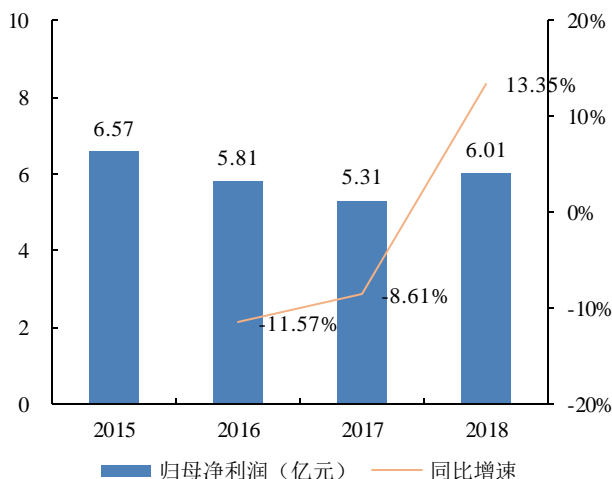


资料来源：公告，东兴证券研究所

经营业绩较为稳健。2018年，公司实现归母净利润6.01亿元，同比增长13.35%。2015-2017年公司业绩略有波动主要受政府补助项目波动影响。

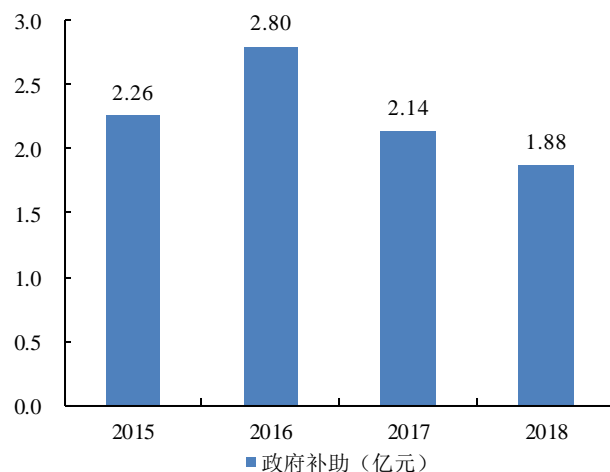
公司每年均有多个项目入选国家及地方各部门的重点扶植项目，获得政府补助。2015-2018年，公司收到并计入利润表的政府补助金额分别为2.26亿元、2.80亿元、2.14亿元、1.88亿元。基于公司在出版行业具有丰富的行业经验、较强的品牌优势和专业能力，因此公司具有持续获得补贴或奖励的能力。

图 5：2015-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：公告，东兴证券研究所

图 6：2015-2018 年公司计入利润表的其他收益项目的政府补助



资料来源：公告，东兴证券研究所

截至 2018 年底，公司涉及政府补助项目累计余额 8.61 元。其中，宣传文化发展专项资金 8350 万元，文化产业发展专项资金 1.87 亿元，国家出版基金 2.57 亿元，其他来源的政府补助资金 3.33 亿元。

表 1：截至 2018 年底公司涉及政府补助的项目（万元）

负债项目	2018 年期初余额	2018 年新增补助 金额	2018 年计入其他 收益金额	2018 年期末 余额	与资产相关/与收 益相关
宣传文化发展专项资金	7281	4624	3556	8350	与收益相关
文化产业发展专项资金	18303	3701	3298	18707	资产/收益
国家出版基金	22540	5115	2061	25693	资产/收益
其他	31567	7150	5403	33314	资产/收益
合计	79791	20590	14318	86063	

资料来源：公告，东兴证券研究所

2. 业务架构：五大经营分部，出版分部是核心资产

2.1 出版分部是公司核心资产

出版分部是公司核心资产。公司经营业务分为 5 个经营分部，分别为出版分部、发行分部、物资分部、印刷分部、其他分部。其中出版分部是公司的主要收入和利润来源。2018 年，出版分部收入 37.32 亿元，净利润 5.73 亿元。

表 2：2018 年公司各分部财务信息

单位：亿元	出版分部	发行分部	物资分部	印刷分部	其他	分部间抵销	合计
营业收入	37.32	4.30	12.03	2.23	4.15	6.71	53.31
营业成本	22.98	2.88	11.82	2.00	2.49	6.58	35.59
利润总额	5.82	0.85	0.11	0.02	0.03	0.18	6.62
所得税费用	0.09	0.23	0.02	0.00	0.01	0.00	0.34
净利润	5.73	0.62	0.09	0.02	0.03	0.18	6.28
资产总额	104.67	9.20	3.39	4.50	13.71	18.76	116.71
负债总额	46.07	4.31	2.95	0.63	2.62	10.41	46.16

资料来源：公告，东兴证券研究所

公司业务以图书、报纸、期刊等出版物出版为主，发行、物资供应、印刷等业务为辅。

- ◆ 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的版权业务；
- ◆ 发行业务：主要是教材发行业务，通过下属子公司中版教材有限公司开展；
- ◆ 物资供应业务：向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品，通过下属子公司北京中版联印刷物资有限公司开展；
- ◆ 印刷业务：出版物及其他印刷品的印刷与装订，通过下属子公司新华印刷开展。

表 3：2016-2018 年公司收入构成

单位：亿元	2016	2017	2018
出版业务	28.59	33.17	37.34
一般图书	22.26	24.5	27.97
教材教辅	4.38	6.14	6.73
报刊	1.65	2.10	2.24
电子音像	0.30	0.43	0.40
物资供应业务	3.69	4.79	6.41
发行业务	4.75	4.28	4.34
印刷业务	2.41	1.99	2.06
其他主营业务	0.51	0.83	1.13
其他业务	1.36	1.90	2.03

资料来源：公告，东兴证券研究所

公司旗下各家出版社经营相对独立。人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、三联书店、中版教材等8家子公司是上市公司主要收入和利润来源。

表 4：2018 年公司主要控股参股子公司经营数据

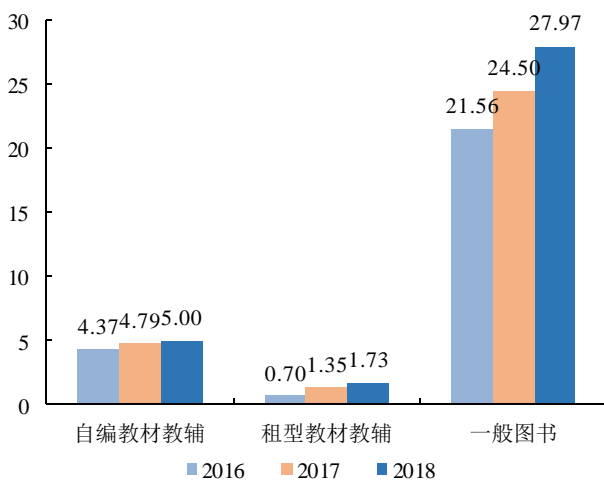
公司名称	主要业务	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	净利润(亿 元)
人民文学出版社	图书出版发行	7.89	3.09	6.73	1.23	1.26
商务印书馆	图书出版发行	28.51	19.38	10.00	2.73	2.77
中华书局	图书出版发行	10.97	3.88	3.23	0.41	0.41
大百科	图书出版	8.69	3.02	2.35	0.10	0.10
美术总社	图书出版	4.09	0.95	2.48	0.27	0.27
人民音乐出版社	图书出版	8.05	5.20	2.78	0.93	0.93
三联书店	图书出版发行	5.41	3.04	2.98	-0.09	-0.09
中版教材	图书批发教材推广	6.95	4.58	3.98	0.51	0.58
合计		80.57	43.14	34.54	6.09	6.22

资料来源：公告，东兴证券研究所

2.2 出版业务：营收稳定增长，成本管控良好

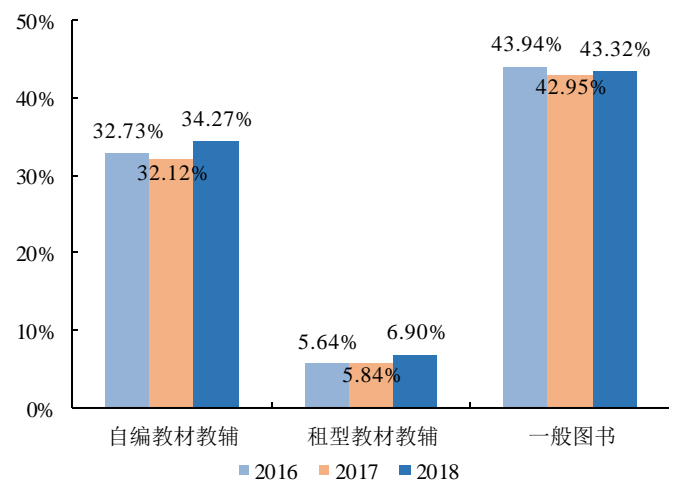
公司出版业务以一般图书为主，教育出版为辅。2018 年，公司出版业务收入 34.70 亿元，其中一般图书收入 27.97 亿元，自编教材教辅业务收入 5.00 亿元，租型教材教辅业务收入 1.73 亿元。毛利率方面，一般图书和自编教材教辅的出版业务毛利率较高，2017 年分别为 43.32%和 34.27%，租型教材教辅毛利率较低，2018 年为 6.90%。

图 7：2016-2018 年出版业务收入构成（亿元）



资料来源：公告，东兴证券研究所

图 8：2016-2018 年出版业务细分品类毛利率



资料来源：公告，东兴证券研究所

公司出版业务成本管控良好，增长平稳。对于一般图书出版业务，成本费用主要是版权费、稿费、校订和印刷成本；对于教材教辅出版业务，印刷是其主要成本。

表 5：2017-2018 年公司出版业务主要成本费用分析

单位：万元	一般图书出版			教材教辅出版		
	2016年	2017年	增长率	2016年	2017年	增长率
教材教辅租型费用				285	121	-58%
版权费、稿费、校订	36765	41880	14%	1356	1125	-17%
印刷成本	44307	47026	6%	24761	26354	6%
物流成本	6337	8593	36%	122	115	-6%
推广促销活动费用	2361	4083	73%	470	765	63%
合计	89770	101583	13%	26995	28481	6%

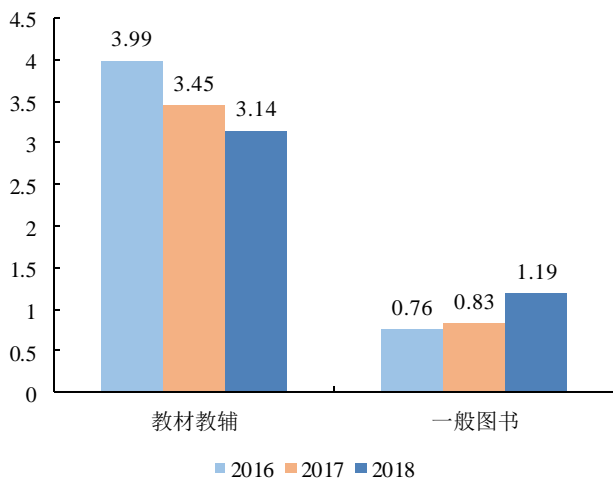
资料来源：公告，东兴证券研究所

2.3 发行业务：教材教辅发行为主，占比公司营收不高

公司图书发行业务主要包括教材教辅发行收入和一般图书发行收入。2018 年，公司图书发行业务营收 4.33 亿元，占比公司营收 8.12%，占比公司整体营收不高。

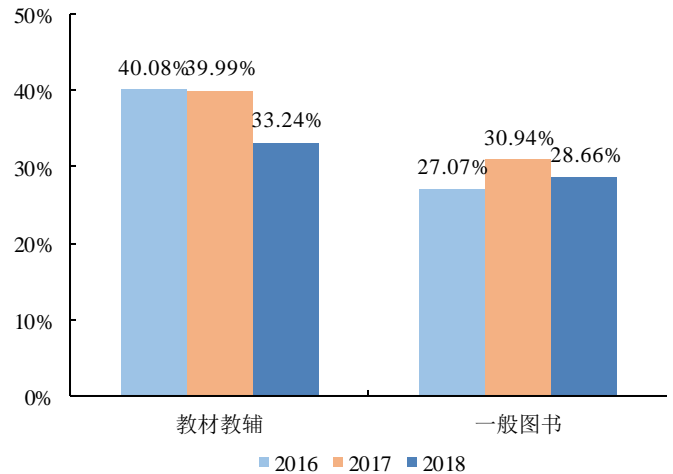
- ◆ 公司教材教辅发行业务主要由子公司中版教材有限公司开展，主要发行高中、初中、小学教材，涉及历史、地理、思想品德、书法等，主要客户为各省的新华书店。2018 年，中版教材发行教材教辅营业收入 3.14 亿元，同比减少 9.05%；
- ◆ 一般图书发行业务主要由人民文学出版社、商务印书馆、三联书店三家公司的下属子公司和中版教材开展。2018 年，公司一般图书的发行收入为 1.19 元，增长 43.21%。

图 9：2016-2018 年发行业务收入构成（亿元）



资料来源：公告，东兴证券研究所

图 10：2016-2018 年发行业务毛利率

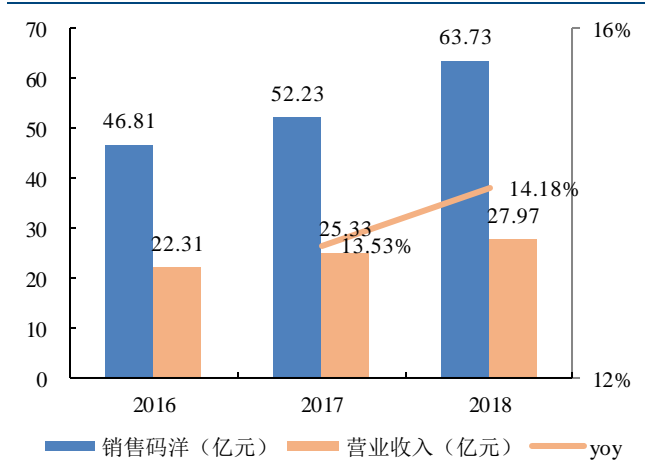


资料来源：公告，东兴证券研究所

2.4 出版资产具有规模优势及成长优势

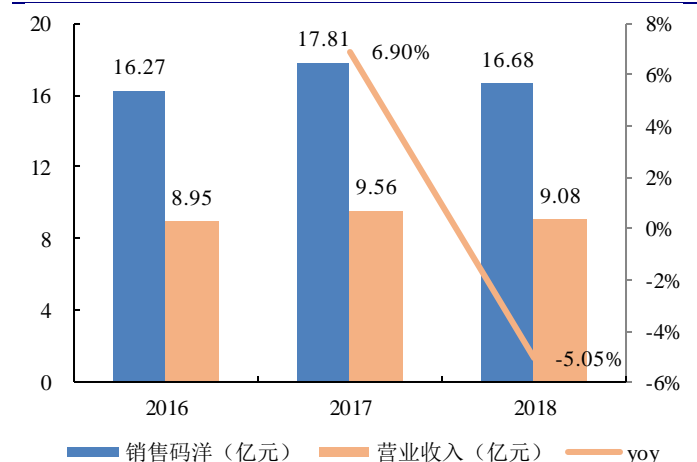
旗下出版资产具有规模优势和成长优势。中国出版以图书出版业务为主营，与新经典具有较大相似性。对比两家公司，截至2018年，中国出版一般图书出版业务实现收入27.97亿元，同比增长14.18%；新经典一般图书发行业务实现收入9.08亿元，同比减少5.05%。

图 11：2016-2018 年中国出版一般图书业务销售码洋及营业收入及营收增速



资料来源：公告，东兴证券研究所

图 12：2016-2018 年新经典一般图书业务销售码洋及营业收入及营收增速

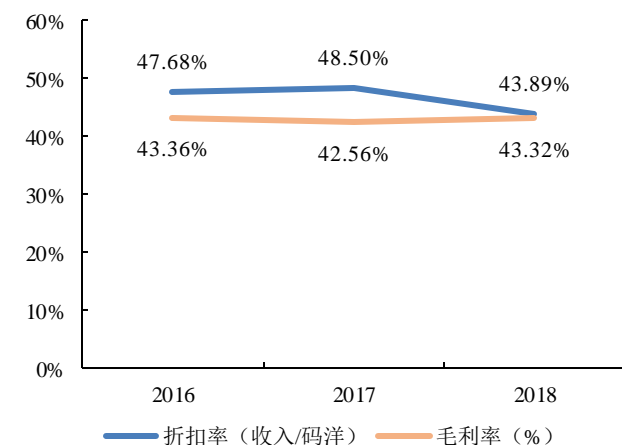


资料来源：公告，东兴证券研究所

中国出版一般图书业务毛利率与新经典较为接近。2016年-2018年，中国出版一般图书出版业务毛利率分别为47.68%、48.50%、43.32%；新经典一般图书毛利率分别为34.29%、42.30%、45.81%。

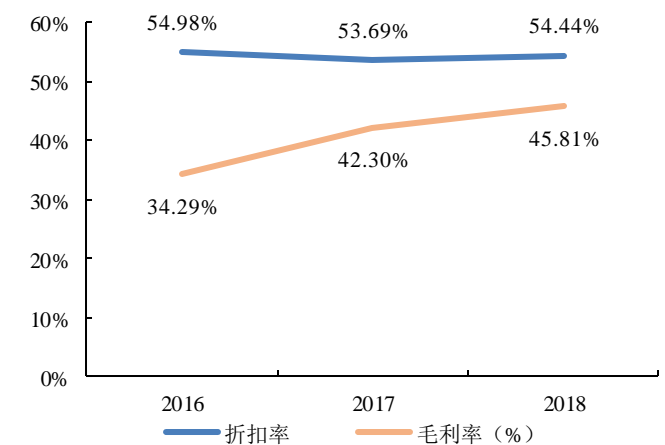
中国出版一般图书的折扣率略低于新经典。2016年-2018年，中国出版一般图书出版业务折扣率分别为43.36%、42.56%、43.89%，较为稳定；新经典一般图书折扣率分别为54.98%、53.69%、54.44%。

图 13：2016-2018 年中国出版一般图书业务折扣率及毛利率



资料来源：公告，东兴证券研究所

图 14：2016-2018 年新经典一般图书业务折扣率及毛利率



资料来源：公告，东兴证券研究所

3. 核心逻辑：稀缺性、担当三大历史使命

3.1 核心逻辑 1：品牌价值、资源优势、国家品质铸就稀缺性

3.1.1 旗下出版社具有品牌价值和资源优势

公司旗下出版社历史悠久、知名度高和行业地位高，具有品牌文化品牌。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 15：公司旗下 7 家出版社被评为国家一级出版社

 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 SDX Joint Publishing Company	

资料来源：公告，东兴证券研究所

公司具有深厚出版资源优势。主要体现在公司拥有一大批海内外以现当代文化名家为代表的品牌作者资源和一大批学养深厚、专业敬业的品牌编辑资源。

表 6：公司具有深厚出版资源优势

典型出版资源	
品牌作者资源	鲁迅、郭沫若、茅盾、巴金、老舍、曹禺、钱锺书、杨绛、金庸、陈忠实、厉以宁、吴敬琏、莫言、铁凝、贾平凹、蔡志忠、阎崇年、严歌苓、曹文轩、毕飞宇、王树增、徐则臣，以及 J·K 罗琳、丹·布朗、萨缪尔森、勒克莱齐奥、傅高义、东野圭吾、林西莉、威廉·恩道尔等
品牌编辑资源	张元济、陆费逵、王云五、周建人、叶圣陶、邹韬奋、胡愈之、郑振铎、王任叔、冯雪峰、陈虞孙、楼适夷、徐伯昕、钱君匋、赵家璧、杨伯峻、黄洛峰、周振甫、姜椿芳、吴泽炎、金灿然、梅益、陈翰伯、潘奇、王文井、王璟、秦兆阳、王子野、赵讽、韦君宜、王益、曹辛之、陈原、汤季宏、沈鹏等

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

（1）人民文学出版社

人民文学出版社成立于1951年3月，是新中国成立最早、历史最长、规模最大的文学专业出版机构。2010年，人民文学出版社正式改制为企业，更名为人民文学出版社有限公司。2011年12月，成为中国出版传媒股份有限公司的下属公司。

经营特色：1) 出版优秀的中国当代文学作品；2) 整理出版“五四”以来新文学中有代表性的作品，中国古典文学作品；3) 有系统地翻译出版外国古典文学名著和现代外国优秀文学作品；4) 出版中外古今与文学有关的学术研究著作、资料、工具书及教材出版。

代表出版物：编辑出版一系列文学大师的全集、文集，为国家文化建设做出了重大贡献。其中《鲁迅全集》《郭沫若全集》《茅盾全集》《巴金全集》《老舍全集》《周立波选集》《王蒙文存》《赵树理文集》《路遥文集》《姚雪垠文集》《柏杨全集》《胡适文集》《全元戏曲》《莎士比亚全集》《巴尔扎克全集》《塞万提斯全集》《列夫·托尔斯泰文集》《普希金文集》《陀思妥耶夫斯基选集》《易卜生文集》《荷马史诗》《泰戈尔作品集》《歌德文集》《肖洛霍夫文集》《萨特文集》《纪伯伦全集》等。

（2）中华书局

中华书局1912年由陆费逵先生创办，奉行“开启民智”的宗旨，编辑出版新式教科书与文化读物，迅速成长为一家大型综合性出版社，是中国现代出版业的代表。新中国成立后，成为整理出版中国古代和近代文学、历史、哲学、语言文字图书等的专业出版社并承担国家级古籍整理项目的编辑出版任务。其整理、编辑出版的点校本“二十四史”及《清史稿》被公认为新中国最伟大的古籍整理出版工程。

经营特色：整理出版中国古代和近代文学、历史、哲学典籍，各种资料汇编以及各种方志、年表、历表、索引、大事记等，影印某些珍本或重要古籍。

代表出版物：点校本“二十四史”及《清史稿》、《资治通鉴》、《全唐诗》、《全宋词》、《永乐大典》、《中华大藏经》（汉文部分）、修订本《史记》、《长沙马王堆汉墓简帛集成》、《陶渊明集笺注》、《中华民国史》、《孙中山全集》、《汉语方言大词典》、《王力古汉语字典》、《于丹〈论语〉心得》、《万历十五年》（增订纪念本）。

（3）商务印书馆

商务印书馆1897年创办，国家级出版机构，是中国第一家现代出版企业，也是中国唯一跨越三个世纪的出版社。

经营特色：翻译出版外国社会科学著作和编纂出版语文工具书，适当出版高等校、中等专业学校教学用书和外国社会科学普及读物，出版地图出版物。

代表出版物：《新华字典》、《现代汉语词典》、《牛津高阶英汉双解词典》、《四部丛刊》、《万有文库》、《东方杂志》、《辞源》、“汉译世界学术名著丛书”、“中华现代学术名著丛书”、国际文化版图研究文库、《中国设计全集》。

（4）大百科

大百科 1978 年 11 月成立，国家级大型出版社，历经 15 年完成《中国大百科全书》（第一版）的出版工作，结束了我国没有百科全书的历史，在百科全书领域市场占有率居于全国第一，在儿童百科和学生工具书领域位居前列。

经营特色：确立了中国大百科全书和不列颠百科全书、学习型工具书、中国儿童百科、DK 系列、知识精品读物等五条重点产品线，以及学术著作、科技地理、数字产品等三条特色产品线。

代表出版物：《中国大百科全书》、《不列颠百科全书》（国际中文版）、《中国儿童百科全书》、《DK 儿童百科全书》、《学生规范字典》、《小学生必背古诗词》、《中国历史地图绘本》、《DK 家庭医生》、《阿米巴经营》、《中国大百科全书数据库》（局域网版）。

（5）美术总社

美术总社由人民美术出版社、连环画出版社等单位于 1998 年 5 月 15 日重组成立，旗下人民美术出版社成立于 1951 年，是新中国成立后第一家国家设立的美术出版机构。连环画出版社 1985 年 3 月成立，是我国唯一的连环画专业出版社。

经营特色：图书出版涉及艺术画册、美术论著、美术技法、收藏鉴赏、生活美术、美术教材、美术期刊、宣传画、年画、连环画册、少儿文学、动漫卡通、电子出版物等多个领域。

代表出版物：《连环画报》、《漫画大王》、《中国美术馆》、《中国艺术》、《艺术沙龙》、《中国美术》、《中国美术全集》、《中国美术百科全书》、《中国碑刻全集》、《中国岩画全集》、《地球的红飘带》、《漫画中国历史》（48 卷）、《百种红色经典连环画》。

（6）人民音乐

人民音乐前身为万叶书店，由钱君匋先生于 1938 年 7 月 1 日创建，是我国历史上第一家音乐专业出版机构。致力于弘扬和传播中国优秀音乐文化和世界音乐文化。

经营特色：出版中外音乐书籍、乐谱、教材、工具书和教辅书为主，兼营电子音像制品，出版范围涵盖古今中外的音乐文化成果，涉及音乐创作、音乐表演、音乐理论、音乐教育各个领域，出版产品包括音乐学术图书、专业乐谱、中小学音乐教材、音乐类期刊、电子音像出版物等种类。

代表出版物：《中国音乐辞典》、《音乐百科词典》、《音乐理论基础》、《先秦音乐史》、《中国古代音乐史稿》、《中国音乐美学史》、《中国戏剧史图鉴》、《中国交响音乐博览》、《东方红》、《复兴之路》、《放歌三十年》、《赞歌献给党》。

（7）三联书店

公司前身是生活书店、读书出版社和新知书店，分别由邹韬奋、李公朴、钱俊瑞等人于 20 世纪 30 年代创办，后合并成立三联书店。目前是中国思想学术文化出版重镇和品牌影响力最大的出版社之一。

经营特色：以具有中等以上文化水平的知识分子为主要对象（包括海外华人），出版人文科学著译的书籍为主，兼及经济、文史和性质相近的实用书、工具书，包括用文学艺术形式表现文化、学术理念的图书，是一个综合性出版社。

代表出版物：《读书》、《三联生活周刊》、《爱乐》、《新知》、《陈寅恪集》、《钱钟书集》、《三联·哈佛燕京学术丛书》、《傅雷家书》、《随想录》、《现代西方学术文库》、《学术前沿》、《金庸作品集》、《邓小平时代》、《中国经济改革二十讲》。

3.1.2 品牌图书彰显国家出版品质

品牌图书彰显国家出版品质。公司旗下品牌产品具有常销不衰、市场影响较大特征，主要集中在马克思主义和哲学社会科学类、主题出版、文化教育和语言类、文学类等细分市场。这些品牌出版物能够代表中国出版业具备的水准与格局。

表 7：公司旗下品牌图书产品

优势品类	出版单位	品牌产品
马克思主义和哲学社会科学类	人民文学出版社	《中国文学史》、《欧洲文学史》
	中华书局	《孙中山全集》（全 13 册）、《中国法律与中国社会》、《新编诸子集成》（41 种）、《中国佛教典籍选刊》（18 种）、《道教典籍选刊》（15 种）、《朱子语类》（8 卷）、《中华大藏经（汉文部分）》
	商务印书馆	《国际文化版图研究文库》（15 种）、《中华现代学术名著丛书》（200 种）、《东西方文化及其哲学》、《中国史学史》、《江村经济》、《通货新论》、《中国俗文学史》
	三联书店	《百年佛缘》（9 卷）、《现代西方学术文库》（57 种）、《文化生活译丛》（110 种）、《三联经典文库》（200 种）、《三联·哈佛燕京学术丛书》（100 种）
主题出版	人民文学出版社	《毛泽东论文学和艺术》、《毛泽东最后七年风雨路》、《邓小平论文艺》、《长征》、《解放战争》《朝鲜战争》（王树增战争系列）、《1911》、《武昌城》、《天行者》、《国运——南方记事》
	中华书局	《走向辉煌》、《中国美德读本》
	商务印书馆	《中国道路丛书》、《丝瓷之路博览丛书》
文化教育和语言类	三联书店	《毛泽东的读书生活》、《邓小平时代》、《深入学习习近平同志关于宣传思想工作重要论述》、《当代中国经济改革二十讲》、《西藏今昔》
	人民文学出版社	《语文新课标必读丛书》（67 种）
	中华书局	《于丹〈论语〉心得》、《古代汉语》、《汉语史稿》、《说文解字》、《康熙字典》、《王力古汉语字典》、《汉语方言大辞典》
	商务印书馆	《汉语图解词典》（45 种）、《商务馆小学生辞书系列》（11 种）、《精选外汉汉外词典》（20 种）、《中国语言地图集》第 2 版（汉语方言卷，少数民族语言卷）、《马氏文通》、《故训汇纂》、《成语大词典》、《新华字典》、《古汉语常用字典》、《辞源》、

文学类

	《现代汉语词典》、《现代汉语学习词典》、《古代汉语词典》、《四角号码新词典》、《牛津高阶英汉双解词典》（第8版）、《英华大词典》、《新汉日词典》
人民文学出版社	《中国古代小说名著插图典藏系列》（11种）、《中国古典文学理论批评专著选辑》（60种）、《中国古典文学读本丛书》（56种）、“中国小说史料”丛书、“21世纪年度最佳小说”（98种）、《朝内166人文文库》、《蓝星诗库》（22种）、《茅盾文学奖获奖作品全集》（33种）、《鲁迅全集》（18卷）、《巴金全集》（30卷）、《老舍全集》（19卷）、《中华散文插图珍藏版》（34种）、《名著名译插图本》（80种）、《十九世纪文艺主流》（6册）、《外国文艺理论丛书》（14种）、《哈利·波特》系列（7种）
中华书局	《中国古典文学基本丛书》（86种）、《庄学本全集》（2册）、《全上古三代秦汉三国六朝文》、《先秦汉魏晋南北朝诗》、《全唐诗》、《全宋词》、《全元散曲》、《诗词格律》、《诗文声律论稿》、《利玛窦中国札记》、《马可波罗行纪》
三联书店	《美国自然文学经典译丛》（4种）、《我们仨》

资料来源：招股书，东兴证券研究所

公司部分图书品种具有较高的市占率。公司出版图书品类丰富，涉及文学、语言、学术、音乐、传记、法律、工具书、政治、古籍、经济与管理、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、动漫等多个细分领域。凭借优异的图书品质，目前公司已经在国内拥有庞大的读者群体，形成较强的文化影响力。

表 8：2016 年公司旗下图书品类码洋占有率

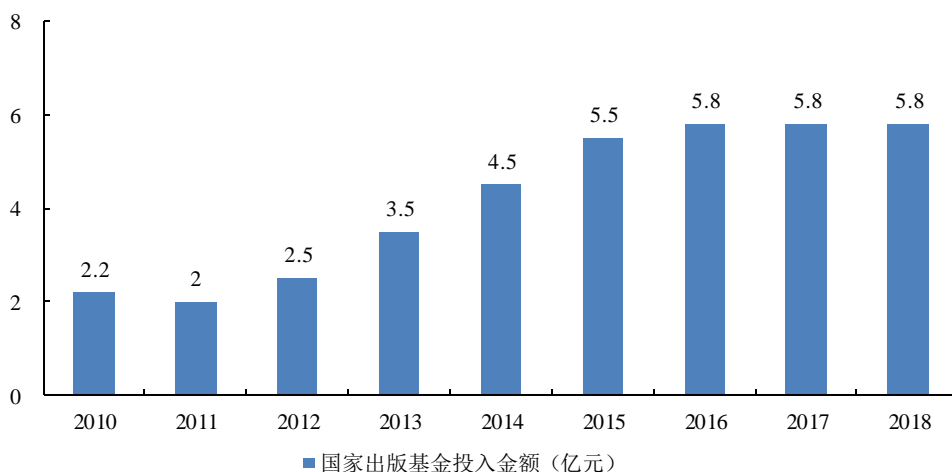
分类	实体书店		网上书店（电商）	
	码洋占有率（%）	排名	码洋占有率（%）	排名
语言	38.85	1	24.61	1
文学	10.27	1	7.15	3
教辅教材	3.65	7	4.2	2
学术文化	10.67	1	10.03	1
少儿	5.07	4	5.19	4
美术	3.77	4	3.1	7
音乐	20.95	1	23.07	2
传记	12.05	1	12.78	1
生活	1.50	10	2.32	5
经济与管理	1.12	7	1.83	3
政治	2.46	3	8.09	1
医学	1.06	9	0.95	6
法律	1.54	1	1.12	3
科普	5.38	3	2.91	8
成人绘本漫画	5.88	4	10.18	2
工具书	70.33	1	59.36	1

资料来源：开卷，东兴证券研究所

3.2 核心逻辑 2：承担文化主阵地使命，持续拓展主题出版

国家出版基金为中国出版行业提供推力。2007 年，国家出版基金经国务院批准正式设立，基金以“体现国家意志，传承优秀文化，推动繁荣发展，增强文化软实力”的宗旨。基金设立初期基金委预估的投入规模是每年 2 亿元，之后中央财政对国家出版基金的投入逐年加大，从初期的 2 亿元一直增加到 2016 年的 5.8 亿元，近几年基金规模保持稳定。

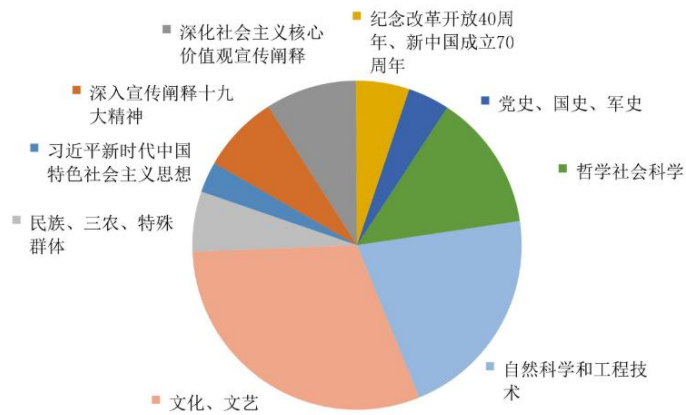
图 16：2010-2018 年国家出版基金投入金额



资料来源：国家出版基金官网，东兴证券研究所

国家出版基金资助项目齐全并突出体现资助重点。2014-2018 年，基金资助的重点是马克思主义理论研究、社会主义核心价值观体系研究、经济社会发展建设、中华文化传承、哲学社会科学、自然科学与工程技术、对外文化交流以及专项主题出版八大项。2019 年，“习近平新时代中国特色社会主义思想”“深入宣传阐释十九大精神”“深化社会主义核心价值观宣传阐释”“纪念改革开放 40 周年、新中国成立 70 周年”“党史、国史、军史”五大类共有 220 个项目，占到总资助项目的 28.9%，国家出版基金服务党和国家工作大局的职能进一步彰显。

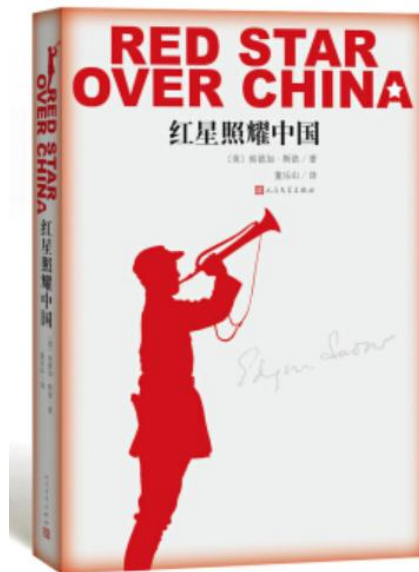
图 17：2019 年国家出版基金资助项目分类统计



资料来源：国家出版基金官网，东兴证券研究所

持续做优主题出版，担当文化主阵地使命。2018 年公司年度策划选题近 150 种，2 种图书入选中宣部 2018 年主题出版重点选题，43 种图书获得国家出版基金资助。2019 年公司将围绕习近平新时代中国特色社会主义思想、新中国成立 70 周年、建党 100 周年等重大主题，将主题出版向深度和广度拓展。

图 18：人民文学出版社推出主题图书《红星照耀中国》累计销售 640 万册



资料来源：人民文学出版社，东兴证券研究所

3.3 核心逻辑 3：承担文化自信使命，课外读物市场激活

3.3.1 新版《语文》注重文化自信

全国中小学统一使用教育部统编《语文》教科书。2017年，教育部统一组织新编的义务教育道德与法治、语文、历史教材，并要求2017年9月起在全国投入使用。根据三科教材统编统用、3年实现全覆盖的要求，2017年秋季学期，全国所有地区小学一年级和初中一年级使用统编教材，2018年覆盖小学初中一、二年级，2019年所有年级全部使用统编教材。

以《语文》教科书为例，在教育部统编以前，我国义务教育阶段各科教材实行“一纲多本”政策，全国小学《语文》教科书有12种版本，初中《语文》教科书有8种版本。

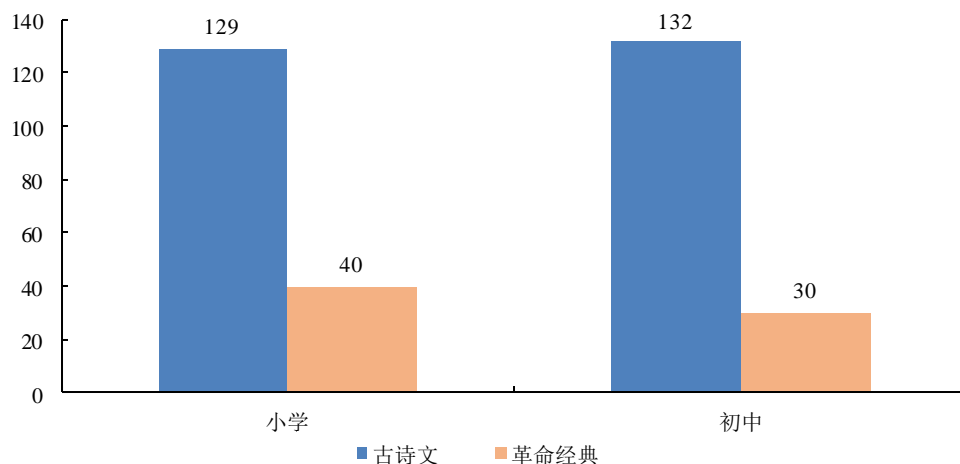
表 9：《语文》教科书 2017 年之前多个版本在全国各省使用

《语文》版本	使用区域
人教版	山东、山西、陕西、安徽、海南、新疆、广东、湖北、哈尔滨、吉林、北京、河南、河北、重庆、贵州、云南、湖南、甘肃、四川、西藏、广西、江西等
苏教版	山东、山西、陕西、安徽、海南、福建、江苏、广东、湖北、哈尔滨、贵州、云南、湖南、甘肃、广西、江西等
北师大	山东、陕西、安徽、新疆、广东、哈尔滨、深圳、北京、河南、河北、贵州、甘肃、四川、江西等

资料来源：百度百科，东兴证券研究所

新版《语文》教科书注重文化自信。新版《语文》有两个变化：增加古诗文数量，小学语文教科书古诗文 129 篇、初中语文教科书 132 篇；强调革命传统教育，新版教科书收录增加革命经典文章，小学 40 篇，初中 30 篇，并要求学生课外阅读《红星照耀中国》《长征》《红岩》《钢铁是怎样炼成的》等红色经典名著。新版《语文》增加古诗文教学、增加优秀传统文化内容所占比重，是强调对优秀传统文化的传承。

图 19：中小学《语文》教科书中古诗文和革命经典文章数量



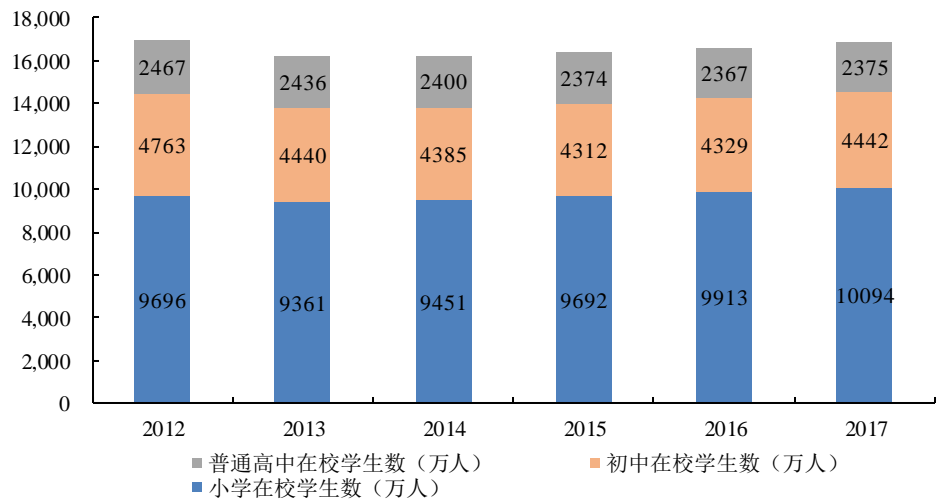
资料来源：教育部，东兴证券研究所

3.3.2 新版《语文》激活课外阅读市场

新版《语文》中课外阅读重要性提升。名著导读列入单元学习课程，并纳入中考语文考试的范围，激活课外阅读市场。

根据国家统计年鉴，2017年全国初中、小学在校学生合计1.45亿人，其中小学在校学生数量10094万人，初中在校学生数4442万人。

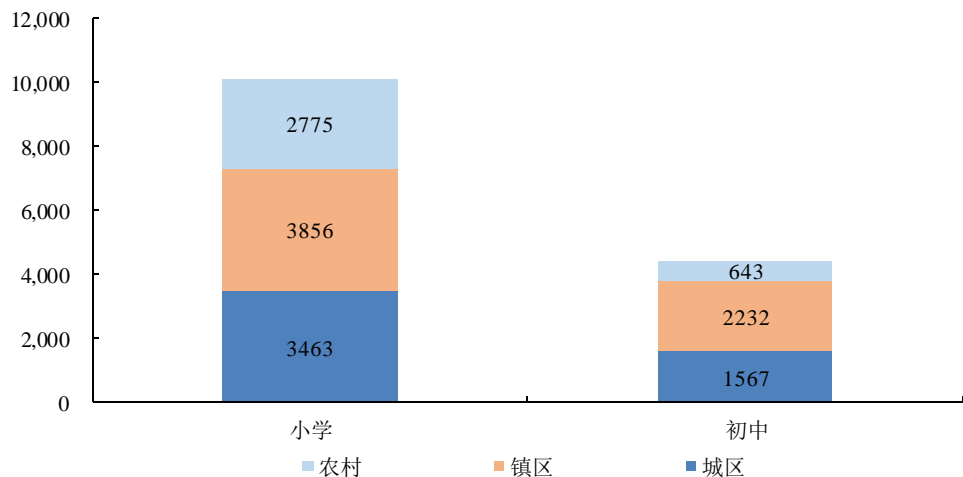
图 20：2012-2017 年国内中小学生在人数



资料来源：国家统计年鉴，东兴证券研究所

2017 年全国小学在校学生数量 10094 万人，其中城区 3463 万人、镇区 3856 万人、农村 2775 万人；2017 年全国初中在校学生数量 4442 万人，其中城区 1567 万人、镇区 2232 万人、农村 643 万人。

图 21：2017 年国内中小学生在区域分布 (万人)



资料来源：国家统计年鉴，东兴证券研究所

假设：1) 小学和初中课外阅读图书购买率：城区、镇区和农村分别为 80%、60%、40%；2) 小学和初中的学生人均消费：小学单个学生在城区、镇区和农村分别为 100 元、50 元、25 元，初中单个学生在城区、镇区和农村分别为 120 元、60 元、30 元。

可以测算，课外阅读潜在市场规模 65.90 亿元。

表 10：中小學生课外阅读市场空间测算

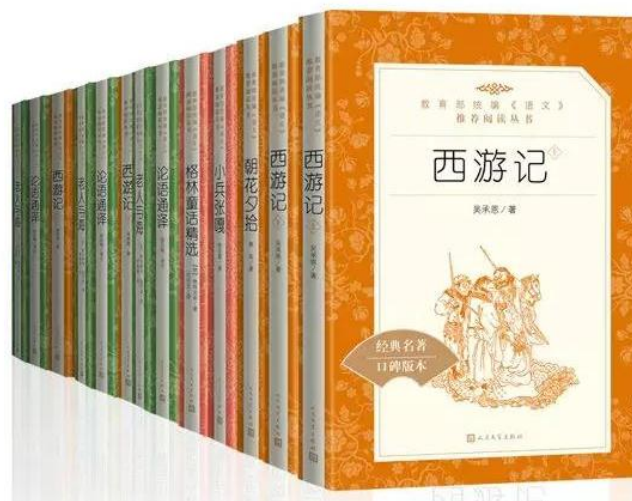
	城区	镇区	农村
小学在校学生人数（万人）	3463	3856	2775
初中在校学生人数（万人）	1567	2232	643
小学课外读物购买率	80%	60%	40%
初中课外读物购买率	80%	60%	40%
小学单人课外读物支出（元）	100	50	25
初中单人课外读物支出（元）	120	60	30
小学课外读书市场（亿元）	27.70	11.57	2.78
初中课外读书市场（亿元）	15.04	8.04	0.77
合计	42.75	19.60	3.55

资料来源：国家统计局年鉴，东兴证券研究所

中国出版受益于新版《语文》教科书。根据新版《语文》教科书教学要求，人民文学出版社配套出版“教育部统编《语文》推荐阅读丛书”，收入图书 137 种，均为中小学语文课程标准和教育部统编语文教材推荐阅读书目，基本能满足学生从小学到高中整个成长过程中的阅读需要。

人民文学出版社拥有雄厚的作者资源和版本资源优势。出版社拥有多种专有版权图书，如俞平伯、启功校注本《红楼梦》，郭沫若《女神》，茅盾《子夜》，巴金《家》，钱钟书《围城》，杨绛译《堂吉珂德》，吴钧燮译《简·爱》等。

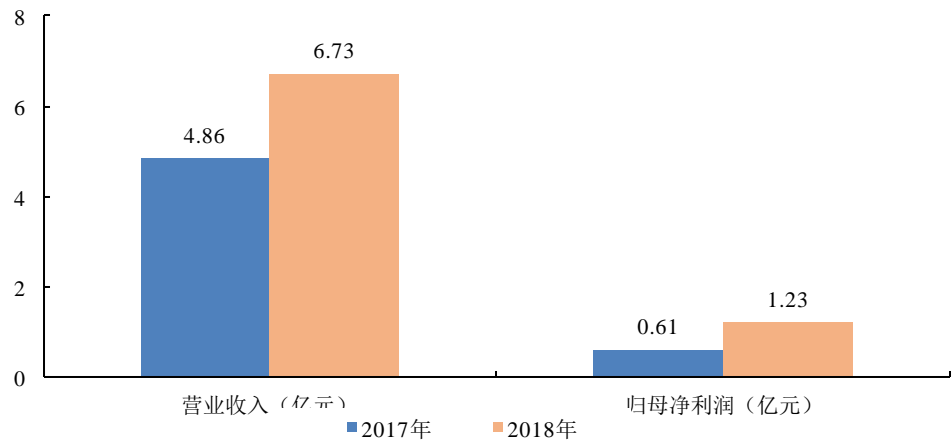
图 22：人民文学出版社推出《教育部统编语文推荐阅读丛书》



资料来源：人民文学出版社，东兴证券研究所

受益于课外阅读读物市场需求增加，人民文学出版社收入和业绩大幅增长。2018年，人民文学出版社实现收6.73亿元，同比增长38.48%，归母净利润1.23亿元，同比增长101.64%。

图 23：2017-2018 年人民文学出版社收入及归母净利润



资料来源：公告，东兴证券研究所

3.4 核心逻辑 4：承担文化输出使命，国际市场开拓能力持续增强

政策鼓励出版企业承担文化输出重任。国家新闻出版广电总局大力推动出版物走出去，并出台《对外专项出版领域积极探索实行特殊管理股制度》，重点扶持一批外向型骨干企业，鼓励多种所有制出版企业以资本为纽带，通过合资、合作、参股、控股等方式，到境外建社建站、办报办刊、开厂开店，扩大境外投资，输出重点产品；

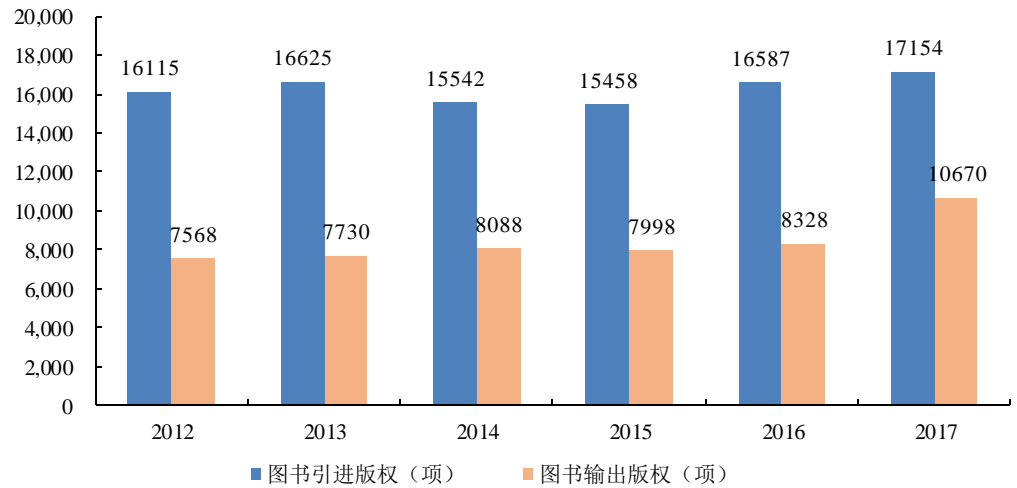
在《大力推动出版物走出去》文件中，“走出去三大工程”申报重点共 10 类，包括：深入宣介习近平新时代中国特色社会主义思想图书、深入宣介党的十九大精神图书、抓好纪念改革开放 40 周年图书翻译出版、主题类图书、文化类图书、文艺类图书、哲学社会科学类图书、科技类图书、少儿类图书、汉语教材。

表 11：2016 年以来国家新闻出版广电总局发布关于出版行业的政策汇总

时间	发布机构	文件名称	具体内容
2016-06-02	国家新闻出版广电总局	《对外专项出版领域积极探索实行特殊管理股制度》	1) 民营文化企业可自愿选择与具有主管主办资质、外文出版能力的国有出版单位合作，共同投资设立一家有限责任公司从事对外专项出版业务，出版面向境外市场销售的外语类图书、音像制品、电子出版物等； 2) 民营资本可绝对控股，国有出版单位作为特殊管理股股东，在选题策划等内容设置和把握上具有特殊权利，在其他方面则基本等同于普通股东；
2018-01-22	国家新闻出版广电总局	《大力推动出版物走出去》	“走出去三大工程”申报重点共 10 类，包括：深入宣介习近平新时代中国特色社会主义思想图书、深入宣介党的十九大精神图书、抓好纪念改革开放 40 周年图书翻译出版、主题类图书、文化类图书、文艺类图书、哲学社会科学类图书、科技类图书、少儿类图书、汉语教材。

资料来源：国家新闻出版广电总局，东兴证券研究所

图书版权对外输出数量逐年增长。2012-2017 年，图书版权对外输出数量逐年增加，由 2012 年 7568 项增加至 2017 年年 10670 项，逐步缩小图书版权引进差距。

图 24：2012-2017 年图书版权引进和输出情况


资料来源：国家统计局年鉴，东兴证券研究所

中国出版主动服务文化输出大局，海外市场开拓能力逐年增强。2018 年公司重要成绩如下：

(1) “一带一路”合作不断深化。启动中东欧汉语教材编写重大项目，与缅甸达成经典互译项目意向，与埃及、伊朗、阿联酋达成多项词典合作意向，《重启改革议程》《中国文化的根本精神》等输出沿线多国。在古巴、秘鲁推广《大中华文库》西语版，在意大利、西班牙、奥地利推广儿童书和学术书；

(2) 名家名作海外推广顺利。在海外书展通过签约、签售、研讨等形式，推广曹文轩系列作品、《于丹〈论语〉心得》、董卿《朗读者》以及常怡《故宫里的大怪兽》等当代名家名作，合计 31 种版权输出到 22 个国家和地区；

(3) 走出去领先优势更加明显。“外国人写作中国计划”签约 18 名作者，“中国著名企业家和企业”首辑输出 12 个语种，“商务品牌辞书海外推广项目”启动翻译工作，“中国百科进美国”数据库建设接近尾声。76 个项目入选丝路书香工程、经典中国项目、国际传播能力建设项目。版权输出 1058 项，保持全国领先。

表 12：2018 年国内图书版权输出数量和公司版权输出数量

项目	数量 (项)
全国版权输出数量	10670
公司版权输出数量	1058
占比	9.92%

资料来源：国家统计局年鉴，公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

核心假设：

- 1) 2019-2021 年，在一般图书业务驱动下，公司出版主营业务保持 12%-14% 增速；
- 2) 2019-2021 年，公司发行业务、物资业务、印刷业务保持稳定增长；

表 13：2016-2021E 公司分业务营收预测

单位：亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41.57	46.97	53.31	59.91	67.74	75.90
yoy	1.39%	12.99%	13.50%	12.38%	13.08%	12.03%
出版业务	28.59	33.17	37.34	42.33	48.07	54.29
yoy	2.44%	16.02%	12.57%	13.37%	13.55%	12.95%
发行业务	4.75	4.28	4.34	4.73	5.18	5.61
yoy	-5.19%	-9.89%	1.40%	8.87%	9.53%	8.31%
物资供应业务	3.69	4.79	6.41	7.69	9.23	10.61
yoy	44.14%	29.81%	33.82%	20%	20%	15%
印刷业务	2.41	1.99	2.06	2.16	2.27	2.38
yoy	7.59%	-17.43%	3.52%	5%	5%	5%
其他业务	0.51	0.83	1.13	1.00	1.00	1.00

资料来源：公告，东兴证券研究所

根据以上假设，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 59.91 亿元、67.74 亿元、75.90 亿元，同比增长 12.38%、13.08%、12.03%，净利润分别为 7.10 亿元、8.07 亿元、8.96 亿元，同比增长 17.98%、13.72%、11.01%。

表 14：2016-2021E 公司营收及净利润预测

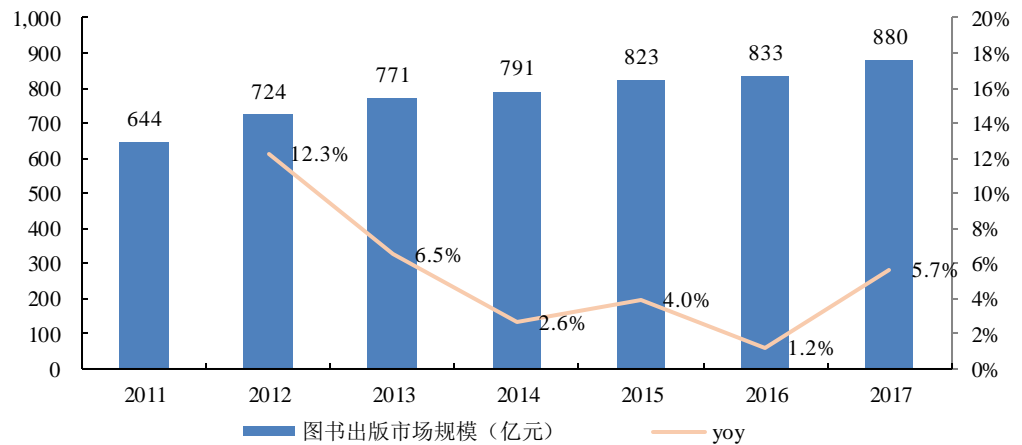
单位：亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41.57	46.97	53.31	59.91	67.74	75.90
增长率 (%)	1.39%	12.99%	13.50%	12.38%	13.08%	12.03%
归母净利润	5.81	5.31	6.02	7.10	8.07	8.96
增长率 (%)	-11.57%	-8.61%	13.31%	17.98%	13.72%	11.01%

资料来源：东兴证券研究所

4.2 成长空间预测

图书出版市场保持平稳增长。根据国家新闻出版署每年发布的《新闻出版产业分析报告》，全国图书出版市场稳定增长，2017年，图书出版市场规模达到880亿元，同比增长6%。

图 25：2011-2017 年国内图书出版市场规模



资料来源：国家新闻出版署，东兴证券研究所

一般图书市场具有更高的成长性。我们统计了2015-2018年中国出版在内15家出版上市公司的出版业务和发行业务情况。可以看到：1) 出版和发行板块增速平稳；2) 一般图书市场增速较高，且具有弹性。

表 15：2015-2018 年 A 股 15 家出版上市出版业务和发行业务合计收入

单位：亿元	2015	2016	2017	2018
出版业务	229	239	267	285
yoy	6.85%	4.44%	11.91%	6.78%
一般图书	82	92	109	124
yoy	12.23%	11.51%	18.14%	13.77%
教材教辅	131	133	147	154
yoy	5.01%	2.18%	10.13%	4.67%
发行业务	401	431	461	495
yoy	5.71%	7.41%	6.89%	7.47%

资料来源：公告，东兴证券研究所

一般图书出版行业竞争格局相对稳定，公司市占率大幅领先。我们统计了A股15家出版（拟）上市企业2014-2018年图书出版业务收入，可以看到：1) 市场集中度相对集中，2014-2018年CR5基本稳定在64%-67%；2) 中国出版一般图书市占率领先优势显著，2014-2018年，中国出版市占率稳定在22%-26%，全行业领先。

表 16：2014-2018 年 15 家出版企业一般图书出版业务收入规模

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018
中国出版	18.92	20.89	22.26	24.50	27.97
凤凰传媒	10.70	13.78	14.26	14.06	13.62
中文传媒	8.00	8.93	10.83	12.90	14.07
中信出版	3.81	5.14	7.16	9.65	12.78
长江传媒	7.20	7.65	7.82	8.85	10.67
新经典	4.30	5.21	5.97	8.31	8.19
新华文轩	2.31	2.42	2.97	5.76	7.86
时代出版	3.22	3.52	3.63	4.56	4.78
中南传媒	4.54	4.55	4.69	4.39	5.10
山东出版	2.85	2.98	3.36	3.88	4.75
出版传媒	1.52	1.49	1.85	3.48	3.76
城市传媒	1.97	2.07	2.41	2.76	3.06
南方传媒	1.58	1.78	2.01	2.53	3.02
中原传媒	2.02	1.56	2.23	2.35	3.00
读者传媒	0.50	0.44	0.46	0.58	0.88
合计	73.43	82.41	91.90	108.56	123.51
CR1	25.76%	25.35%	24.22%	22.57%	22.65%
CR3	51.23%	52.90%	51.52%	47.40%	45.06%
CR5	66.22%	68.43%	67.82%	64.44%	64.05%

资料来源：公告，东兴证券研究所

公司主营业务增长依靠一般图书业务驱动。这一点与省级出版集团有较大区别，省级出版上市公司主营业务以教材教辅为主，依靠本身新华书店发行渠道。

假设：从乐观、中性、悲观三种情形预测中国出版一般图书业务增速；

我们中性预计，2030 年中国出版一般图书的出版业务收入规模 88-109 亿元，是 2018 年一般图书收入规模的 3.15 倍-3.90 倍。

表 17：2030 年中国出版出版业务收入规模预测

	中国出版一般图书业务增速	一般图书业务收入规模（亿元）
乐观	16%	166
	14%	135
中性	12%	109
	10%	88
悲观	8%	70
	6%	56

资料来源：东兴证券研究所

4.3 估值

4.3.1 PE 估值

受益于主题出版和语文课外阅读两类图书销售良好，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 59.91 亿元、67.74 亿元、75.90 亿元，同比增长 12.38%、13.08%、12.03%，净利润分别为 7.10 亿元、8.07 亿元、8.96 亿元，同比增长 17.98%、13.72%、11.01%。

由于公司每年资产减值和政府补助存在波动，导致公司净利率不稳定，因此我们对公司的市值与净利率及市盈率进行敏感性分析，按照我们对公司的盈利预测，2021 年公司营业收入为 75.90 亿元，在中性情况下，预计公司的市值 182-209 亿元。

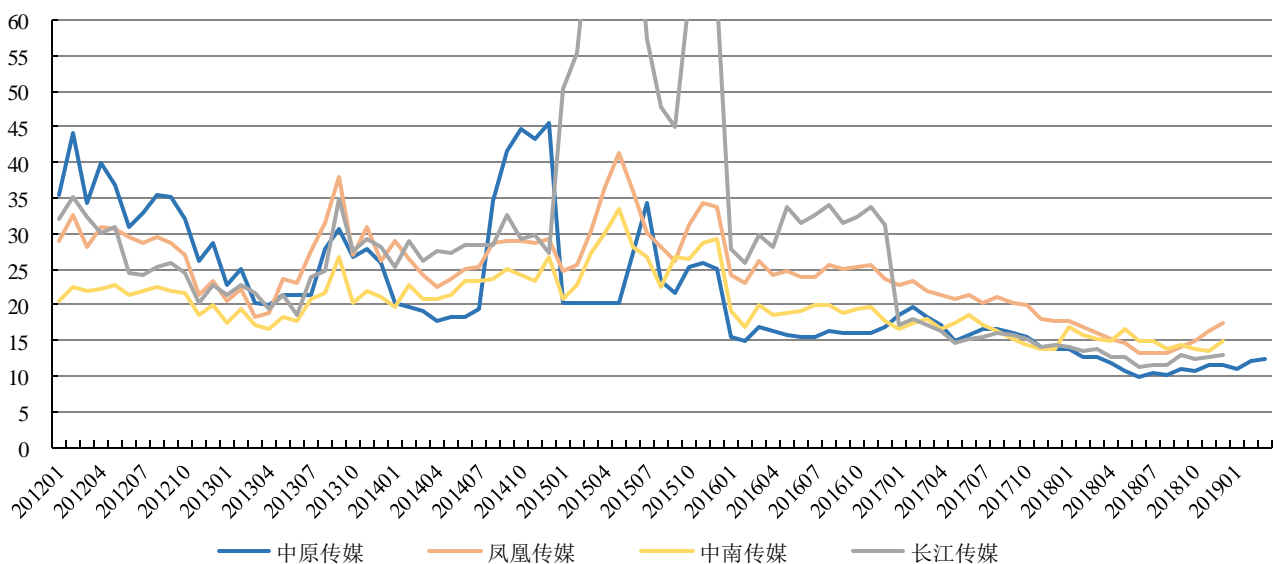
表 18：市值与净利率及市盈率敏感性分析（2021 年）

		净利率					
		11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
市 盈 率	16X	134	140	146	152	158	164
	18X	150	157	164	171	178	184
	20X	167	175	182	190	197	205
	22X	184	192	200	209	217	225
	24X	200	209	219	228	237	246
	26X	217	227	237	247	257	266

资料来源：公告，东兴证券研究所

目前出版板块估值处于历史地位。参考四家同类出版企业 2012 年至今的静态市盈率，出版行业静态市盈率的中枢估值在 20X。

图 26：2012-2019 年出版企业静态市盈率（PE）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.3.2 PB 估值

出版上市公司账上现金充沛，PE 估值法没有对这块资产估值。因此，我们采用市净率估值对公司进行估值。

我们对公司的市值与净资产及市净率进行敏感性分析，在中性情况下，预计公司的市值 231-276 亿元。

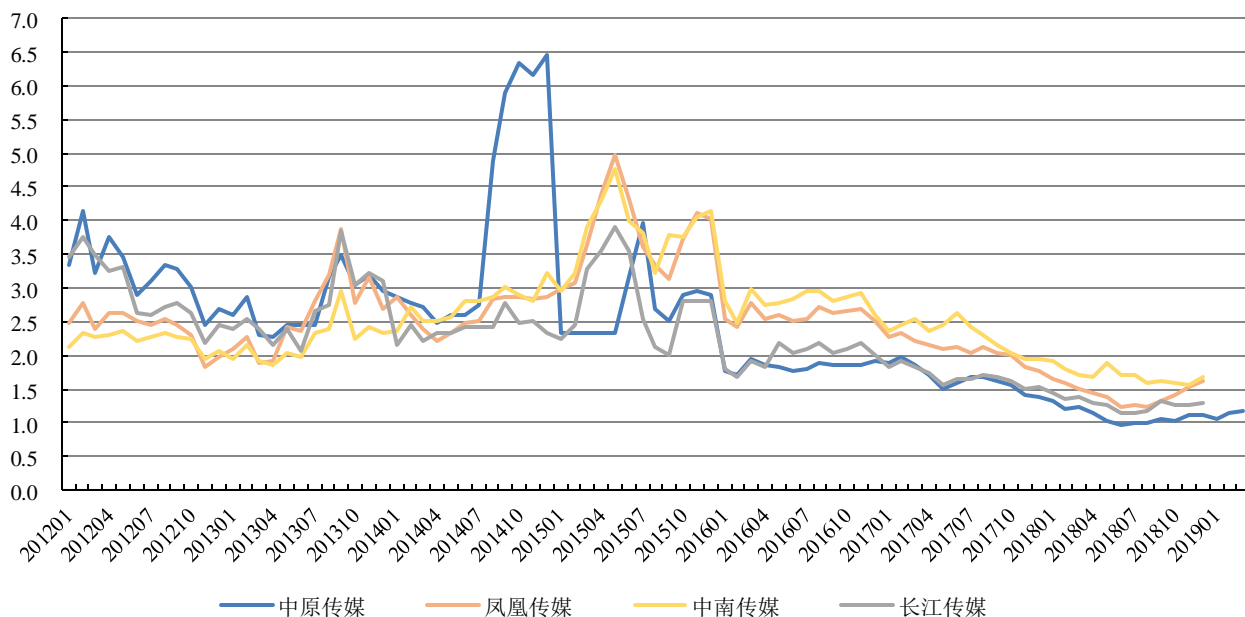
表 19：市值与净资产及市净率敏感性分析（2021 年）

		净资产（亿元）					
		95	100	105	110	115	120
市 净 率	1.5	150	158	165	173	180	158
	1.8	180	189	198	207	216	177
	2.1	210	221	231	242	252	197
	2.4	240	252	264	276	288	217
	2.7	270	284	297	311	324	237
	3.0	300	315	330	345	360	256

资料来源：公告，东兴证券研究所

参考四家同类出版企业 2012 年至今的静态市净率，出版行业静态市净率的中枢估值在 2.0X。

图 27：2012-2019 年出版企业静态市净率（PB）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.3.3 PS 估值

出版企业出版和发行的图书产品面向大众消费者，属于消费行业。销售规模和市占率体现了公司的产品竞争力和市场地位，因此市销率估值也是可以参考的估值方法。

我们对公司的市值与营业收入及市销率进行敏感性分析，在中性情况下，预计公司的市值 188-240 亿元。

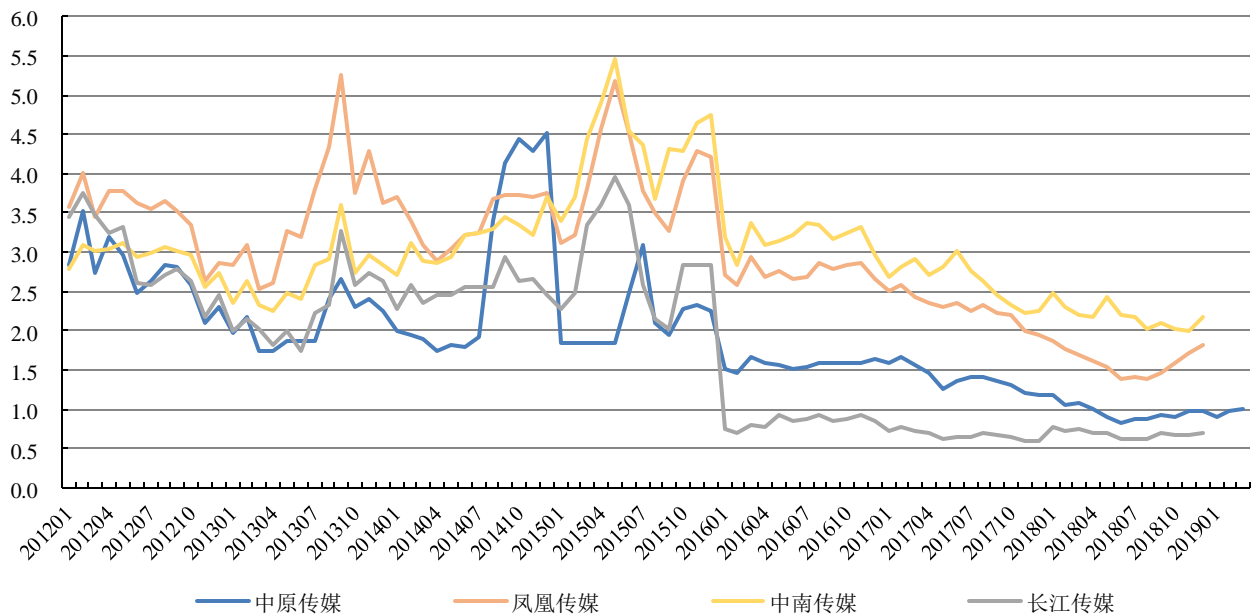
表 20：市值与收入及市销率敏感性分析（2021 年）

		营业收入（亿元）					
		65	70	75	80	85	90
市 销 率	1.5	98	105	113	120	128	135
	2.0	130	140	150	160	170	180
	2.5	163	175	188	200	213	225
	3.0	195	210	225	240	255	270
	3.5	228	245	263	280	298	315
	4.0	260	280	300	320	340	360

资料来源：公告，东兴证券研究所

参考四家同类出版企业 2012 年至今的静态市净率，出版行业静态市销率的中枢估值在 2.5X。

图 28：2012-2019 年出版企业静态市销率（PS）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.4 投资评级

我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 7.10 亿元、8.07 亿元、8.96 亿元，同比增长 14.70%、13.72%、11.01%。对应 PE 分别为 16X、14X、13X。基于公司较高的成长速度和空间，给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 7.80 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

税收优惠政策变化带来的风险；数字出版技术带来的冲击；图书选题风险；业绩波动风险。

表 21: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	8241	9026	9602	10627	11555	营业收入	4697	5331	5991	6774	7590
货币资金	4777	4561	4089	3883	3532	营业成本	3097	3559	4006	4532	5070
应收账款	644	666	749	846	948	营业税金及附加	35	34	42	47	53
其他应收款	46	57	64	72	81	营业费用	407	450	500	564	630
预付款项	335	347	372	393	421	管理费用	810	793	929	1050	1176
存货	2374	2789	3140	3552	3973	财务费用	3	-11	5	5	5
其他流动资产	42	602	1184	1875	2594	资产减值损失	86.37	115.35	120.00	120.00	110.00
非流动资产合计	2690	2699	4530	6385	8358	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7	6	10	10	10	投资净收益	94.42	114.70	340.00	370.00	370.00
固定资产	1153.61	1091.46	984.12	891.26	810.94	营业利润	565	660	729	826	916
无形资产	652	698	2628	4566	6609	营业外收入	17.57	12.83	20.00	20.00	22.50
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	10.34	20.15	2.50	1.00	0.00
资产总计	10931	11725	14132	17011	19913	利润总额	573	653	747	845	938
流动负债合计	3051	3096	4968	7243	9472	所得税	47	34	37	38	42
短期借款	253	30	1625	3527	5376	净利润	526	619	710	807	896
应付账款	1565	1698	1885	2132	2385	少数股东损益	-5	17	0	0	0
预收款项	417	525	615	734	858	归属母公司净利润	531	601	710	807	896
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1306	1433	952	1227	1497
非流动负债合计	1236	1533	1534	1534	1534	EPS (元)	0.34	0.33	0.39	0.44	0.49
长期借款	2	224	224	224	224	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4287	4628	6503	8777	11006	成长能力					
少数股东权益	914	958	958	958	958	营业收入增长	12.99%	13.52%	12.37%	13.08%	12.03%
实收资本 (或股)	1823	1823	1823	1823	1823	营业利润增长	73.77%	16.74%	10.51%	13.23%	10.84%
资本公积	1167	1169	1169	1169	1169	归属于母公司净利润	7.51%	4.65%	17.98%	13.72%	11.01%
未分配利润	2734	3158	3584	4068	4605	获利能力					
归属母公司股东	5729	6139	6785	7390	8062	毛利率 (%)	34.05%	33.25%	33.14%	33.11%	33.20%
负债和所有者权	10931	11725	14132	17011	19913	净利率 (%)	11.19%	11.60%	11.85%	11.91%	11.80%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	4.85%	5.13%	5.02%	4.74%	4.50%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	9.26%	9.80%	10.46%	10.92%	11.11%
经营活动现金流	341	633	-50	152	424	偿债能力					
净利润	526	619	710	807	896	资产负债率 (%)	39%	39%	46%	52%	55%
折旧摊销	737.40	783.43	74.79	132.86	120.32	流动比率	2.70	2.92	1.93	1.47	1.22
财务费用	3	-11	5	5	5	速动比率	1.92	2.01	1.30	0.98	0.80
应收账款减少	0	0	-82	-98	-102	营运能力					
预收帐款增加	0	0	89	120	124	总资产周转率	0.47	0.47	0.46	0.44	0.41
投资活动现金流	-133	-3786	-2328	-2550	-2890	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.03	3.27	3.34	3.37	3.36
长期股权投资减	0	0	-4	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	94	115	340	370	370	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.33	0.39	0.44	0.49
筹资活动现金流	1218	-147	1412	1696	1619	每股净现金流 (最新)	0.78	-1.81	-0.53	-0.39	-0.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	3.14	3.37	3.72	4.05	4.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	365	0	0	0	0	P/E	18.51	18.85	15.97	14.05	12.65
资本公积增加	781	1	0	0	0	P/B	1.98	1.85	1.67	1.53	1.41
现金净增加额	1426	-3300	-966	-702	-847	EV/EBITDA	5.22	4.91	9.56	9.13	8.95

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。