

中信出版 (300788.SZ)

新股覆盖研究

传媒 | 平面媒体 III

出版发行稳步增长，线下入口打开知识服务与文 化消费空间

主要看点

- ◆ **中信出版：全牌照大众出版龙头：**公司前身中信出版社成立于1988年，具有出版、发行、零售全牌照，自成立以来经历了以商业精品书为核心、向大众出版领域拓展、向知识服务与创意传播公司转型的三大发展阶段。目前主营图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务，其中图书出版与发行占比最高，2018年贡献了公司78%的营收、77%的毛利。
- ◆ **经管类图书出版第一品牌：**根据开卷信息的统计数据，2018年公司在整体图书零售市场的码洋占有率为2.47%，排名第2位；在经管图书市场实体书店码洋占有率达20.08%、网上书店码洋占有率15.3%，均居首位，公司已成为经管类图书市场的第一品牌，同时在传记类、学术文化类、心理自助类保持了前五名的市占率。
- ◆ **按渠道分，线上渠道高增长带动公司图书销售收入的稳步增长：**2017年、2018年公司线上渠道的图书销售收入分别增长51.14%、50.61%，带动公司整体图书销售收入同比增长30.46%、30.03%。线上渠道销售中，目前互联网电商平台运营商开展的代销模式收入占比较高，但直销模式的收入占比正在逐年提升。自开始探索线上直销模式以来，公司入驻天猫、京东等第三方互联网电商平台并开设中信出版社旗舰店和中信书店专营店，以销售本公司出版图书为主，实现了该模式下销售收入的快速增长。
- ◆ **以中信书店为入口，提升公司知识服务与创意传播价值：**中信书店以智能化服务为依托，建立以各类图书销售为主，同时涉及互联网创意产品、国际优质文具、生活杂货、收藏和装饰、家庭生活集市、运动产品等丰富内容的新业态店面。截至2018年末，公司拥有机场店57家、写字楼店12家、城市店18家。未来中信书店将进一步扩展商务生活店、城市文化体验店和大型主题店，以垂直内容聚合人群。
- ◆ **投资建议：**公司2019年7月19日收盘价对应的P/S (TTM)、P/E (TTM)分别为4.59x、36.26x；从成长性和盈利能力看，公司2016-2018年收入、利润规模增速较快，且毛利率和净利率水平相对较高，我们看好公司大众出版领域的领先地位，以及以中信书店为入口的知识服务与文化消费前景，建议投资者积极关注。
- ◆ **风险提示：**中信书店快速扩张的风险、实体书店销售码洋下降风险、纸张成本攀升风险、宏观经济增速下行风险

公司近3年收入和利润情况

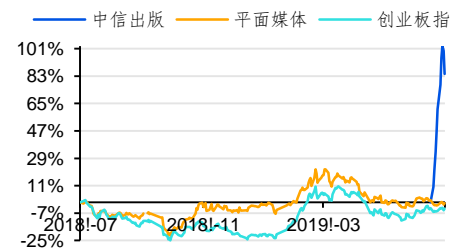
会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	977.08	1,271.39	1634.2
同比增长(%)	28.92%	30.12%	28.54%

股价(2019-07-19) 39.42元

交易数据

总市值(百万元)	7,495.77
流通市值(百万元)	1,873.94
总股本(百万股)	190.15
流通股本(百万股)	47.54
12个月价格区间	17.82/44.00元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.9	10.13	1.38
绝对收益			

分析师

 付宇娣
 SAC 执业证书编号：S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

 宋怡萱
 SAC 执业证书编号：S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

营业利润(百万元)	108.15	192.42	201.3
同比增长(%)	21.78%	77.92%	4.62%
净利润(百万元)	126.39	181.36	206.7
同比增长(%)	25.09%	43.48%	13.97%
每股收益(元)	0.93	1.27	1.45

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、公司概况.....	4
(一) 历史沿革	4
(二) 股权结构	5
(三) 主营业务	5
(四) 经营业绩	7
二、行业分析.....	9
三、可比公司估值与财务数据比较.....	10
四、风险提示.....	11

图表目录

图 1: 历史沿革	4
图 2: 股权结构	5
图 3: 公司 2018 年营收构成情况	5
图 4: 公司 2018 年毛利构成情况	5
图 5: 公司 2016-2018 年营收构成情况	6
图 6: 各项业务毛利率变动情况	6
图 7: 2018 年整体图书市场出版社码洋占有率	6
图 8: 2018 年经济与管理图书市场 (实体书店) 出版社码洋占有率	7
图 9: 2018 年经济与管理图书市场 (网上书店) 出版社码洋占有率	7
图 10: 2016-2018 年公司营业收入 (万元) 及同比增速	8
图 11: 2016-2018 年公司归母净利润 (万元) 及同比增速	8
图 12: 2016-2018 年公司费用率变动情况.....	8
图 13: 2016-2018 年公司盈利水平变动情况	8
图 14: 2016-2018 年公司资产负债率情况	9
图 15: 2016-2018 年公司流动比率和速动比率情况	9
图 16: 新闻出版产业营业收入增长情况	9
图 17: 数字出版营业收入增长情况	9
图 18: 实体书店销售码洋增长情况	10
图 19: 线上渠道销售码洋增长情况	10
表 1: 公司图书销售收入 (按线上、线下分)	6
表 2: 中信书店线下门店经营情况	7
表 3: 可比公司财务数据	10
表 4: 可比公司估值指标 (对应 2019 年 7 月 19 日收盘价)	11

一、公司概况

公司前身中信出版社成立于 1988 年，隶属于中国中信集团有限公司，2008 年改制为中信出版股份有限公司，2013 年发展成为中信出版集团，具有国家新闻出版总署颁发的出版、发行、零售全牌照，主营图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务。

（一）历史沿革

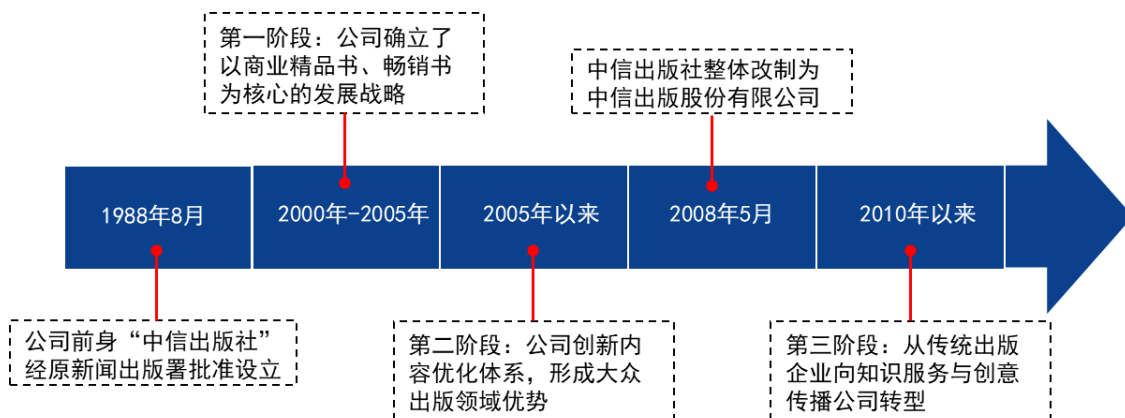
公司前身“中信出版社”经原新闻出版署于 1988 年 8 月批准设立，于 1993 年 2 月 16 日登记注册为全民所有制企业，主办单位为中国国际信托投资公司；2008 年 5 月，中信出版社整体改制为中信出版股份有限公司，由中国中信集团公司和中信投资控股有限公司分别持股 95%、5%。公司经营理念主要经历以下三个阶段：

2000 年-2005 年，公司确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，引入具有权威性、前瞻性的经管类精品内容，服务于高速发展中的中国经济。在这一阶段，公司推出《谁动了我的奶酪》、《杰克·韦尔奇自传》、《从优秀到卓越》、《基业长青》、《黑天鹅》等一系列代表作品，奠定了公司在经管类图书领域的领先优势。

2005 年以来，创新内容优化体系，形成大众出版领域优势：2005 年以来公司以“我们提供知识、以应对变化的世界”为出版理念，出版领域由经管向大众化方向延伸，逐步覆盖了社科、文学、少儿、生活等领域，公司先后与超过 11,000 位国内外优秀作者建立合作关系，在这一阶段公司的版权储备优势逐渐形成。

第三阶段：以“从中国看世界，把时间变成历史”为发展愿景，从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型：①通过数字出版业务把握移动互联网机遇，力争成为全国最具影响力的数字内容运营商；②布局中信书店，为现代都市人群的工作、休闲、出行需求提供多元化文化消费服务；③通过拓展教育培训、少儿演出、艺术策展等文化增值服务，以更多的体验形式持续为社会大众提供更为优质的知识服务。

图 1：历史沿革

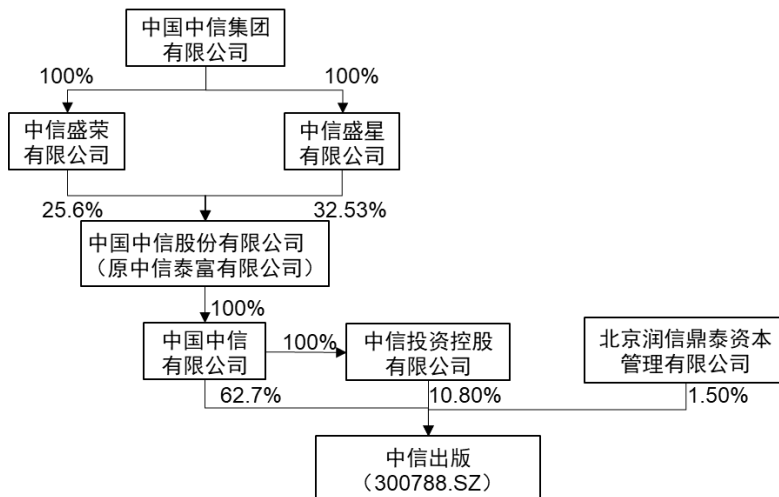


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

(二) 股权结构

公司控股股东为中信有限，实际控制人为中信集团。本次 IPO 完成后，中信有限直接持有公司 62.7% 的股份，中信投资控股持有公司 10.8% 的股份，中信集团通过中信有限及中信投资控股持有中信出版 73.5% 的股份，为公司的实际控制人。

图 2: 股权结构

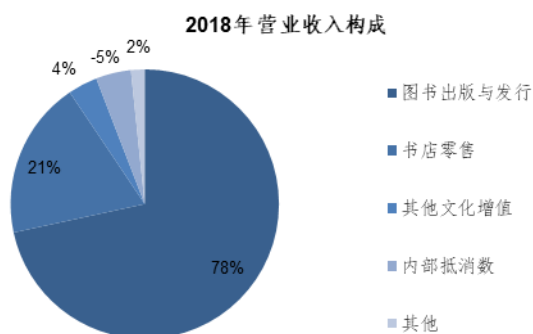


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

(三) 主营业务

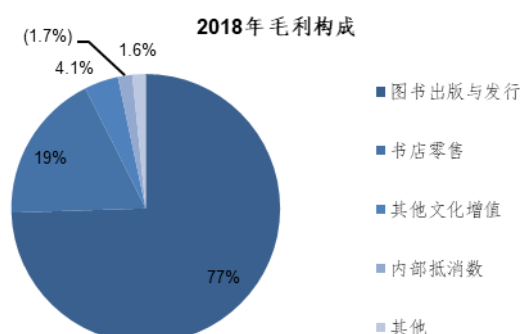
收入构成：公司主营图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务，2018 年图书出版与发行业务贡献 78% 的营收、77% 的毛利，2018 年上述三项主营业务的毛利率依次为 38.6%、35.4% 和 42.6%。

图 3: 公司 2018 年营收构成情况



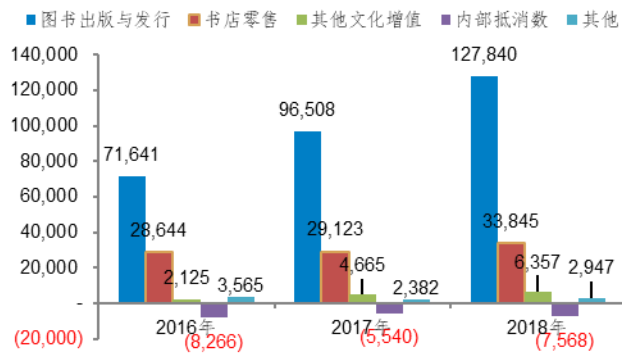
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 4: 公司 2018 年毛利构成情况



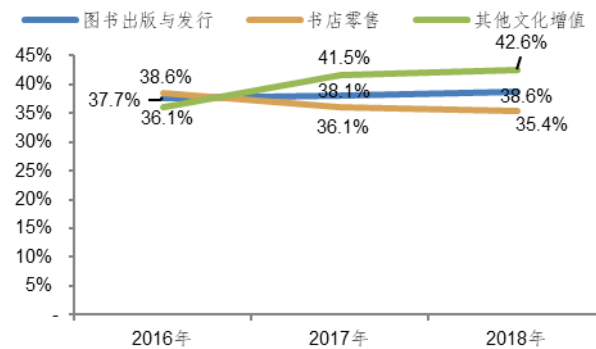
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 5：公司 2016-2018 年营收构成情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 6：各项业务毛利率变动情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

2016-2018 年公司图书销售收入稳步增长，其中线上渠道销售收入增速较高。在线上渠道销售中，互联网电商平台运营商开展代销模式收入占比较高，但直销模式的收入占比正在逐年提升。自开始探索线上直销模式以来，公司入驻天猫、京东等第三方互联网电商平台并开设中信出版社旗舰店和中信书店专营店，以销售本公司出版图书为主，实现了该模式下销售收入的快速增长。

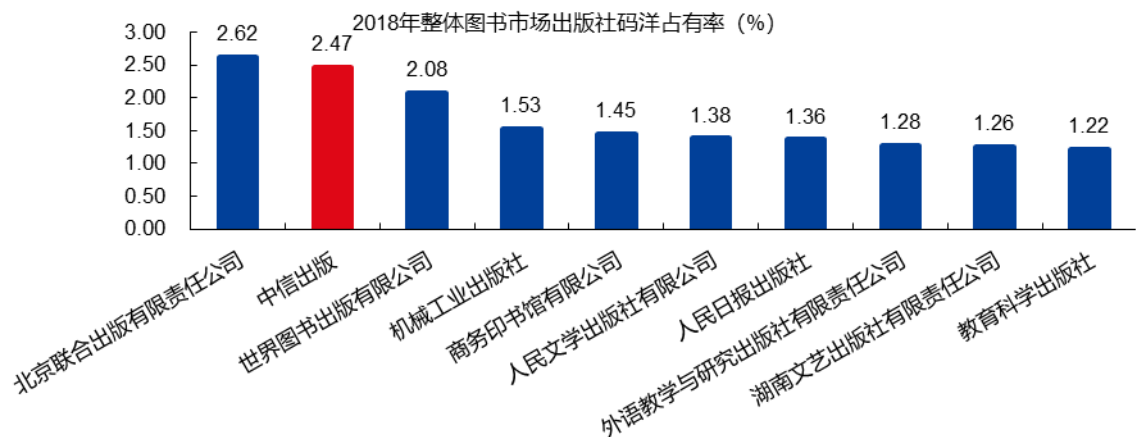
表 1：公司图书销售收入（按线上、线下分）

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度
	金额 (万元)	较上年增长率	金额 (万元)	较上年增长率	金额 (万元)
线上渠道	89,116.65	50.61%	59,168.70	51.14%	39,148.91
线下渠道	50,318.77	4.69%	48,065.39	11.66%	43,047.39
图书销售收入	139,435.41	30.03%	107,234.10	30.46%	82,196.31

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

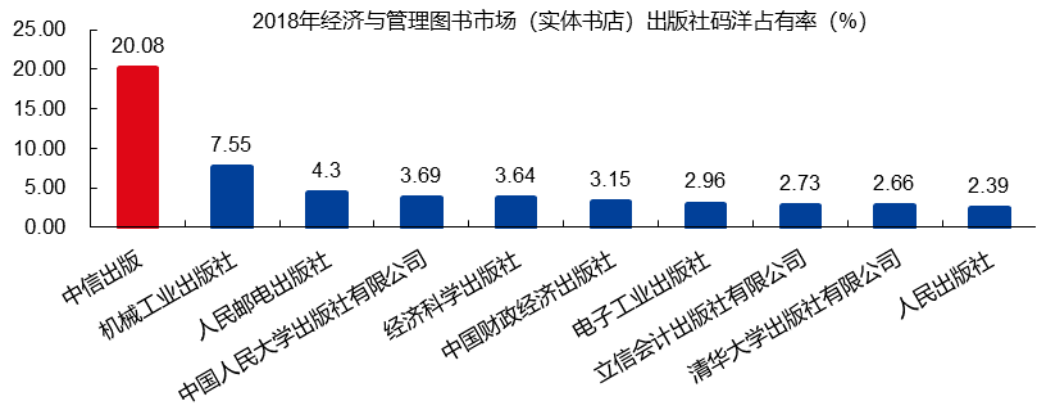
公司在图书零售市场保持较高的市占率。根据开卷信息的统计数据，2018 年公司在整体图书零售市场的码洋占有率为 2.47%，排名第 2 位。公司已成为经管类图书市场的第一品牌，在该领域码洋市场占有率长期保持首位，同时在传记类、学术文化类、心理自助类保持了前五名的市占率。

图 7：2018 年整体图书市场出版社码洋占有率



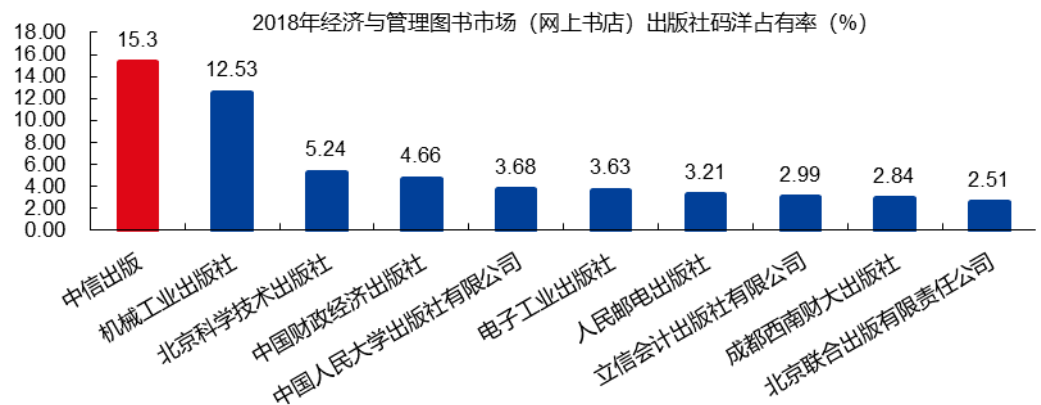
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 8: 2018 年经济与管理图书市场（实体书店）出版社码洋占有率



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 9: 2018 年经济与管理图书市场（网上书店）出版社码洋占有率



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

2018 年，中信书店线下门店数量和经营面积保持增长，其中经营面积增幅较大，主要系本公司新开了部分面积较大的城市店面。由于新开城市店开业时间较短、店面面积较大，加之单店员工人数较多，导致线下门店整体的年均坪效、人效数据较 2017 年度有所下滑。

表 2: 中信书店线下门店经营情况

年份	面积 (m ²)	店面数量	收入金额 (万元)	年均坪效 (万元/m ² /年)	年均人效 (万元/人/年)
2016 年	6,637.32	79	17,307.83	2.76	39.95
2017 年	8,693.72	84	18,056.92	2.89	52.09
2018 年	13,853.17	87	18,018.88	1.45	40.59

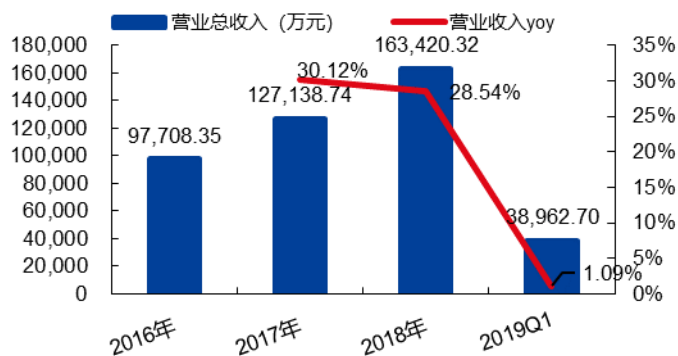
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

(四) 经营业绩

报告期内公司主营业务收入持续增长,2017 年和 2018 年的增长率分别为 32.52%和 28.63%,2016-2018 年归母净利润依次为 1.26 亿元、1.81 亿元和 2.07 亿元,2017 年和 2018 年的增长率分别为 43.48%、13.97%。

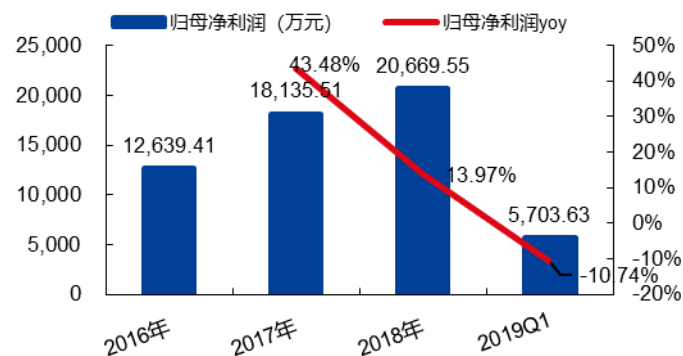
2019H1 业绩预告：公司预计 2019 年上半年实现营业收入 8.33 亿元，同比增长 10%；预计实现净利润 1.16 亿元，同比增长 0.17%；扣非后归母净利润 1.13 亿元，同比增长 5.83%。

图 10: 2016-2018 年公司营业收入（万元）及同比增速



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 11: 2016-2018 年公司归母净利润（万元）及同比增速

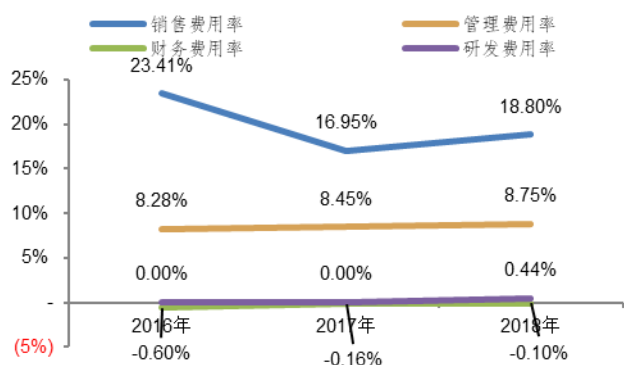


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

2016-2018 年公司综合毛利率分别为 43.45%、40.64%和 40.57%，变动幅度较小，公司主营业务毛利率高于行业平均水平，主要由于单书平均码洋、出版效率等核心指标均处于行业领先水平。

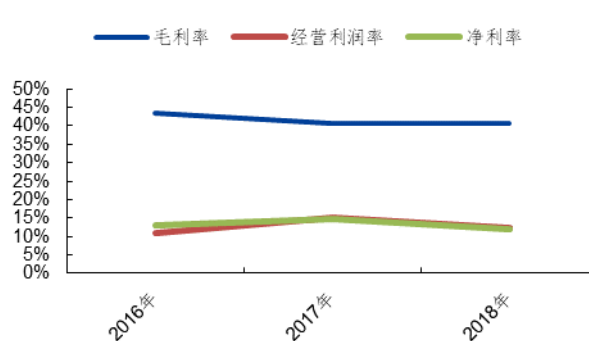
2016-2018 年公司销售费用率分别为 23.41%、16.95%和 18.80%，2017 年销售费用率下降主要由于中信书店首都机场门店在新一轮招标中未能中标，自 2017 年起关闭，从而导致 2017 年租赁费用大幅下降；2016-2018 年公司管理费用率分别为 8.28%、8.45%和 8.75%；2016-2018 年公司财务费用率分别为 -0.60%、-0.16%和 -0.10%；2016-2018 年公司研发费用率分别为 0%、0%和 0.44%，2018 年产生研发费用 724.88 万元，主要用于中信书院 APP 开发。

图 12: 2016-2018 年公司费用率变动情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

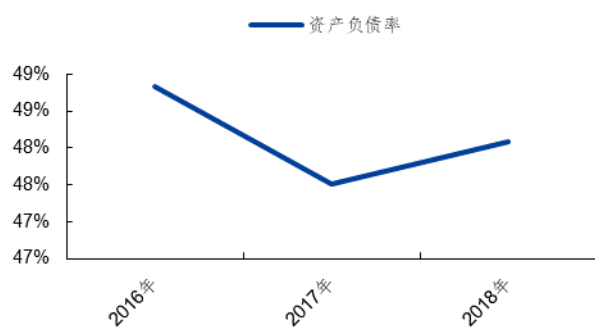
图 13: 2016-2018 年公司盈利水平变动情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

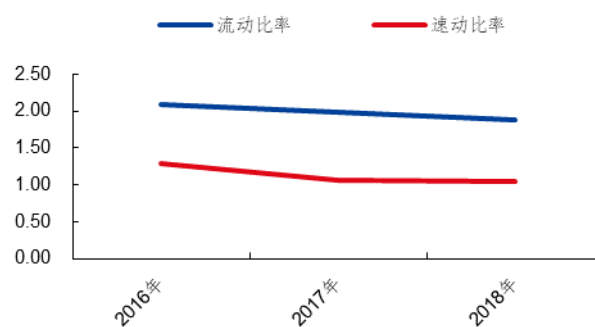
2016-2018 年公司资产负债率分别为 48.83%、47.51%和 48.09%；2016-2018 年公司流动比率分别为 2.09、1.99 和 1.87；2016-2018 年公司速动比率分别为 1.28、1.07 和 1.04。

图 14: 2016-2018 公司资产负债率情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

图 15: 2016-2018 公司流动比率和速动比率情况

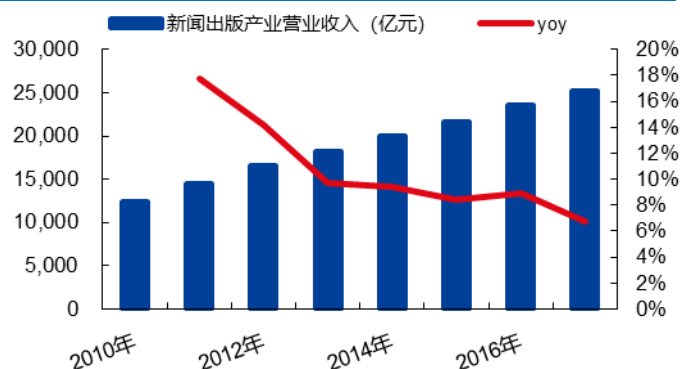


资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

二、行业分析

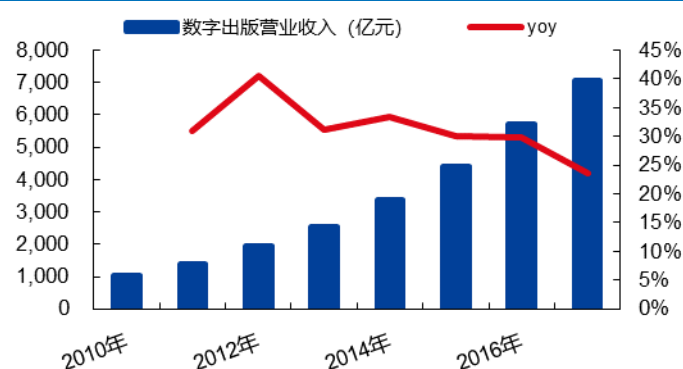
我国新闻出版产业营业收入保持平稳增长,其中数字出版产业保持快速发展势头。2017年,全国出版、印刷和发行服务(不含数字出版)实现营业收入 18,119.2 亿元,较 2016 年增长 4.5%;利润总额 1,344.3 亿元,较 2016 年增长 2.7%。我国数字出版产业依旧保持快速发展势头,2017 年整体收入规模为 7,071.93 亿元,同比增长 23%。

图 16: 新闻出版产业营业收入增长情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

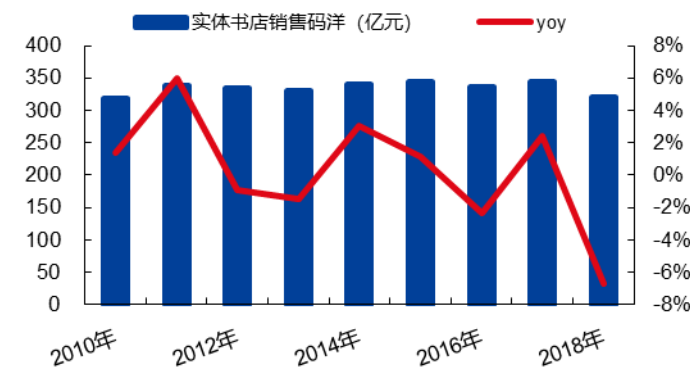
图 17: 数字出版营业收入增长情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

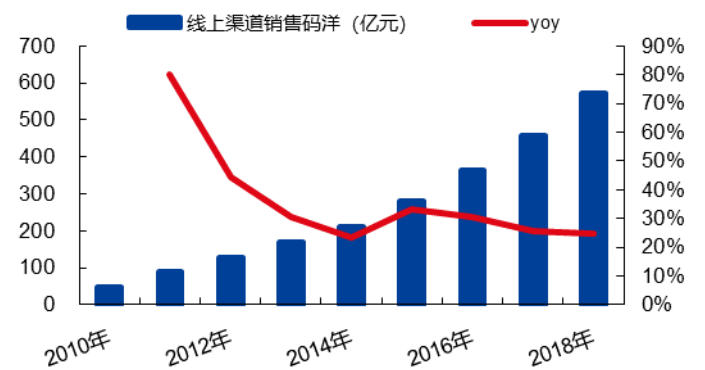
按渠道分,图书的线上销售增速更快。根据开卷信息统计,2018 年全国图书销售码洋达到 894 亿元,其中实体书店销售码洋 321 亿元,较 2017 年下降 6.69%;线上渠道销售码洋约 573 亿元,同比增速约 24.70%,预期未来将保持稳健增长。

图 18: 实体书店销售码洋增长情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

图 19: 线上渠道销售码洋增长情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

出版行业竞争格局: 截至 2017 年末, 全国共有经国家新闻出版行政管理部门或省级新闻出版行政管理部门批准的出版传媒集团 125 家。其中, 图书出版集团 40 家、报刊出版集团 47 家、发行集团 27 家、印刷集团 11 家。

三、可比公司估值与财务数据比较

公司 2019 年 7 月 19 日收盘价对应的 P/S (TTM)、P/E (TTM) 分别为 4.59x、36.26x; 从成长性和盈利能力看, 公司 2016-2018 年收入、利润规模增速较快, 且毛利率和净利率水平相对较高, 我们看好公司大众出版领域的领先地位, 以及以中信书店为入口的知识服务与文化消费前景, 建议投资者积极关注。

表 3: 可比公司财务数据

证券代码	公司简称	2018 年营业收入 (万元)	近两年营收 复合增长率	2018 年归母净利润 (万元)	近两年归母净利润 复合增长率	2018 年 毛利率	2018 年 净利率
000719.SZ	中原传媒	900,112.01	6.81%	73,422.88	4.44%	28.96%	8.24%
002181.SZ	粤传媒	79,711.82	-11.63%	5,454.07	-46.36%	30.54%	6.33%
002599.SZ	盛通股份	184,440.06	47.88%	12,415.42	84.43%	19.82%	6.81%
300654.SZ	世纪天鸿	38,143.67	0.24%	3,180.69	0.78%	29.91%	8.43%
600229.SH	城市传媒	217,016.82	10.61%	34,800.52	13.09%	39.09%	16.03%
600373.SH	中文传媒	1,151,267.40	-5.07%	161,910.93	11.80%	37.66%	14.13%
600551.SH	时代出版	643,665.11	-2.47%	32,959.29	-9.52%	11.35%	5.16%
600757.SH	长江传媒	1,036,268.05	-13.31%	73,269.13	11.23%	18.17%	7.28%
600825.SH	新华传媒	139,124.03	-4.47%	3,165.58	-19.13%	35.76%	2.17%
601019.SH	山东出版	935,081.68	7.88%	148,493.83	19.07%	35.87%	15.78%
601098.SH	中南传媒	957,557.62	-7.14%	123,788.07	-17.18%	38.72%	14.32%
601801.SH	皖新传媒	983,195.55	13.79%	108,686.40	1.32%	18.05%	11.25%
601811.SH	新华文轩	818,658.30	13.49%	93,218.48	19.99%	37.52%	11.32%
601858.SH	中国科传	222,479.70	11.25%	42,451.91	23.14%	30.44%	19.15%
601900.SH	南方传媒	559,741.94	6.69%	65,529.38	24.57%	31.51%	11.84%
601928.SH	凤凰传媒	1,178,870.32	5.73%	132,489.57	6.42%	36.30%	11.79%
601949.SH	中国出版	533,141.00	13.25%	60,149.06	1.75%	33.25%	11.60%
601999.SH	出版传媒	233,800.76	19.43%	17,732.86	20.10%	21.44%	7.60%
603096.SH	新经典	92,605.04	4.21%	24,081.42	25.91%	46.33%	26.58%

603999.SH	读者传媒	76,070.87	0.65%	4,247.25	-29.00%	20.68%	5.31%
	平均值		5.89%	-	7.34%	30.07%	11.06%
300788.SZ	中信出版	163,420.32	29.33%	20,669.55	27.88%	40.57%	12.01%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 可比公司估值指标 (对应 2019 年 7 月 19 日收盘价)

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	PS TTM	PE TTM	PE 2019E
000719.SZ	中原传媒	71.11	0.79	9.41	8.88
002181.SZ	粤传媒	52.83	6.75	65.23	
002599.SZ	盛通股份	30.25	1.62	24.06	19.89
300654.SZ	世纪天鸿	19.38	4.99	61.68	
600229.SH	城市传媒	50.34	2.25	13.88	12.90
600373.SH	中文传媒	174.03	1.51	10.45	9.65
600551.SH	时代出版	45.17	0.68	13.69	
600757.SH	长江传媒	80.47	0.82	10.16	9.55
601019.SH	山东出版	155.47	1.68	10.39	9.62
601098.SH	中南传媒	215.16	2.20	16.90	15.86
601801.SH	皖新传媒	116.77	1.17	16.29	13.26
601811.SH	新华文轩	153.24	1.84	15.79	14.69
601858.SH	中国科传	96.12	4.20	21.82	19.30
601900.SH	南方传媒	82.06	1.42	10.76	11.33
601928.SH	凤凰传媒	208.43	1.72	15.10	13.34
601949.SH	中国出版	111.54	2.01	15.59	18.81
601999.SH	出版传媒	32.23	1.32	18.15	15.94
603096.SH	新经典	77.41	8.26	32.02	27.16
603999.SH	读者传媒	29.49	3.88	70.16	
	平均值		2.58	23.77	14.68

资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、风险提示

中信书店快速扩张的风险: 随着经营规模的扩大, 公司在市场需求把握、物流配送、资金管理、财务核算、库存管理等方面可能面临挑战

实体书店销售码洋下降风险: 新媒体渠道快速发展, 电子阅读产品对传统纸质图书产生一定冲击, 实体书店销售码洋仍有下滑风险

纸张成本攀升风险: 纸张材料费约占公司营业成本的 15%左右, 纸张涨价可能导致公司成本上升, 利润率下降

宏观经济增速下行风险: 宏观经济增速下行可能导致居民削减包括图书在内的文娱消费

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com