

2019年07月21日

证券研究报告·公司研究报告

中信出版(300788) 传媒

当前价: 39.42 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

扩品类、强渠道，拓展出版边界

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 拥有品牌美誉度&平台型图书策划机制&强势中后台支撑, 有望实现多品类大众图书的繁荣。公司从 2001 年开始高速成长, 目前在国内经管类图书码洋占有率第一(2018 年经管类图书码洋占有率 16.8%)。2015 年正式成立小中信事业部, 在少儿类图书中的零售排名从 2014 年的 105 位提升至 2017 年的 24 位, 有望借助资本加码版权/作者+品牌美誉度吸引人才+平台型机制激励员工, 获得更大市场。2) 截至 2019 年 6 月, 公司拥有 57 家机场店, 12 家写字楼店, 18 家城市店, 计划未来三年内在北上深杭打造 184 家线下店, 渠道有望加强。
- **行业:** 美国图书出版净收入占社会消费品零售总额的 0.4%-0.6%, 中国仅占 0.2%, 仍有成长空间。出版行业格局较为分散, 近 10 年行业集中度小幅提升。2018 年 TOP10 出版社码洋占比 16.65%, 较 2010 年提升 1.94pp, 出版社数量稳定在 580 家左右, 具有进入壁垒。与此同时, 图书销售总体码洋保持 11% 以上的增速, 其中线上渠道保持 25% 左右的增速, 但增速收窄, 线下渠道销售平稳。美日中国台湾均有具有代表性的大型连锁书店(美国巴诺书店、日本茑屋书店、中国台湾诚品书店等), 内地也有望诞生连锁文化生活中心。
- **公司:** 版权与渠道的护城河+领先的图书策划能力, 有望实现窄众到大众的扩张。**出版:** 经管类: 优质的财经版权储备+11000 位作者资源+品牌效应; 少儿类: 聚焦引进+科普+绘本, 少儿零售市场码洋从 2014 年的 105 名提升至 2017 年的 24 名, 排名有望继续提升。同时, 公司计划投入 4 亿元, 储备 500 项优质版权(400 种普通图书&100 种超级畅销书)+签约 40 名作者并进行全版权运营, 重点发力少儿、文学类图书, 公司出版优势有望进一步。**书店:** 布局高端机场渠道+一二线城市店, 已经成为全国最大的机场书店连锁系统。公司计划投入 3 亿元, 在北上深杭建设 180 家城市生活店和 3 家主题店, 进一步强化渠道优势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22 元、1.37 元、1.62 元, 基于 1) 公司经管类畅销书表现强势, 品牌美誉度高, 市占率仍有提升空间; 2) 公司发力少儿类图书, 名次有望从第四梯队继续提升; 3) 公司进一步加码图书版权、一二线城市渠道覆盖。鉴于新股上市股价波动较大, 暂时不予评级, 我们持续看好公司在连锁书店的布局, 以及少儿类图书中的表现。
- **风险提示:** 原材料纸价上涨风险、连锁书店拓展成效或不及预期风险、新媒体形式的冲击风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1634.20	1944.31	2319.26	2709.37
增长率	28.54%	18.98%	19.28%	16.82%
归属母公司净利润(百万元)	206.70	232.86	261.43	308.95
增长率	13.97%	12.66%	12.27%	18.18%
每股收益 EPS(元)	1.09	1.22	1.37	1.62
净资产收益率 ROE	22.09%	20.56%	19.44%	19.32%
PE	36	32	29	24
PB	8.57	4.37	3.88	3.43

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

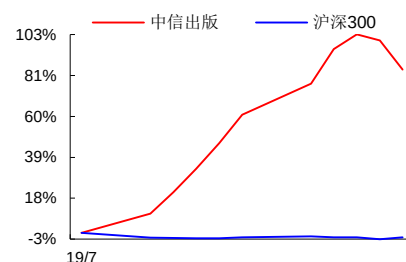
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 张闻宇

电话: 021-58351917

邮箱: zwy@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)	1.90
流通 A 股(亿股)	0.48
52 周内股价区间(元)	21.38-43.3
总市值(亿元)	74.96
总资产(亿元)	17.14
每股净资产(元)	6.53

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 经管类图书翘楚，背靠中信集团的综合文化服务提供商	1
2 行业分析：行业格局较为分散，少儿类图书、线下渠道提供增量	6
2.1 内容端：策划出版处于价值链核心，少儿图书正当时	6
2.2 渠道端：线上提供增量，线下探索书店+新模式	11
3 公司分析：版权与渠道的护城河+领先的图书策划能力，有望实现窄众到大众的扩张	16
3.1 内容与作者的护城河，公司在进口版权上具有先发优势	16
3.2 抢占线下高端渠道，线上渠道渐趋多元化	19
3.3 品牌美誉度+平台型图书策划机制+强势中后台，公司受众有望从窄众走向大众	22
4 构建三大增长点：拓渠道、强版权，寻找其他资本进入点	24
4.1 加码少儿/文学/学术/财经类图书版权，构建矩阵型版权结构	24
4.2 强化北上深杭渠道，3 年建设 180 家城市店，打造中国第一文化综合体	25
4.3 寻找其他相关领域，拓展出版边界	26
5 盈利预测与估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 估值与评级	29
6 风险提示	29

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2019 年 7 月 5 日)	1
图 2: 公司历史沿革图: 从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型	2
图 3: 公司 2013-2018 年、2019Q1 营业收入及增速	3
图 4: 公司 2013-2018 年、2019Q1 归母净利润及增速	3
图 5: 2018 年公司营收: 以线上、线下图书销售为主	3
图 6: 2016-2018 公司按产品类型分类的主营业务结构 (亿元)	3
图 7: 2018 年公司营收: 业务板块以经管和社科类为主	4
图 8: 2016-2018 公司按业务板块分类的主营业务结构 (亿元)	4
图 9: 公司 2013 年以来销售毛利率、销售净利率情况	4
图 10: 公司 2013 年以来三费率情况	4
图 11: 公司未来 3 年发展规划: 把握知识服务和文化消费两大主线, 转型为具有较强资源整合能力的综合文化服务提供商	5
图 12: 2012-2017 年中国出版社数量 (个)	7
图 13: 2015-2018H1, 不同规模出版社零售市场码洋占有分布	7
图 14: 2010 年、2017 年、2018 年“领先出版社 TOP10”码洋占比情况	8
图 15: 中国图书出版行业产业链	9
图 16: 细分市场内容销量 (码洋规模) 占比: 少儿类、社科类图书码洋占比持续提升	10
图 17: 2014-2018 年各年龄段人口占比变化	10
图 18: 2014-2018H1 年少儿图书市场码洋增速	10
图 19: 中美图书销售与社会消费品零售总额的比例情况: 中国仍有成长空间	11
图 20: 2010-2018 年图书总销售码洋及增速	12
图 21: 2010-2018 年线上渠道、实体书店码洋占比	12
图 22: 2010-2018 年线上渠道销售码洋及增速	12
图 23: 2010-2018 年实体书店销售码洋及增速	12
图 24: 天猫、当当、京东、亚马逊中国图书份额	13
图 25: 2013-2018 年可比公司应收账款周转天数 (天)	13
图 26: 2017 年图书发行网点 (家)、比重及增速	13
图 27: 2018 年城市实体书店数量及增速	13
图 28: 各类图书的营收及增速: 少儿类图书 4 年 CAGR186% (亿元)	16
图 29: 各类图书销量及增速: 少儿类图书销量 4 年 CAGR161% (万册)	16
图 30: 2017H1 海外图书在少儿类中的码洋占比达 40%	18
图 31: 2017H1 少儿类图书 TOP100 中, 海外图书占 35 个	18
图 32: 聚焦引进+科普+绘本, 码洋占有率从 2014 年的 105 名提升至 2018 年前三季度的前 20 名	18
图 33: 2015 年以来, 线上渠道营收保持每年 50% 的增速高速增长, 线下渠道稳步提升 (亿元)	19
图 34: 线下销售增速逐渐回稳	20
图 35: 2014/2015 年一线城市实体书店销售增速保持 5% 以上	20
图 36: 公司在渠道的布局情况: 重点布局东部一二线城市	20
图 37: 线上渠道销售维持高增速, 直销自有渠道 2018 年销售增速 62%	21
图 38: 中信出版天猫和京东旗舰店	21

图 39: 公司线上渠道情况: 线上直销不断拓展新平台, 线上代销模式持续高增长.....	22
图 40: 随着图书种类的提升, 图书再版率有所降低但仍保持较高水平.....	23
图 41: 公司学术/经管/艺术/传记类图书出版效率市场领先.....	23
图 42: 中信出版人平台培育了中信童书、灰犀牛、红披风等一批优秀分社.....	23
图 43: 中信书店陆家嘴中心城市店	26
图 44: 中信书店深圳宝安机场 T3 航站楼店	26
图 45: 中信书店规模效应	26
图 46: 诚品书店规模效应	26
图 47: 中信楷岚产品概况	27
图 48: 中信楷岚营业收入及利润	27

表 目 录

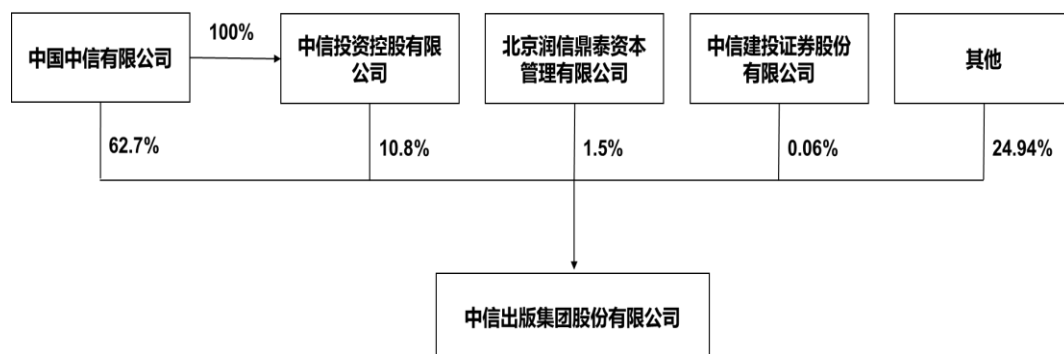
表 1: 公司旗下重要子公司及 2018 年业绩情况	1
表 2: 出版社与民营出版公司的比较: 民营出版公司需与出版社合作, 出版社在教育、专业出版上实力更强	8
表 3: 图书出版产业链环节价值占比情况	9
表 4: 美、日、中国台湾的代表性大型连锁书店对比表	14
表 5: 国内代表性大型连锁书店对比表	14
表 6: 公司在经管类图书中积淀的畅销书 (加粗图书为 3 年及以上上榜的畅销书)	17
表 7: 公司线下渠道的发展情况: 机场店数量维稳, 写字楼和城市店加快建设 (单位: 家)	19
表 8: 公司计划的版权投资储备情况	24
表 9: 公司未来 3 年门店扩张计划: 在北上深杭建设 180 家城市店、3 家主题店、1 家理想家店	25
表 10: 分业务收入及毛利率	28
表 11: 可比出版公司估值情况	29
附表: 财务预测与估值	30

1 经管类图书翘楚，背靠中信集团的综合文化服务提供商

整体图书出版码洋市占率前二的出版社，线上线下渠道双轮驱动。中信出版成立于 1993 年，是中信集团旗下唯一一家主营出版业务的子公司。公司于 2015 年 11 月 26 日在新三板挂牌上市，并于 2019 年 6 月 19 日退市，2019 年 7 月 5 日在深圳证券交易所创业板上市。自设立至今，公司一直从事主营图书出版与发行、书店零售及其他增值服务。公司图书主要集中在大众出版和专业出版两个领域，目前已经成为经济与管理图书市场的头部出版社，线上线下的码洋市占率长期保持行业第一，传记类、学术文化类、以及心理自助类图书市占率均保持行业前五，整体图书出版市占率行业第二。2018 年，公司线上销售占总营收的比例超 55%，同比增长 51%。线下建设自营书店 87 家，其中机场店 57 家，写字楼店 12 家，城市店 18 家。公司致力于打造以“内容+”为核心的优质知识产权服务生态集群，聚焦于都市人群阅读与文化生活需求的智慧生活服务体系，逐步发展成为中国具有较强影响力和较大规模的综合文化服务提供商。

公司实际控制人为中信集团，控股股东为中信有限。截止 2019 年 7 月 5 日，中信有限直接持有本公司 62.7% 的股份，又通过其全资子公司中信投资控股间接持有本公司 10.8% 的股份，合计持有本公司 73.5% 的股份，成为公司控股股东，其实际控制人为中信集团。截止目前本公司共拥有 9 家控股子公司、5 家参股公司、2 家分公司。

图 1：公司股权结构（截至 2019 年 7 月 5 日）



数据来源：wind、招股说明书，西南证券整理

表 1：公司旗下重要子公司及 2018 年业绩情况

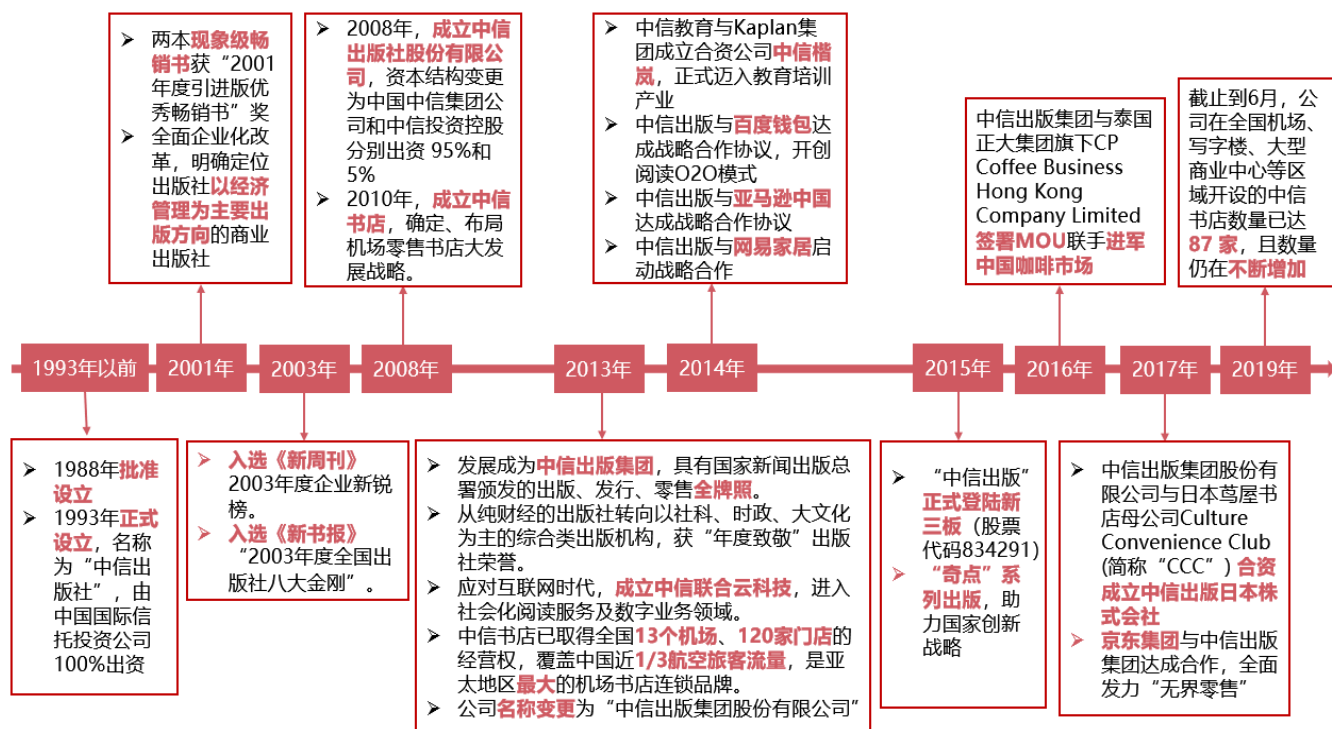
控股子公司	持股比例	实际从事业务	与中信出版主要业务的关系	营收/净利润(万元)
中信书店	100%	通过机场店、写字楼店、城市店、网络直营店等多条产品线，以各类图书销售为主，同时销售文创商品、数码产品、咖啡餐食等	发行人图书出版与发行业务的线下重要零售渠道	40035/-2953
经济导刊杂志社	100%	《经济导刊》杂志的编辑、出版、广告、发行、网站、导刊、内参	《经济导刊》杂志由中信出版主办	304/11
中信云科技	100%	电子书策划出版，数字阅读产品整合、分销与传播，以及衍生的阅读和文化服务	图书出版的数字阅读产品销售和市场营销	31032/-208
信睿宝网络	100%	聚焦于少儿类图书的版权开发	储备、运营以少儿类图书为主的版权资源	5652/2
信睿文化	100%	少儿领域的知识产权运营，同时开展财经类图书的版权开发	储备、运营以少儿、财经为主的版权资源	5547/45

控股子公司	持股比例	实际从事业务	与中信出版主要业务的关系	营收/净利润(万元)
中信楷岚	51%	职业在线培训、IP 运营、图书销售	拓展中信出版教育培训领域的业务	4844/1672
上海大方	100%	图书出版业务	储备、运营以文学类图书为主的内容资源	3663/98
中信出版日本株式会社	60%	与日本 CCC 集团（茑屋书店）合资设立，拟开展出版、游学、IP 及文化特展等业务	依托中信出版主业，在中日双市场开展出版及 IP 版权全方位运营	341/63
中店信集	53%	广州白云机场二号航站区“云天一线”核心商业区“CITICPORT 中信理想家”大型综合体的运营	发行人图书出版与发行业务的线下重要零售渠道	1259/-4028

数据来源：招股说明书，西南证券整理

基于经管图书，拓展多元化数字业务。公司成立于 1993 年，立足于经济与管理类图书出版领域，在文化消费和知识服务领域不断加以拓展。**2000 年-2005 年，公司立足于经济全球化趋势，确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略**，图书运作更具市场化及国际化，引入经济与管理类精品内容，服务于高速发展中的中国经济。**2005 年-2011 年，公司创新内容优化体系，确立了“我们提供知识，以应对变化的世界”的出版理念**，出版领域逐渐由经济与管理向综合大众化方向快速延伸，出版图书品类逐步覆盖了社科、文学、少儿、生活等领域。本公司的版权储备领先优势逐渐形成，优质的版权内容不断巩固了“中信出版”的品牌影响力。**2011 年之后，公司从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型**，全面拓展新媒体业务，与百度、京东、亚马逊中国等多家公司合作，同时专注于数字版权采购与整合，数字阅读产品策划、分销，提供高品质数字阅读解决方案和服务，力争成为全国最具影响力的数字内容运营商，提供更为多元化的文化消费服务，公司于 2015 年登陆新三板，2019 年登陆创业板。

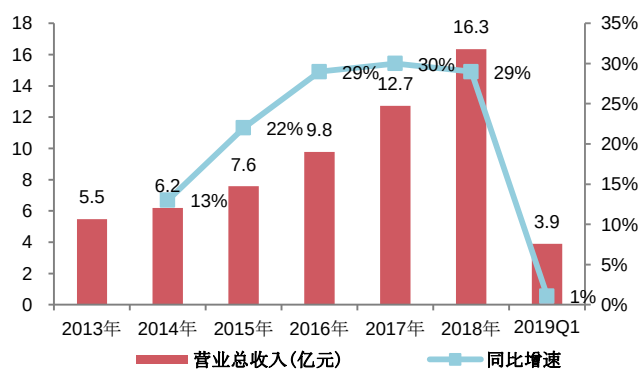
图 2：公司历史沿革图：从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型



数据来源：公司公告、公司官网，招股说明书，西南证券整理

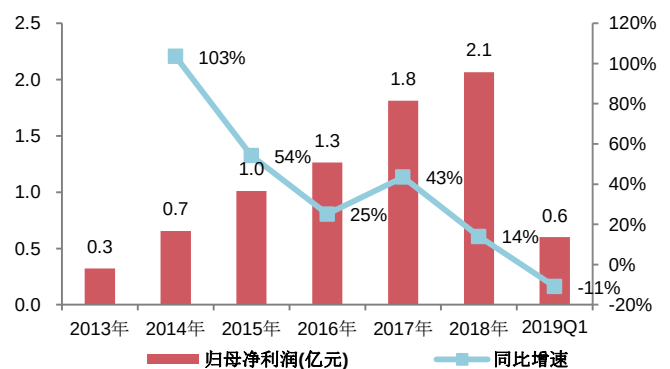
公司业绩状况：营收及归母净利润持续稳步增长。2013 年以来，公司的营业总收入及归母净利润均呈现持续增长态势，营收由 2013 年的 5.5 亿元增长至 2018 年的 16.3 亿元，归母净利润由 2013 年的 0.3 亿元提升到 2018 年的 2.1 亿元。2019Q1 公司业绩增速大幅放缓的主要原因是：（1）从 2019 年初开始，公司全面梳理出版计划、重新配备出版资源，鼓励安排社会效益高的图书优先出版，使得部分图书延迟到一季度末或二季度出版；（2）公司控股子公司中信楷岚 CFA、FRM 等教材业务受完稿时间延迟和进口报关时间延后的影响，CFA 等财经图书销售及其配套在线产品等的销售延迟，版权收入较去年同期下降较多；（3）书店零售板块新开门店的影响，使得 2019Q1 公司销售费用较 2018 年同期增长较快。公司公告 2019 上半年业绩预告，2019 年 1-6 月，预计实现营业收入 8.3 亿元，同比增长 10%；实现净利润 1.2 亿元，同比增长 0.2%。

图 3：公司 2013-2018 年、2019Q1 营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

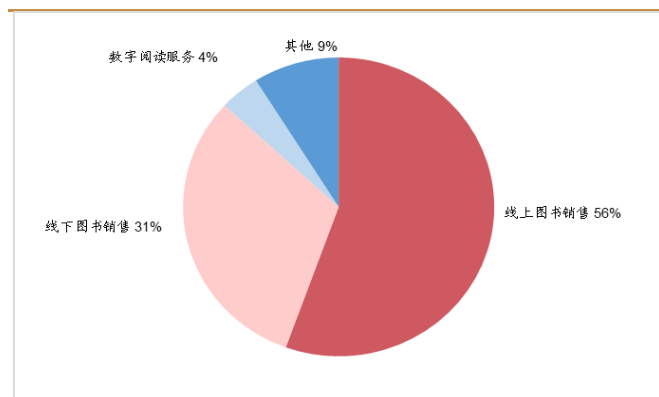
图 4：公司 2013-2018 年、2019Q1 归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

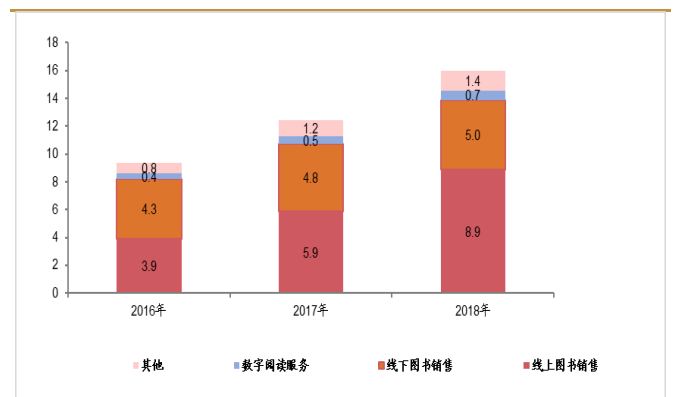
公司主营业务结构：图书销售贡献绝大部分收入，其他业务和数字阅读服务收入占比基本保持稳定。产品类型方面，据中信出版 2018 年年报，公司的收入 56% 来自线上图书销售，31% 来自线下图书销售；2017、2018 年线上销售收入均以 51% 的增速迅速增长，这得益于电商消费越来越成为当下的消费主流，以及公司线上渠道的多元化；线下销售收入增速则由 2017 年的 12% 下降到 2018 年的 5%，主要是市场整体环境影响。**业务板块方面**，据中信出版 2018 年年报，公司以经管和社科类为主，分别占总营收的比例为 27% 和 20%，少儿类图书营收占比持续提升，从 2016 年的 7%，提升至 2018 年的 14%。2016 至 2018 年间，由于全国图书零售市场整体回暖，文化消费需求快速增长以及本公司书店零售网络的不断拓宽，公司业务板块营业收入几乎全部迅速提升。

图 5：2018 年公司营收：以线上、线下图书销售为主



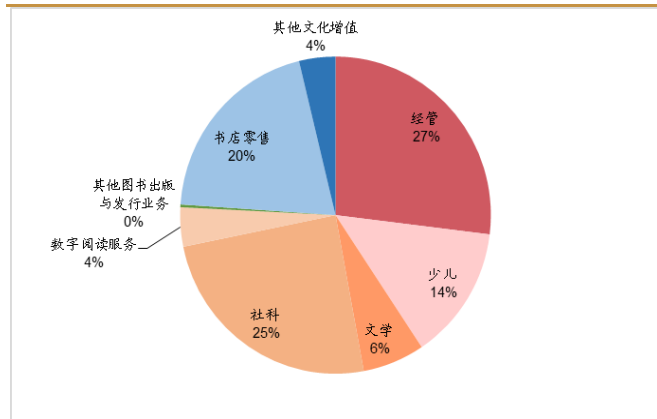
数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销后）

图 6：2016-2018 公司按产品类型分类的主营业务结构（亿元）



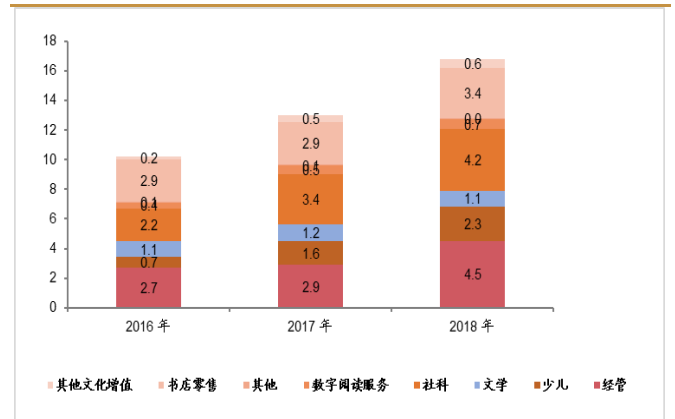
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2018 年公司营收：业务板块以经营和社科类为主



数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销后）

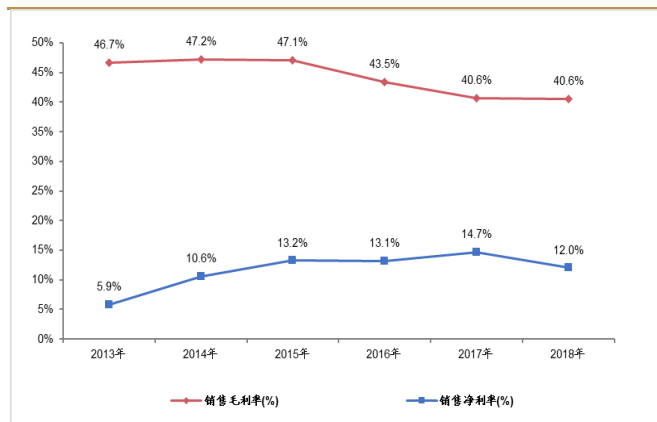
图 8：2016-2018 公司按业务板块分类的主营业务结构（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

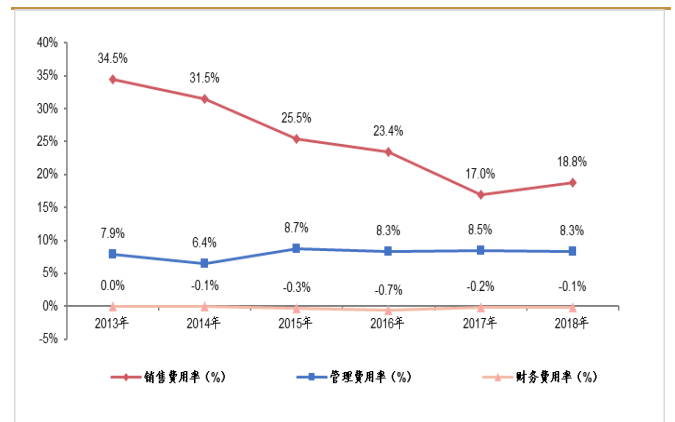
公司盈利能力：公司毛利率、净利率保持稳定，三费率整体下降并逐渐趋于稳定。2013 年以来，公司毛利率呈稳定增长趋势，2017 和 2018 年稳定在 40% 左右；销售净利率也基本保持稳定，近几年均在 13% 左右。公司管理费用率保持稳定，销售费用率不断下降，主要原因在于：1) 公司营收持续增长；2) 公司销售费用主要包括职工薪酬和租赁费，其中租赁费绝对值保持稳定。2017 年中信书店首都机场门店在新一轮招标中未能中标，使得 2017 年租赁费用大幅下降。

图 9：公司 2013 年以来销售毛利率、销售净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

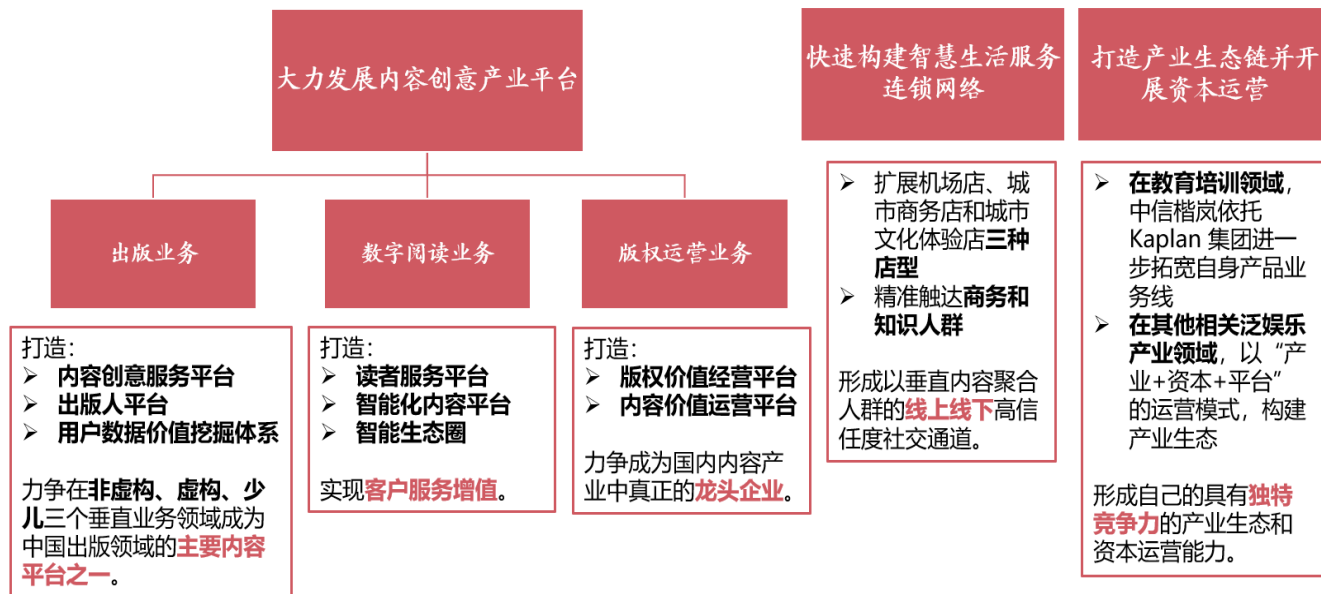
图 10：公司 2013 年以来三费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

战略目标：以“从中国看世界，把时间变成历史”为发展愿景，公司将专注于内容创意产业和文化服务领域，通过产融投相结合的创新化发展模式，依托中信集团的品牌及资源优势，充分整合行业资源，转型为具有较强资源整合能力的综合文化服务提供商。公司将把握知识服务和文化消费两大主线，向大众提供面向未来的智慧生活解决方案，努力实现业务的指数级增长，成长为大型国有文化服务集团。

图 11：公司未来 3 年发展规划：把握知识服务和文化消费两大主线，转型为具有较强资源整合能力的综合文化服务提供商



数据来源：公司公告、招股说明书，西南证券整理

2 行业分析：行业格局较为分散，少儿类图书、线下渠道提供增量

我们有以下 2 点结论：

- 1) 出版行业 2018 年全国图书销售码洋达到 894 亿元，线上渠道提供增速，线下规模保持稳定，2014-2018 年行业整体维持 10%-15% 的增速。
- 2) 美国图书销售额占社会消费品零售总额的比例稳定在 2% 左右，中国这一比例仅为 0.2%，还有很大的提升空间。

与此同时，出版行业呈现较为分散的格局，近 10 年行业集中度小幅提升。2018 年 TOP10 出版社码洋占比 16.65%，较 2010 年提升 1.94pp，出版社数量稳定在 580 家左右，具有进入壁垒。与此同时，图书销售总体码洋保持 11% 以上的增速，其中线上渠道保持 25% 左右的增速，但增速收窄，线下渠道销售平稳。美日中国台湾均有具有代表性的大型连锁书店（美国巴诺书店、日本茑屋书店、中国台湾诚品书店等），内地也有望诞生连锁文化生活中心。

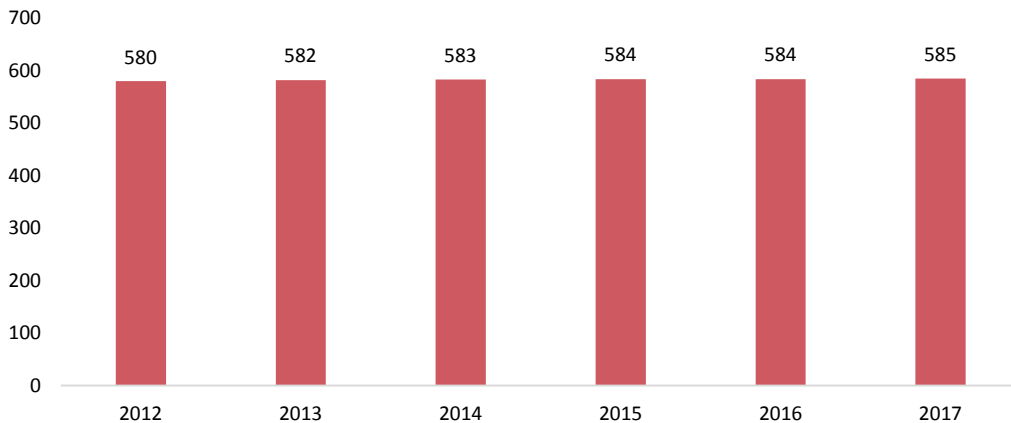
2.1 内容端：策划出版处于价值链核心，少儿图书正当时

2.1.1 行业格局：出版领域行业较为分散，出版社数量稳定在 584 个左右，具有行业进入壁垒

自 2011 年起，国家着力推进文化建设。2011 年，国家提出《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，提出到 2020 年，文化产业成为国民经济支柱性产业。2014 年，国务院出台《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》，广电总局和财政部做出响应，推进国家文化建设。2016 年，国家“十三五”计划提出文化产业成为国民经济支柱性产业的新目标要求。2018 年，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，公司下属各子公司继续免征图书批发、零售环节增值税，公司出版的图书、期刊和音像制品执行先征后退 50% 的政策。

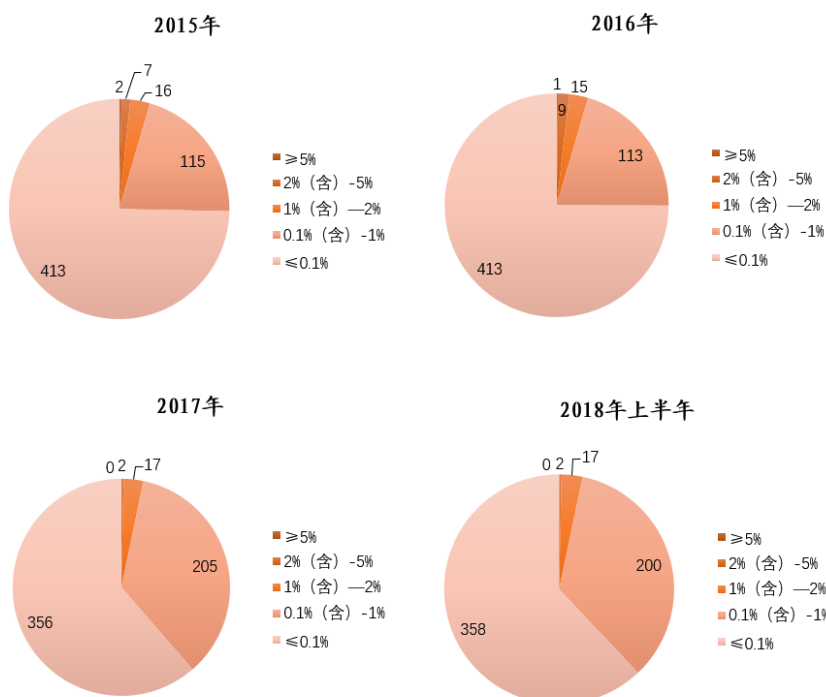
中国出版社总体数量稳定，退出壁垒较高导致市场中存在大量码洋占有率极低的出版社。2012 年中国出版社数量为 580 个，2014 年之后，出版社数量维持在 584 个左右，每年出版社数量变化幅度小。60% 的出版社码洋占有率小于 0.1%，长尾出版社众多，市场较为分散。2018H1 码洋占有率在 2%-5% 的头部出版社仅 2 家，17 家出版社码洋占有率在 1%-2% 之间，各码洋占有率区间内出版社数量基本稳定。事业单位的性质使得出版社没有退出的必要，且较多的退出费用导致市场中存在大量码洋占有率极低的出版社。

图 12: 2012-2017 年中国出版社数量 (个)



数据来源:《全国新闻出版业基本情况》, 西南证券整理

图 13: 2015-2018H1, 不同规模出版社零售市场码洋占有分布



数据来源: 开卷信息《中国图书零售市场报告》, 西南证券整理

出版社在设立上具有较高的政策和法律的壁垒。根据《出版管理条例 (2016 修订)》: 国务院出版行政主管部门制定全国出版单位总量、结构、布局的规划, 指导、协调出版产业和出版事业发展。设立出版单位, 由其主办单位向所在地省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门提出申请; 省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门审核同意后, 报国务院出版行政主管部门审批。设立的出版单位为事业单位的, 还应当办理机构编制审批手续。出版社作为体现意识形态的部门, 国家对出版社实行了严格的行政审批制; 每个部级单位都可申办一家 (或多家) 出版机构, 这些出版机构要承担本行业一定的宣传任务, 因此会有一定的行业保护。

出版社与民营出版公司的不同：作为出版机构，出版社与民营出版公司的不同之处大致分为所有制、资源、产业规模和产品领域四部分。

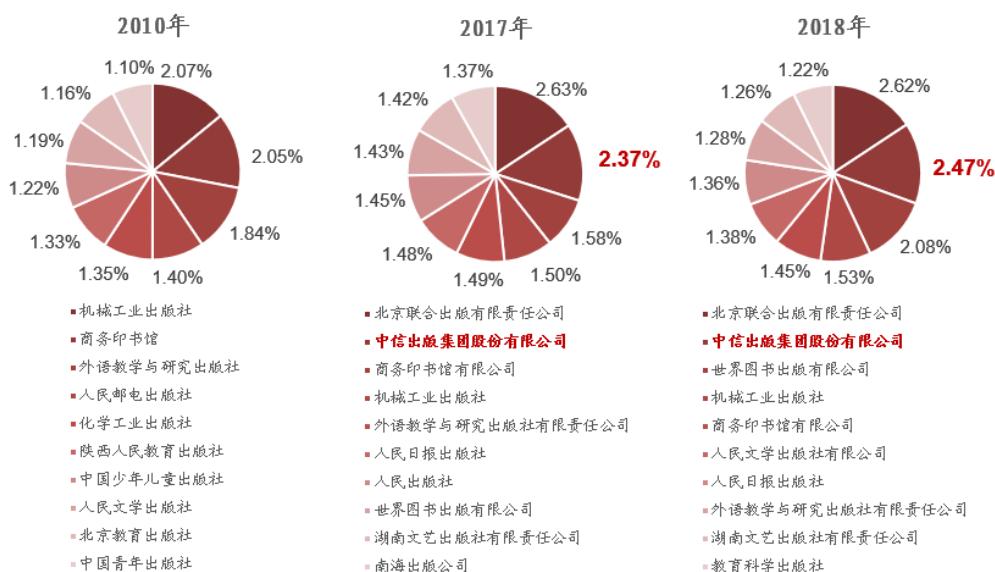
表 2：出版社与民营出版公司的比较：民营出版公司需与出版社合作，出版社在教育、专业出版上实力更强

类型	所有制	资源	产业规模	产品领域
出版社	国有	拥有较多政策资源（包括象征出版社的书号、税收优惠、国家政策保护等）	在教育出版领域实力更强： 虽然民营教辅板块要强于国有教辅板块，但因为缺少教材一大块，民营公司在教育出版的整体实力弱于国有出版社； 在专业出版领域实力更强： 民营公司整体弱小，与国有出版板块差距甚大	合理布局，覆盖各个领域
民营出版公司	私有制、股份制公司	几乎没有政策资源，依赖于市场存在，不掌握出版权，需与出版社合作。 从事的领域多是市场竞争较为激烈的领域，如市场化教辅和大众出版领域，或更具创新精神的领域，如点读图书和数字出版，市场化的利润约占民营书业利润的 95% 以上	在大众出版领域实力更强： 在大众畅销书排行榜上，70% 以上是民营公司策划的产品。	业务主要集中在两大领域，一是教辅出版，二是大众出版；产品线更单纯，产品定位更清晰，业务限制在图书策划、图书组稿和图书编辑

数据来源：中国出版科学研究所，西南证券整理

中信出版近年常驻“领先出版社 TOP10”第二位，行业集中度小幅提升。2018 年入榜“领先出版集团 TOP10”的出版社中，北京联合出版有限责任公司常年居榜首，2018 年码洋占比为 2.6%，与上年相比基本保持稳定；中信出版位居第二，2018 年码洋占比为 2.47%，较上年有所提升。2010 年时，领先出版社首位为机械工业出版社，码洋占比为 2.07%，前三名出版社合计码洋占比不足 6%，2018 年这一数据为 7.17%。2018 年出版社前十名的总码洋占比为 16.65%，较 2010 年提升 1.94pp，行业集中度小幅提升。

图 14：2010 年、2017 年、2018 年“领先出版社 TOP10”码洋占比情况



数据来源：开卷信息《中国图书零售市场报告》，西南证券整理

2.1.2 产业链价值分配：上游图书策划、出版处于产业链的核心

中国图书市场基本结构分为大众出版、教育出版和专业出版。大众出版满足基本文化需求，替代品多，价格弹性大，产品类型包括小说、休闲、传记；教育出版满足基础知识需求，是图书出版业的主要部分，产品类型包括教辅、少儿、历史；专业出版满足专业信息需求，需求稳定，价格弹性较小，产品类型包括财经、法律、政治。

中国出版行业产业链包括：上游图书策划环节（包括内容策划、内容生产、中游图书出版环节（是内容从创作、策划变为实物的过程）和下游图书的发行、分销、零售环节（包括线上和线下渠道）。

图 15：中国图书出版行业产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

图书出版产业价值链分布：价值链由价值活动和利润两部分组成，对于纸质图书和电子图书而言，都需要经过选题、编辑、发稿三个过程。在确定选题目标、进行选题策划，到审核实施选题并进行校对和发稿的过程中，纸质图书和电子图书的价值链活动基本相同，不同之处在于出版形式和发行销售方式的不同。对于纸质图书而言，审核后对内容进行印制；对于电子图书而言，审核后利用计算机技术对内容进行电子化排版。纸质图书主要利用线下书店进行销售，电子图书主要依靠互联网进行销售。

对于纸质图书出版业而言，分为线上营销和线下营销。根据科技与出版的数据，对于线下营销而言，按照目前出版社的平均版税率，作者每销售一本书应得的稿费比例为 8%；出版为产业链中主要的价值环节，选题策划、排版、审稿、编辑、校对、授权等基本都由出版环节决定，出版社获得 40% 的价值；印刷厂负责印刷和装订等环节，获得相对占比较低，获得 20% 的价值；发行环节特在市场上占据重要地位，发行环节占据 32% 的价值，其中分销商获 7%，零售商获 25%。对于线上营销而言，出版社通过专业网站平台实现图书的线上营销，不经过分销商和零售商，网站平台获得约 7% 的价值用于支付运营的成本和收益，把利润让给读者，因此读者获得相对于线下图书约 75% 的折扣。

表 3：图书出版产业链环节价值占比情况

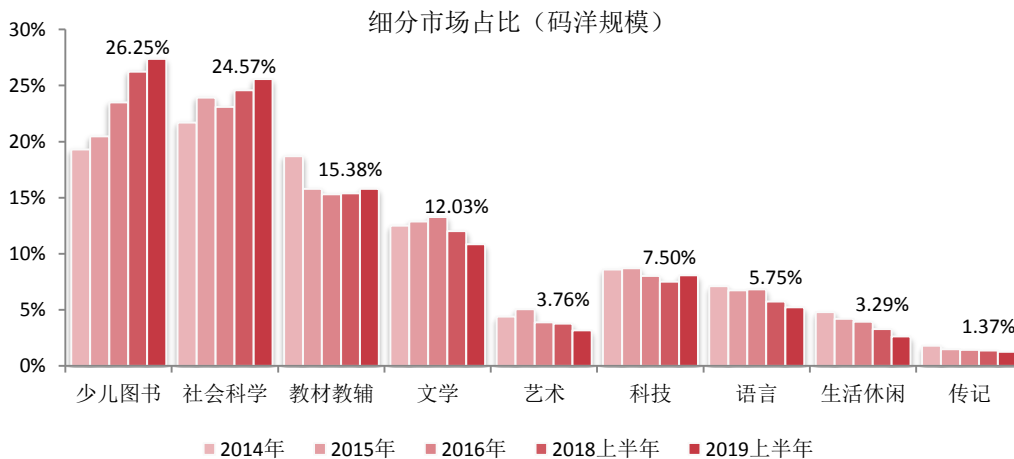
营销方式	作者	出版商	印刷厂 / 电子排版	发行商	读者
线下营销	8%	40%	20%	32%（分销商 7%，零售商 25%）	0%
线上营销	8%	40%	20%	7%	25%

数据来源：科技与出版期刊（2009 年 12 月），西南证券整理

2.1.3 内容趋势受人口趋势、社会风向的影响，目前少儿类内容正当时

据开卷信息 2019 上半年数据，少儿、社科、文学合计占市场总码洋的 63.8%，大众图书成为图书市场的主体，少儿类、社科类码洋占比持续提升。2014 年至 2019 上半年的数据显示，少儿图书有明显上升趋势，2014 年少儿图书市场占比 19.3%，到 2019 上半年达到 27.4%，码洋占有率呈现持续提升的趋势。

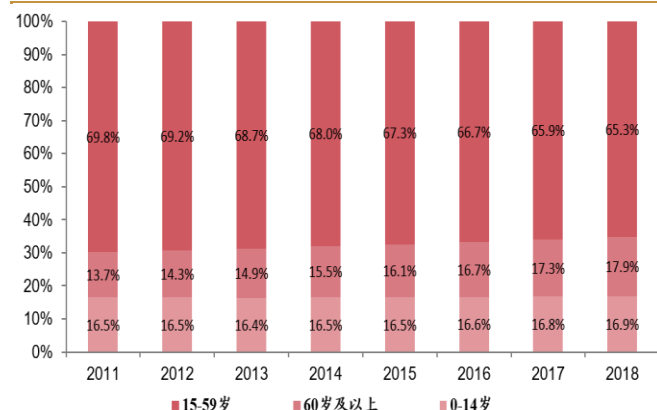
图 16：细分市场内容销量（码洋规模）占比：少儿类、社科类图书码洋占比持续提升



数据来源：开卷信息《中国图书零售市场报告》，西南证券整理

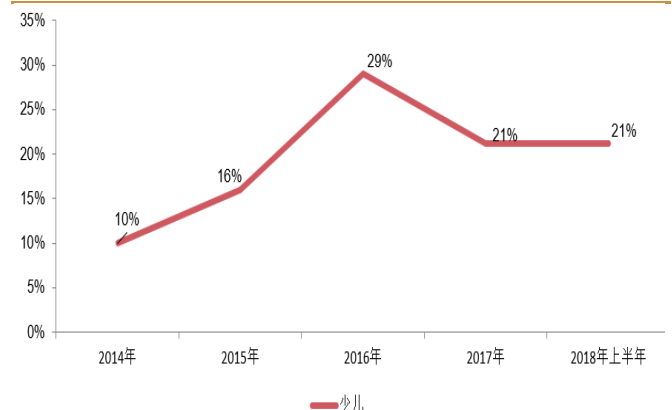
加入 WTO 以来，我国经管类、财经类图书需求旺盛。中国于 2001 年 12 月 11 日正式成为世贸组织成员，此时市场上经管类图书较为缺乏，国内缺乏体系化的管理类图书，市场对于经管类图书的需求较为旺盛。自 2015 年提出二胎政策后，0-14 岁人口占比呈上升趋势，少儿图书码洋占比逐年提升。根据 wind 的数据，0-14 岁的少儿人口每年实现平稳增长，在总人口的比例从 2011 年的 16.5% 提升至 2018 年的 16.9%，细分市场中，少儿图书码洋规模持续上升。根据开卷信息的数据，少儿类图书码洋增速近两年均在 20% 以上。

图 17：2014-2018 年各年龄段人口占比变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 18：2014-2018H1 年少儿图书市场码洋增速



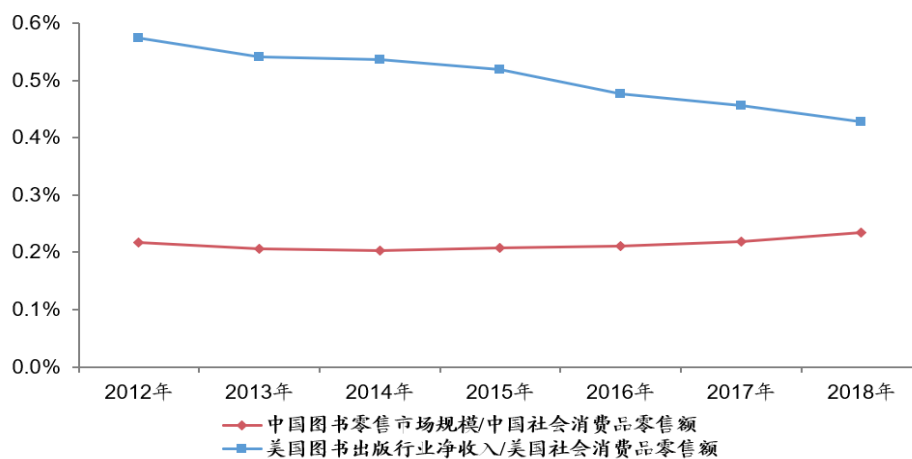
数据来源：开卷信息《中国图书零售市场报告》，西南证券整理

2.1.4 他山之石：美国图书出版净收入占社会消费品零售总额的 0.4%-0.6%，中国仅占 0.2%，仍有成长空间

美国图书出版美国的出版机构大致分为商业出版机构、政府出版机构和非盈利出版机构三类，根据出版人的数据，企鹅兰登书屋、哈珀·柯林斯、西蒙与舒斯特、阿歇特和麦克米伦为美国最大的五家商业出版机构。以童书为例，根据 NPD 的数据，2016 年美国前 5 大童书出版商市场份额合计为 64%，前十大出版商市场份额为 76%，美国出版行业集中度较高。

美国图书出版行业净收入占社会消费品零售总额的比例在 0.4%-0.6% 左右，中国这一比例仅为 0.2%，具有很大的提升空间。2011 年至 2016 年数据显示，美国图书出版行业净收入占社会消费品零售总额（retail & food service）的比例历年基本在 0.4%-0.6% 左右，由于其他娱乐方式对于时间的侵占，这一比例有下降的趋势。中国图书零售市场规模占中国社会消费品零售额的比例在 0.2% 左右，整体保持小幅提升的趋势，且具有发展潜力。与此同时，考虑到中国图书零售市场规模的数据统计的是码洋而非实洋，因此，中国的成长潜力或更大。

图 19：中美图书销售与社会消费品零售总额的比例情况：中国仍有成长空间

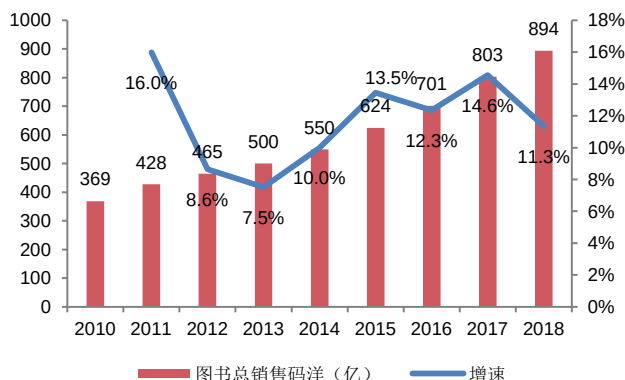


数据来源：wind、开卷信息、United States Census Bureau、AAP，西南证券整理

2.2 渠道端：线上提供增量，线下探索书店+新模式

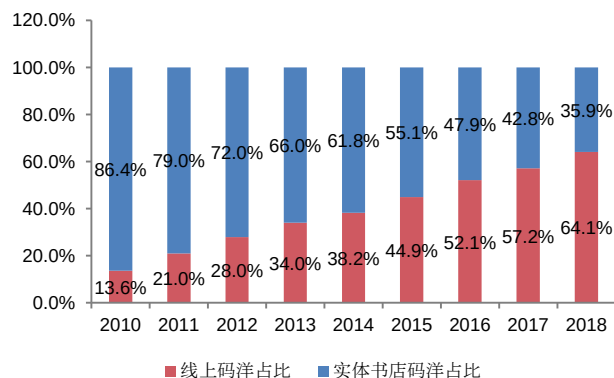
总体码洋分布中，线上渠道保持 24.8% 的增速，但增速收窄，线下渠道销售平稳，最终形成互为补充的市场格局。2018 年全国图书销售码洋达到 894 亿元，其中线上渠道销售码洋约 573 亿元，占比 64.1%，实体书店销售码洋 321 亿元，占比 35.9%，线上渠道比重持续提高。1) 2010 年-2018 年，图书线上渠道销售额由 50 亿元增长至 573 亿元，年复合增速 35.6%。2018 年线上码洋增速为 24.8%，增速收窄，但仍然保持在高位。2) 2010 年-2018 年，实体书店销售码洋维持在 300-350 亿元区间，2018 年实体书店码洋较 2017 年下降 6.7%，主要为线上渠道分流以及实体书店转型升级所引起的短期波动，但实体零售市场总体保持平稳态势。可以预见，未来线上渠道将持续分流实体店份额，但实体书店提供的阅读体验式消费并不能被线上渠道完全取代，线上对线下的分流会遭遇增长极限。最终线上线下渠道份额会稳定在一定比例，形成互为补充的市场格局。

图 20: 2010-2018 年图书总销售码洋及增速



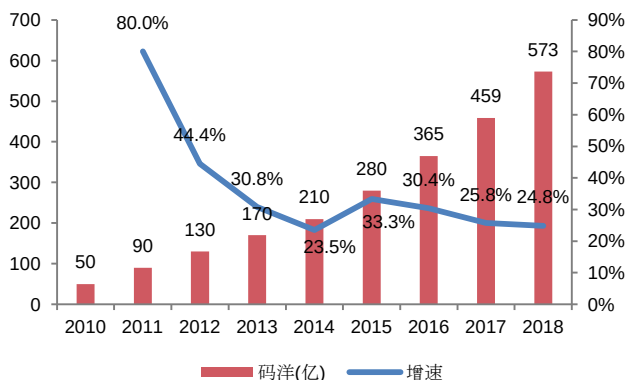
数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

图 21: 2010-2018 年线上渠道、实体书店码洋占比



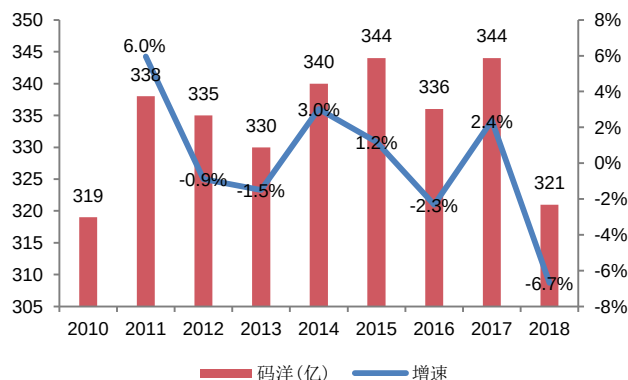
数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

图 22: 2010-2018 年线上渠道销售码洋及增速



数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

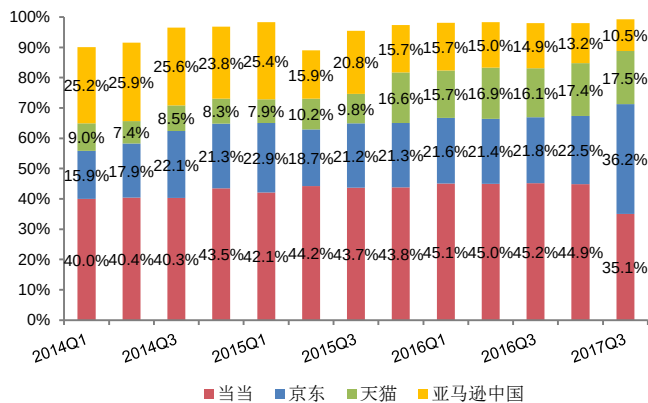
图 23: 2010-2018 年实体书店销售码洋及增速



数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

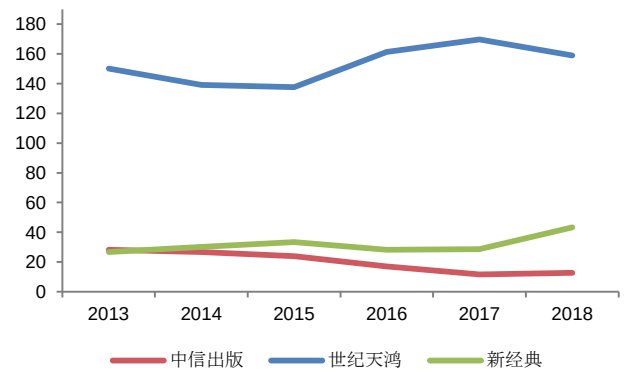
线上渠道集中度较高, 天猫、当当、京东、亚马逊等头部电商渠道占比 99.3%, 拥有优质内容的公司仍然具有议价权。据易观数据信息显示, 2014Q1, 天猫、当当、京东、亚马逊等头部电商占据线上渠道的 90.1% 的市场份额, 到 2017Q3, 这一比例达到 99.3%, 线上渠道销售码洋高度集中。具体来看, 2014Q1, 当当、亚马逊中国份额占比位居线上渠道前二, 分别为 40.0%、25.2%。到 2017Q3, 京东、当当位居前二, 线上码洋份额占比分别为 36.2%、35.1%。在可比公司中, 中信出版、世纪天鸿、新经典均是主营一般图书的出版与发行业务, 中信出版应收账款周转天数持续下降, 主要由于公司始终坚持提供稀缺的优质内容, 使得公司在行业内的话语权、议价权不断提高。

图 24：天猫、当当、京东、亚马逊中国图书份额



数据来源：易观，西南证券整理

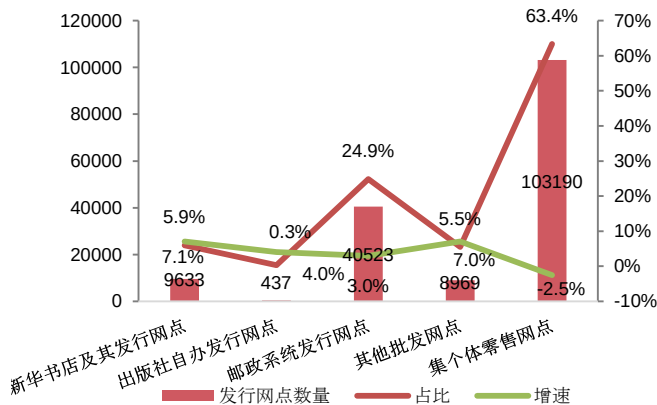
图 25：2013-2018 年可比公司应收账款周转天数（天）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

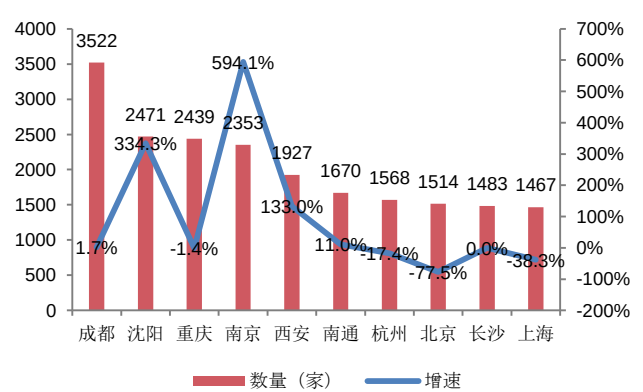
线下渠道集中度较低，新一线城市线下书店增速较快。发行方面，我国的图书发行渠道分为国有渠道（国有新华书店、邮政系统、出版社自办发行）、民营书店和其他（主要是网上书店）。2017 年，全国共有出版物发行网点 16 万处，与上年相比下降 0.2%。其中，个体零售网点的数量占 63%，邮政系统发行网点占 25%。根据 21 世纪经济报的数据，实体书店渠道中，新一线城市保持快速增长。2018 年成都取代北京，以 3522 家书店成为拥有书店最多的城市。南京、沈阳爆发式增长，增速分比为 594.1%、334.3%；北京、上海书店数量较 2017 年分别下降 77.5%、38.3%。

图 26：2017 年图书发行网点（家）、比重及增速



数据来源：易观，西南证券整理

图 27：2018 年城市实体书店数量及增速



数据来源：21 世纪经济报，西南证券整理

美日中国台湾均有具有代表性的大型连锁书店（美国巴诺书店、日本茑屋书店、中国台湾诚品书店），内地也有望诞生。美国巴诺书店是美国最大的零售连锁书店，截至 2019 年 4 月，其网点数量为 627 个，以大型的实体零售书店闻名，旗下很多店铺附带销售星巴克咖啡的咖啡厅，打折幅度大而竞争力明显；日本茑屋书店以数据分析推动新产品迭代，庞大的消费数据让 CCC（茑屋书店的经营团队 Culture Convenience Club）能够还原用户画像，进而提供精准服务，这是茑屋书店运营的核心壁垒，也是未来书店运营的趋势所在；中国台湾诚品书店本着人文、艺术、创意、生活的初衷，发展为今日以文化创意为核心的复合式经营模式。美、日、中国台湾的大型连锁书店历史较长，均有明显的规模优势，并以实体店为基础，将书店作为文化休闲中心，打造复合式经营模式，并为特定的目标用户提供对应的服务。相比之下，内地的大型连锁书店历史较短，集中度较低，且特色各有不同，但大部分国内书店如

樊登书店、言几又等都有向复合式的经营模式发展的趋势，因此国内大型连锁书店的市场集中度有待提高，复合式的经营模式也有待进一步发展，目前书店数量排名靠前的内地书店包括：新华书店、西西弗书店、樊登书屋、汇智光华、中信书店等，内地有望诞生像美、日、中国台湾一样的大型连锁书店。

表 4：美、日、中国台湾的代表性大型连锁书店对比表

典型连锁书店	网点数量	网点所在城市	书店开建时间	书店特色	经营模式	目标客户
美国巴诺书店	627 (截至 2019 年 4 月 27 日)	美国 50 个州	1873 年	规模优势明显，折扣幅度大；开创读者角落	书店作为文化休闲中心，图书占比约 60%，咖啡、文创、玩具、礼物则占比 40%	社区居民，并使书店在功能及风格上注意与所在的社区相协调
日本茑屋书店	1500 多家 (截至 2019 年 3 月 20 日)	全日本	1983 年	数据分析推动新产品迭代	利用 T-CARD 标准化数据提供精准营销和服务	50 岁以上的有钱有闲的“黄金年龄层”
中国台湾诚品书店	49 家 (截至目前)	台湾、香港、苏州、深圳	1989 年	立足文化创意商业形态更饱满的综合商业体	以文化创意为核心的复合商场模式，实现扭亏为盈	各地书籍爱好者

数据来源：百中国文报，诚品书店官网，百道网，中国实体书店官网，公司公告，西南证券整理

表 5：国内代表性大型连锁书店对比表

国内典型连锁书店	网点数量 (截至 2018 年 10 月底)	网点所在城市 (个)	书店 开建时间	书店特色	经营模式	目标客户
西西弗书店	210 多家 (截至 2019 年 5 月)	60 多 (截至 2019 年 5 月)	1993 年	参与构成本地精神生活，引导推动大众精品阅读，致力于改善大众生活品质	以连锁店快速复制占领市场；主抓大众精品市场 孵化更多子品牌	大众读者
新华书店	13000+家 (截至 2017 年 4 月 21 日)	全国各地；蒙古国；美国等	1937 年	国有企业，是党的宣传阵地；教育图书占的比重最大，其次是政治、畅销书	现在的业务构成主要是教辅教材，正谋求改变原有的布局和经营模式	各地书籍爱好者
樊登书店	203 家	93	2018 年 (正式成立)	以社区型书店为主，从社区商业入手；线上与线下结合	通过阅读服务模式，影响并服务社区周边 3 公里的 3 万人，成为市民家门口的书架、社区学习中心、城市会客厅、第三生活空间	年龄覆盖范围广泛，以 25-45 岁之间的中产阶级人群为主
言几又	53 家	13	2006 年	以图书为核心，开展多元化经营	复合化经营，致力于打造一个涵盖书店、咖啡厅、艺术画廊、文创生活馆、创意孵化地的“城市文化空间”	18-40 岁的城市新青年群体
中信书店	102 家	20	2010 年	针对现代都市人群工作、休闲、出行等方面的需求，在高端写字楼、大型商业综合体、机场	实体书店、电商、社交媒体的全渠道布局	现代都市人群

国内典型 连锁书店	网点数量 (截至 2018 年 10 月底)	网点所在城市 (个)	书店 开建时间	书店特色	经营模式	目标客户
				及高铁站等区域，分别 打造城市商务型、城市 休闲型、交通枢纽型三 种书店店型		
三联书店	68 家	65	1935 年	全天 24 小时不打烊	以“书店”为经营核心，虽提 出“进行多种经营”的策略， 但“不以营利为目的”	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）
汇智光华	189 家	79	2005 年	专注于机场、高铁旅行 商业连锁；高客流量的 平台优势	以品牌连锁文化书店为核心 业务，整合发行、营销、推广、 销售、服务的综合产业化发展 为模式	商务人士、旅游群 体

数据来源：百道网、中国实体书店产业报告，西南证券整理

3 公司分析：版权与渠道的护城河+领先的图书策划能力，有望实现窄众到大众的扩张

3.1 内容与作者的护城河，公司在进口版权上具有先发优势

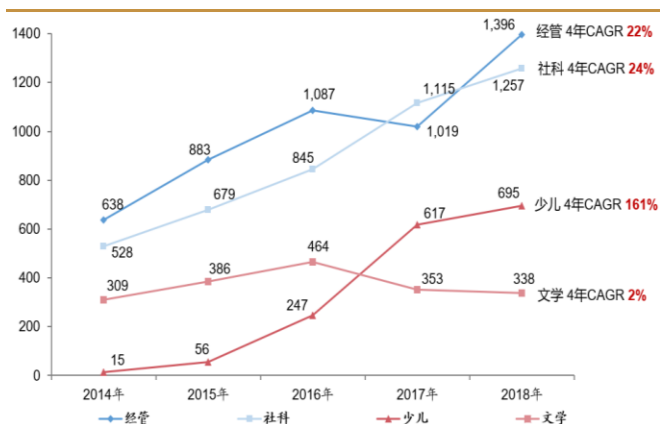
内容：公司图书以经管、社科和少儿类为主，其中经管类图书行业领先，少儿类图书提升至战略高度。**经管类：**优质的财经版权储备+11000位作者资源+品牌效应；**少儿类：**聚焦引进+科普+绘本，少儿零售市场码洋从2014年的105名提升至2018年的前20名。

图 28：各类图书的营收及增速：少儿类图书 4 年 CAGR186% (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：各类图书销量及增速：少儿类图书销量 4 年 CAGR161% (万册)



数据来源：公司公告，西南证券整理

经管类：从无到有到头部，公司经管类图书码洋占有率市场第一。公司董事长王斌此前在机械工业出版社从事经济管理图书出版工作，2001 年任公司出版社社长，在管理层的带领下中信出版从 2001 年开始发力经管类图书，从《杰克·韦尔奇自传》、《谁动了我的奶酪》开始做大，目前已经成为经管类图书市场码洋占有率排名第一的出版社，2014-2018 年，公司经管类图书的营收从 1.6 亿元增长至 4.5 亿元，4 年 CAGR29%，高于整体图书零售市场 11%左右的码洋增速。

畅销书续航能力强，公司拥有经管类头部版权及长期合作的作者资源。畅销书续航能力强，拥有更长的变现时间。公司出版的《从 0 到 1：开启商业与未来的秘密》、《以奋斗者为本：华为公司人力资源管理纲要》、《激荡三十年：中国企业 1978-2008》等已连续 4 年成为当当经管类图书畅销榜 TOP50 的图书。头部畅销书资源涉及：华为、小米、360、万达、谷歌、海底捞、luckin coffee、名创优品等在内的国内外优秀/新兴的公司。公司与国内外优秀的作者/公司领导者建立了长期合作关系，包括：王健林、周鸿祎、刘强东、褚时健、王石、冯仑、巴菲特、乔布斯、稻盛和夫、杰克·韦尔奇等企业家；樊登、薛兆丰、马东、吴军、吴晓波等经管领域名作家；吴敬琏、张五常、林毅夫、罗伯特·席勒、保罗·克鲁格曼等国内外著名学者等的核心资源。与此同时，自公司成立以来，已先后与全球超过 11000 位作者建立了合作关系，搭建起了以“广覆盖+快速覆盖+抓头部资源+保证内容深度”为特色的经管类图书矩阵。

表 6：公司在经管类图书中积淀的畅销书（加粗图书为 3 年及以上上榜的畅销书）

年份	当当经管图书畅销榜 TOP50 公司图书数量	当当经管图书畅销榜 TOP100 图书（出版日期）
2015	18/50	《从 0 到 1：开启商业与未来的秘密》（2015 年） ；《小米口碑营销内部手册：参与感》（2014 年） 《互联网+：国家战略行动路线图》（2015 年） ； 《以奋斗者为本》（2014 年） 《创业维艰：如何完成比难更难的事》（2015 年）；《万达哲学：王健林首次自述经营之道》（2015 年） 《周鸿祎自述：我的互联网方法论》（2014 年）；《重新定义公司：谷歌是如何运营的》（2015 年） 《货币战争（升级版）》（2011 年）；《创新者的窘境（全新修订版）》（2014 年） 《从优秀到卓越（珍藏版）》（2009 年）；《第五项修炼：学习型组织的艺术与实践》（2009 年） 《激荡三十年：中国企业 1978-2008》（2014 年） ；《海底捞你学不会》（2011 年） 《基业长青》（2009 年）； 《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》（2011 年） 《精益创业》（2012 年）；《沃顿商学院最受欢迎的谈判课》（2012 年）
2016	18/50	《从 0 到 1：开启商业与未来的秘密》（2015 年） ； 《以奋斗者为本》（2014 年） 《商业的本质》（2016 年）；《重新定义公司：谷歌是如何运营的》（2015 年） 《创业维艰：如何完成比难更难的事》（2015 年）；《万达工作法》（2015 年） 《小米口碑营销内部手册：参与感》（2014 年）；《从优秀到卓越（珍藏版）》（2009 年） 《互联网+：国家战略行动路线图》（2015 年）； 《激荡三十年：中国企业 1978-2008》（2014 年） 《联盟：互联网时代的人才变革》（2015 年）；《从零开始做运营》（2015 年） 《海底捞你学不会（新版）》（2015 年）；《硅谷钢铁侠：埃隆·马斯克的冒险人生》（2016 年） 《以客户为中心》（2016 年）；《赢（纪念版）》（2013 年） 《万达哲学：王健林首次自述经营之道》（2015 年）；《重新定义团队：谷歌首席人才官的团队管》（2015 年）
2017	16/50	《细节 如何轻松影响他人》（2016 年）； 《从 0 到 1：开启商业与未来的秘密》（2015 年） 《以奋斗者为本》（2014 年） ； 《激荡三十年：中国企业 1978-2008》（2014 年） 《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》（2011 年） ；《从优秀到卓越（珍藏版）》（2009 年） 《第五项修炼：学习型组织的艺术与实践》（2009 年）；《沃顿商学院最受欢迎的谈判课》（2012 年） 《名创优品没有秘密：通向未来的商业力量》（2016 年）；《创业维艰：如何完成比难更难的事》（2015 年） 《商业的本质》（2016 年）；《从零开始做运营》（2015 年） 《联盟：互联网时代的人才变革》（2015 年）；《一个广告人的自白（纪念版）》（2015 年） 《基业长青（珍藏版）》（2009 年）；《海底捞你学不会（新版）》（2015 年）
2018	14/50	《原则 principles》（2018 年）；《见识 吴军 首部认知升级类著作》（2018 年） 《激荡十年，水大鱼大》（2017 年）；《可复制的领导力：樊登的 9 堂商业课》（2017 年） 《流量池(luckin coffee 小蓝杯 CMO)》（2018 年）；《赋能：打造应对不确定性的敏捷团队》（2017 年） 《从 0 到 1：开启商业与未来的秘密》（2015 年） ；《细节 如何轻松影响他人》（2016 年） 《OKR 工作法：谷歌、领英等公司的高绩效秘籍》（2017 年）；《态度 吴军新书》（2018 年） 《给成交一个理由》（2018 年）； 《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》（2011 年） 《激荡三十年：中国企业 1978-2008 十年典藏版》（2017 年） ； 《以奋斗者为本》（2014 年）

数据来源：当当网，西南证券整理

少儿类：少儿类图书畅销热点变化较慢，畅销书生命周期长。儿童阅读的内容很多都是经过家长、老师检验过的畅销经典，很多畅销书能够连续多年保持畅销的地位，在文学等领域较为垄断。同时引进图书在畅销书中占据重要地位，开卷数据显示，2017 年少儿榜 Top100 中，本土作家与外国作家作品数量分别是 48 种和 52 种，引进图书成为出版社弯道超车的机会。

图 30: 2017H1 海外图书在少儿类中的码洋占比达 40%

2017H1 海外图书在中国市场各品类码洋结构图 码洋占比	
少儿	40%
文学	17%
学术文化	8%
经管	6%
心理自助	5%
语言	5%
生活	4%
艺术	3%
教辅	3%
其他	9%

数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

图 31: 2017H1 少儿类图书 TOP100 中, 海外图书占 35 个

各品类 TOP100 畅销书里海外图书的品种数	2016H1	2017H1
少儿类	19	35
文学类	31	31
传记类	33	37
自然科学类	32	27
心理自助类	40	35

数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

公司从进口图书切入, 把握有变化的科普类少儿图书, 根据开卷信息的数据, 自 2015 年 10 月小中信事业总部成立以来, 其零售排名从 2014 年的 105 位提升至 2017 年的 24 位, 在少儿类图书市场码洋占有率为 1.08%。少儿类图书是中信出版从 2015 年开始发力的新兴领域, 定位于国内尚未被垄断的科普读物、绘本和低幼启蒙等领域, 2015 年公司取得迪士尼动画大电影延伸版权, 2016 年出版了“疯狂动物城”、“海底总动员 2”等系列畅销书。在引进图书方面: 2015 年中信童书团队在其后一年里引进了 Minedition (德国百年出版社, 曾挖掘并培养了莉丝白·茨威格、罗伯特·英潘、柯薇塔等多位安徒生奖得主) 的 70 多本绘本, 成就了“遇见美好绘本馆”绘本品牌。同时, 公司与罗辑思维合作出版的“科学跑出来”系列图书成为国内 AR 增强现实技术与少儿科普结合的少数成功案例之一, 2016 年该书销量达到 105 万册, 带动公司少儿类图书在 2016 年实现销量 247 万册, 同比增长 341%, 此后, “DADA 全球艺术启蒙”系列、《点亮自然》等同样取得不错的成绩, 公司在少儿类图书市场的开拓效果明显。小中信在 2017 年开始自我裂变, 打造“如果童书”、“知乐园”、“IP 梦工厂”子品牌, “如果童书”聚焦精品绘本、文学、动漫 IP、亲子家教、成长励志等五大板块, “知乐园”聚焦认知类图书。

图 32: 聚焦引进+科普+绘本, 码洋占有率从 2014 年的 105 名提升至 2018 年前三季度的前 20 名

✓ 引进+科普+绘本: 引进或能弯道超车, 进军尚未被垄断的科普、绘本类图书

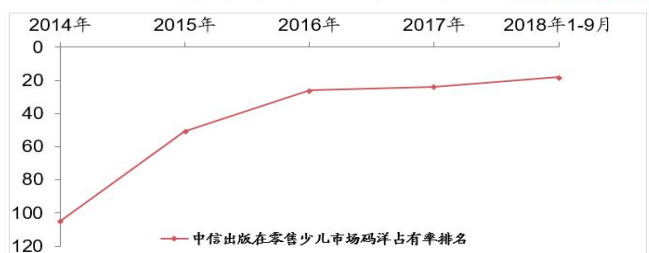
- 迪士尼动画大电影延伸版权
- 与 Minedition 合作, 形成遇见美好绘本馆
- “科学跑出来”系列科普图书
- “DADA 全球艺术启蒙”系列+《点亮自然》等



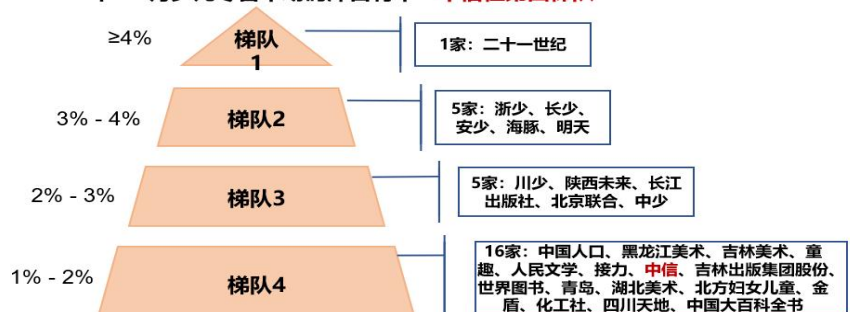
• 遇见美好绘本馆 •



✓ 2014-2018 年中信出版在零售少儿市场码洋占有率排名持续提升



✓ 2018 年 1-9 月少儿零售市场码洋占有率: 中信在第四梯队

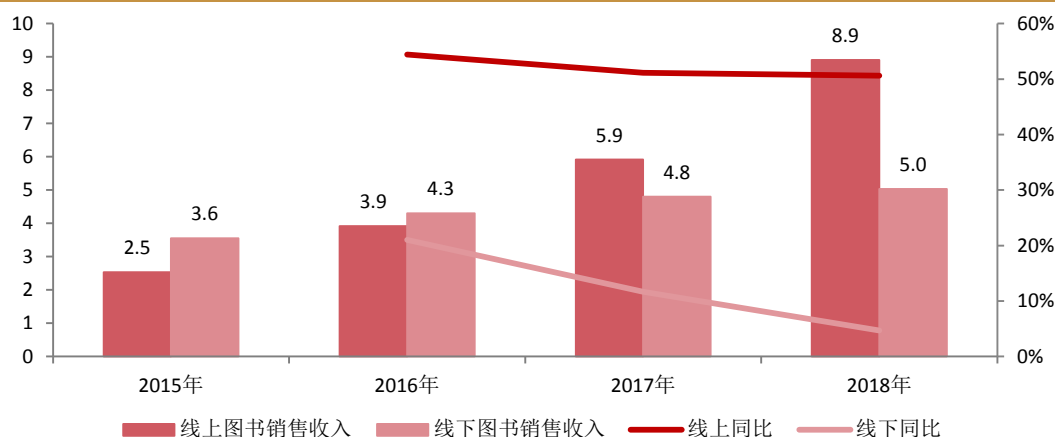


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 抢占线下高端渠道，线上渠道渐趋多元化

渠道：线上线下相辅相成，线下高端渠道树品牌、攒口碑，线上渠道创收。公司拥有线下+线上自有渠道，线上渠道包括：当当网、京东、亚马逊等互联网电商平台，公司电子书产品与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商均建立了长期合作。

图 33：2015 年以来，线上渠道营收保持每年 50% 的增速高速增长，线下渠道稳步提升（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

线下渠道：公司线下渠道包括线下代销和线下直销，在线下机场、一线城市的实体书店覆盖上具备先发优势。线下代销的渠道包括：各省新华书店发行集团、第三方实体书店、图书经销商等；线下直销的渠道包括：中信书店自有渠道以及客户批量采购等。

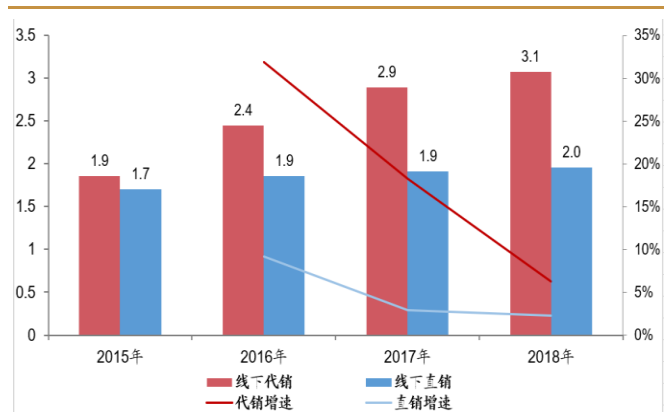
根据开卷信息的数据，实体店渠道中，一线城市继续保持增长，2014、2015 年一线城市实体店渠道增速分别为 7.9%、5.8%，一线书店销售增速较高。在自有的线下渠道方面，中信书店自 2010 年起在全国主要城市机场开办连锁直营书店，截至 2019 年 6 月底，公司拥有 57 家机场店，12 家写字楼店，18 家城市店，遍布一二线城市：北京、深圳、杭州、厦门、大连、西安、济南、合肥、海口、重庆、哈尔滨、呼和浩特、天津、上海、广州、苏州、武汉等全国大中型城市以及雄安新区，搭建了覆盖主要城市、综合业态的全国性文化消费平台，在中高端商务人群中形成了良好的口碑。机场书店具有租赁期间的排他性、机场环境封闭性的特点，截至 2019 年 6 月，中信书店在国内取得了 57 家机场书店的经营权，成为全国最大的机场书店连锁系统。

表 7：公司线下渠道的发展情况：机场店数量维稳，写字楼和城市店加快建设（单位：家）

书店类型	2014 年	2015 年底	截至 2017 年 5 月 2 日	截至 2018 年 3 月 19 日	截至 2018 年 12 月	截至 2019 年 6 月 24 日	到 2022 年 6 月
机场店	80	71	62	69	51	57	
覆盖机场	11	10			10		
写字楼店		4	4	12	合计 28 家	12	合计 180 家
城市店			2	3		18	
主题店							3

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

图 34：线下销售增速逐渐回稳



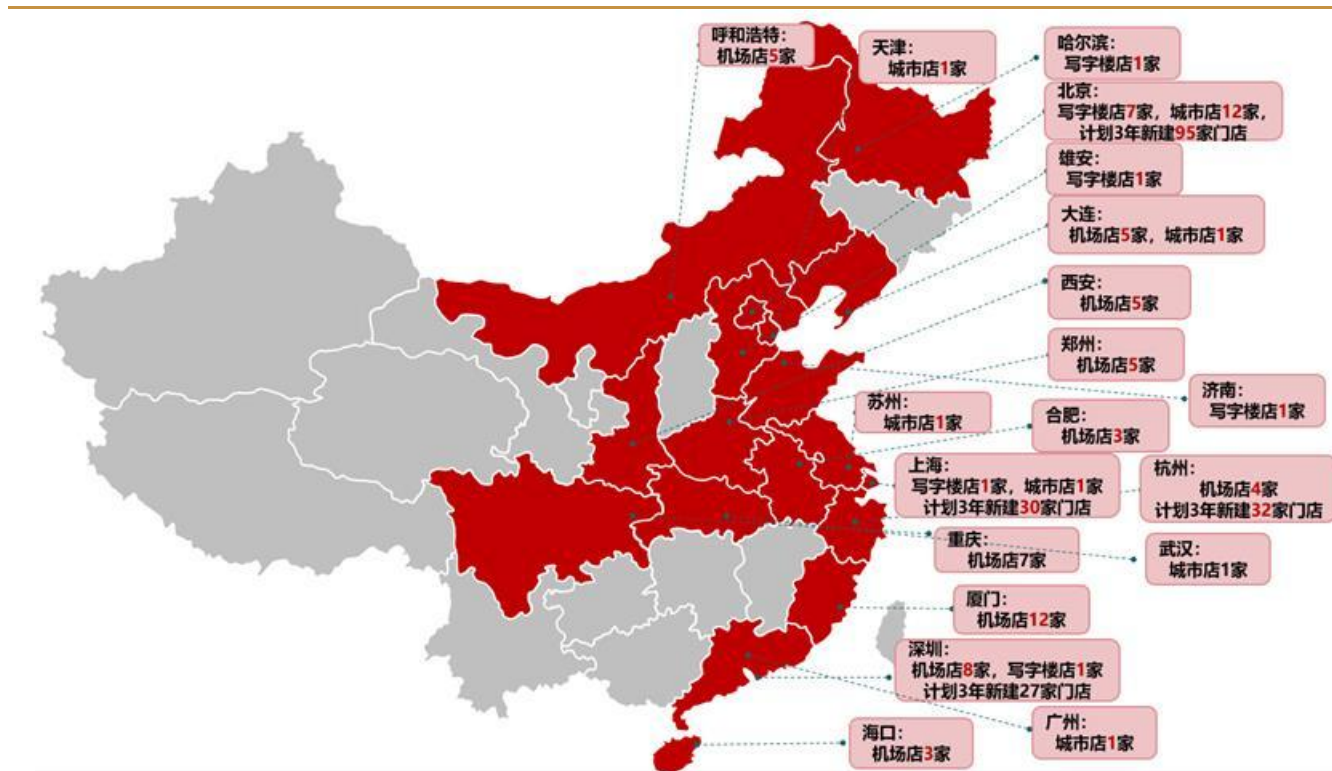
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：2014/2015 年一线城市实体书店销售增速保持 5% 以上

近两年实体书店渠道增速情况 (同比增长率)	2014	2015
超大书城	2.8%	0.6%
大书城	8.1%	0.5%
城市店	1.4%	-2.8%
中等书店	1.3%	3.4%
一线城市店	7.9%	5.8%
二线城市店	2.7%	-2.8%
三线城市店	1.9%	1.0%
新华	3.7%	0.6%
非新华	1.0%	-0.1%

数据来源：开卷信息，西南证券整理

图 36：公司在渠道的布局情况：重点布局东部一二线城市



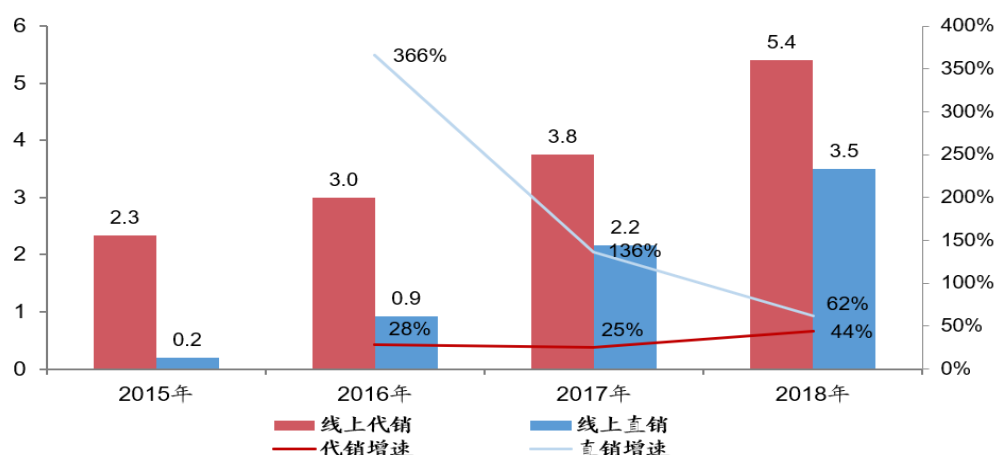
数据来源：公司公告，西南证券整理

线上渠道：线上渠道分为直销和代销模式，线上直销是指公司通过入驻天猫、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的模式进行线上图书零售。线上代销是指公司向当当网、京东、亚马逊等线上互联网电商平台发出商品，后续由电商平台负责向终端消费者进行销售、发货及收款并和公司结算。

公司直销模式不断探索新方式、新平台，公司直销金额占比提升，下游渠道多元化公司毛利率有望提升。公司线上覆盖渠道包括：天猫（天猫旗舰店、天猫专营店）、京东（京东旗舰店、京东专营店）、贩团、有赞、中信银行、咪咕、天猫分销以及其他平台。在数字出版物销售平台，除了与微信读书、亚马逊 Kindle、掌阅 iReader、喜马拉雅等电子阅读平台

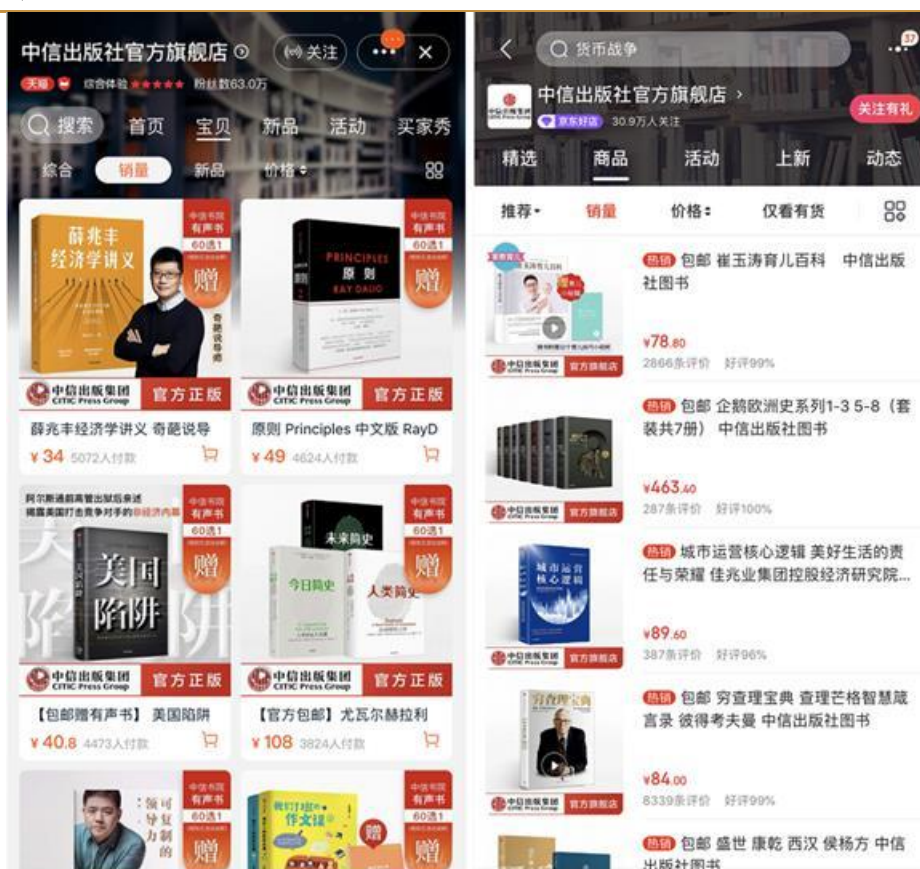
以及中国移动、中国联通、中国电信三大电信运营商进行深入合作外，积极投入互联网产品“中信书院”的运营。由于线上渠道需要先牺牲毛利率换取市场份额，需要在线上渠道铺设的前期具有较好的资金基础，公司目前已经完成线上渠道的铺设，且下游销售平台日趋多元化，预计后续毛利率将实现稳定。与此同时，公司直销模式的线上平台不断扩大，天猫京东的销售金额占线上直销总销售金额的比例从 2015 年的 81% 下降到 2018 年的 59%。

图 37：线上渠道销售维持高增速，直销自有渠道 2018 年销售增速 62%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：中信出版天猫和京东旗舰店



数据来源：中信出版官方旗舰店，西南证券整理

图 39：公司线上渠道情况：线上直销不断拓展新平台，线上代销模式持续高增长

各平台2018年销售金额及增长率：直销渠道渐趋多元化



数据来源：公司公告，西南证券整理

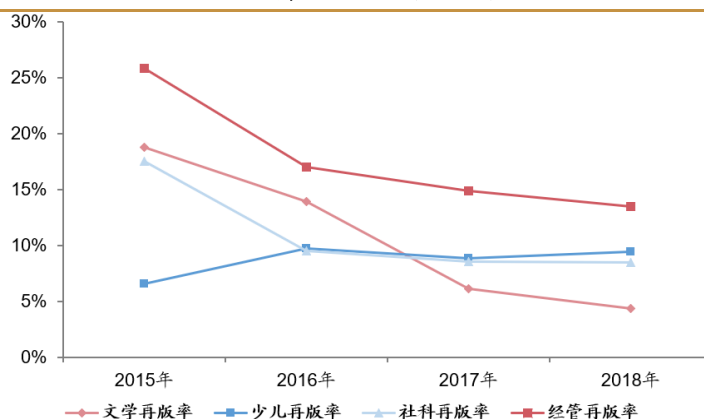
3.3 品牌美誉度+平台型图书策划机制+强势中后台，公司受众有望从窄众走向大众

品牌美誉度高+领先的图书策划机制+强势中后台，在人才、版权吸引上都有优势，公司有望实现品类的扩张，从定位高端商务人士的“窄众”走向“大众”。

中信出版的品牌美誉度、资金实力、发行能力、引进图书出版经验均为行业领先，这些均是国外出版机构在选择国内出版社时考虑的主要因素，随着引进版权数量越来越多，操作越来越熟练，公司的品牌与引进图书的数量形成正向循环，共振向上。

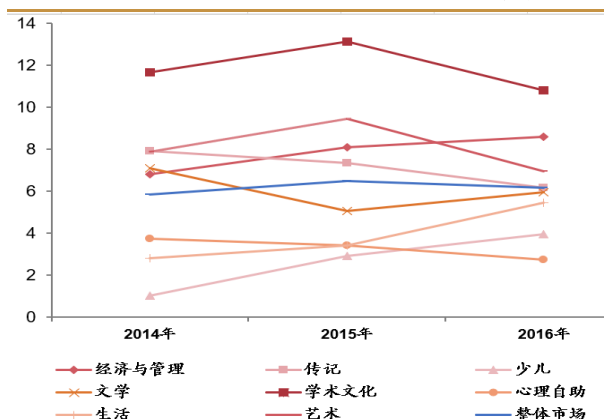
领先的图书策划机制：从出版社向平台型公司自我进化，公司再版率、出版效率市场领先。根据出版人杂志的信息，在最近十几年的发展历程中，中信出版顺应时代潮流，先后多次调整管理模式和运营机制，努力让公司保持活力。2014 年开始，中信出版在内部发起制度变革，在编辑层面实行举手制，鼓励有想法、有渠道、有业务及管理能力的个人成立工作室分社，依托平台的策划方法论、品牌价值和优势，不断创造新的价值。中信出版集团陆续成立了“财经分社”、“经管分社”、“大众分社”、“文艺社”、“财经优品工作室”、“扬声工作室”、“新思文化工作室”、“灰犀牛”、针对少儿读物的“小中信事业部”等十多个小团队。其中“分社”的规模较“工作室”规模大一些，各分社与工作室侧重点均有不同。小团队保证了整个体系的高效，出版人平台类似于一种把所有员工变成合作伙伴一起来投资的价值体系，也提升了对于行业优秀人才的吸引力。根据中信出版社的信息，据灰犀牛主编李亚婷介绍，灰犀牛正是在举手制之后，由中国经济出版社原副总编乔卫兵到中信出版后从无到有建立起来的。

图 40: 随着图书种类的提升, 图书再版率有所降低但仍保持较高水平



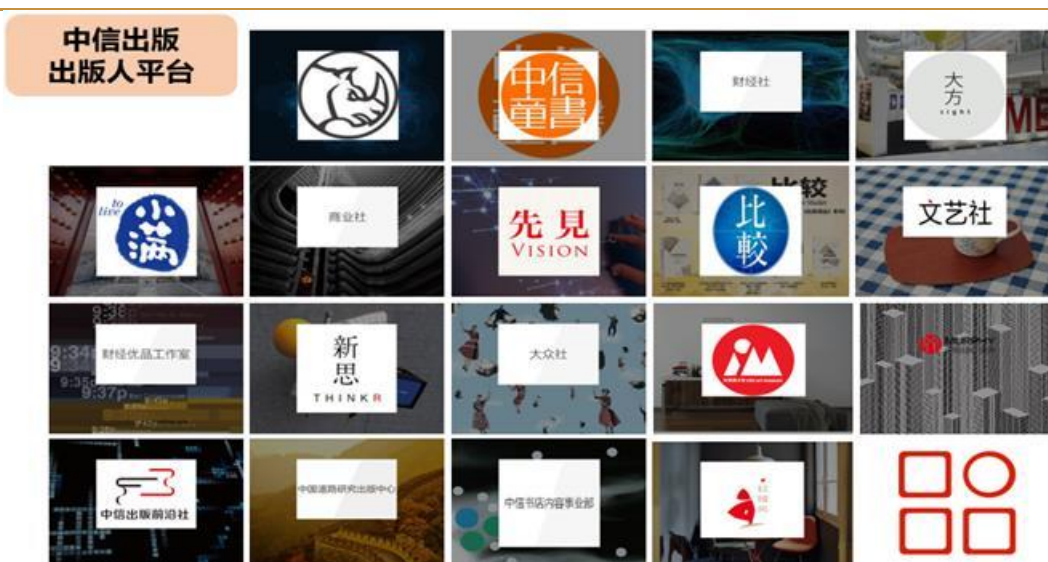
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 41: 公司学术/经管/艺术/传记类图书出版效率市场领先



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: 中信出版人平台培育了中信童书、灰犀牛、红披风等一批优秀分社



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

强势的中后台能力保证, 公司将畅销书常态化。公司服务中后台承担资讯研究、质量管控、数据建模、市场分析、读者研究、营销设计、渠道推动、信息多向传递等工作, 由于出书具有周期, 热点转瞬即逝, 因此做书要提前去钻研趋势和行业, 公司拥有专门的市场咨询研究机构, 拥有上千种版权储备, 以及书籍从前期选题到后期销售的数据监控, 能够引领、探寻到热点, 具备长期策划出畅销书的品质。

品牌效应+平台机制+强势中后台, 公司的图书品类实现了从经管到经管、社科、少儿类图书的拓展。参考国外企鹅兰登书屋、哈珀·柯林斯等图书出版商的发展趋势, 出版公司的扩张一般伴随着并购其他出版社, 而国内出版社之间并购难度较大, 出版社想实现扩张就只剩下品类扩张这一方式。由于各类图书的策划、选题不共通, 因此跨品类成为出版社的难题, 中信出版通过品牌、平台、行业领先水平的薪资吸引更多人才加入, 同时依靠品牌+资金优势, 引进图书实现在国内市场少儿品类的弯道超车, 具备跨品类图书出版的能力。

4 构建三大增长点：拓渠道、强版权，寻找其他资本进入点

4.1 加码少儿/文学/学术/财经类图书版权，构建矩阵型版权结构

采购版权+签约作者是成熟的书店成长方式。采购图书版权+签约作者+并购，助力兰登书屋成长为全球最大的大众图书出版集团。兰登书屋成立于 1927 年，前身为文学作品重印版号出版社，后启用兰登书屋出版社商标，通过版权代理公司运作的版权贸易方式，向安德鲁·纳伯格联合国际有限公司、博达版权代理公司、大苹果版权代理公司、中华版权代理总公司等采购图书版权，并签约 70 多位诺贝尔奖作者和多位普利策奖获得者开展原创内容，出版了一系列影响西方文化的图书，兰登书屋于 2013 年 7 月 1 日并购了企鹅出版社，2014 年 7 月 1 日并购了桑迪亚纳出版社，这些并购使其 2014 年的销量和收入比 2013 年提高了很多，并进军数字出版领域，开发电子书、有声书、影视剧等，助力兰登书屋成为世界最大的大众图书出版集团。根据企查查的数据，2017 年兰登书屋年收入 34 亿欧元左右。

4 亿元加注版权储备，重点打造少儿类（总投资 9800 万元）、文学类（总投资 7000 万元）等品类，以及布局作者经纪（1.2 亿元），实施“内容+”知识产权投资与运营平台战略。公司公告显示，拟投资 4 亿元，在未来三年通过投资、购买等方式储备 500 项优质知识产权，并签约 40 名作者取得其作品的全部版权。其中，包括普通图书版权 400 种、超级畅销图书版权 100 种、签约 40 名作者并进行全版权运营。

表 8：公司计划的版权投资储备情况

	T+1	T+2	T+3	合计
优质知识产权投资储备（万元）				
少儿类	3340	3340	3120	9800
文学类	2480	2480	2040	7000
艺术类	540	540	320	1400
财经类	1400	1400	1400	4200
科学研究类/学术类	1940	1940	1720	5600
作者经纪	1500	4500	6000	12000
合计	11200	14200	14600	40000
普通图书版权储备数量（种）				
少儿类	47	47	46	140
文学类	34	34	32	100
艺术类	7	7	6	20
财经类	20	20	20	60
科学研究类/学术类	27	27	26	80
合计	135	135	130	400
超级畅销类图书版权储备数量（种）				
少儿类	12	12	11	35
文学类	9	9	7	25
艺术类	2	2	1	5

	T+1	T+2	T+3	合计
财经类	5	5	5	15
科学研究类/学术类	7	7	6	20
合计	35	35	30	100
签约作者 (人)				
新签约作者	5	15	20	40

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4.2 强化北上深杭渠道，3 年建设 180 家城市店，打造中国第一文化综合体

未来三年公司将建设 184 家城市生活店+主题店+理想家店，打造新型的文化消费需求的流量入口。公司将依托中信书店理想家总部与智慧生活服务平台，建设 180 家城市生活店与 3 家主题店，通过高品质体验构建“智慧生活空间”，打造最具特色的文化消费体验网络，并通过线上线下互动的网络平台，延伸到活动、论坛、艺术、学习、餐饮等文化服务领域，成为覆盖主要城市、组合业态的城市文化运营商。其中，主题店将开设 2 家“儿童空间主题店”与 1 家“艺术空间主题店”，关注少年儿童的心智成长与创意人群的艺术交流，集合世界范围内的优质图书与文化产品，建设成为引领城市家庭文化消费与体验的主题空间，打造直接触达终端用户各方面文化消费需求的流量入口，全方位满足都市中产阶层在闲暇时间的文化消费诉求，打造文化地标。

表 9：公司未来 3 年门店扩张计划：在北上深杭建设 180 家城市店、3 家主题店、1 家理想家店

门店建设 地区	建设门店 数量	租赁面积 (m ²)	总投资额 (万元)	T1	T2	T3	理想家店			主题店		
							T1	T2	T3	T1	T2	T3
北京	95	20640	20470	25	37	33	-	1	-	1	1	1
上海	30	3120	3372	11	8	11	-	-	-	-	-	-
深圳	27	2880	2885	8	8	11	-	-	-	-	-	-
杭州	32	3360	3273	7	9	16	-	-	-	-	-	-
合计	184	30000	30000	51	62	71	-	1	-	1	1	1

数据来源：招股说明书，西南证券整理

本次 3 年书店布局计划完成后，中信书店在全国将有 271 家书店，重点布局北上深杭，书店数量超过西西弗书店的 210 多家店(截至 2019 年 5 月)，成为国内线下书店的领跑者。截至 2019 年 6 月，中信书店在全国机场、写字楼、大型商业中心等区域开设的中信书店数量已达 87 家，其中机场店 57 家、写字楼店 12 家、城市店 18 家，书店以各类图书销售为主，同时销售文创商品、数码产品、咖啡餐食等。北京、上海深圳、杭州中信书店共计 34 家，其中北京 19 家居于 4 地之首，杭州、深圳、上海分别有 2 家、9 家、4 家，本次 3 年布局计划完成后，公司在北京、上海、深圳、杭州分别有书店 114 家、32 家、36 家、36 家。

图 43: 中信书店陆家嘴中心城市店



数据来源: 大众点评, 西南证券整理

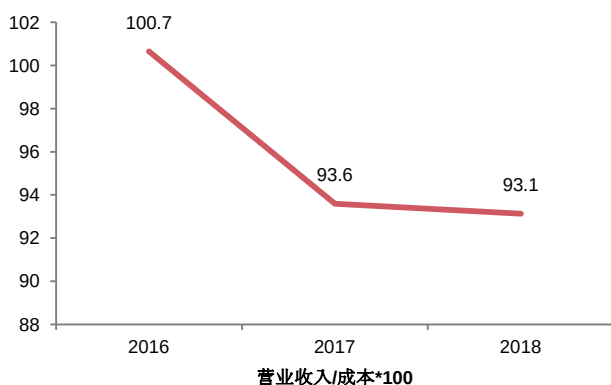
图 44: 中信书店深圳宝安机场 T3 航站楼店



数据来源: 大众点评, 西南证券整理

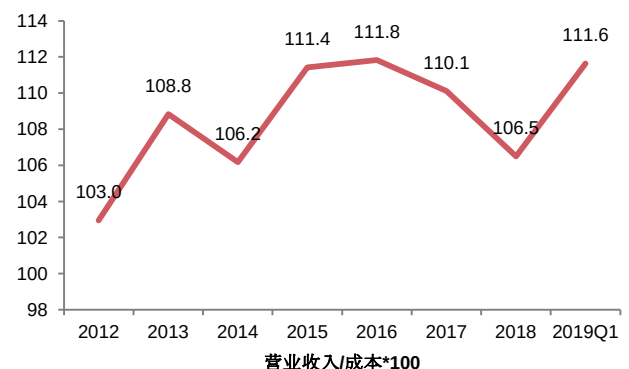
对标诚品书店, 未来规模效应有望显现, 增长空间巨大。诚品书店成立于 1989 年, 书店以各类图书销售为主, 同时以画廊、花店、商场、餐饮为辅助业务。随着门店数量持续增加, 诚品书店规模效应得到释放。2012 年到 2019Q1, 其营业收入/成本持续提高, 从 103.0 增长至 111.6 (*100), 即在 2019Q1, 诚品书店每投入 100 元就能带来 111.6 元的创收, 资金利用效率大幅提高。中信书店经营业务与诚品书店类似, 以图书销售为主, 文创产品、数码产品、咖啡餐食销售为辅, 店面以租赁模式取得, 在 2016 年-2018 年, 中信书店处于快速扩张阶段, 销售费用大幅增加, 营业收入/成本比持续走低, 属于战略性亏损阶段。中信书店 2018 年营业收入/成本为 93.1, 远低于诚品书店的 111.6, 成长空间巨大。随着未来三年中信书店超 180 家的新建书店计划实施, 规模效应将逐步释放, 费用将得到有效控制, 中信书店有望带来持续强劲的业绩增长。

图 45: 中信书店规模效应



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 46: 诚品书店规模效应



数据来源: Wind, 西南证券整理

4.3 寻找其他相关领域, 拓展出版边界

围绕高端客群, 多元产品与服务树品牌+创收。公司旗下子公司信睿文化的“中信美术馆”品牌在主题出版的基础上, 打造主题策展和文创产品创意展示平台, 实现出版、展览和艺术的联接, 建立艺术类产品的版权运营体系。“中信美术馆”通过“纸上展览”“换墙展览”“移动展览”“实体展览”等“虚实结合”的艺术产业立体发展路径, 从 2016 年 4 月启动-2017

年1月的9个月内共推出55种图书产品、24种版画产品,销售码洋共计1261万。2018年,信睿文化保持快速增长态势,实现收入5547万元,增速132.6%。

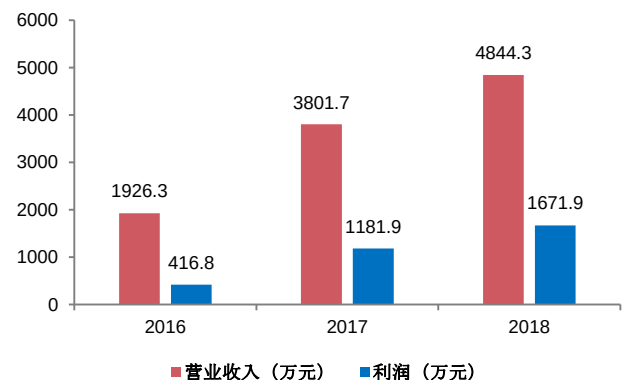
与美国kaplan合作,进军教育培训产业。2014年底公司与美国Kaplan教育集团成立合资公司中信楷岚,进军教育培训产业,其中公司股权占比51%,Kaplan教育集团占比49%,公司独家拥有Kaplan国际金融财会领域主要产品在中国大陆地区的独家经营权,包括CFA、FRM、ACCA及CIMA的图书、视频产品及相关产品的版权运营。2018年中信楷岚营收保持快速增长态势,实现收入4844.3万元,较2017年增长27.4%;利润1671.9万元,较2017年增长41.5%。

图 47: 中信楷岚产品概况



数据来源: 公司官方旗舰店, 西南证券整理

图 48: 中信楷岚营业收入及利润



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

寻找其他资本可以进入的泛文化领域。由于收购出版社难度较大,公司正在寻找其他资本能够介入的机会,寻找其他的赢利点。在对教育市场进行充分研究的基础上,进行了新的团队组建与技术研发准备,并着手以教育培训业务作为新的业务模式,以国际教育、职业培训、教育咨询等业务作为未来利润增长点之一。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

公司的主要业务为图书出版和线上线下发行、书店零售，以及其他文化增值业务。

线上图书销售：公司线上图书销售主要有直销和代销两种方式，随着公司渠道的不断拓展和新增，预计公司线上业务仍将维持 20% 以上的增长，毛利率稳定在 36% 左右。

线下图书销售：公司计划依靠募集资金大力拓展线下渠道的城市店，计划 3 年开拓 184 家线下店，预计公司线下业务仍将保持增长。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
线上图书销售	收入	891.2	1,131.8	1,414.7	1,697.7
	增速	50.6%	27.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	35.7%	35.7%	36.0%	37.0%
线下图书销售	收入	503.2	528.3	565.3	610.6
	增速	4.7%	5.0%	7.0%	8.0%
	毛利率	49.2%	50.0%	50.0%	50.0%
数字阅读服务	收入	67.2	80.6	96.7	116.0
	增速	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	32.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他商品销售	收入	80.5	92.5	111.1	133.3
	增速	8.8%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.2%	49.0%	50.0%	50.0%
其他文化增值	收入	62.8	81.6	102.0	122.4
	增速	34.6%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	42.9%	42.9%	42.9%	42.9%
其他业务	收入	29.5	29.5	29.5	29.5
	增速	23.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	36.1%	36.1%	36.1%	36.1%
合计	收入	1634.2	1944.3	2319.3	2709.4
	增速	28.5%	19.0%	19.3%	16.8%
	毛利率	40.6%	40.3%	40.1%	40.5%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 估值与评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22 元、1.37 元、1.62 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 18 倍。基于 1) 公司经管类畅销书表现强势，经管类图书码洋占有率市场第一，品牌美誉度高；2) 公司发力少儿类图书，有望从第四梯队向第二梯队进军；3) 公司进一步加码图书版权，有望继续巩固在出版领域的优势。我们持续看好公司在连锁书店的布局，以及在少儿类图书中的表现。

表 11：可比出版公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603096.SH	新经典	59.20	2.11	2.51	2.96	28.11	23.54	19.98
601098.SH	中南传媒	12.40	0.76	0.82	0.91	16.41	15.14	13.69
601811.SH	新华文轩	11.99	0.85	0.94	1.02	14.18	12.82	11.75
601928.SH	凤凰传媒	8.32	0.61	0.69	0.76	13.54	11.97	10.88
均值						18.06	15.87	14.08

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

原材料纸价上涨风险。尽管目前的纸价相比于 2018 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。

连锁书店拓展成效或不及预期风险。公司计划未来 3 年内建设 180 家城市生活店，打造文化消费体验网络，存在项目未按计划推进的风险，与此同时，随着经营规模的扩大，在需求把握、物流配送、资金管理等方面均面临挑战，如果公司相关管理体系无法有效运行，则面临着快速扩张无法有效管理的风险。

新媒体形式的冲击风险。公司主营是纸质图书的出版、发行，新媒体形式的发展或能颠覆纸质图书的形态，从而对公司业务造成冲击。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1634.20	1944.31	2319.26	2709.37	净利润	196.21	221.05	248.17	293.28
营业成本	971.18	1160.84	1388.39	1611.41	折旧与摊销	21.57	15.45	15.45	15.45
营业税金及附加	7.06	8.58	10.16	11.90	财务费用	-1.66	1.60	1.82	2.16
销售费用	307.22	353.86	429.06	509.36	资产减值损失	39.39	40.00	50.00	50.00
管理费用	135.73	162.35	194.82	233.01	经营营运资本变动	-16.52	6.30	-16.78	-10.92
财务费用	-1.66	1.60	1.82	2.16	其他	-5.70	-50.00	-58.00	-61.00
资产减值损失	39.39	40.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	233.29	234.39	240.66	288.96
投资收益	-1.45	10.00	10.00	10.00	资本支出	-7.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-101.46	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-109.03	10.00	10.00	10.00
营业利润	201.31	227.09	255.00	301.54	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.96	0.91	0.93	0.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.27	228.00	255.93	302.46	股权融资	0.00	643.23	0.00	0.00
所得税	6.06	6.95	7.76	9.19	支付股利	-64.60	-41.34	-46.57	-52.29
净利润	196.21	221.05	248.17	293.28	其他	12.81	5.05	-1.82	-2.16
少数股东损益	-10.49	-11.82	-13.27	-15.68	筹资活动现金流净额	-51.79	606.94	-48.40	-54.45
归属母公司股东净利润	206.70	232.86	261.43	308.95	现金流量净额	72.83	851.34	202.26	244.51
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	674.19	1525.52	1727.79	1972.30	成长能力				
应收和预付款项	136.20	139.67	173.21	203.57	销售收入增长率	28.54%	18.98%	19.28%	16.82%
存货	672.78	804.16	959.80	1115.29	营业利润增长率	4.62%	12.80%	12.29%	18.25%
其他流动资产	23.55	28.01	33.42	39.04	净利润增长率	4.84%	12.66%	12.27%	18.18%
长期股权投资	50.27	50.27	50.27	50.27	EBITDA 增长率	7.15%	10.35%	11.53%	17.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16.04	7.34	-1.37	-10.08	毛利率	40.57%	40.30%	40.14%	40.52%
无形资产和开发支出	12.74	11.14	9.54	7.94	三费率	27.00%	26.63%	26.98%	27.48%
其他非流动资产	125.05	119.91	114.77	109.62	净利率	12.01%	11.37%	10.70%	10.82%
资产总计	1710.81	2686.02	3067.41	3487.95	ROE	22.09%	12.86%	12.93%	13.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	8.23%	8.09%	8.41%
应付和预收款项	700.99	862.07	1024.82	1187.66	ROIC	86.76%	84.85%	86.03%	89.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.54%	12.56%	11.74%	11.78%
其他负债	121.75	105.60	122.66	139.37	营运能力				
负债合计	822.74	967.68	1147.48	1327.03	总资产周转率	1.04	0.88	0.81	0.83
股本	142.61	190.15	190.15	190.15	固定资产周转率	122.46	166.33	777.58	-473.30
资本公积	155.58	751.27	751.27	751.27	应收账款周转率	28.17	25.26	26.64	26.05
留存收益	583.92	775.44	990.30	1246.97	存货周转率	1.53	1.57	1.57	1.55
归属母公司股东权益	874.77	1716.86	1931.72	2188.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.61%	—	—	—
少数股东权益	13.29	1.48	-11.79	-27.46	资本结构				
股东权益合计	888.06	1718.34	1919.94	2160.93	资产负债率	48.09%	36.03%	37.41%	38.05%
负债和股东权益合计	1710.81	2686.02	3067.41	3487.95	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.87	2.63	2.56	2.55
					速动比率	1.04	1.78	1.71	1.69
					股利支付率	31.26%	17.75%	17.81%	16.92%
					每股指标				
					每股收益	1.09	1.22	1.37	1.62
					每股净资产	4.60	9.03	10.16	11.51
					每股经营现金	1.23	1.23	1.27	1.52
					每股股利	0.34	0.22	0.24	0.27
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	221.23	244.13	272.27	319.15					
PE	36.26	32.19	28.67	24.26					
PB	8.57	4.37	3.88	3.43					
PS	4.59	3.86	3.23	2.77					
EV/EBITDA	22.03	24.15	20.91	17.08					
股息率	0.86%	0.55%	0.62%	0.70%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn