

精于内容长于运营，市占率将持续提升 增持（首次）

2019 年 07 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,634	1,960	2,263	2,552
同比（%）	28.5%	19.9%	15.5%	12.8%
归母净利润（百万元）	207	259	307	343
同比（%）	14.0%	25.2%	18.7%	11.8%
每股收益（元/股）	1.09	1.36	1.62	1.81
P/E（倍）	38.62	30.85	25.99	23.24

投资要点

■ 公司是中信集团下属国有文化企业，拥有图书出版、发行、零售及网络传播全牌照，出版图书以精品、畅销一般图书为主，在经管、社科品类领先优势明显，近年来成功拓展至少儿等新品类。2018 年在整体图书零售市场码洋占有率为 2.47%，居行业第 2，我们认为公司在主要经营环节至少具有以下两点领先优势：

■ **1、难能可贵的平台模式。**一般图书出版采购包括内容版权以及纸张等印刷物资，生产过程中最重要的环节在于前期的选题策划以及后期的销售监控环节。对于内容企业而言，持续精品输出具有较高的壁垒，公司通过专业选题委员会下设 8 个细分小组进行内容管控，另一个维度，品控中心下设审读、翻译、视觉、印装 4 个管理小组，利用公司充足的资源流程化管理把控产品质量，提升出版发行效率。公司将内部人才分为独立出版人、事业合伙人、外部出版人、社会化合作出版人四个层次，根据对四种模式进行不同程度的授权管理，以此确保公司的出版品牌最大化、出版质量的高水平以及一线团队的活力。

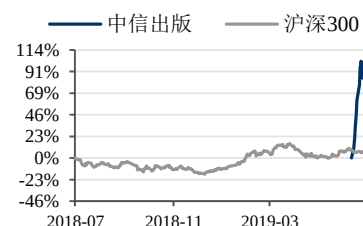
■ **2、专营渠道构筑更立体护城河。**公司是同业中少有的直销占比较高的出版企业，我们认为直销对于公司的作用体现在：1）高效触达客户群体、2）提升经营壁垒。由于社科及经管类图书大多关注社会热点，生命周期普遍短于文学等品类，这除了对产品本身有较高要求外，也需要在更短时间内将产品推向市场并触达尽可能多的潜在客户群体。传统图书销售模式仍显粗放，无论是线下书店还是电商平台，均主要以单本图书作为销售单元，这主要是因为大众图书消费者对于品牌的认知度较低，传统渠道类似超级市场的售卖模式弱化了出版社在销售达成中起到的品牌作用，公司直销渠道的退货率远低于代销渠道，说明直销渠道在销售公司出版图书渠道中更具效率，通过自建直销渠道，能够在短期内实现更大规模的图书销售，提升品牌，强化对于上下游的议价权。

■ **行业内容及渠道正处于变革期，公司机遇体现在：**1）线上渠道不仅驱动了行业的增长，同时由于线上渠道集中度高，在营销资源上，头部图书享有更高权重，这加速了行业向头部的集中。2）版号的收缩、头部壁垒的提升都导致行业头部企业市占率提升，我们认为，公司正逐渐从主要依靠品种数增长过渡到依靠品种数及单品销量共同驱动的阶段，我们认为 18/19 年公司超级爆款《原则》、《穿越债务危机》将不只是“特例”。

■ **首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 2.59/3.07/3.43 亿元，EPS 分别为 1.36/1.62/1.81 元，给予公司 2019 年 30-35 倍 PE，对应目标价区间为 40.8-47.6 元。

■ **风险提示：**政策风险、选题风险、新媒体竞争风险、线下渠道管理失控风险、税收优惠无法持续风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.98
一年最低/最高价	17.82/44.00
市净率(倍)	4.87
流通 A 股市值(百万元)	1995.64

基础数据

每股净资产(元)	8.61
资产负债率(%)	45.13
总股本(百万股)	190.15
流通 A 股(百万股)	47.54

相关研究

内容目录

1. 中信出版：全产业链布局的大众出版龙头	4
2. 精于内容：工业流程保障持续精品输出	6
3. 长于运营：专营渠道构筑更立体护城河	8
4. 发展机遇：龙头市占率将持续提升	12
4.1. 线上渠道较快增长，营销向头部集中	12
4.2. 图书零售市场进入头部竞争时代	14
5. 盈利预测及投资建议	15
5.1. 盈利预测	15
5.2. 投资建议	18
6. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司三阶段业务发展历程	5
图 2: 2014-2018 年图书出版业务收入规模及增速	6
图 3: 2018 年公司分业务板块收入占比	6
图 4: 一般图书出版与发行业务流程图	6
图 5: “出版人平台”流程化管控	7
图 6: 2016-2018 年各图书品类销售数量 (万册)	8
图 7: 2016-2018 年各图书品类码洋规模 (万元)	8
图 8: 2016-2018 年公司图书品类收入比重变化	8
图 9: 2016-2018 年图书折扣率变化	8
图 10: 2016-2018 年各销售渠道收入规模 (万元)	9
图 11: 2018 年公司各渠道销售收入占比情况	10
图 12: 2016-2018 年销售折扣率变化	10
图 13: 线上旗舰店/专营店收入及比重	10
图 14: 中信书店新开门店数量 (不包括当年关店数, 单位: 家)	11
图 15: 机场店 vs 写字楼/城市店门店数量变化 (单位: 家)	11
图 16: 新华书店的图书陈列	12
图 17: 京东图书首页界面	12
图 18: 2016-2018 年不同销售渠道退货率显示, 直销渠道退货率远低于代销	12
图 19: 近些年图书零售市场销售码洋情况	13
图 20: 近些年图书零售市场销售码洋情况	14
图 21: 近些年综合零售市场新书情况 (万种)	14
图 22: 新书对整体市场贡献逐渐减弱	15
图 23: 老书在市场中所占码洋比重进一步增大	15
图 24: 2016-2018 年公司各图书品类毛利率情况	17
图 25: 2016-2018 年公司各销售渠道毛利率情况	17
图 26: 2015-2018 年公司期间费用率及净利润情况	17
图 27: A 股出版板块上市公司市值 (亿元) 及 PE (2019E) 情况	18
表 1: 截至 2018 年末, 中信出版发行量超过 100 万册的部分图书	4
表 2: 2018 年中信出版图书码洋占有率情况	5
表 3: 分层授权管理	7
表 4: 公司全渠道销售体系	9
表 5: 中信书店 2016 年至 2018 年主要财务指标 (万元)	11
表 6: 2019H1 分品类码洋及动销情况	13
表 7: 公司 2019 年第一季度业绩情况及二季度业绩预计 (万元)	16
表 8: 公司收入预测 (万元)	16
表 9: 公司毛利率预测	17
表 10: 与公司经营相关的税收优惠政策	19

1. 中信出版：全产业链布局的大众出版龙头

1988 年，在时任中国国际信托投资公司董事长荣毅仁先生支持下，中信筹备建立出版社，1993 年中信出版社成立，2008 年改制为股份有限公司。成立至今，公司先后开创了“奶酪”、“黑天鹅”、“长尾理论”、“基业长青”、“魔鬼经济学”、“人类简史”、“灰犀牛”等一系列口碑概念，已发展成为一家具有较强图书策划能力、市场化能力较强的出版品牌。

表 1：截至 2018 年末，中信出版发行量超过 100 万册的部分图书

图书	首次出版	图书品类
《水煮三国》	2003 年	经管
《赢》	2005 年	经管
《请给我结果》	2006 年	经管
《货币战争》	2007 年	经管
《激荡三十年》	2007 年	经管
《杰克·韦尔奇自传》	2010 年	经管
《史蒂夫·乔布斯传》	2011 年	经管
《海底捞你学不会》	2011 年	经管
《从 0 到 1》	2015 年	经管
《谁动了我的奶酪？》	2010 年	社科
《人类简史》	2014 年	社科
《未来简史》	2017 年	社科
《世界因你不同》	2009 年	文学
《别相信任何人》	2011 年	文学
《谁的青春不迷茫》	2012 年	文学
《你的孤独，虽败犹荣》	2014 年	文学

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

历史上，公司的发展经历了以下三个阶段：

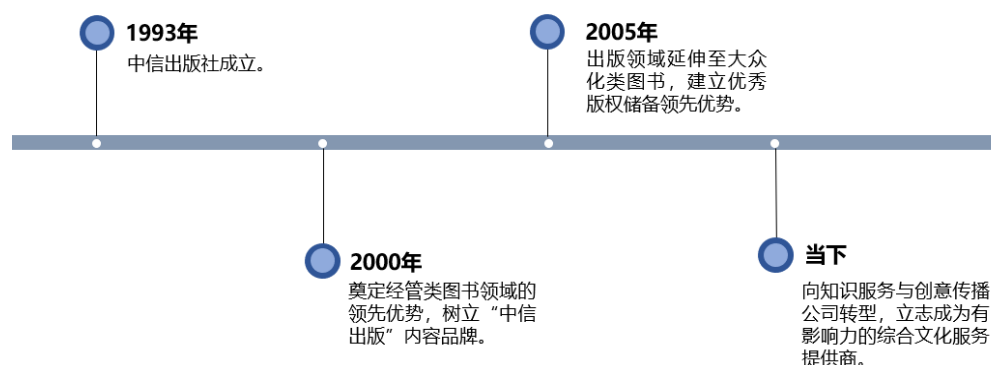
第一阶段：顺应经济全球化的浪潮，专注发掘财经题材，为商界、知识分子、都市人群提供前瞻性、国际新潮的经管类丛书，奠定了公司在经管图书领域的品牌优势。

第二阶段：在中国经济社会加速变革的背景下，公司确立“我们提供知识，以应对变化的世界”的出版理念，拓宽出版品类，逐渐覆盖社科、文学、少儿、生活等板块，建立起版权储备优势。

第三阶段：立足优质内容的储备优势，在移动互联时代，加快发展数字出版业务；谋求中信书店向都市文化生活体验空间转型；拓展少儿 IP、艺术策展、教育培训多元化

文化增值服务，意图成为有一定影响力的综合文化服务提供商。

图 1：公司三阶段业务发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

成长于中信体系的公司具有与生俱来的市场化基因，出版的图书以精品、畅销一般图书为主，不含教材教辅类图书，在经管、社科类领域的图书出版上具有领先优势，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。

针对经管、社科类图书，公司坚守精品化战略，以精品书巩固强化品牌优势。随着少儿读物市场扩大，公司加大了对少儿图书的优质版权、人才等资源投入，以折扣率提升市场占有率。

2016-2018 年图书零售市场整体码洋规模增速分别是 12.30%、14.55%、11.30%，公司一般图书码洋平均增速达到 31.96%，远高于行业平均水平。

表 2：2018 年中信出版图书码洋占有率情况

图书品类	市占率（%）		排名	
	实体书店	网上书店	实体书店	网上书店
经济与管理	20.08	15.30	1	1
传记	3.22	4.74	4	3
学术文化	5.68	7.27	2	3
心理自助	9.57	4.32	2	2

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司当前具体业务包括：

1、一般图书出版与发行：图书品类涵盖经管、社科、文学、少儿等领域，2018 年收入占比 72%，是公司最主要的收入来源；

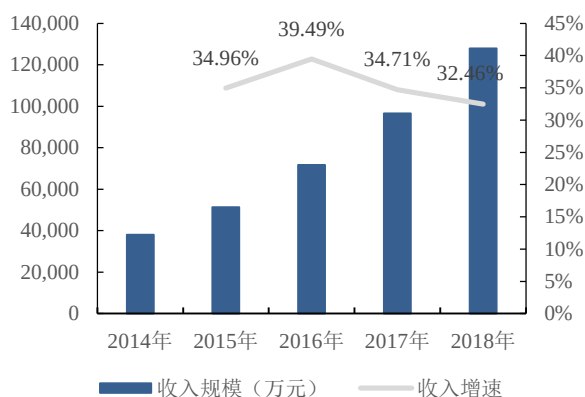
2、数字出版：2011 年公司涉足数字阅读领域，2013 年专门成立子公司中信联合云科技，推进数字业务发展，2018 年收入占比 4%；

3、书店零售：中信书店作为线下零售网络，主要销售自有版权书籍以及文创类、

餐饮等非书商品。2015 年在天猫、京东、亚马逊设立中信书店线上专营店，拓展线上服务。2018 年，零售业务收入占比 20%，是公司第二大收入来源；

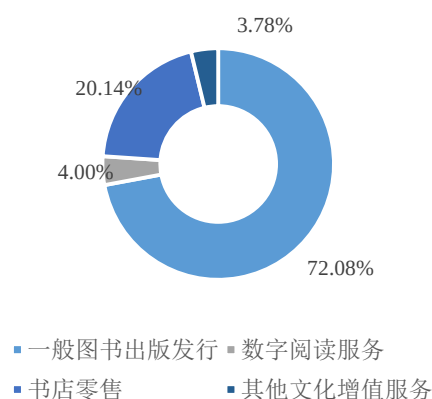
4、其他文化增值服务：主要为中信楷岚的教育培训收入，2014 年底，中信出版与 Kaplan 集团合资成立中信楷岚，布局教育培训市场。2018 年，其他文化增值服务收入占比 4%。

图 2：2014-2018 年图书出版业务收入规模及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 3：2018 年公司分业务板块收入占比

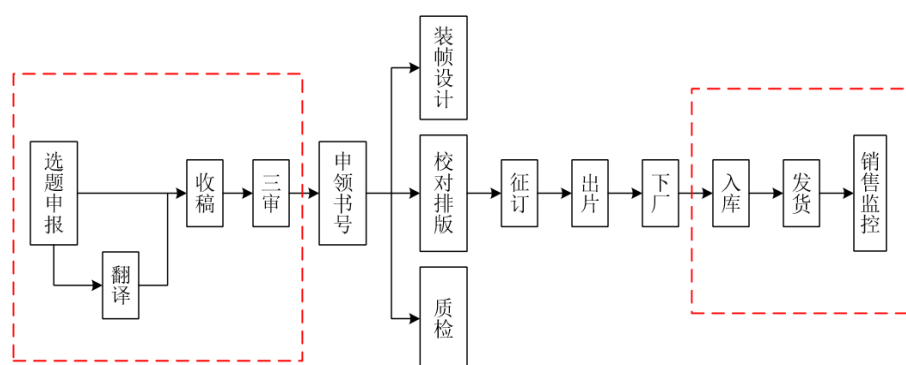


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所（比例为各项业务占内部抵消前的收入比）

2. 精于内容：工业流程保障持续精品输出

公司的图书出版发行可分为一般图书出版发行、数字出版（占比较小），横向来看，一般图书出版采购包括内容版权以及纸张等印刷物资，生产过程中最重要的环节在于前期的选题策划以及后期的销售监控环节。

图 4：一般图书出版与发行业务流程图

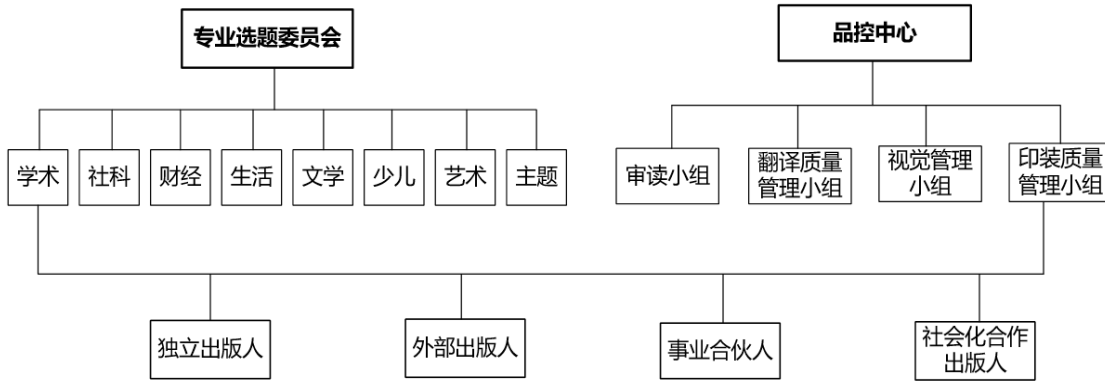


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

纵向来，公司专业选题委员会下设 8 个细分小组进行内容管控，每周进行日常选

题管理，每月集中筛选和梳理集团的所有选题。同时，公司品控中心下设审读、翻译、视觉、印装 4 个管理小组，利用公司充足的资源流程化管理把控产品质量，提升出版发行效率。

图 5：“出版人平台”流程化管控



数据来源：公司官网，新闻报道，东吴证券研究所

公司将内部人才分为独立出版人、事业合伙人、外部出版人、社会化合作出版人四个层面，根据对四种模式进行不同程度的授权管理，以此确保公司的出版品牌最大化、出版质量的高水平以及一线团队的活力。

公司目前拥有专注于经管、社科、文学、学术、艺术、少儿等多领域 30 个左右的工作室群组，以项目制的形式独立运作，以读者需求定位产品，以产品统领项目，以项目统领业务，以期最终出版的图书能够满足读者不同方向的精神需求。

表 3：分层授权管理

类型	管理形式
独立出版人	年（净调拨）市场规模要求在 5000 万码洋以上，独立享受选题权、经营权、运营权、人事权、考核权以及分配权。
事业合伙人	年（净调拨）市场规模要求在 1000-5000 万码洋，与独立合伙人的最大区别是不享有选题决策权，集团内部经营和管理上对其作一定程度的干预和扶持，帮助其成长为独立出版人。
外部出版人	享受中信出版品牌、渠道、市场运营等资源优势，进行独立运营，自负盈亏，但选题要经过集团的审核，采用“制版分离”模式聚拢资源。
社会化合作出版人	针对个体，由社外出版人独立进行选题策划，采取抽成付费的方式合作。

数据来源：公司官网，新闻报道，东吴证券研究所

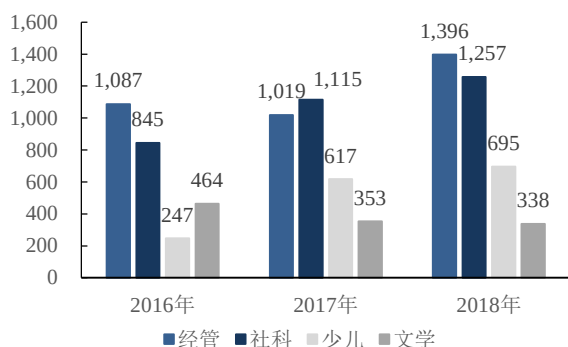
若按品类来分，经管及社科类图书是公司主打品类，已具备较高的品牌影响力和市场占有率，销售数量占据 70%左右的比重。2018 年以知名作家瑞达利欧的《原则》为代表的新书获得市场广泛认可，带动经管类图书销售码洋较 2017 年增长了 52.64%。社科类图书也保持持续增长，2016 年至 2018 年，销售数量复合增速为 21.97%，码洋规模

复合增速为 33.90%。

文学类图书销售数量占比从 2016 年的 17.56% 下降至 2018 年的 9.17%，公司主要畅销类文学图书多在 2012 年至 2016 年间出版发行，至 2018 年其销售热度开始下降，再加上 2018 年文学类图书市场整体遇冷，导致公司文学类图书的销售码洋增幅较小。

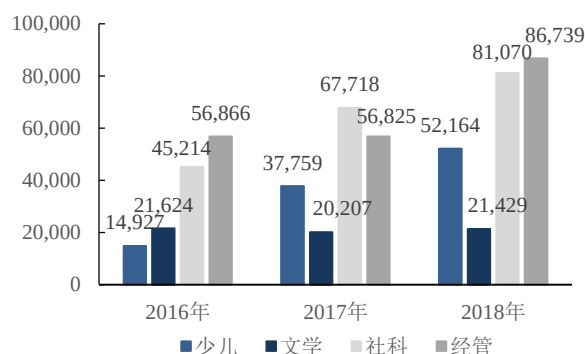
少儿市场红利最为明显，公司迅速以优质内容、折扣率推动少儿类图书实现较快增长，2016/2017/2018 年，公司销售少儿类图书分别为 247/617/695 万册，2017/2018 年码洋增长率分别为 152.96% 和 38.15%。

图 6：2016-2018 年各图书品类销售数量（万册）



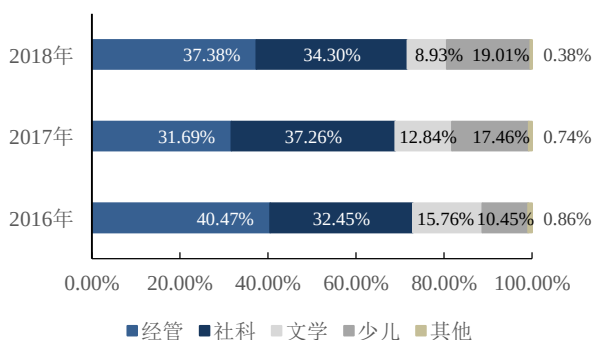
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 7：2016-2018 年各图书品类码洋规模（万元）



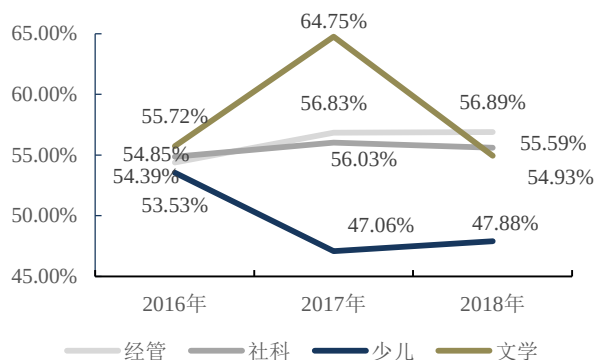
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 8：2016-2018 年公司图书品类收入比重变化



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 9：2016-2018 年图书折扣率变化



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3. 长于运营：专营渠道构筑更立体护城河

公司渠道建设颇具特点，当前主要有四大销售渠道：线上代销、线上直销、线下代销及线下直销，公司在同业中是少有的直销占比较高的出版企业。

表 4：公司全渠道销售体系

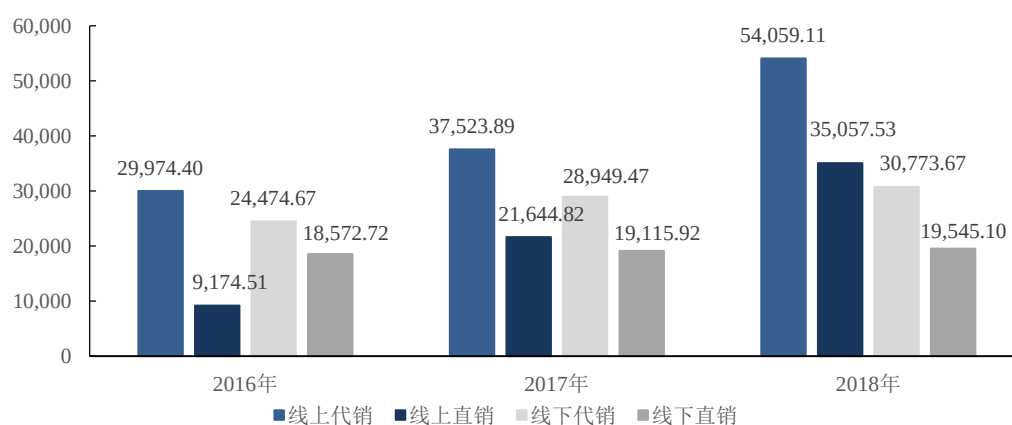
类型	合作对象	合作模式
线上代销	当当网、京东、亚马逊等线上互联网电商平台运营商	直接向合作客户发出商品，后续由合作客户负责向终端消费者进行销售、发货及收款
线上直销	天猫、京东等第三方互联网电商平台	开设中信出版社旗舰店和中信书店专营店
线下代销	各省新华书店发行集团、第三方实体书店、图书经销商	直接向合作客户发出商品，后续由合作客户负责向终端消费者进行销售、发货及收款
线下直销	中信书店、公司客户	通过开设的中信书店进行线下图书零售，以及开展客户批量采购等传统直销业务

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

回顾公司的销售渠道近年来出现的两大趋势：

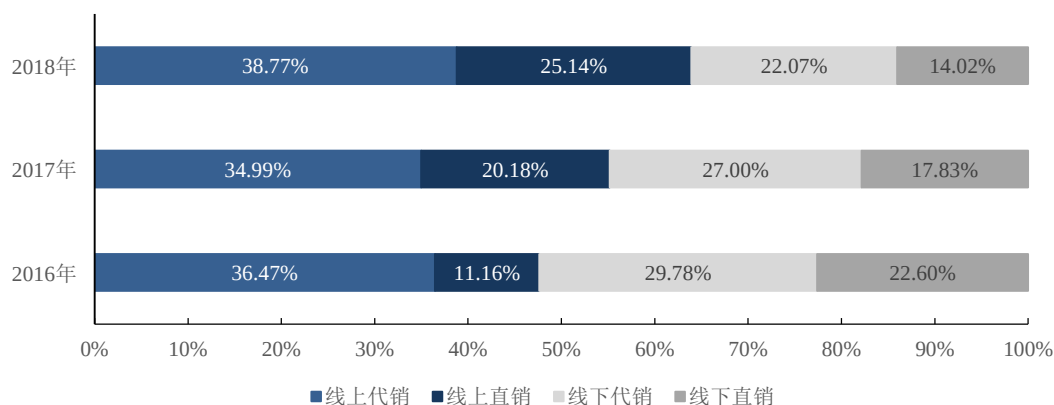
- 1、**线上占比提升**，2017 年线上销售占比超过线下，2018 年线上占比提升至 63.91%，线上代销稳居公司最主要销售渠道。线上渠道销售能够有效减少商品的中间流通环节，向消费者提供更为优质、便捷的商品和服务，近年来线上销售渠道给予了更优惠的销售折扣，对线下销售也客观上带来了增长压力。2019 年上半年全行业数据显示，一般图书零售在网店渠道的销售同比增长 24.19%，实体店规模达到 321 亿元，同比下降了 11.72%。
- 2、**直销占比提升**，2016/2017/2018 年分别为 33.76%/38.01%/39.16%，主要增长来自于线上的直销，2018 年，线上直销成为公司第二大销售渠道。

图 10：2016-2018 年各销售渠道收入规模（万元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

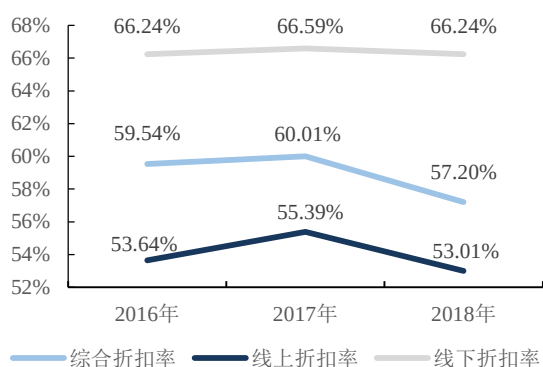
图 11：2018 年公司各渠道销售收入占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

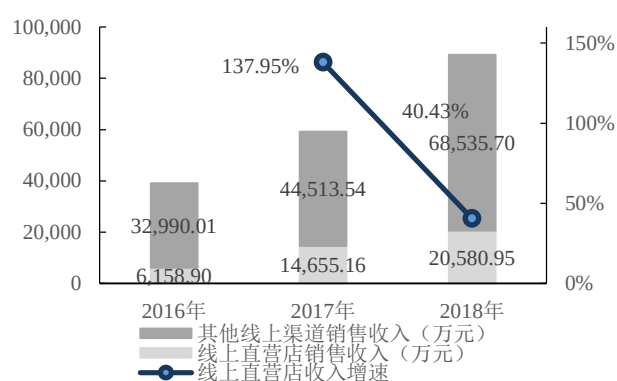
直销模式可以根据终端客户需求变化数据，精准调整营销策略以及优化前期的出版发行，而且，直销渠道以公司自己出版图书为主，能够给予最优质的营销资源。

图 12：2016-2018 年销售折扣率变化



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

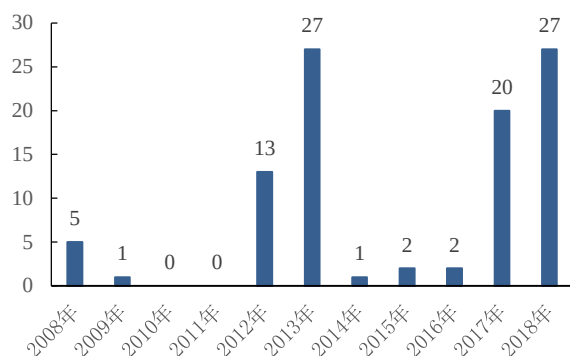
图 13：线上旗舰店/专营店收入及比重



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

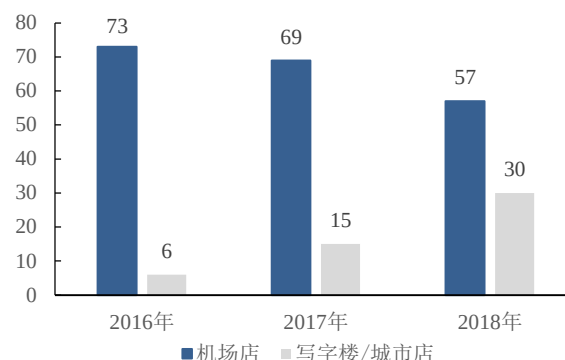
线下方面，截止 2019 年 6 月底，公司已有 57 家机场店、12 家写字楼店、18 家城市店，遍布北京、深圳、杭州、厦门、大连、西安、济南、合肥、海口、重庆、哈尔滨、呼和浩特、天津、上海、广州、苏州、武汉等全国大中型城市以及雄安新区。经过过去两年的调整，机场店数量有所下降，写字楼/城市店将是未来发展重点。

图 14: 中信书店新开门店数量 (不包括当年关店数, 单位: 家)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 15: 机场店 vs 写字楼/城市店门店数量变化 (单位: 家)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

直销渠道经营比出版发行业务具有更高的管理难度, 表现上, 公司旗下两大零售业态子公司在 2018 年均出现亏损, 其中中信书店亏损 2,952.84 万元, 中店信集亏损 4,028.45 万元 (主要是广州白云机场 T2 理想家店开业首年亏损)。

表 5: 中信书店 2016 年至 2018 年主要财务指标 (万元)

	期末总资产	期末负债	期末净资产	营业总收入	净利润
2018 年	22,291.94	25,883.70	-3,591.76	40,034.91	-2,952.84
2017 年	18,706.43	19,345.35	-638.92	30,619.93	-2,095.41
2016 年	17,227.16	15,770.68	1,456.48	36,743.25	237.98

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

不同于市场的观点, 我们认为直营对于公司的作用体现在高效触达客户群体。社科及经管类图书大多关注社会热点, 生命周期短于文学等作品, 这除了对产品本身有较高要求外, 也需要在更短时间内将产品推向市场, 触达尽可能多的潜在客户群体。

近年来, 虽然图书销售渠道出现了较大变化, 但主流图书销售模式仍然较为粗放, 无论是线下书店还是电商平台, 均主要以单本/套图书作为销售单元 (我们认为可以类比为“超级市场”模式), 这主要是因为大众图书消费者对于品牌的认知度较低。

图 16：新华书店的图书陈列



数据来源：百度图片，东吴证券研究所

图 17：京东图书首页界面

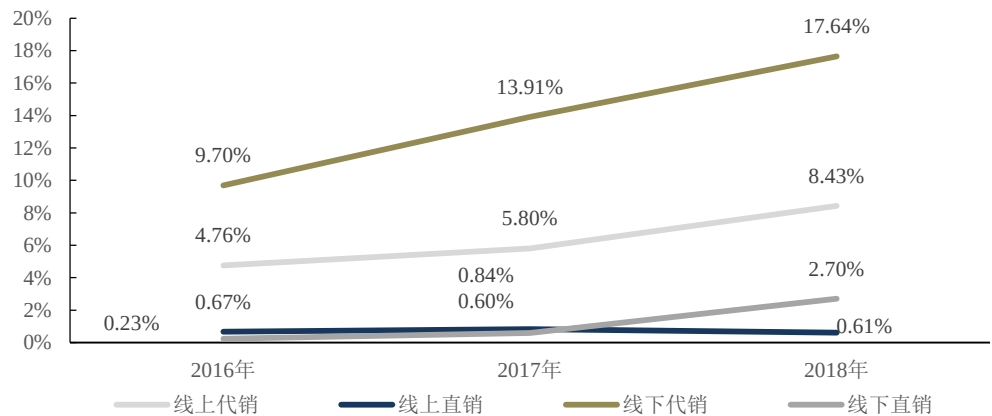


数据来源：京东，东吴证券研究所

超级市场模式对于渠道而言是满足最广泛客户需求的最佳模式，但却弱化了出版社在销售中达成中起到的品牌作用，在从公司退货率数据来看，公司直销渠道的退货率远低于代销渠道，说明直销渠道在销售公司出版图书渠道中更具效率。

中信书店及线上旗舰店通过拓宽公司销售渠道，能够在短期内实现更大规模的图书销售，进而提升中信品牌的市占率，同时也能够对整体图书销售的价格体系形成更强的干预。虽然这一业态存在较高的经营难度，但是加强了公司经营的稳定性及竞争力。

图 18：2016-2018 年不同销售渠道退货率显示，直销渠道退货率远低于代销



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 发展机遇：龙头市占率将持续提升

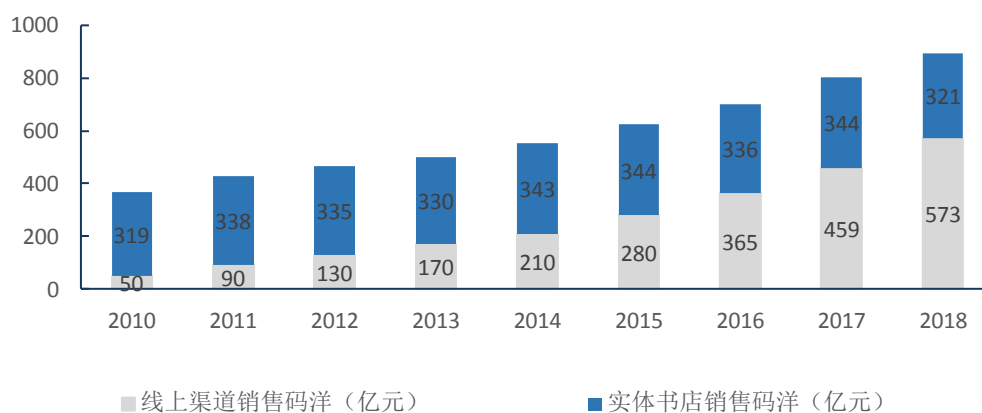
我们判断公司市占率将有望持续提升，这主要来自：

4.1. 线上渠道较快增长，营销向头部集中

线上渠道驱动行业保持较快增长，2019 上半年中国图书零售市场规模继续保持增长，

同比上升 10.82%。其中，网店渠道尽管增速有所放缓，但继续保持较高的增长速度，同比上升了 24.19%，实体书店同比下滑 11.72%。

图 19：近些年图书零售市场销售码洋情况



数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

从细分品类来看，少儿依旧是最大品类，其次是社科，均为公司具有优势的品种，2019 年上半年，两品种合计码洋占比为 53%。少儿图书当前市场红利最为明显，尤其是绘本领域，公司当前在该领域发展充满机遇。

表 6：2019H1 分品类码洋及动销情况

	码洋 比重	同比变动 (pct)	动销 品种数/种	比重
传记	1.25%	-0.12	29,614	1.77%
教材教辅	15.79%	0.28	291,559	17.45%
科技	8.07%	0.57	291,084	17.42%
少儿	27.38%	1.22	256,860	15.37%
社科	25.57%	0.89	400,569	23.97%
生活休闲	2.63%	-0.62	74,883	4.48%
文学	10.84%	-1.13	148,270	8.87%
艺术	3.17%	-0.57	102,966	6.16%
语言	5.23%	-0.51	74,918	4.48%
综合图书	0.07%	-0.02	497	0.03%

数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

2019 年上半年，社科及科技类图书在线上增速领先，分别为 33.76%及 33.82%，其次为教材教辅及少儿，增速分别为 29.72%及 26.55%，线上仅生活类图书出现负增长。社科及科技类图书线下销售出现较大幅负增长，分别为 26.87%及 27.57%，线下仅教材教辅出现正增长。

图 20：近些年图书零售市场销售码洋情况



数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

线上渠道不仅驱动了行业的增长，同时由于线上渠道集中度高，在营销资源上，头部图书享有更高权重，这加速了行业向头部的集中。

4.2. 图书零售市场进入头部竞争时代

1、新书贡献减弱，新书动销品种数已近十年未增长，2012-2016 年维持在 20 万左右，2019 年上半年更下滑了 6.22%，我们预计全年全市场新增版号将下滑约 10%，一批靠量驱动的出版企业将逐渐退出市场。

图 21：近些年综合零售市场新书情况（万种）



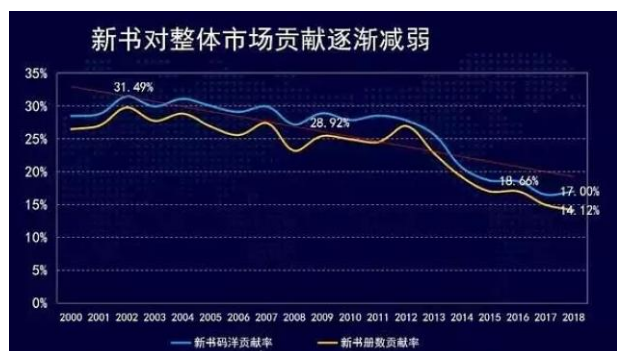
数据来源：开卷图书，东吴证券研究所

2、头部图书码洋占比进一步提升，销量排名前 1% 的图书，码洋占比从 2014 年的 43.73% 提升至 2017 年的 51.70%；另一个维度数据显示，当年新出图书码洋比重下降至 17%，三年以上老书码洋占比提升至 31.97%，新书品种贡献率下降至 14%（新书品种效

率仍然高于平均)。

进入头部图书的难度进一步提升,从虚构、非虚构、少儿三大榜单前100名来看,2018年上半年有5本新书进入到前100名中,这5本新书对整个总榜前100名的码洋贡献是5.67%,而2019年上半年只有3本新书进入前100名中,这3本新书对整个总榜前100名的码洋贡献是4.35%,码洋贡献有所下降。

图 22: 新书对整体市场贡献逐渐减弱



数据来源: 开卷图书, 东吴证券研究所

图 23: 老书在市场中所占码洋比重进一步增大



数据来源: 开卷图书, 东吴证券研究所

版号的收缩、头部壁垒的提升都导致行业集中度向头部企业集中,我们认为,公司增长正逐渐从主要依靠品种数过渡到依靠品种数及单品销量共同驱动的阶段,我们认为2018/2019年的公司超级爆款《原则》、《穿越债务危机》将不只是“特例”。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

2019Q1 公司利润较 2018 年同期下降,主要由于部分图书延迟到一季度末或二季度出版,中信楷岚教材业务受完稿时间延迟和进口报关时间延后的影响版权收入较去年同期下降较多,同时,书店零售板块新开门店的影响使得 2019Q1 销售费用同比增长较快。

2019Q2, 中信楷岚业务已恢复正常,且中店信集项目的日均销售额呈逐月上升趋势,已由 2019 年 1 月的 29,331.72 元逐步提升至 2019 年 4 月的 50,955.94 元。公司预计 2019H1 实现营业收入为 83,316.96 万元,同比增长 10.00%;预计实现净利润为 11,600.00 万元,同比增长 0.17%;预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 11,279.27 万元,同比增长 5.83%。

表 7：公司 2019 年第一季度业绩情况及二季度业绩预计（万元）

	2019Q1	YoY	2019.04	YoY	19.05-06	YoY	19Q2	YoY
营业收入	38,962.70	1.09%	17,297.13	128.73%	27,057.13	-8.71%	44,354.26	19.23%
归属净利	5,703.63	-10.74%	1,648.53	204.67%	4,247.84	-7.84%	5,896.37	14.49%
扣非归属净利	5,633.21	-10.34%	1,783.11	5079.89%	3862.95	-12.44%	5,646.06	29.05%

数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

我们认为，公司有能力维持在经管、社科领域的优势地位，除此前我们强调的内容生产能力及渠道优势外，还包括：经管领域近两年包括《原则》（2018 年）、《债务危机》（2019 年）等作品表现超预期，将带动经管领域图书延续高增长；新品类方面，少儿领域由于前期版权投入较高，行业增速较高，仍能保持较快增速。我们预计公司各业务收入增速如下：

表 8：公司收入预测（万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	124,757	160,474	192,464	224,523	253,108
Yoy	33%	29%	20%	15%	13%
一般图书出版发行	91,048	121,124	142,779	164,082	181,726
Yoy	35%	33%	18%	13%	11%
数字阅读服务	5,460	6,715	8,411	10,358	12,473
Yoy	36%	23%	25%	23%	20%
书店零售	29,123	33,845	42,079	50,333	58,439
Yoy	2%	16%	24%	20%	16%
其他文化增值服务	4,665	6,357	8,264	10,330	12,396
Yoy	120%	36%	30%	25%	20%

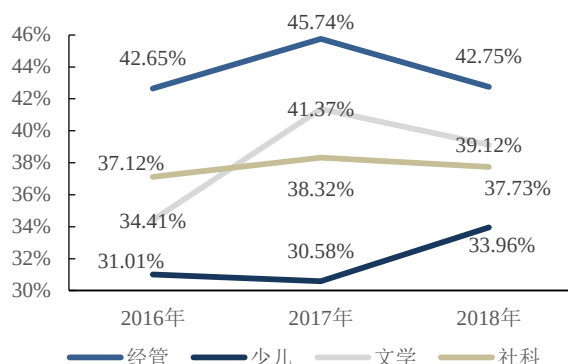
资料来源：东吴证券研究所预测

毛利率方面，重点关注一般图书出版发行业务及书店零售业务毛利率的变化趋势，我们预计：

1) 一般图书出版发行毛利率稳定保持较高水平，预计未来经管类、社科类图书毛利率基本维持稳定，少儿类图书随着业务规模不断扩大毛利率稳步提升；

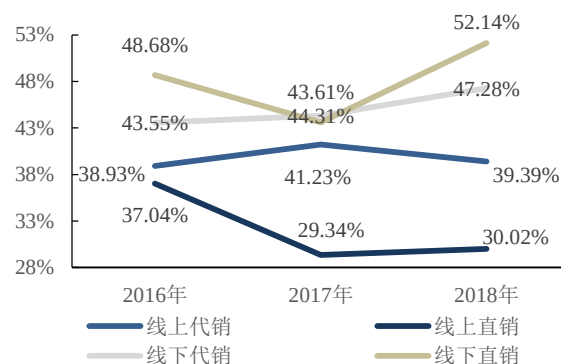
2) 前期书店零售业务受线上业务促销折扣活动的影响，毛利率下降较多，尤其线上直销渠道毛利率较低，但 2018 年已经有所恢复，在此影响下，我们预计未来书店零售业务毛利率有望持续提升。

图 24：2016-2018 年公司各图书品类毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：2016-2018 年公司各销售渠道毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019/2020/2021 年公司主营业务综合毛利率预计分别为 40%、40%、41%。

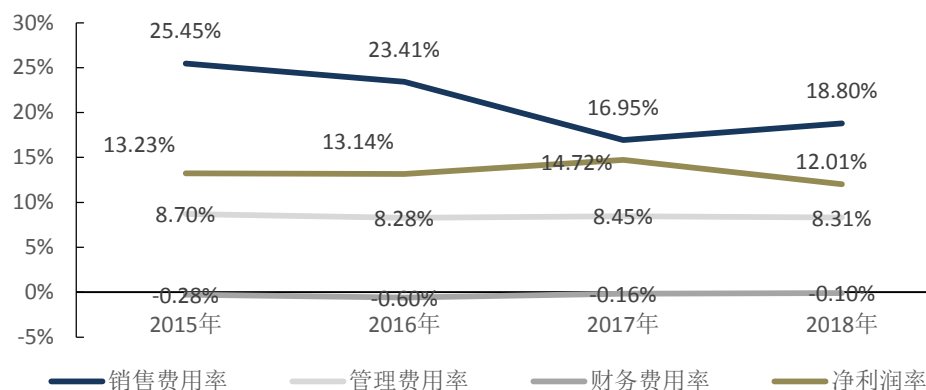
表 9：公司毛利率预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务综合毛利率	40%	41%	40%	40%	41%
一般图书出版与发行	39%	39%	40%	40%	40%
数字阅读服务	26%	33%	30%	30%	30%
书店零售	36%	35%	35%	37%	39%
文化增值服务	42%	43%	44%	45%	46%

资料来源：东吴证券研究所预测

在营收保持较高增速的情况下，公司过往期间费用率整体平稳。2015-2017 年公司的销售费用率下滑明显，主要是因为公司为了降本增效，关闭了部分经营效率低的线下门店。2018 年公司新设子公司中信店集，导致租赁费用、人工成本上升，拉高了销售费用率。我们预计公司未来三年销售费用率分别为 17.00%、17.50%、18.00%，逐年增长主要考虑到了公司未来的拓店计划；预计公司未来三年管理费用率保持平稳。

图 26：2015-2018 年公司期间费用率及净利润情况



数据来源：招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

我们预计，公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 2.59/3.07/3.43 亿元，EPS 分别为 1.36/1.62/1.81 元，对应增速分别为 25.2%/18.7%/11.8%。

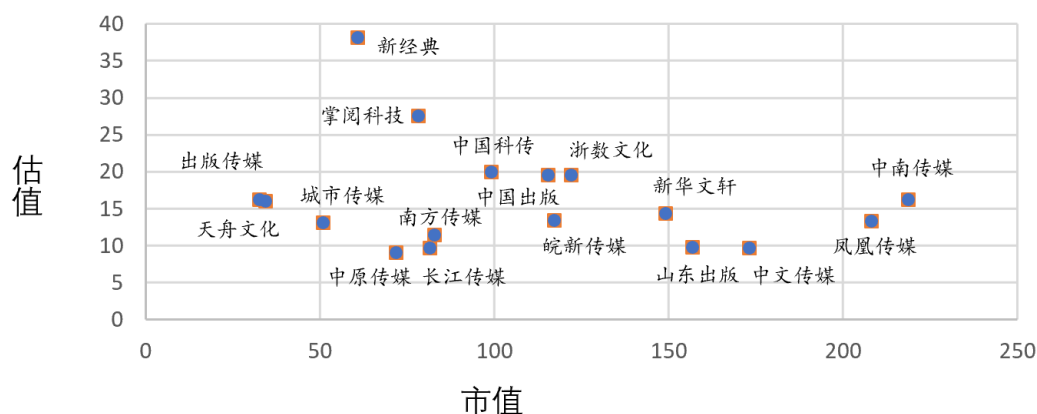
5.2. 投资建议

当前 A 股出版企业估值区间在 10-25 倍之间，大众图书出版估值普遍高于区域性的教材教辅企业，例如新经典按照我们的盈利预测，对应 2019 年 PE 区间在 27 倍左右，考虑到：

- 1) 公司在细分领域的领先地位；
- 2) 内容+渠道全产业链运营的高壁垒；
- 3) 公司赛道更高天花板。

我们给予公司 2019 年 30-35 倍 PE，对应目标价为 40.8-47.6 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图 27：A 股出版板块上市公司市值（亿元）及 PE（2019E）情况



数据来源：wind，东吴证券研究所，收盘价：2019/7/21

6. 风险提示

1、政策监管风险；行业竞争风险；新媒体形式的冲击风险；实体书店销售码洋下降风险；电子阅读产品对传统纸质图书产生冲击的风险；

2、选题风险；人才流失的风险；知识产权保护不力带来的风险；技术创新的风险；中信书店快速扩张的风险；新业务拓展的风险；内部控制风险；子公司门店租赁风险；

3、存货风险；应收账款风险。

4、税收优惠金额、政府补助占利润总额的比重较大，2018 年税收优惠金额占利润

总额的 51.67%，政府补助占利润总额的 18.34%。若国家未来相关政策发生变化，致使公司及其子公司不能享受有关优惠政策，可能会对未来公司的经营业绩产生较大影响。

表 10：与公司经营相关的税收优惠政策

适用主体	适用期限	政策文件	内容
中信出版	2014.1.1-2023.12.31	《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》(财税[2019]16 号)	免征企业所得税。
中信出版下属各分公司和子公司	2013.1.1-2020.12.31	《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》(财税[2018]53 号)	免征图书批发、零售环节增值税;公司出版的图书、期刊。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

中信出版三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,507	2,614	2,969	3,458	营业收入	1,634	1,960	2,263	2,552
现金	674	1,589	1,873	2,188	减:营业成本	971	1,181	1,351	1,508
应收账款	75	64	96	85	营业税金及附加	7	11	11	12
存货	673	873	895	1,079	营业费用	307	333	396	459
其他流动资产	85	88	104	106	管理费用	136	163	188	212
非流动资产	204	169	128	81	财务费用	-2	-12	-26	-32
长期股权投资	50	21	-9	-41	资产减值损失	39	33	42	51
固定资产	16	16	13	10	加:投资净收益	-1	4	4	4
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	13	10	7	3	营业利润	201	254	306	346
其他非流动资产	125	122	117	109	加:营业外净收支	1	9	8	5
资产总计	1,711	2,783	3,097	3,538	利润总额	202	263	314	350
流动负债	804	978	1,030	1,188	减:所得税费用	6	6	8	9
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-10	-1	-1	-2
应付账款	617	748	813	930	归属母公司净利润	207	259	307	343
其他流动负债	187	229	218	258	EBIT	182	229	262	289
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	204	252	289	319
长期借款	0	0	0	0					
	19	19	19	19	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债					每股收益(元)	1.09	1.36	1.62	1.81
负债合计	823	996	1,049	1,206	每股净资产(元)	4.60	9.33	10.71	12.22
少数股东权益	13	12	12	9	发行在外股份(百万股)	143	190	190	190
归属母公司股东权益	875	1,775	2,036	2,323	ROIC(%)	19.8%	12.5%	12.4%	12.0%
					ROE(%)	22.1%	14.4%	15.0%	14.6%
负债和股东权益	1,711	2,783	3,097	3,538	毛利率(%)	40.6%	39.7%	40.3%	40.9%
					销售净利率(%)	12.6%	13.2%	13.6%	13.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率(%)	48.1%	35.8%	33.9%	34.1%
经营活动现金流	233	246	285	318	收入增长率(%)	28.5%	19.9%	15.5%	12.8%
投资活动现金流	-109	16	19	22	净利润增长率(%)	14.0%	25.2%	18.7%	11.8%
筹资活动现金流	-52	652	-19	-25	P/E	38.62	30.85	25.99	23.24
现金净增加额	73	915	284	314	P/B	9.13	4.50	3.92	3.44
折旧和摊销	22	23	26	30	EV/EBITDA	36.05	25.48	21.26	18.23
资本开支	52	-6	-11	-16					
营运资本变动	-27	-19	-18	-17					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“公司”)的客户使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于公司分析师认为可靠且已公开的信息,公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>