

中信出版 (300788.SZ)

公司研究/动态报告

大众图书出版龙头，线上线下共振构建内容+品牌护城河

—中信出版首次覆盖报告

深度研究报告/传媒行业

2019年07月31日

报告摘要:

● 优质内容获取能力、上游议价能力以及优秀出版效率构建护城河

公司以内容+品牌构建护城河，以优质内容获取能力、上游议价能力以及优秀出版效率作为核心竞争力。公司通过构建自己品牌以及市场中领先地位，获得上游强大的议价能力，降低自身成本，同时优质内容获取能力和优秀出版效率保证了公司图书出版业务的质量。

● 书店零售业务线上零售与线下门店双轮驱动，战略转型初显成效

中信书店将以智能化服务为依托，实现线上零售与线下门店双轮驱动。公司目前策略是缩减机场店数量（16年的73间降至18年57间），扩展布局写字楼无边书店（16年的6间增至18年的30间）。自16至18年，非机场店店毛利率稳步增长，并在2018年达到了46%，首次超过机场店，战略转型初显成效。

● 多元拓展文化增值服务，IP运营及职业培训是未来发力点

公司“内容+”知识产权投资运营平台助力拓展文化增值服务，构建“内容+”知识产权生态集群强化版权储备，垂直拓展文化增值服务。通过投资、购买等方式储备500项优质知识产权以及40项全版权作者经纪业务，涵盖少儿、文学、艺术、财经、社科文化以及科学研究等多个领域，IP运营及职业培训是未来发力点。

● 同行业对比：公司高资产周转率拉动ROE水平，远高于同业水平，现金流情况良好，具有良好的安全边际

公司18年ROE为25.6，远高于新经典和中国出版，在全行业排名第一，虽然销售净利率低于新经典的情况下，但是公司直销模式折扣率高，资产周转率高。2018年营收增速达到28.5%，远超行业增速5.1%的平均水平，公司盈利、成长能力领先全行业。同时公司现金流情况良好，具有良好的安全边际，货币资金总资产比行业排名第4，经营现金流营业收入比为0.14，行业排名第8，高于平均水平。

● 投资建议

我们预测公司2019-2022年归母净利润为2.46亿元、3.02亿元和3.94亿元，EPS为1.29元、1.59元和2.07元。公司当前股价对应的PE分别31X、26X和20X。中信出版是大众图书市场的龙头企业，出版图书码洋市占率行业第二，多领域有深远的品牌影响力，在版权储备、议价能力上竞争力强劲，首次覆盖公司，给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

实体书店销售码洋下降风险；知识产权保护不力带来的风险；税收政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,634	1,961	2,391	2,944
增长率（%）	28.5%	20.0%	21.9%	23.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	207	246	302	394
增长率（%）	14.0%	19.1%	22.7%	30.3%
每股收益（元）	1.09	1.29	1.59	2.07
PE（现价）	37.32	31.33	25.53	19.60
PB	8.82	6.84	5.39	4.23

资料来源：公司公告、民生证券研究院

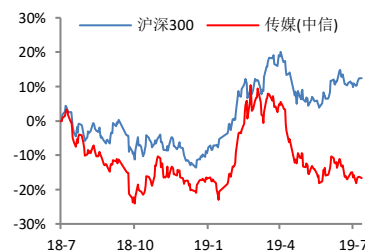
谨慎推荐 首次评级

当前价格： 40.57

交易数据 2019-07-30

近12个月最高/最低(元)	44.90/17.82
总股本（百万股）	190.15
流通股本（百万股）	47.54
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	77.14
流通市值（亿元）	19.29

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind资讯，民生证券研究

分析师：刘欣

执业证 S0100519030001
电话： 010-85127512
邮箱： liuxin_yj@mszq.com

相关研究

目录

一、公司概况：全牌照大众图书出版龙头，从传统出版商发展至综合文化服务商	4
(一) 发展历程：经历三大发展阶段，从传统出版商到综合文化服务商	4
(二) 主营业务：图书出版与发行业务为核心，协同书店零售及文化增值发展	4
(三) 实际控制人为央企，经营较为规范，募集资金向综合服务商发展	5
(四) 线上线下渠道销售共同发力，线上渠道成为营收增长主要动力引擎	6
二、经管类是图书出版业务核心，优质内容获取能力、上游议价能力以及优秀出版效率构建护城河	8
(一) 中国出版行业增长稳健，数字阅读习惯逐渐养成，大众图书逐渐成为市场主体	8
1、国内新闻出版行业增长稳健，17 年行业营收达到 25191 亿元	8
2、纸质图书出版种类与定价总金额稳步增长，线上销售渠道保持较高增速	9
3、数字阅读习惯逐渐养成，数字出版占出版行业比重不断攀升	10
4、大众图书逐渐成为市场主体，行业集中度有望提升	10
(二) 经管类图书是图书出版发行业务核心，电子书销售增速较快	11
1、图书出版与发行业务营收增速维持较高水平，纸质图书是核心	11
2、纸质图书以经管类图书为主打产品，少儿类图书增速最快	12
3、紧跟时代步伐，数字阅读业务中电子书销售业务增速较快，渠道端集中度相对较高	13
(三) 优质内容获取能力、不断增强的上游议价能力以及优秀出版效率是核心竞争力	14
1、公司具有极强的优质内容获取能力，和众多知名作家有紧密合作	14
2、版权采购成本占比下降，上游议价能力不断增强	15
3、公司出版效率较高，为公司高品质内容与运营的可持续发展奠定了基础	15
4、出版图书码洋市占率第二，经管类图书龙头优势明显	16
(四) 版税及稿酬是图书出版业务主要成本，与公司优质内容获取为核心竞争力的策略一致	18
1、纸质图书业务：版税及稿酬成本占比逐年下滑，但是仍然稳居第一	18
2、纸质图书成本结构同业对比：中信出版成本以版税稿酬为主，和以经管类图书为核心、优质内容获取策略相符；新经典、中国出版纸张+印装成本占比较高	18
3、数字阅读业务：版税和编辑服务成本及渠道推广成本占比超 95%，成本占比稳定	19
三、书店零售业务线上零售与线下门店双轮驱动，非机场店毛利超越机场店，战略转型初显成效	20
(一) 中信书店线上零售与线下门店双轮驱动，线上零售业务增速较快，线下书店盈利能力较强	20
(二) 非机场店数量不断扩张，毛利超越机场店，战略转型初显成效	22
四、多元拓展文化增值服业务，IP 运营及职业培训是未来发力点	25
(一) 文化增值业务营收增速较快，14-18 CAGR 高达 87%，教育培训占比最高	25
(二) 文化增值服务市场潜力大，IP 运营及职业培训是未来发力点	27
(三) “内容+”知识产权投资运营平台助力拓展文化增值服务	28
(四) 智慧生活服务体系推动线下书店转型多元化消费场景	29
五、同行业对比：公司高资产周转率拉动 ROE 水平，远高于同业，现金流情况良好，具有安全边际	30
(一) 新经典、中国出版对比：中信出版低折扣扩张线上直销渠道降低毛利率，高资产周转率拉动高 ROE 水平，远高于同业水平	30
1、主营业务收入：中信出版以经管、社科类图书为主；新经典在文学、少儿占领先优势，中国出版以一般图书为主	30
2、盈利能力对比：低折扣扩张线上直销渠道业务，降低中信出版毛利率	32
3、杜邦分析：中信出版高资产周转率拉动 ROE 水平	33
(二) 全行业对比：中信出版 ROE 及营收增速全行业第一，现金流情况良好，具有良好的安全边际	33
1、盈利能力：中信出版 ROE 及营收增速全行业第一，盈利、成长能力领先全行业	33
2、防御能力：中信出版现金流情况良好，具有良好的安全边际	35
六、盈利预测	36
(一) 图书出版与发行业务预测	36

（二）书店零售业务预测.....	39
（三）投资建议.....	40
插图目录	42
表格目录	43

一、公司概况：全牌照大众图书出版龙头，从传统出版商发展至综合文化服务商

（一）发展历程：经历三大发展阶段，从传统出版商到综合文化服务商

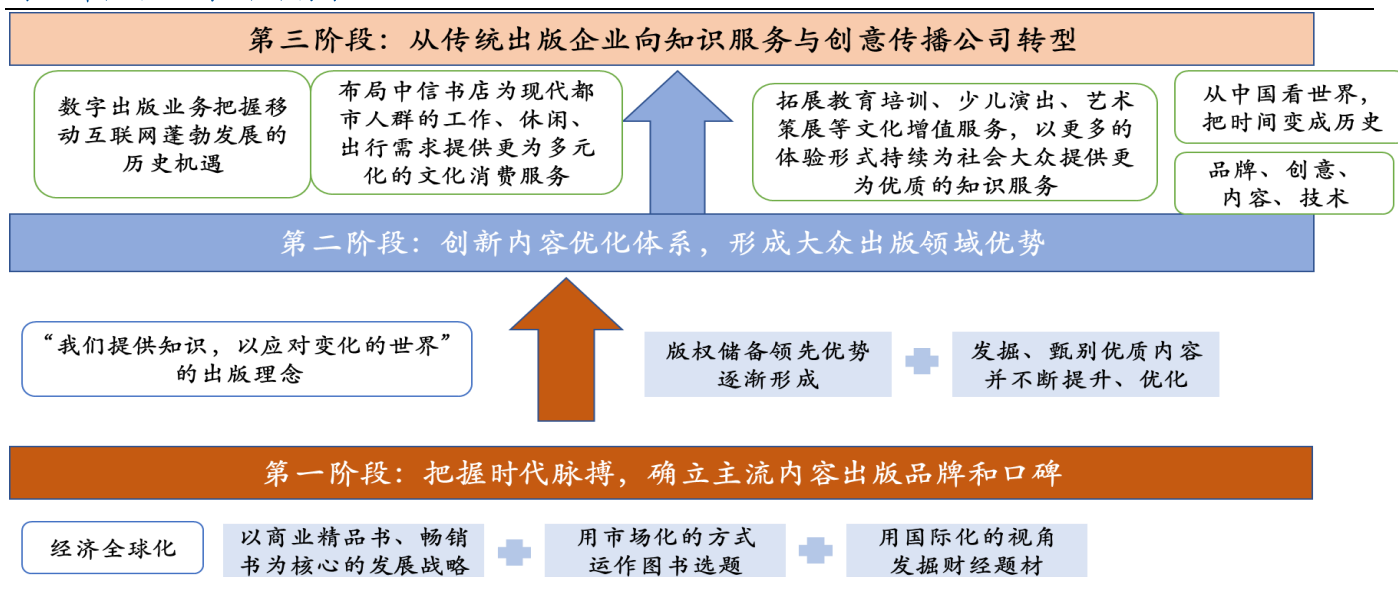
中信出版集团有限公司前身成立于1993年，2008年改制成为中信出版股份有限公司，2013年发展成为中信出版集团，隶属于中国中信集团有限公司。2015年11月，公司在新三板挂牌；2017年5月，公司在新三板停牌并申请在创业板上市；2019年6月，公司申请在深交所创业板IPO的申请经证监会审核通过。

第一阶段：公司从2000年开始确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，通过《谁动了我的奶酪》、《黑天鹅》等作品奠定公司在经济与管理类图书领域的品牌优势。

第二阶段：从2005年开始，公司不断求变、创新，逐渐成版权储备优势并将出版领域向大众方向延伸。该阶段公司先后与超过11,000位国际国内的优秀作者建立了合作关系，并通过《史蒂夫·乔布斯传》、《人类简史》、《未来简史》等精品畅销书进一步巩固品牌影响力。

第三阶段：从2013年开始，公司从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型。公司立足于图书出版领域的内容优势，通过数字出版、教育培训等领域，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。

图1：中信出版公司股权结构图



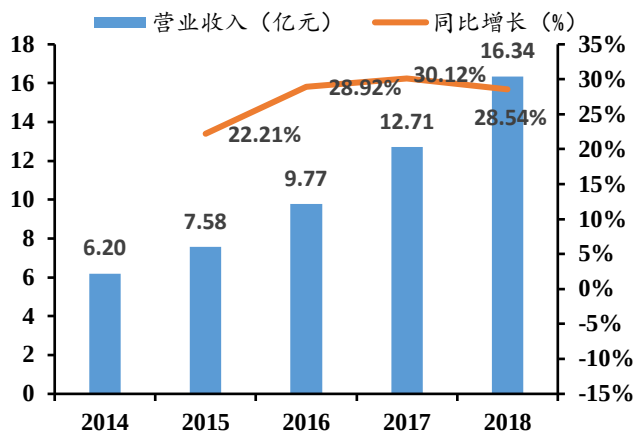
资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

（二）主营业务：图书出版与发行业务为核心，协同书店零售及文化增值发展

公司盈利能力较强，营业收入、净利润稳健增长。2014年至2018年，公司的营业收入从6.20亿元逐年稳步增长至16.34亿元，净利润从0.66亿元增加至1.96亿元。营收维

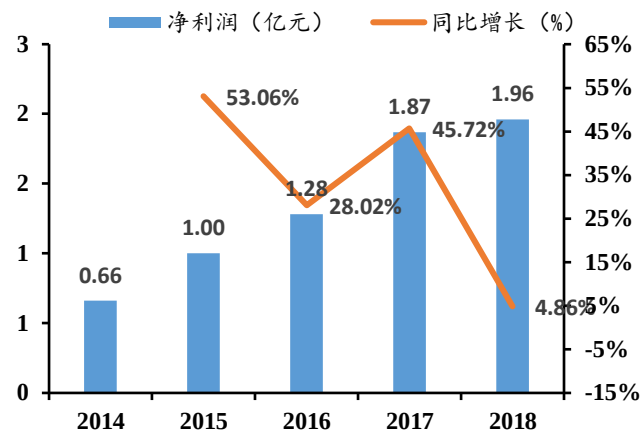
持高速增长, 增速均超 20%。归母净利润 18 年达到 1.96 亿元, 14-17 年, 净利润增速都在 25%以上, 2018 年净利增速减少至 4.9%, 主要是因为当年新布 15 家城市书店成本费用增加所致。

图 2: 2014-2018 年中信出版营业收入及增速



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院整理

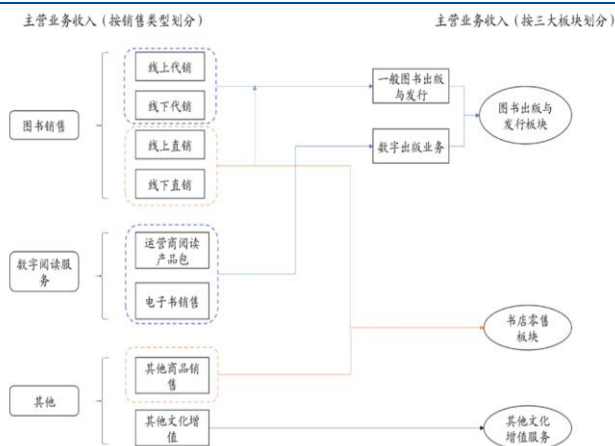
图 3: 2014-2018 年中信出版净利润及增速



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院整理

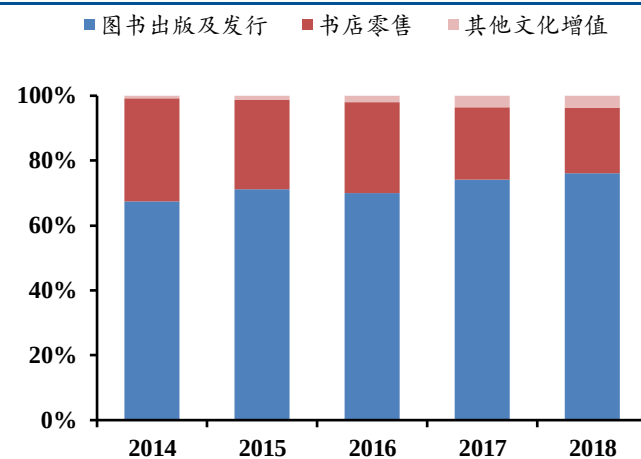
全牌照大众图书出版龙头, 图书出版与发行业务为核心, 增速迅猛。公司具有国家新闻出版署颁发的图书出版、发行、零售以及网络传播全牌照, 主要产品及服务为图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务三大板块。图书出版与发行业务为收入的主要来源, 2014 年-2018 年实现快速增长且占比由 67.43% 上升到 76.07%; 书店零售业务及其他文化增值业务收入稳步增长, 其中书店零售业务增速不及图书出版及发行业务, 2014-2018 年占比从 31.68% 下降至 20.12%。

图 4: 主要业务布局



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院整理

图 5: 2014-2018 年主要业务收入拆分情况 (亿元)

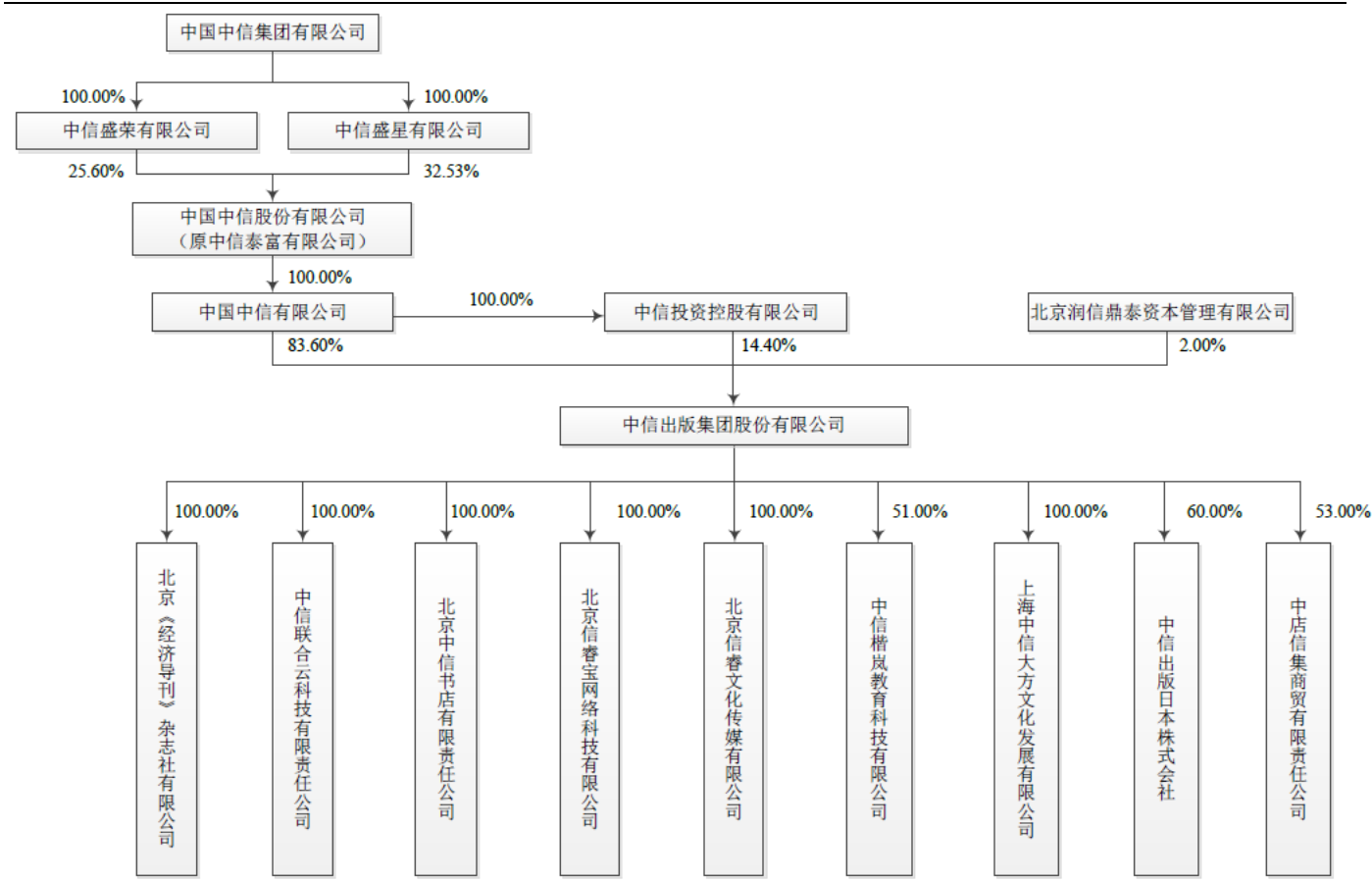


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院整理

(三) 实际控制人为央企, 经营较为规范, 募集资金向综合服务商发展

公司的实际控制人为央企中信集团, 经营较为规范。IPO 前, 中信集团通过子公司中信有限和中信投资控股合计持有中信出版 98.0% 的股份。公司的实际控制人为央企中信集团, 经营较为规范。

图 6：中信出版公司股权结构图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

募集资金用于丰富内容储备和推进书店多元化消费，向综合服务商发展。公司本次将首次公开发行不超过 4753.79 万股，占发行后总股本的 25%，发行价 14.85 元，募集资金额约为 6.5 亿元，募集前总股本 1.426 亿股，发行后总股本将达到 1.90 亿股，公司计划将本次 IPO 募集集资金将围绕主业展开，拓宽与国内外知名作者合作范围，加大优质内容版权储备。

表 1：中信出版募集金额及主要用途

序号	项目名称	总投资额（万元）	募集资金投资额（万元）
1	“内容+”知识产权投资与运营平台建设项目	60,000	41,000
2	智慧生活服务体系建设项目	30,000	20,000
3	管理运营体系升级改造项目	4,000	2,500
4	补充流动资金	2,000	1,536
	合计	96,000	65,036

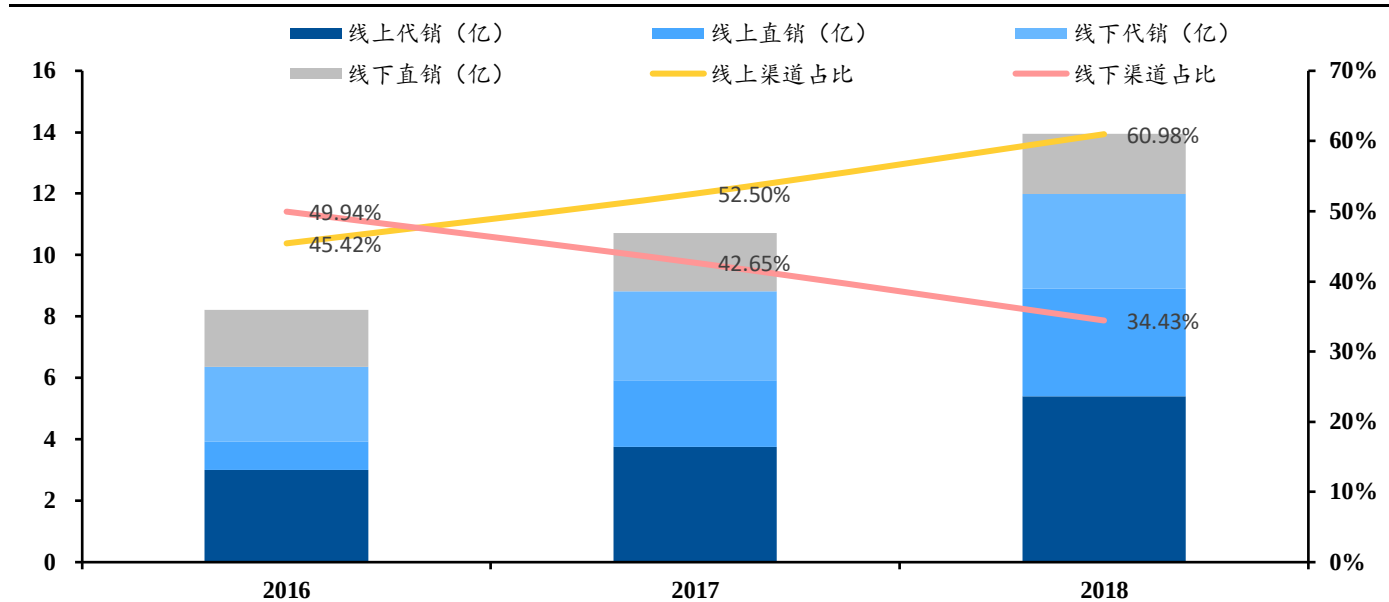
资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

（四）线上线下渠道销售共同发力，线上渠道成为营收增长主要动力引擎

紧随时代步伐，线上渠道成为营收增长主要动力引擎，18 年线上渠道营收占比达到 61%。公司线上渠道占比不断增加，从 2016 年的 45.12% 增至 2018 年的 60.98%。2017 年

开始线上渠道收入超过线下渠道收入。网络购物已经逐渐成为了大众的有线选择，中信出版紧随时代步伐，一方面与当当网、京东、亚马逊等线上互联网电商平台运营商以代销模式开展合作；另一方面通过入驻天猫、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的结果。线上代销与直销相结合的方式极大地拉动了销售量地增长，线上渠道成为公司图书出版业务板块收入增长的主要动力引擎。

图 7：图书出版与发行板块营收

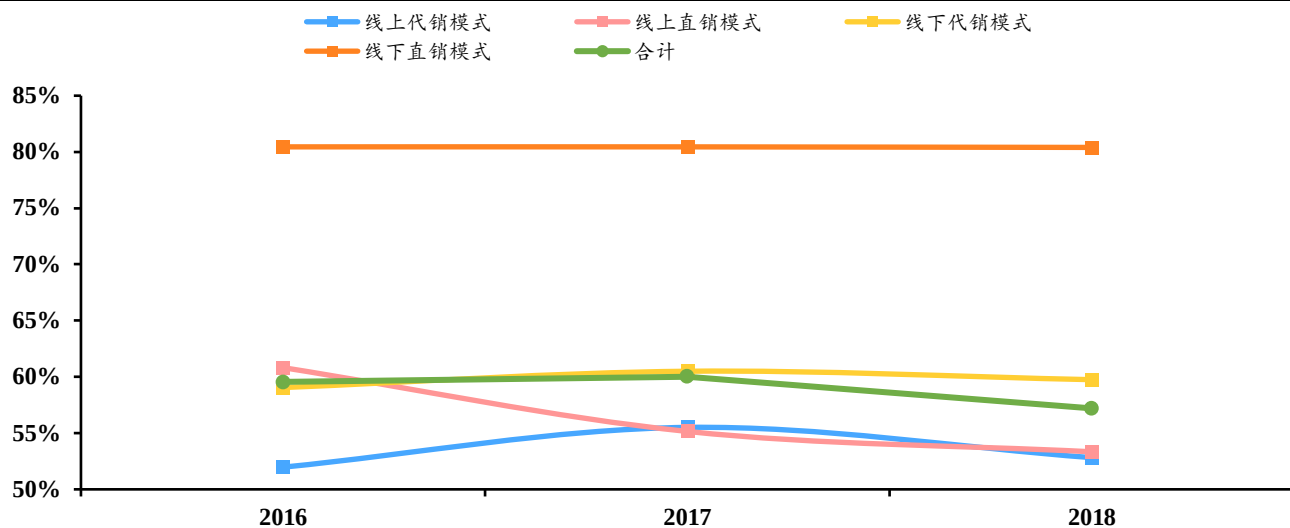


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

线下折扣较为稳定，线上折扣力度加大，低折扣率策略扩展线上销售渠道。公司线下直销3年来销售折扣率稳定在80%左右（图书售价=原价*折扣率），线下代销销售折扣率3年来稳定在60%左右，总体来看线下销售折扣率较为稳定。线上代销销售折扣率稍有波动，主要是代销渠道促销推广力度不同导致的。

线上直销折扣率下降较快，公司为进一步提升直营网店市场影响力与客户流量，加大线上促销力度，以低折扣率策略扩展线上销售渠道。线上直销退货率低于代销，拓展线上直销有助于公司对存货和渠道的直接管理，缩短应收账款周转率。

图 8: 各渠道折扣率



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

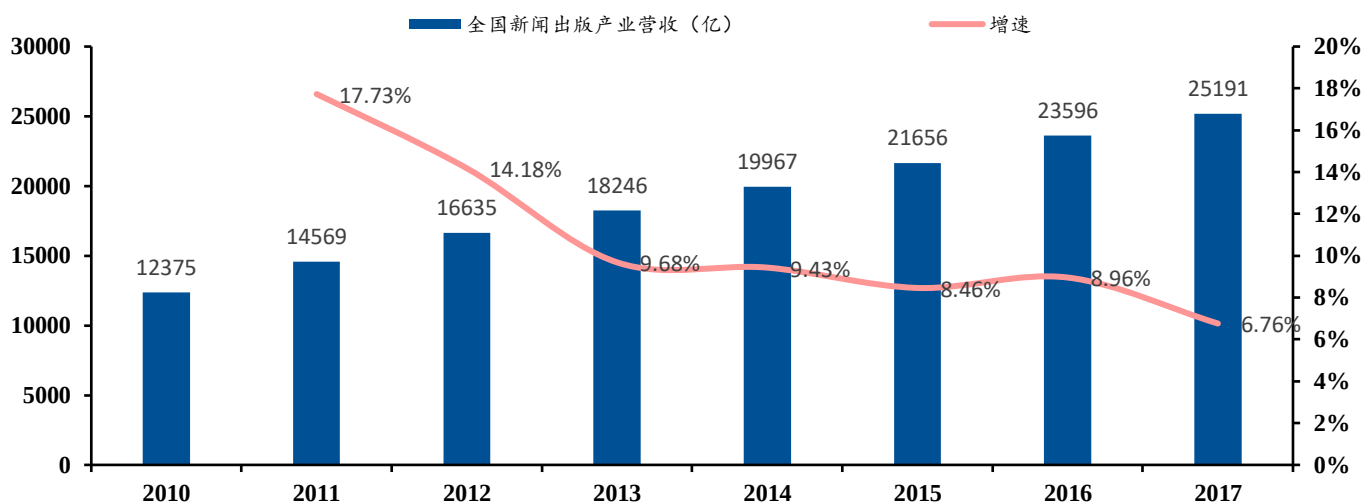
二、经管类是图书出版业务核心, 优质内容获取能力、上游议价能力以及优秀出版效率构建护城河

(一) 中国出版行业增长稳健, 数字阅读习惯逐渐养成, 大众图书逐渐成为市场主体

1、国内新闻出版行业增长稳健, 17 年行业营收达到 25191 亿元

国内新闻出版行业市场增长稳健, 2010 年至 2017 年间, 我国新闻出版业营收增速维持在 10% 左右, 近年来增速稍有放缓, 但仍旧保持稳健增长, 到 2017 年, 全国新闻出版产业营收已经达到了 25191 亿元。随着我国经济发展以及人们的文化需求提高, 可预期未来国内图书市场规模将继续保持稳定增长。

图 9: 全国新闻出版产业营业收入增长情况

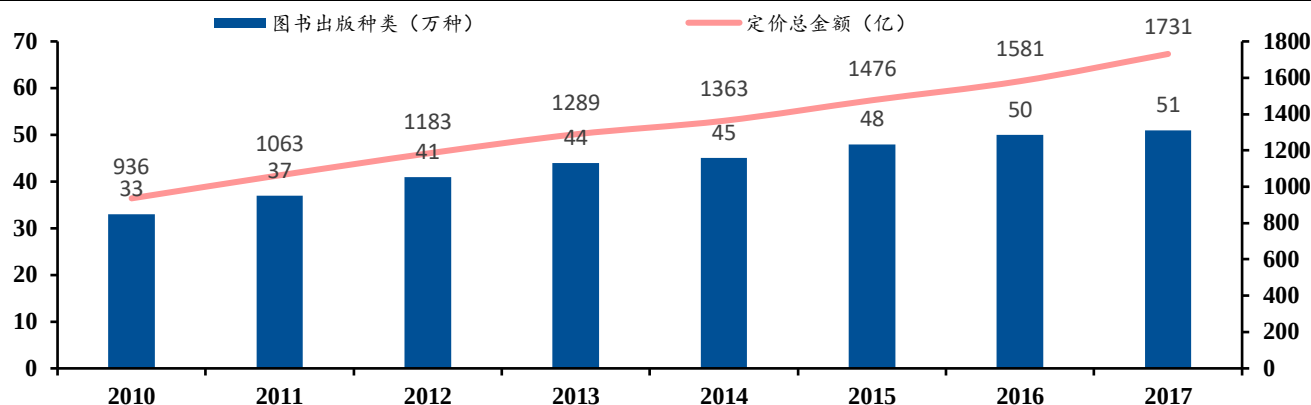


资料来源: 国家新闻出版署《2017 年新闻出版产业分析报告》, 民生证券研究院

2、纸质图书出版种类与定价总金额稳步增长，线上销售渠道保持较高增速

纸质图书出版种类与定价总金额稳步增长，17 年图书种类达到 51 万种，定价总金额达到 1731 亿元。2017 年全国图书共出版 51 万种图书，定价总金额达 1731 亿元，较 2016 年分别增长 2.50%与 9.51%。在受到数字出版、移动阅读等新兴阅读挑战的情况下，图书出版定价总金额还能有较高增长，更能体现出出版业对“全民阅读”规划的强力推进，反映了未来出版产业不断发展的大势。

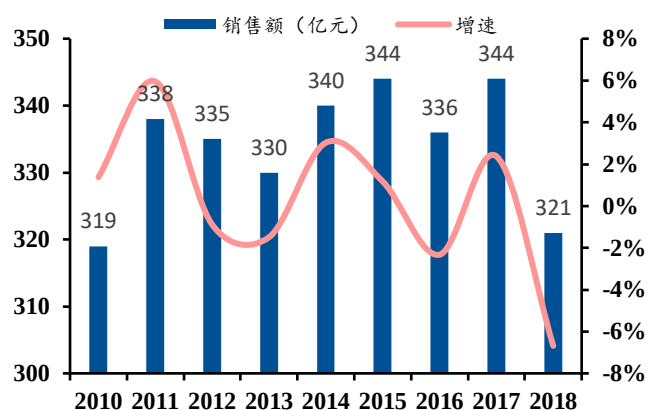
图 10：图书出版种类及定价总金额



资料来源：国家新闻出版署《2017 年新闻出版产业分析报告》，民生证券研究院

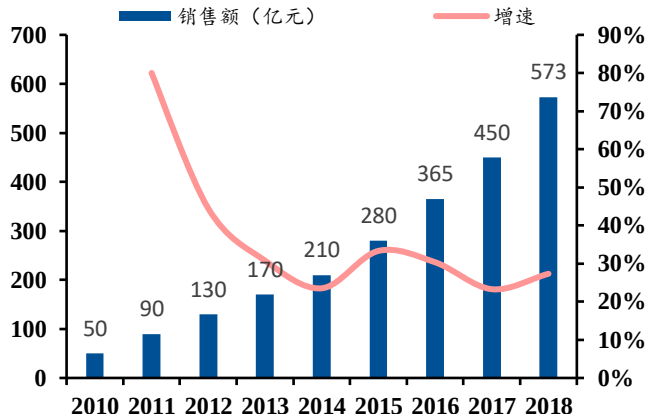
线上销售渠道保持 20% 以上高速增长，实体书店渠道增长略显乏力。2018 年，实体店销售规模为 321 亿元，较去年下降 6.7%，电商销售渠道规模达 573 亿元，同比增长 24.84%。相较于电商销售渠道规模持续多年的高速增长，实体店销售规模近年来总体保持稳定，由此可见，整个图书市场的增量部分几乎都是由电商渠道贡献的。而随着互联网电商在农村地区的进一步普及，5G 建设战略的进一步推进，我们预期未来电商销售渠道的规模将进一步扩大。

图 11：实体书店渠道码洋及增速



资料来源：2010-2017 年全国新闻出版业基本情况，民生证券研究院

图 12：线上渠道销售码洋及增速

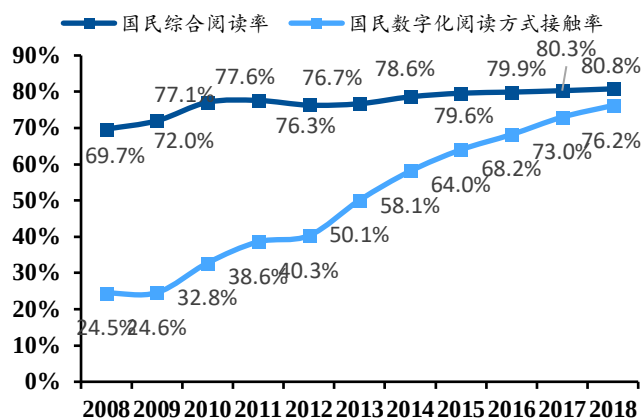


资料来源：《2017-2018 中国数字出版产业年度报告》，《2017 年新闻出版产业分析报告》，民生证券研究院

3、数字阅读习惯逐渐养成，数字出版占出版行业比重不断攀升

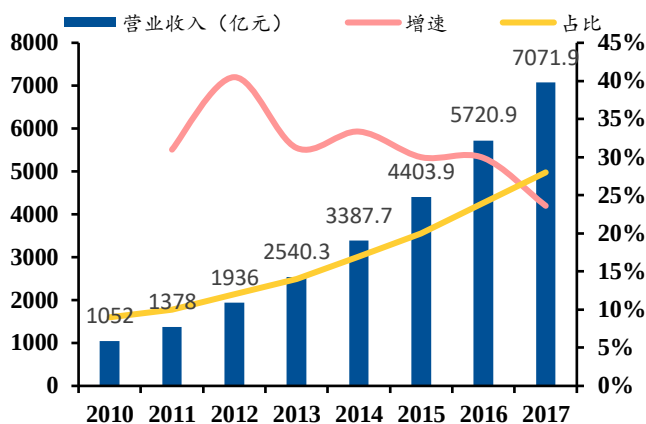
数字化阅读方式接触率连年升高，国民数字化阅读方式接触率从 2008 年的 24.5%，到 2017 年时，已迅速增长到 76.2%，国民数字阅读习惯正逐渐养成。2010-2018 年间，我国出版行业数字出版的营业收入一直维持着较高位增长，2018 年达到了 7071.9 亿元，同比上期增长 23.62%，占整个出版业市场规模的 28%，而 09 年时占比仅有 9%。数字出版已经成为出版产业发展的主要增长极，增长速度和增长贡献率在新闻出版各产业类别中均位居第一。

图 13: 国民综合阅读率及数字化阅读接触率



资料来源：中国新闻出版研究院《2017 年全国国民阅读调查报告》，民生证券研究院

图 14: 全国数字出版行业规增速

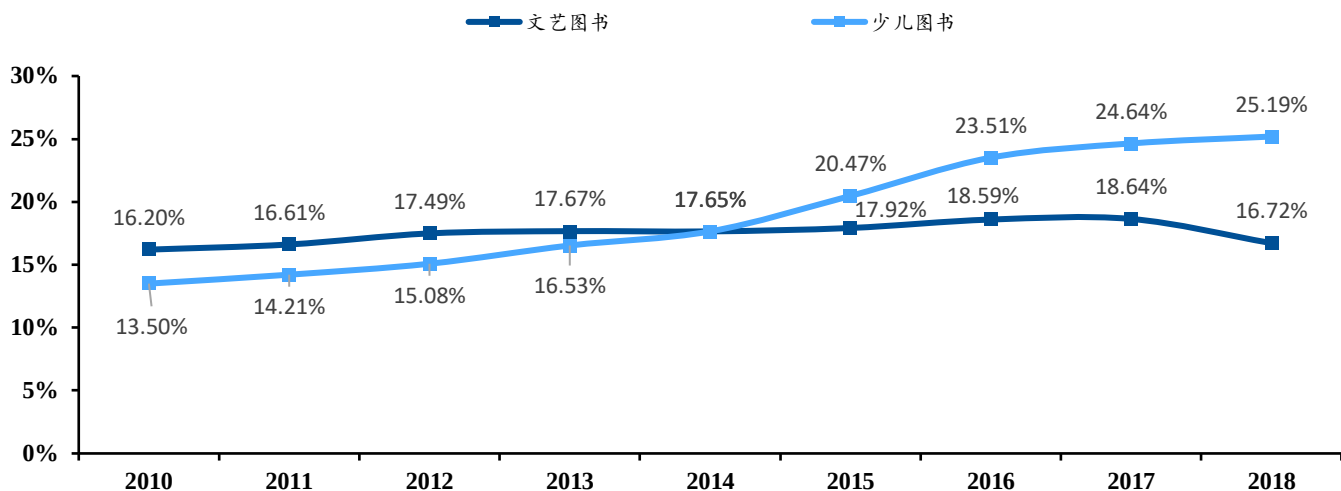


资料来源：《2017-2018 中国数字出版产业年度报告》，《2017 年新闻出版产业分析报告》，民生证券研究院

4、大众图书逐渐成为市场主体，行业集中度有望提升

2018 年文艺、少儿类图书码洋市场份额合计达到 41.91%，逐渐成为市场主体。少儿图书增速迅猛，15 年开始，少儿图书码洋占比，超过文艺图书，18 年达到 25.2%，而文艺图书占比为 10.7%。根据开卷信息 36 家出版集团 2018 年码洋占有率合计达到 51.8%，大型出版集团的竞争力保持稳定。随着国家关于推动文化企业并购重组、组建大型出版传媒集团的发展规划初见成效，出版集团之间走向跨地域、跨类别的直接竞争，图书发行市场的地域分割、市场分割格局逐渐被打破，竞争程度日趋激烈。

图 15: 文艺、少儿图书码洋占比



资料来源:《中国图书零售市场年度观测报告》, 民生证券研究院

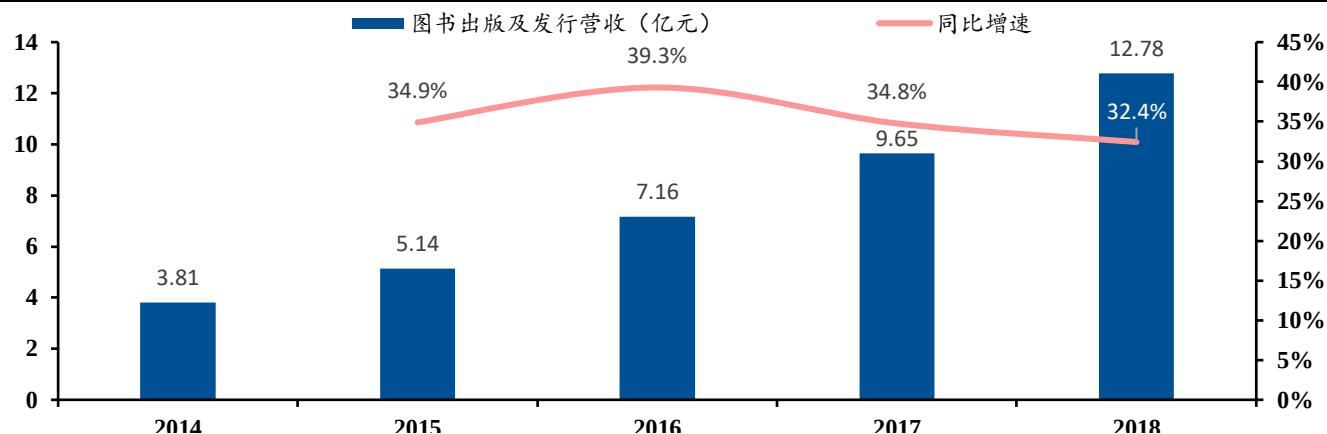
(二) 经管类图书是图书出版发行业务核心, 电子书销售增速较快

1、图书出版与发行业务营收增速维持较高水平, 纸质图书是核心

图书出版与发行业务营收 14-18 增速均超过 30%, 整体毛利率稳中有升, 纸质图书是核心。图书出版与发行业务是公司核心业务, 主要包括纸质图书出版发行和数字出版业务。公司对自有版权和购入版权进行纸质出版发行; 同时进行电子书出版, 通过三大运营商和电子书阅读平台进行销售。

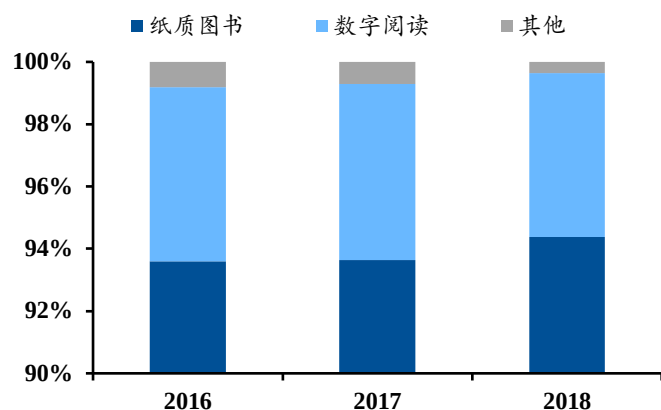
图书出版与发行业务营收每年增长迅猛, 从 14 年的 3.8 亿元增长到 18 年达到 12.8 亿元, 14-18 增速均超过 30%。细分产品来看, 纸质图书是图书出版及发行业务核心, 16-18 年占比略有上升, 基本都保持 94% 左右, 图书出版与发行业务占比总体比较稳定。图书出版业务整体毛利率稳中有升, 从 13 年的 33% 上升至 18 年的 39%。

图 16: 图书出版与发行业务营收及增速



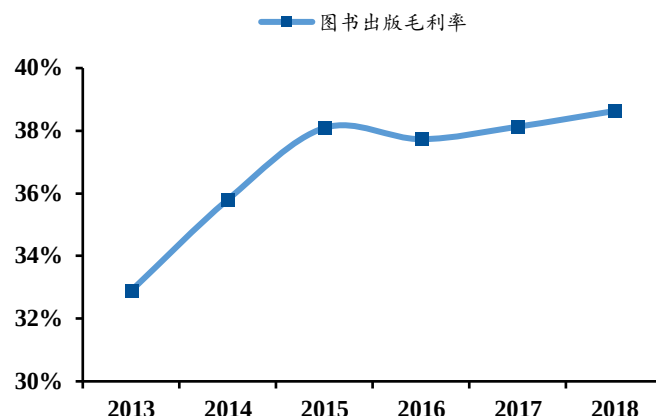
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图 17: 图书出版与发行业务中各板块占比



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图 18: 图书出版整体毛利率

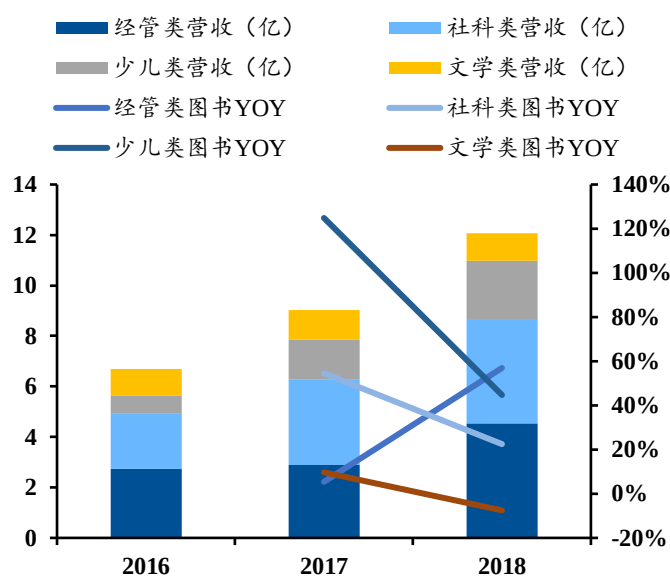


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

2、纸质图书以经管类图书为主打产品，少儿类图书增速最快

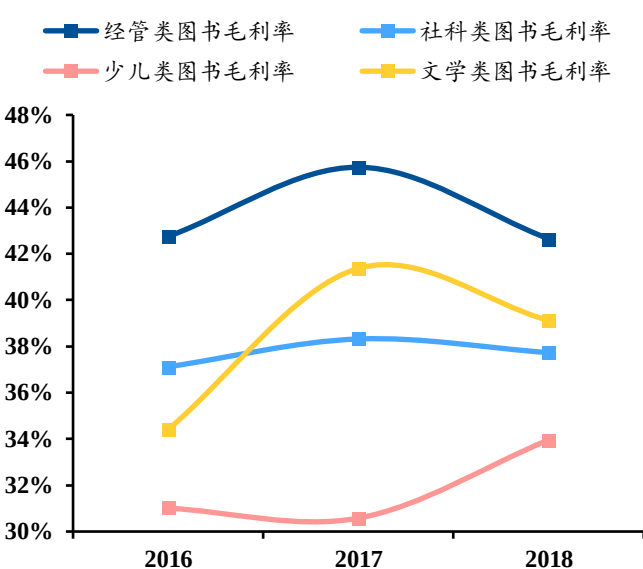
18 年经管类、社科类图书销售额分别为 4.53 亿元和 4.15 亿元，是纸质书占比最大的两个品类，2018 年增速分别为 57% 和 23%，都保持相对较高的增速。少儿类图书增速最快，从 16 年的 0.7 亿到 18 年的 2.3 亿元，CAGR 为 80.4%，这个也是由于少儿图书行业整体景气度较高，少儿购买图书需求较大造成的。2016-2018 年，经管类书籍一直为公司营收最高、毛利率也最高的书籍品类，18 年经管类图书毛利率为 42.7%，充分体现经管类书籍在公司纸质图书品类的优势地位。

图 19: 纸质图书营收拆分



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图 20: 各种类书籍毛利率



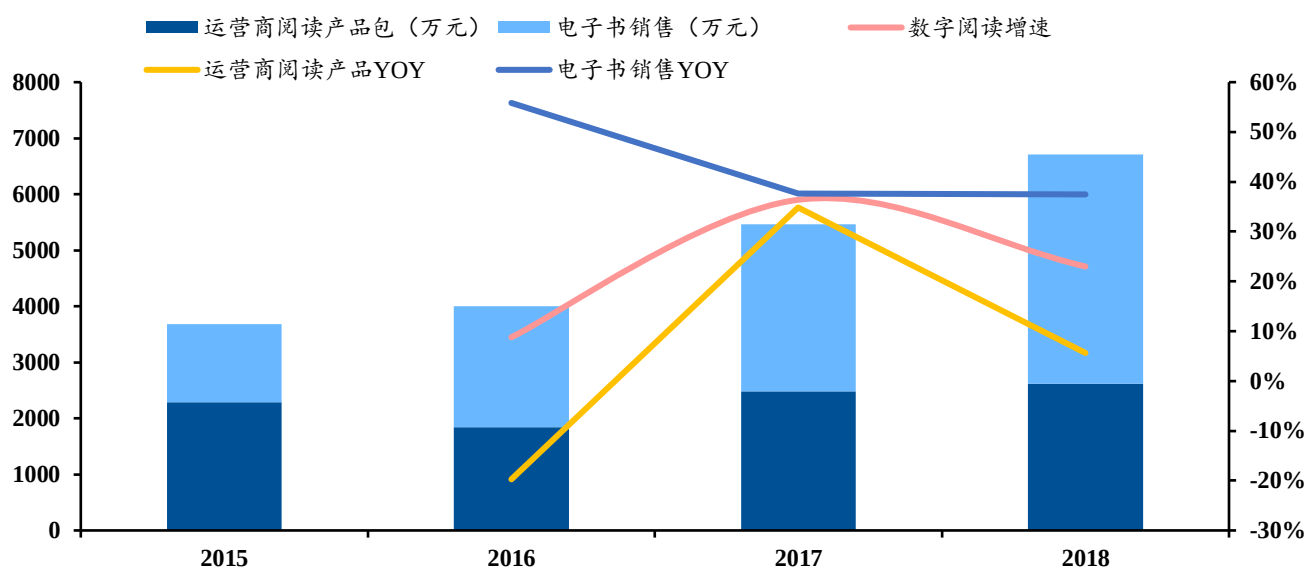
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

3、紧跟时代步伐，数字阅读业务中电子书销售业务增速较快，渠道端集中度相对较高

紧跟时代步伐，数字阅读业务稳步增长，其中电子书销售增速较快。公司数字阅读业务主要包括运营商阅读产品包以及电子书销售。数字阅读业务营收从 15 年的 3680 万元到 18 年的 6715 万元，CAGR 为 22%，总体稳步增长，但是在整体图书出版与发行业务占比还是比较低，18 年占比为 5.3%。其中运营商产品总体增速波动较大，主要是由于近几年运营商渠道能力慢慢在减弱；电子书销售增速较快，从 15 年的 1389 万元到 18 年的 4097 万元，CAGR 为 43%，后来居上，营收从 16 年开始超过运营商阅读产品包。

可以预见的是，随着国内阅读市场的不断发展和创新，数字阅读市场呈现快速增长趋势，其中尤以阅读与知识服务领域的增速最为明显。在数字出版领域，公司未来将持续以“中信书院”为核心产品，打造数字出版和知识服务产品矩阵。以提供高品质内容为核心，通过优质的数字化内容、音视频产品以及知识服务体系的搭建，突破现有知识服务生态的局限，建立丰富的内容体系与立体的互联网产品矩阵。

图 21：公司数字出版收入及具体产品拆分



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

多渠道拉动数字出版业务营收增长，渠道端集中度相对较高。公司在数字出版方面与行业内多家公司均有合作，通过多家渠道拉动自身业务稳步增长。公司依托海量的优质内容资源储备和与国内外作者的合作基础，分别向国际版权机构、优秀出版社、独立作者采购内容版权，将其策划为电子书、音视频栏目、课程等数字阅读产品，再通过与微信读书、亚马逊 Kindle、掌阅 iReader、喜马拉雅等外部电子阅读平台以及三大电信运营商进行合作，实现高品质数字内容的聚合、运营、分发，力争成为出版阅读领域数字阅读引领者。

其中运营商产品包主要渠道为咪咕数字传媒（中国移动），销售金额从 16 年的 1328 万元到 18 年的 2539 万元，18 年占数字阅读业务比重为 37.8%，而其他运营商渠道仅占 1.2%。电子书销售主要为亚马逊中国（18 年占比 22%）、掌阅科技（18 年占比 6.6%）、得到（18 年占比 6.4%）、中信书院（18 年占比 4.7%），其他电子书销售渠道占数字阅读业务

收入比重均没有超过 3%，预计“中信书院”作为公司自有渠道，随着投入和重视度持续加码，渠道销售占比未来会不断攀升。总体来说渠道端集中度相对较高。

表 2：数字阅读业务主要渠道

		2016		2017		2018	
产品	客户	金额（万）	占比	金额（万）	占比	金额（万）	占比
运营商 阅读产 品包	咪咕数字传媒有 限公司	1327.76	33.17%	2350.65	43.05%	2539.46	37.82%
	其他	511.15	12.77%	128.96	2.36%	78.92	1.18%
	小计	1838.91	45.94%	2479.61	45.41%	2618.38	38.99%
电子 书 销 售	北京世纪卓越信 息技术有限公司 （即：亚马逊中 国）	868.31	21.69%	1022.91	18.73%	1476.33	21.98%
	掌阅科技股份有 限公司	280.31	7.00%	442.81	8.11%	442.4	6.59%
	当当数媒（武 汉）电子商务公 司	188.68	4.71%	105.99	1.94%	156.52	2.33%
	北京多看科技有 限公司	105.65	2.64%	123.86	2.27%	135.79	2.02%
	得到（天津）文 化传播有限公司	69.93	1.75%	362.02	6.63%	426.4	6.35%
	上海阅文信息技 术有限公司	86.32	2.16%	144.03	2.64%	198.86	2.96%
	广州阿里巴巴文 学信息技术有限 公司	0	0.00%	0.72	0.01%	187.96	2.80%
	中信书院 APP	0	0.00%	17.25	0.32%	318.62	4.74%
	其他	565.07	14.12%	760.74	13.93%	754.02	11.23%
	小计	2164.27	54.06%	2980.33	54.59%	4096.9	61.01%
	合计	4003.18	100.00%	5459.94	100.00%	6715.28	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）优质内容获取能力、不断增强的上游议价能力以及优秀出版效率是核心竞争力

1、公司具有极强的优质内容获取能力，和众多知名作家有紧密合作

中信出版是国内拥有最多海外作家资源的出版机构之一，合作的知名作家包括吴敬琏、张五常、林毅夫等知名学者；格林斯平、伯南克等知名政要；王石、稻盛和夫等知名企业家等。具有产业链一体化的经营模式，行业全牌照以及渠道资源。公司已经搭建起一整套国际内容发掘和版权获取体系，尤其是针对财经领域和海外作者的内容获取能力极强。

图 22：公司合作的知名作家

学者

国内：吴敬琏、张五常、林毅夫、钱颖一、周其仁、赵汀阳等
国外：埃德蒙·费尔普斯、乔治·阿克洛夫、保罗·克鲁格曼等

思想家、政治家、文学家与科学家

国内：马未都、吴晓波、蒋勋、吴建国等
国外：亨利·阿尔弗雷德·基辛格、艾伦·格林斯潘、本·伯南克等

企业家

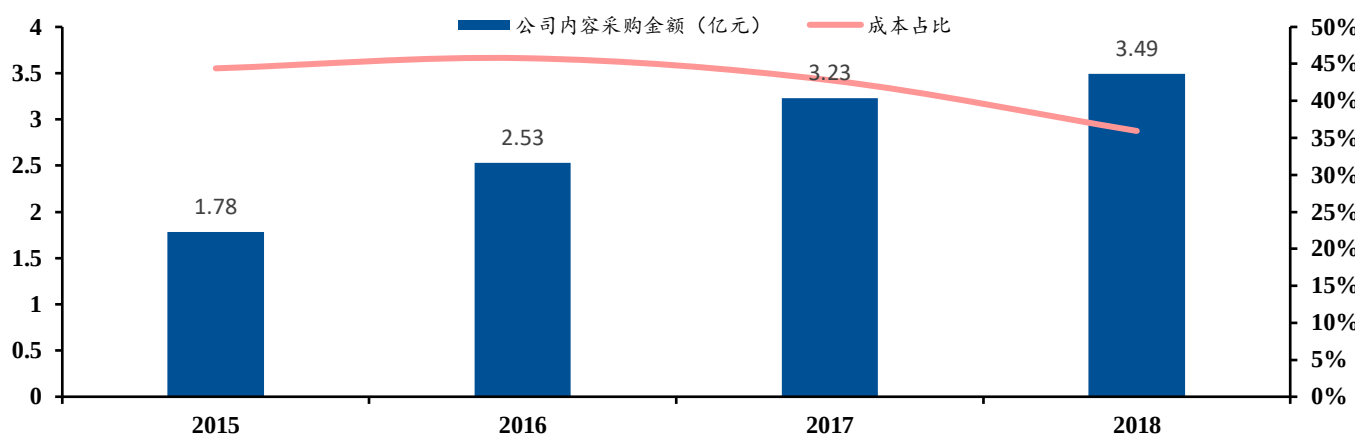
国内：王石、冯仑等
国外：稻盛和夫、杰克·韦尔奇、彼得·蒂尔、里德·霍夫曼等

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2、版权采购成本占比下降，上游议价能力不断增强

公司在版权内容采购方面的投入逐年上升，从 16 年的 1.78 亿元到 18 年的 3.49 亿元，体现公司对上游版权的重视程度。但版权采购成本增速逐年放缓，同时在整个成本中的占比逐步下降，从 15 年 44.4% 到 18 年的 35.9%，体现出公司在获取优质内容方面的诸多优势，在知名度和竞争力不断提升的同时，对上游议价能力不断提升。

图 23：公司内容采购金额及成本占比



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3、公司出版效率较高，为公司高品质内容与运营的可持续发展奠定了基础

公司各类图书出版效率在 2015-2017 年分别为 6.48、6.16、6，如下表所示，公司的学术文化部分的图书出版效率在 2017 年达到 14.89，即公司学术类图书以 1% 的份额创作了 14.89% 的码洋份额。公司所有的图书类别出版效率都大于 1，都高于行业平均水平，其中

经营与学术文化类图书出版效率最高。公司依靠多年累积的内容策划与品牌、团队、版权优势，为公司高品质内容与运营的可持续发展奠定了基础。

表 3: 2015-2017 年中信出版中各类图书出版效率

图书类别	2015 年	2016 年	2017 年
经济与管理	8.11	8.62	7.70
传记	7.35	6.17	4.33
少儿	2.91	3.96	3.01
文学	5.01	5.91	3.99
学术文化	13.14	10.82	14.89
心理自助	3.44	2.75	3.48
生活	3.43	5.47	5.68
艺术	9.45	6.97	4.96
整体	6.48	6.16	6.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院

出版效率：表示公司以百分之一的品种份额创造了百分之几的码洋份额，出版效率大于 1 则说明公司的出版效率高于行业平均水平，即以更少的图书品种创造更高的销售码洋

4、出版图书码洋市占率第二，经管类图书龙头优势明显

出版图书码洋市占率第二，18 年达到 2.47%。公司出版图书在整体图书市场中市场占有率位居第二，为 2.47%，仅比首位少 0.15%。总体来说，市场竞争格局相对分散，前 10 名出版社码洋市占率为 16.7%，龙头集中度不高，这是由于图书市场巨大的各差异需求导致的，但是公司自身的品牌还有竞争力还是很强劲，在经管类图书市场实体书店和网上书店占有率都位居首位，分别为 20.08%，15.30%，远高于市场第二；此外本公司在传记、学术、心理自助等类别的图书出版市场中也占据市场前三的优势地位。

表 4: 18 年公司出版图书市场码洋占有率排行

名次	整体图书市场	占有率 (%)
1	北京联合出版	2.62
2	本公司	2.47
3	世界图书出版社	2.08
4	机械工业出版社	1.53
5	商务印书馆	1.45
6	人民文学出版社	1.38
7	人民日报出版社	1.36
8	外研社	1.28
9	湖南文艺出版社	1.26
10	教育科学出版社	1.22

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

多领域较强品牌影响力，经管类市占率保持领先，实体书店市占率达 20.1%。2018 年，公司经管类图书码洋市占率排名第一，实体书店渠道市占率为 20.1%，网上书店渠道市占率为 15.3%，均排名第一。公司通过引入具有权威性、前瞻性的精品经管类图书及用市场化的方式，奠定了公司在经管类图书的绝对龙头地位。先后出版《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》等知名畅销书，

表 5：2018 年经济与管理类图书零售市场的出版社码洋占有率排名

实体书店			网上书店		
出版社	市占率	排名	出版社	市占率	排名
中信出版集团股份有限公司	20.08%	1	中信出版集团股份有限公司	15.30%	1
机械工业出版社	7.55%	2	机械工业出版社	12.53%	2
人民邮电出版社	4.30%	3	北京科学技术出版社	5.24%	3
中国人民大学出版有限公司	3.69%	4	中国财政经济出版社	4.66%	4
经济科学出版社	3.64%	5	中国人民大学出版有限公司	3.68%	5

资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

传记类、心理自助类、学术文化类图书码洋市占率均排名前 4，竞争力较强。2018 年，公司的码洋占有率在传记图书零售市场的实体和网上渠道分别排第 4 名和第 3 名；在心理自助图书零售市场的实体和网上渠道均排第 2 名；在学术文化图书零售市场的实体和网上渠道分别排第 2 名和第 3 名。

表 6：2018 年传记类图书零售市场的出版社码洋占有率排名

实体书店			网上书店		
出版社	市占率	排名	出版社	市占率	排名
中共中央党校出版社	19.94%	1	北京联合出版有限责任公司	15.30%	1
译林出版社	5.28%	2	中共中央党校出版社	12.53%	2
北京联合出版有限责任公司	3.68%	3	中信出版集团股份有限公司	5.24%	3
中信出版集团股份有限公司	3.22%	4	生活·读书·新知三联书店有限公司	4.66%	4
生活·读书·新知三联书店有限公司	3.19%	5	湖南文艺出版社有限责任公司	3.68%	5

资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

表 7：2018 年心理自助类图书零售市场的出版社码洋占有率排名

实体书店			网上书店		
出版社	市占率	排名	出版社	市占率	排名
北京联合出版有限责任公司	11.51%	1	北京联合出版有限责任公司	15.30%	1
中信出版集团股份有限公司	9.57%	2	中信出版集团股份有限公司	12.53%	2
湖南文艺出版社有限责任公司	7.70%	3	湖南文艺出版社有限责任公司	5.24%	3
中国华侨出版社	6.37%	4	中国华侨出版社	4.66%	4
中国纺织出版社	3.64%	5	吉林文史出版社有限公司	3.68%	5

资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

表 8：2018 年学术文化类图书零售市场的出版社码洋占有率排名

实体书店			网上书店		
出版社	市占率	排名	出版社	市占率	排名
外文出版社有限责任公司	36.26%	1	光明日报出版社	7.43%	1
中信出版集团股份有限公司	5.68%	2	北京联合出版有限责任公司	7.39%	2
中华书局有限公司	4.06%	3	中信出版集团股份有限公司	7.27%	3
人民出版社	3.20%	4	中华书局有限公司	4.36%	4
北京联合出版有限责任公司	2.96%	5	线装书局	2.99%	5

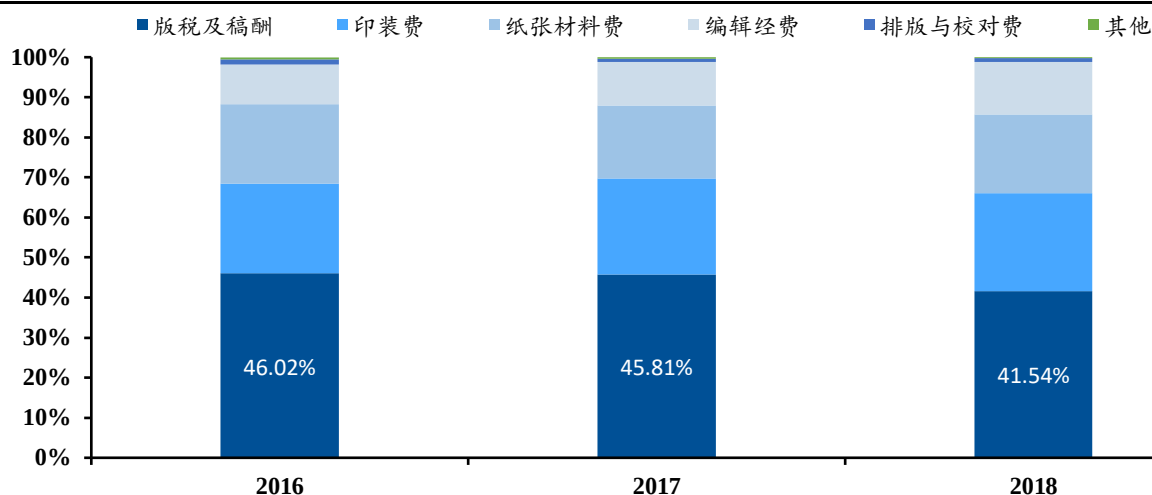
资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

（四）版税及稿酬是图书出版业务主要成本，与公司优质内容获取为核心竞争力的策略一致

1、纸质图书业务：版税及稿酬成本占比逐年下滑，但是仍然稳居第一

2016-2018 年，版税及稿酬占比逐年下滑，从 46% 降至 41.5%，但仍占据最大比重。纸张材料费占比维持在 19% 左右，印装费占比增加从 22.5% 增至 24.6%。各成本项目占总成本比例基本保持稳定。版税及稿酬成本的占比年有所下降，主要原因为 2016 年和 2017 年，本公司支付较大金额首印版税的图书较多，如 2016 年图书《谁的青春不迷茫 3：向着光亮那方》首印版税 882 万元、《大秦帝国》首印版税 500 万元等。2018 年，支付较大金额首印版税的图书数量相对较少，无一次性超过 400 万元的首印版税支出。少儿类图书印刷量的快速增长，包本印刷的印刷费金额大幅增长，造成印装费占比相应升高而纸张材料费占比则出现一定程度下降。

图 24：一般图书与出版发行



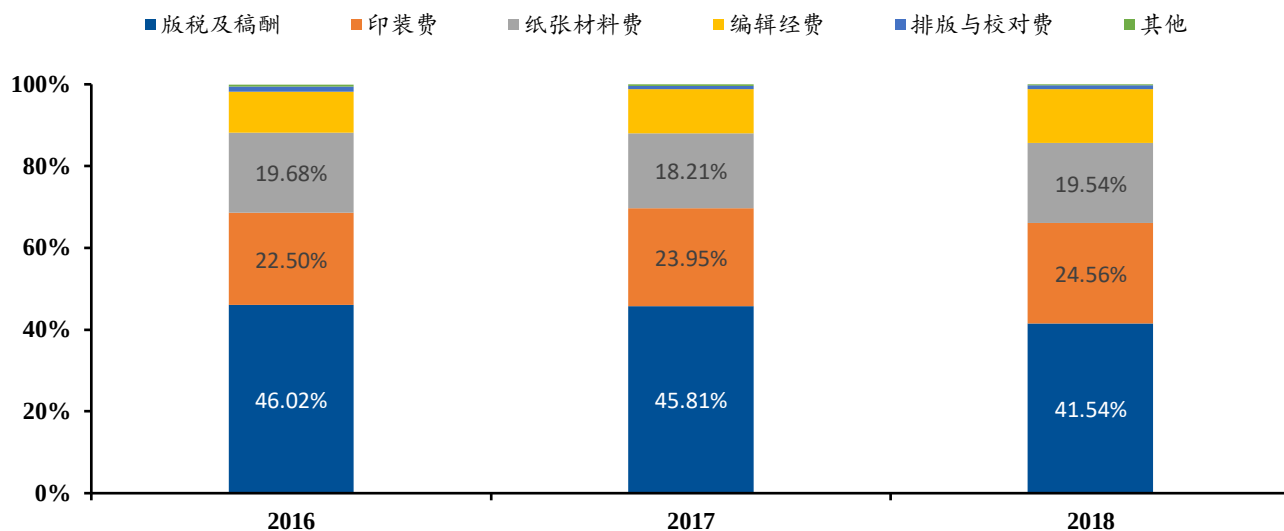
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2、纸质图书成本结构同业对比：中信出版成本以版税稿酬为主，和以经管类图书为核

心、优质内容获取策略相符；新经典、中国出版纸张+印装成本占比较高

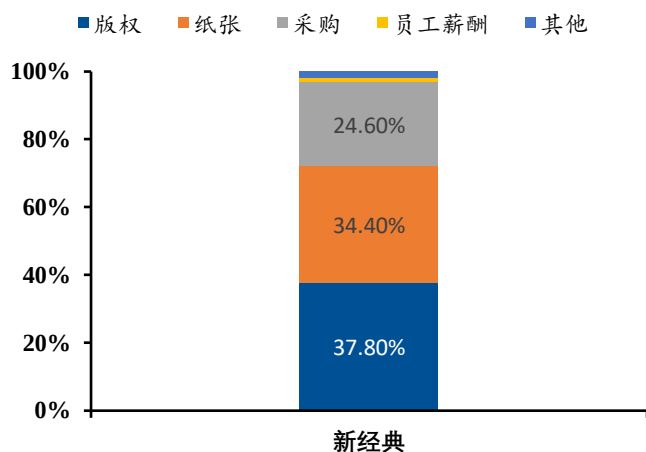
中信出版版权及稿酬成本占纸质图书出版与发行业务的大头, 和以经管类图书为核心、优质内容获取策略相符。中信出版计划在未来三年签约 40 名作者并进行全版权运营。其中, 包括普通图书版权 400 种、超级畅销图书版权 100 种。新经典、中国出版等以大众类图书出版社以纸张+印装费占成本比重较高, 新经典纸质材料费占成本比重为 34%, 中国出版纸张+印装费占成本比重为 54%。

图 25: 2016-2018 年中信出版纸质图书出版与发行业务成本构成



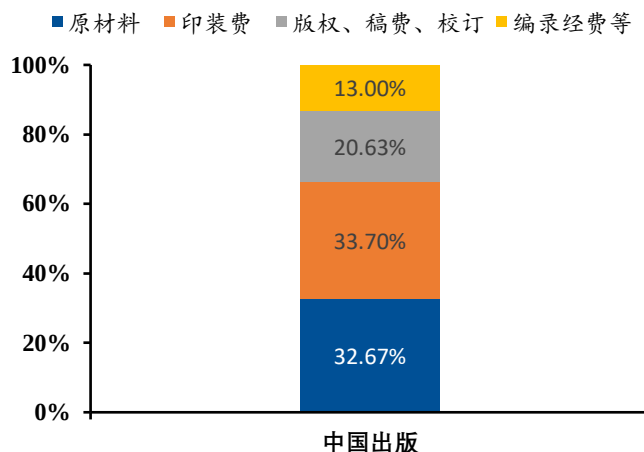
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图 26: 2016 年新经典自有版权图书策划与发行业务成本构成



资料来源: 新经典 2016 年报, 民生证券研究院

图 27: 2018 年中国出版出版业务成本构成



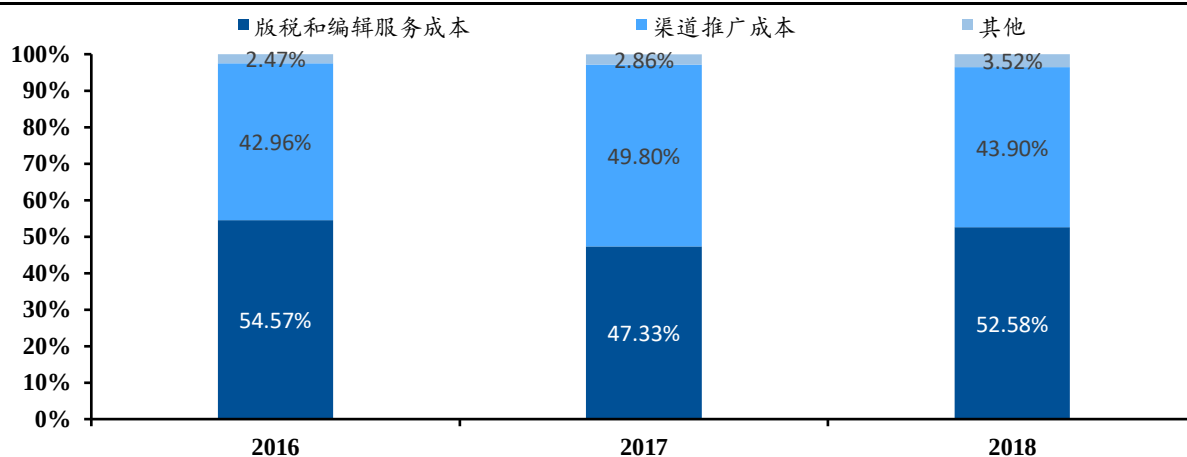
资料来源: 中国出版 2018 年报, 民生证券研究院

3、数字阅读业务: 版税和编辑服务成本及渠道推广成本占比超 95%, 成本占比稳定

2016 年-2018 年版税和编辑服务成本的金额逐年提升, 主要是电子书销售业务规模的

不断增长,向国际版权机构、优秀出版社、独立作采购版权的成本以及策划为电子书、音视频栏目、课程等数字阅读产品的编辑服务成本增加。2017 年渠道推广成本占比 2016 年增加 6.84%主要是由于 2017 年开始加大了渠道推广的力度,提高了渠道分成比例,从而导致 2017 年渠道推广的成本金额及占比均有所提高。总体版税和编辑服务成本及渠道推广成本占比超 95%,成本占比相对稳定。

图 28: 数字阅读成本占比



资料来源:招股说明书,民生证券研究院

三、书店零售业务线上零售与线下门店双轮驱动,非机场店毛利超越机场店,战略转型初显成效

(一) 中信书店线上零售与线下门店双轮驱动,线上零售业务增速较快,线下书店盈利能力较强

中信书店将以智能化服务为依托,线上零售与线下门店双轮驱动。书店零售业务现在主要以线下门店+线上零售(天猫与京东旗舰店于 2017 年划转至母公司中信出版运营,收入不计入书店零售业务)+大客户批销业务组成。目前,中信书店针对现代都市人群工作、休闲、出行方面的需求,在高端写字楼、大型商业综合体、机场等区域,分别打造了城市商务型、城市休闲型、交通枢纽型三种店型。

图 29: 中信书店布局

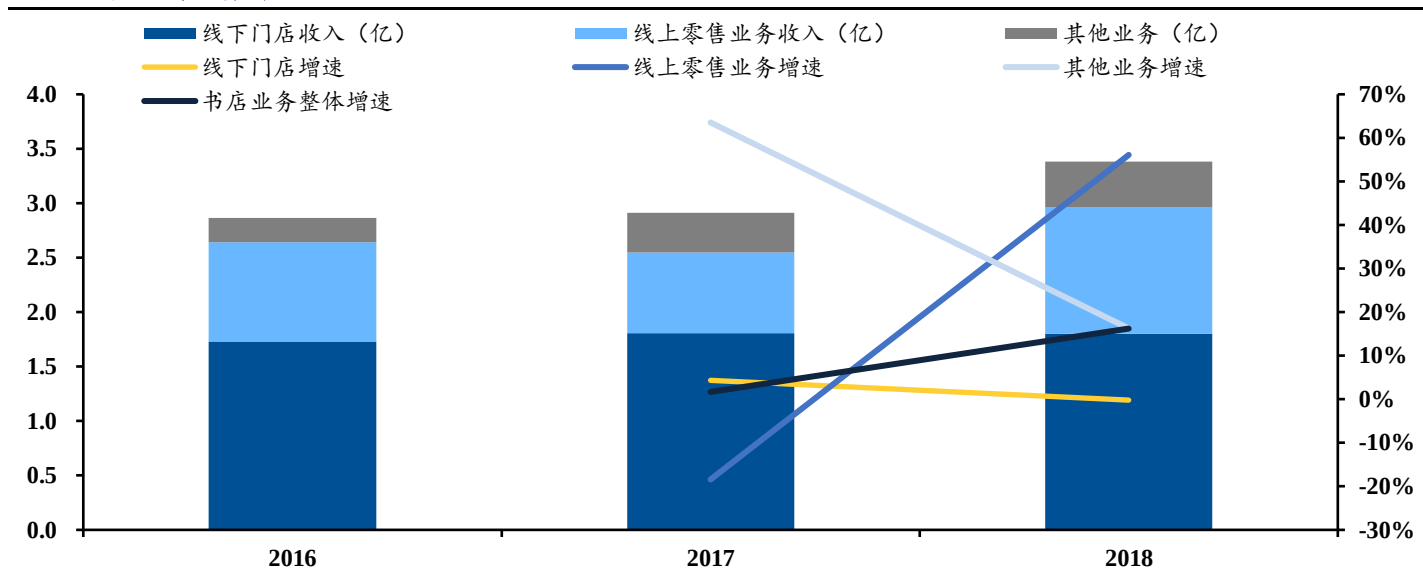


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

线下门店收入平稳, 线上零售收入增长较快。线下门店收入自 2016 年至 2018 年一直保持在 1.8 亿元左右, 收入较为稳定。线上零售业务在 2017 年略微减少后, 2018 年高速增长 56%, 达到了 1.16 亿元。线下门店营收占比为 53.2%, 线上零售营收占比为 34.3%, 总体来说, 线下门店占比略有下降, 线上零售业务占比上升。

线上零售业务在 2017 年减少的原因是 2017 年公司将业务量较大的天猫旗舰店、京东旗舰店由中信书店划转至母公司中信出版进行运营, 相应收入不在书店零售收入的统计口径中核算。

图 30: 书店零售业务拆分

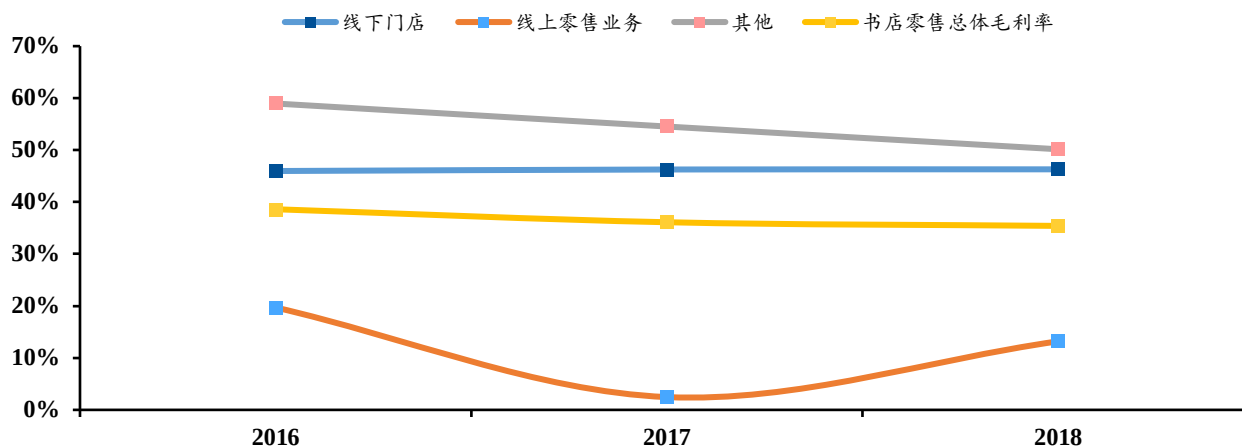


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

书店零售总体毛利率相对稳定, 线下门店毛利率远高于线上零售。书店毛利率相对稳定, 从 16 年的 38.6% 到 2018 年的 35.4%, 略有下降。分拆来看, 线下门店的毛利率远高

于线上零售，18 年线下门店毛利率为 46.3%，线上零售毛利率仅为 13.2%。主要是因为为了打开线上渠道，产品折扣相对较大。

图 31: 书店零售毛利率拆分



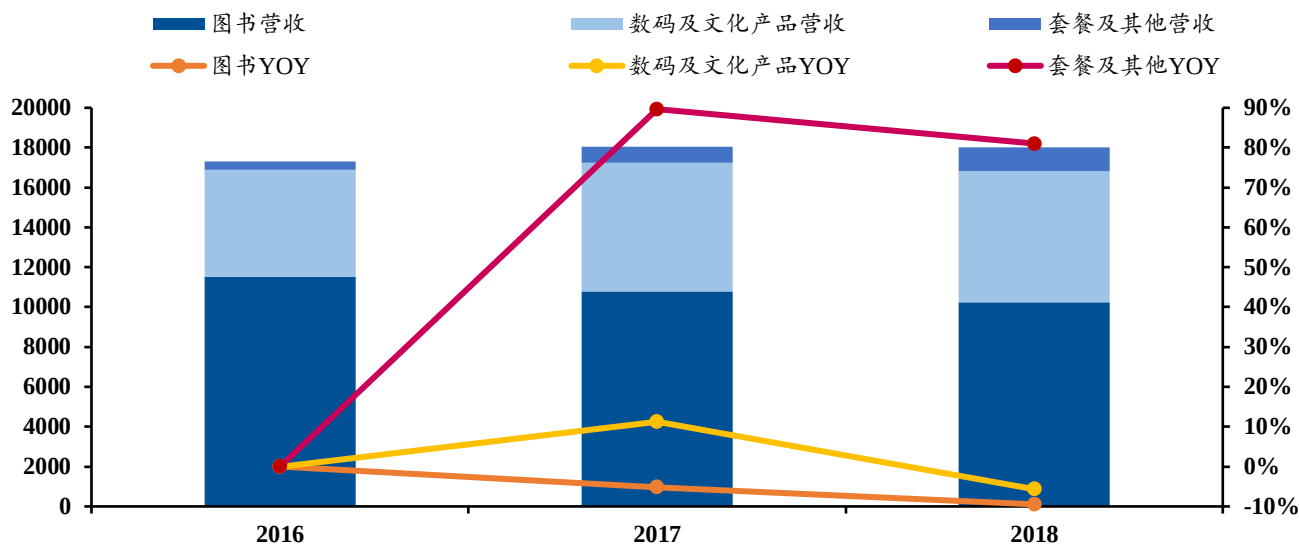
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

(二) 非机场店数量不断扩张，毛利超越机场店，战略转型初显成效

线下门店产品主要以图书为主，套餐及其他业务营收增速较快。线下门店产品主要以图书为主，图书营收占比从 16 年的 67% 到 18 年 67%，虽然占比依然保持第一，但是从 16 年已经下滑较多，而数码文化产品以及套餐及其他增长较快，数码产品从 16 年的 31% 上涨到 18 年的 37%，套餐及其他占比从 16 年的 2.4% 到 18 年的 6.6%，体现出线下门店品类多样化的趋势。

套餐及其他业务主要是和在必胜客、麦当劳门店开展“儿童套餐+科普图书”宣传促销活动，营收增速较快的原因是活动中售出的图书折扣率很低，《点亮自然》毛利率为-3.5%，《科学跑出来系列》毛利率为 3.4%，主要还是为了推广公司知名度为主。

图 32: 线下书店产品拆分



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

缩减机场店数量, 扩展布局写字楼无边书店。公司在全国布局的机场店、写字楼店、城市店共达 87 家, 覆盖北京、深圳、杭州、厦门、大连等全国大中型城市。机场店 57 家 (厦门 12 家、深圳 8 家), 写字楼店 12 家 (北京 7 家), 城市店 18 家 (北京 12 家)。为顺应移动互联时代人们工作和生活的界限逐渐模糊的新趋势, 本公司下属的中信书店定位于“品质工作、优雅生活”的无边界书店, 逐渐将文化空间的经营触角从人流最大的国内重要城市机场, 延伸到城市人群停驻时间最长的场景, 包括写字楼、商业区和社区。公司近年来写字楼单店数目自 2016 年的 6 间增至 2018 年的 30 间, 机场店的数目自 2016 年的 73 间降至 2018 年 57 间。在毛利率相似的情况下, 非机场店的单店成本要小于机场店。

表 9: 中信书店各地线下门店情况

地区	机场店 (家)	写字楼店 (家)	城市店 (家)
北京	-	7	12
杭州	4	-	-
厦门	12	-	-
深圳	8	1	-
西安	5	-	-
大连	5	-	1
郑州	5	-	-
济南	-	1	-
合肥	3	-	-
海口	3	-	-
重庆	7	-	-
哈尔滨	-	1	-
雄安	-	1	-
呼和浩特	5	-	-
天津	-	-	1
上海	-	1	1
广州	-	-	1
苏州	-	-	1
武汉	-	-	1

合计	57	12	18
----	----	----	----

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

门店总体数目逐年上升，毛利率略有上升。自 2016 年至 2018 年，中信书店总体数量从 79 间增至 87 间，毛利率保持在 46.3% 左右并随着年份略有上升。中信书店年均坪效大幅下降，这是由增加写字楼店数目减少机场店数目的公司战略变化造成的。

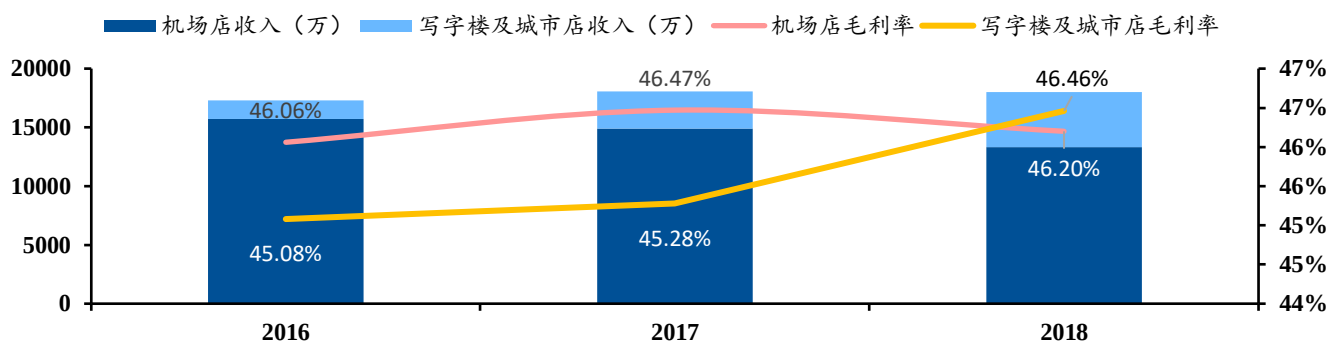
表 10：中信书店线下门店收入情况

时间	面积 (m²)	门店人数	店面数量	收入金额 (万元)	成本金额 (万元)	毛利率	年均坪效 (万元/m²/年)	年均人效 (万元/人/年)
2016	6637.32	449	79	17307.83	9351.59	45.97%	2.76	39.95
2017	8693.72	438	84	18056.92	9730.59	46.26%	2.89	52.09
2018	13853	496	87	18019	9678.69	46.30%	1.45	40.59

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

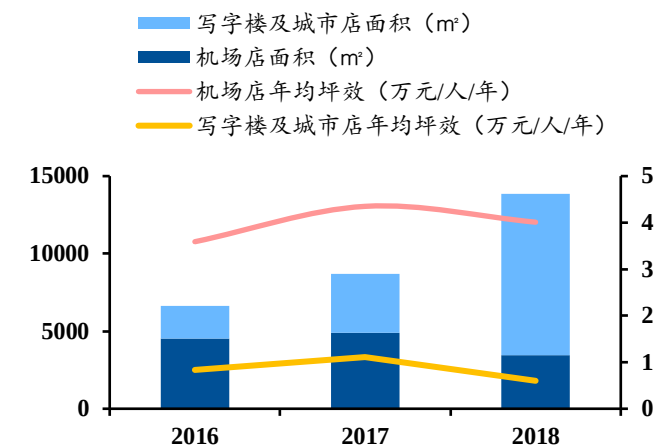
写字楼店毛利超越机场店，战略转型初显成效。自 2016 至 2018，写字楼店毛利率稳步增长，并在 2018 年达到了 46.46% 正式超过机场店。我们可以看到两者在年均人效上并没有太大差异均为 50 万元/人/年左右，在年均坪效（年均坪效 = (门店收入/当年营业月数 * 12) / 门店面积）上机场店（平均 4 万元/年/人左右）要远高于写字楼及城市店（平均 1 万元/人/年左右），主要由机场店本身的特殊环境决定的，从毛利率来看 2018 年写字楼及城市店营收能力（毛利率 46.46%）还要稍高于机场店（毛利率 46.20%）。

图 33：机场店与写字楼店单店成本与毛利率对比



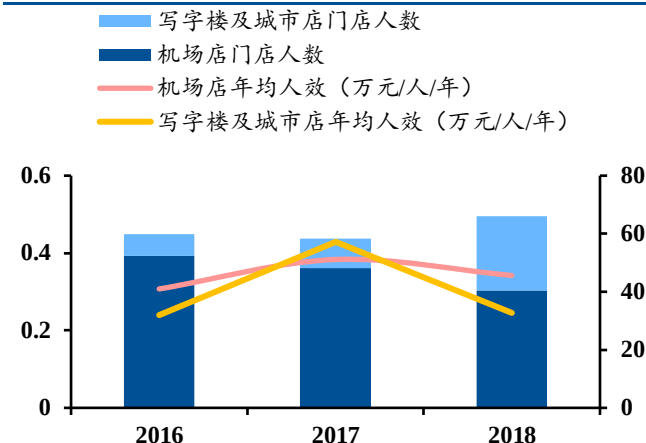
资料来源：中信出版招股说明书，民生证券研究院

图 34: 中信书店坪效对比



资料来源：中信出版招股说明书，民生证券研究院整理

图 35: 中信书店人数对比



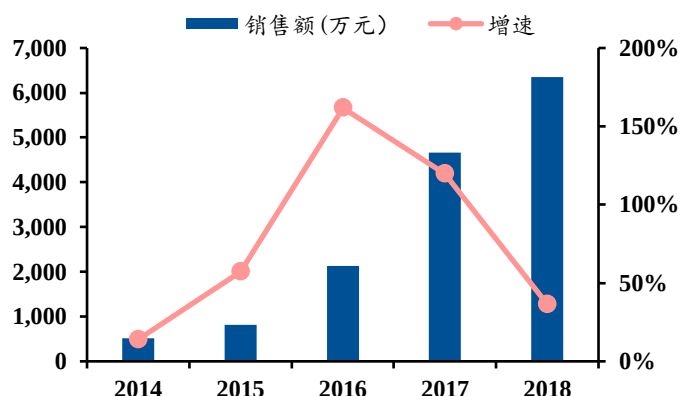
资料来源：中信出版招股说明书，民生证券研究院整理

四、多元拓展文化增值服业务，IP 运营及职业培训是未来发力点

（一）文化增值业务营收增速较快，14-18 CAGR 高达 87%，教育培训占比最高

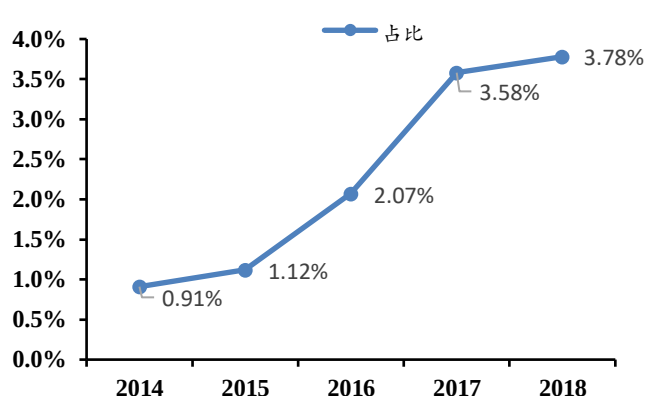
文化增值业务营收增速较快，14-18 CAGR 高达 87%，占比不断提升。其他文化增值服务主要包括以优质内容为核心垂直拓展教育培训、少儿演出、艺术策展等文化增值服务。公司在经营主营业务的同时，设立子公司积极拓展产业上下游业务，寻找潜在的文化增值市场。文化增值业务营收从 14 年的 516 万元到 18 年的 6357 万元，CAGR 高达 87%，占比也从 0.91% 提升至 3.78%。毛利率近几年相对稳定，18 年毛利率为 43%。

图 36: 公司其他文化增值业务收入及增速



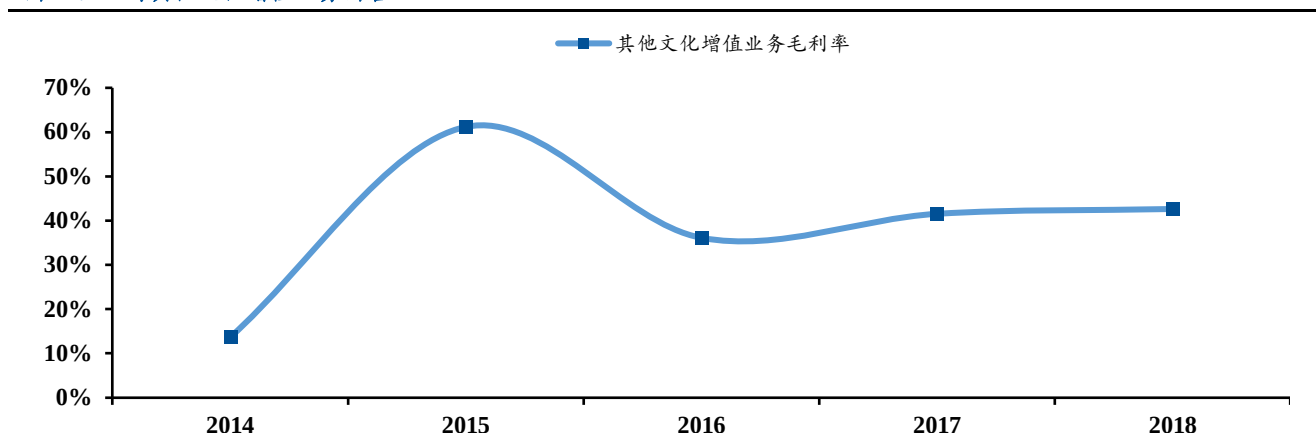
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 37: 公司其他文化增值业务占比



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 38：公司其他文化增值业务内容



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司在经营主营业务的同时，设立子公司积极拓展产业，通过信睿宝网络、信睿文化、中信楷岚展开文化增值服务。

信睿宝网络定位于国内外优质版权投资平台，通过版权研究与投资、作者经纪、IP 衍生开发等方式进行多元化的版权开发。

信睿文化的主要业务包括以少儿内容出品为基础，打造在线少儿知识服务、少儿培训、演出展览、玩具文创等产品和服务，其旗下的“中信美术馆”提供了主题策展和文创产品创意展示的平台，建立了艺术类产品的版权运营体系。

中信楷岚则为中信出版与美国 Kaplan 教育集团共同成立，拥有 Kaplan 的包括 CFA、FRM、ACCA 以及 CIMA 的中国大陆独家经营权。

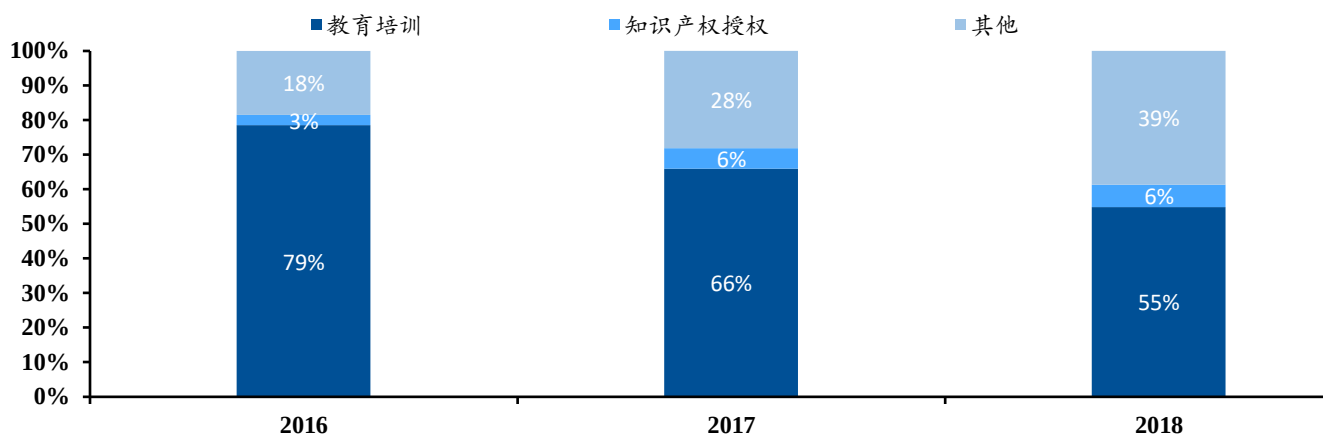
图 39：公司其他文化增值业务内容



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

教育培训是其他文化增值业务的主要成本所在,也是主要收入来源。在所有文化增值服务中,教育培训占总文化增值服务成本比重最大,2016-2018 年分别为占 1.06 亿元,1.80 亿元,2 亿元,分别占比 78.50%,65.96%,54.93%,呈下降趋势。

图 40: 2016-2018 年其他文化增值业务成本构成

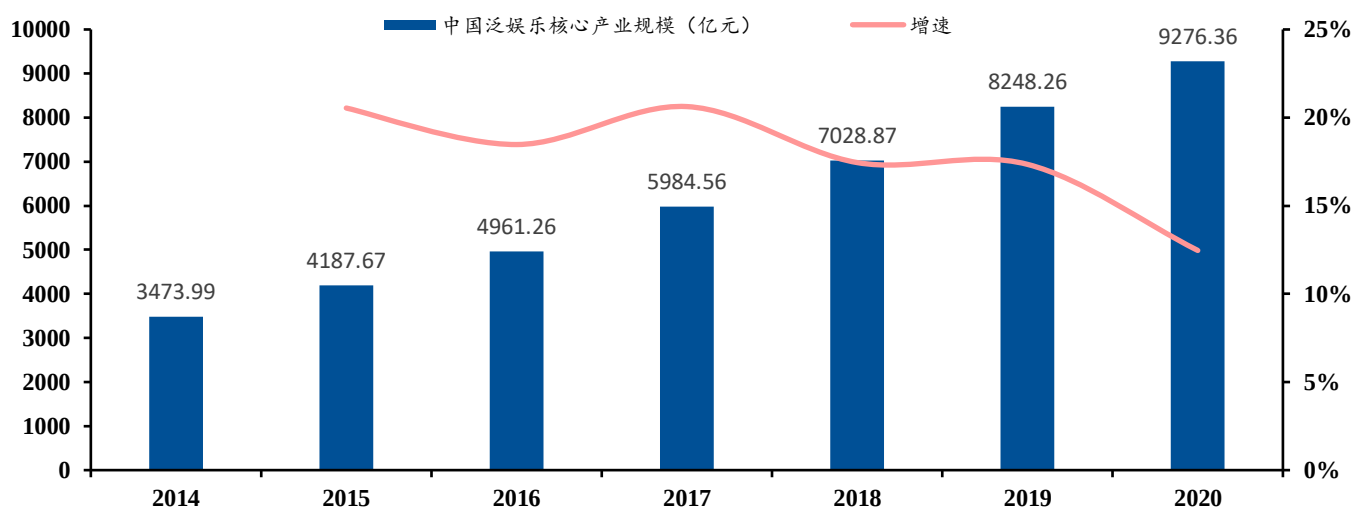


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

(二) 文化增值服务市场潜力大, IP 运营及职业培训是未来发力点

泛娱乐化市场广阔, IP 运营或成新增长点。泛娱乐化市场将保持 15% 左右的增长率, 预计在 2020 年市场规模将达到 9276 亿元。目前, 通过优质网文 IP 改编的电视剧、电影和游戏在市场上均已经展现了非常良好的表现, 数字阅读公司对于优质 IP 的泛娱乐化运营将会成为除了阅读之外另一个业绩增长点。

图 41: 2014-2020 年中国泛娱乐市场规模估计



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

未来金融财会培训市场潜力巨大，拥有 CFA、ACCA、FRM 和 CIMA 的 Kaplan 独家经营权，未来发展前景向好。金融财会培训市场预期增速较大，总培训人次预计从 17 年的 84 亿人次，到 2020 年能达到 185 亿人次，CAGR 为 30.1%，拥有 CFA、ACCA、FRM 和 CIMA 的 Kaplan 独家经营权，未来发展前景向好。

图 42: 金融财会培训市场规模与增速

(单位: 亿人次)	2017	2018	2019E	2020E
ACCA	5.9	7.0	8.4	10.0
CFA	10.3	13.4	17.4	22.7
其他	67.8	94.1	119.5	152.3
合计	84.0	114.5	145.3	185.0
总增长率		36.3%	26.9%	27.4%

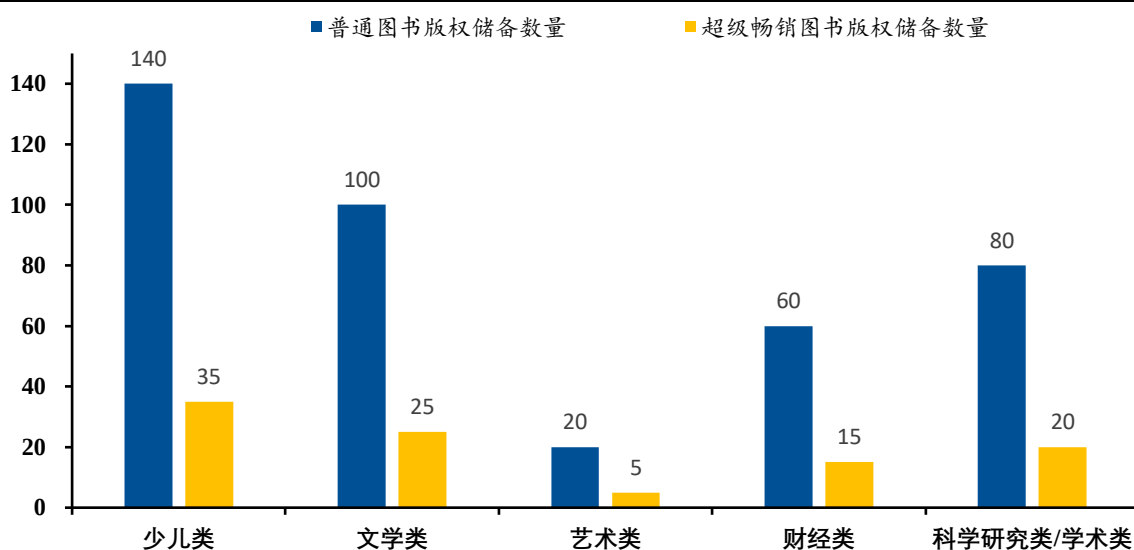
资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

(三) “内容+”知识产权投资运营平台助力拓展文化增值服务

构建“内容+”知识产权生态集群强化版权储备，垂直拓展文化增值服务。通过投资、购买等方式储备 500 项优质知识产权以及 40 项全版权作者经纪业务，涵盖少儿、文学、艺术、财经、社科文化以及科学研究等多个领域。

打造以“内容+”为核心的知识产权服务生态集群，有利于极大丰富公司的版权储备，完善公司图书以及其他产品结构，巩固在图书出版与发行领域的优势，并逐步将业务延伸到影视、动漫、游戏、物化衍生品等泛娱乐化产业。

图 43: 公司未来 3 年的图书版权储备计划 (单位: 种)



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

大数据挖掘体系以营销数据支持实现内容资源变现，运营体系反哺知识产权。通过大数据分析获取知识产权的热度及受众相关度等信息，挖掘体系将打通信息与市场变现的渠道，建设知识产权市场开发与全版权运营体系，形成覆盖纸质书、电子书、有声书、视频书、在线课堂等阅读领域，以及影视、动漫、游戏、物化衍生品等泛娱乐领域的市场运营渠道，保证良好的盈利能力。同时，市场开发与运营体系的完善，还将反向丰富公司的知识产权储备，延伸出更多衍生产品的可能性，形成知识产权源头与运营体系的良性互通。

图 44：“内容+”平台助力文化增值业务联动关系



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（四）智慧生活服务体系推动线下书店转型多元化消费场景

依托“理想家总部”建设智慧生活服务平台转换人们生活与消费方式，最终构建“阅读+咖啡+文创+精品便利”为主要经营模式的智慧生活终端服务体系。构建以都市样本旗舰店“理想家总部”为龙头，集合主题店、城市生活店的多层次消费终端服务体系，打造多元化的消费链条，构建互联网时代的新型阅读文化空间与盈利模式。打造包含图书卖场、O2O 互动活动区、商务空间、时尚精品、科技体验区、特色餐饮等功能区域的“未来智能书城”，整合线下客户资源。通过书业与各创新业态的相互促进，在提升传统书业营业能力的同时，为公司创造新的盈利增长点。数字平台与线下理想家总部互联互通，打造多维运营的营销网络，实现数字化运营。

未来三年，公司将依托该智慧生活服务体系建设 180 家城市生活店，2 家“儿童空间主题店”，1 家“艺术空间主题店”，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，跨界整合多种业态资源，打造文化地标。

图 45：智慧生活服务体系



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

五、同行业对比：公司高资产周转率拉动 ROE 水平，远高于同业，现金流情况良好，具有安全边际

（一）新经典、中国出版对比：中信出版低折扣扩张线上直销渠道降低毛利率，高资产周转率拉动高 ROE 水平，远高于同业水平

中国出版以图书、报纸、期刊等出版物出版为核心业务，出版业务以大众出版和专业出版为主，同时涉及教育出版，旗下拥有众多高知名度的出版社如人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、人民音乐出版社等，具有强大的品牌、资源及规模优势和文化影响力。

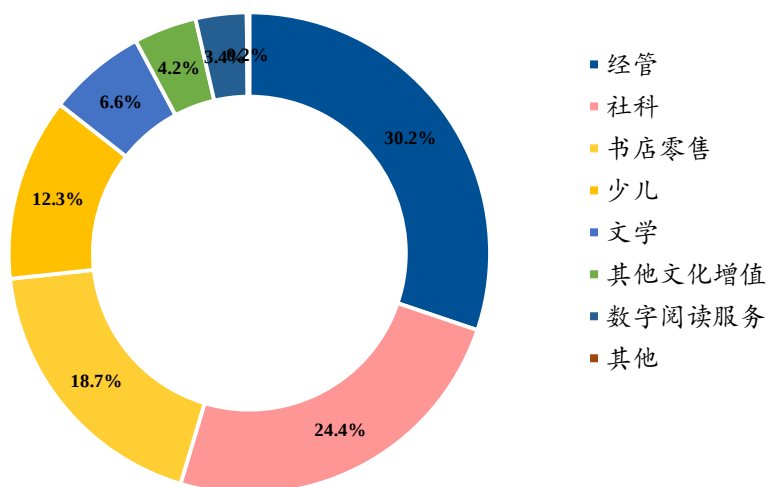
新经典致力于中外经典文学作品和高品质少儿图书等大众图书的策划与发行，产品定位为“畅销并且长销”，已具备较大的差异化竞争优势。主营业务包括图书策划与发行、数字图书、图书零售以及影视剧策划等版权延伸业务版权业务。公司以版权资产为立足点，依托强大的编辑策划团队和发行团队来发掘优质内容。与东野圭吾、余华、麦家、珍妮特·温特森系等多名作家保持良好合作关系，在版权方面拥有丰厚实力。

1、主营业务收入：中信出版以经管、社科类图书为主；新经典在文学、少儿占领先优势，中国出版以一般图书为主

中信出版以经管类和社科类图书出版发行收入为主，新经典在文学领域占绝对优势，中国出版一般图书收入占比超过 50%。中信出版经管类书籍销售额占比为 30.21%，社科类书籍占比 24.46%，占比之和超过 50%。新经典自有版权图书出版与发行收入占比大，其中文学类图书收入占比为 51.82%，少儿类占比为 15.81%。中国出版 56.9%收入来自一

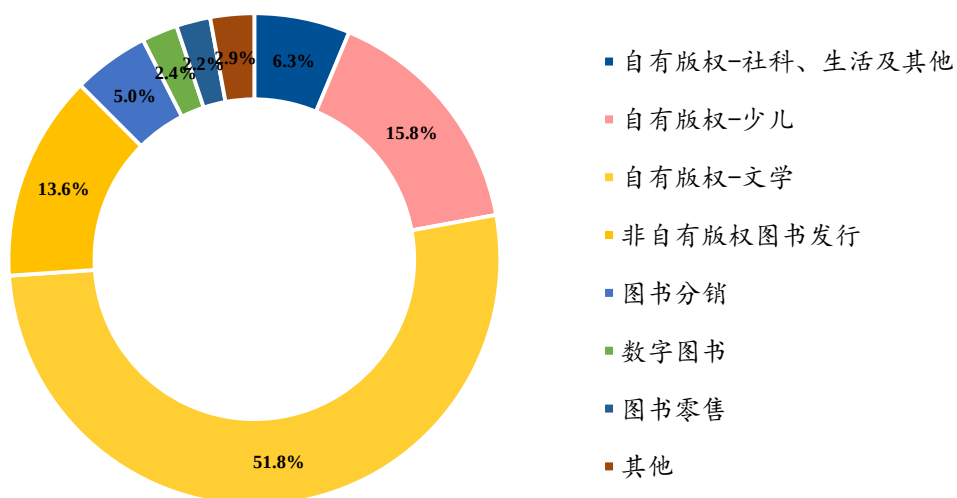
般图书，19.2%收入来自教材教辅。

图 46: 中信出版主营业务收入占比



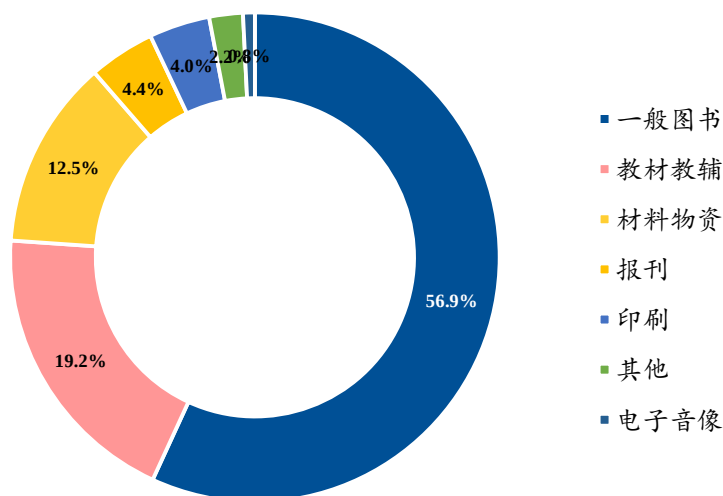
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 47: 新经典主营业务收入占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 48: 中国出版主营业务收入占比

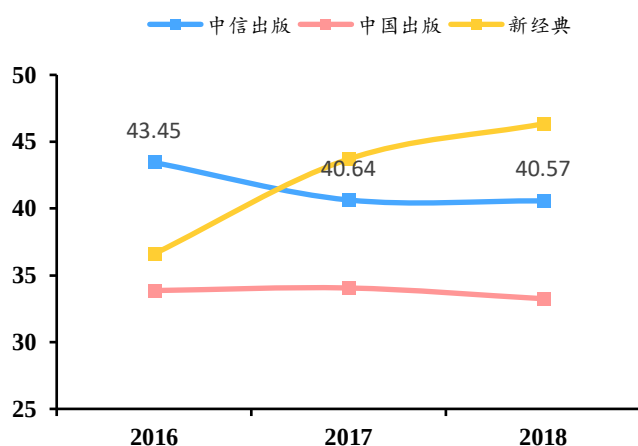


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、盈利能力对比: 低折扣扩张线上直销渠道业务, 降低中信出版毛利率

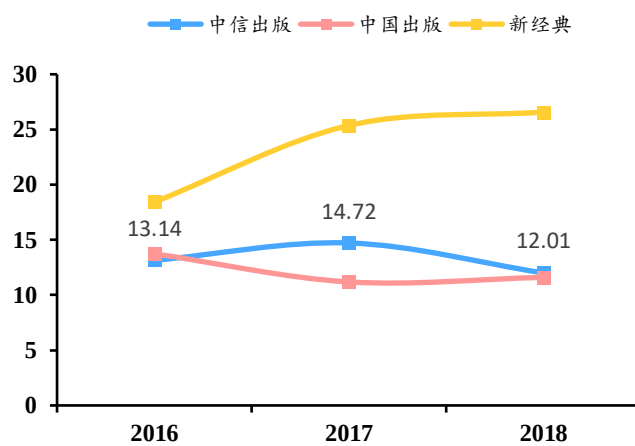
2016 年-2018 年中信出版毛利率从 43.45% 降至 40.57%, 主要是由于线上零售业务调整增开专营店, 电商渠道推广成本加大, 折扣力度大及其他优惠增多, 2018 年起趋于稳定。**新经典** 2018 年加大对优势性的自有版权业务的投入, 新增近 400 种自有版权图书, 自有版权业务占比的持续提高及净利率较低的图书分销业务的缩减提高了公司销售净利率水平, 增强公司获利能力。**中国出版** 毛利率低于 35%, 其中占比高的发行业务毛利率减少幅度大, 比上年减少 6.10%。

图 49: 销售毛利率对比



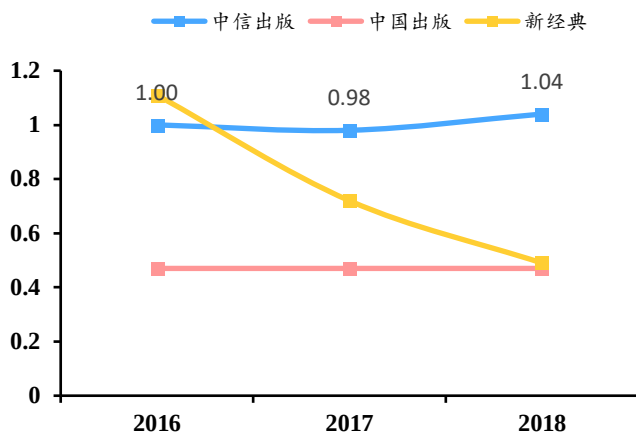
资料来源: 中信出版招股说明书, 民生证券研究院整理

图 50: 销售净利率对比



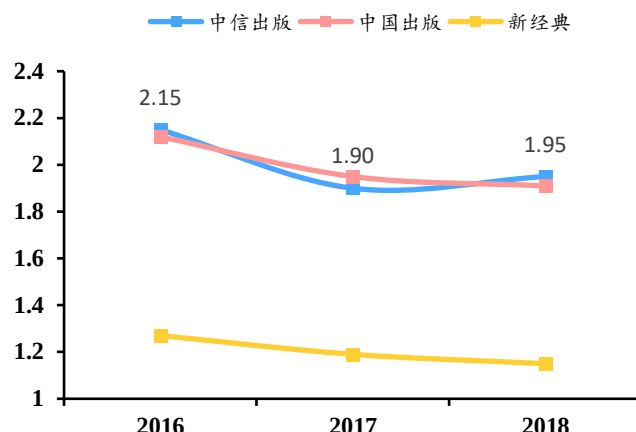
资料来源: 中信出版招股说明书, 民生证券研究院整理

图 51: 总资产周转率对比



资料来源: 中信出版招股说明书, 民生证券研究院整理

图 52: 权益乘数对比

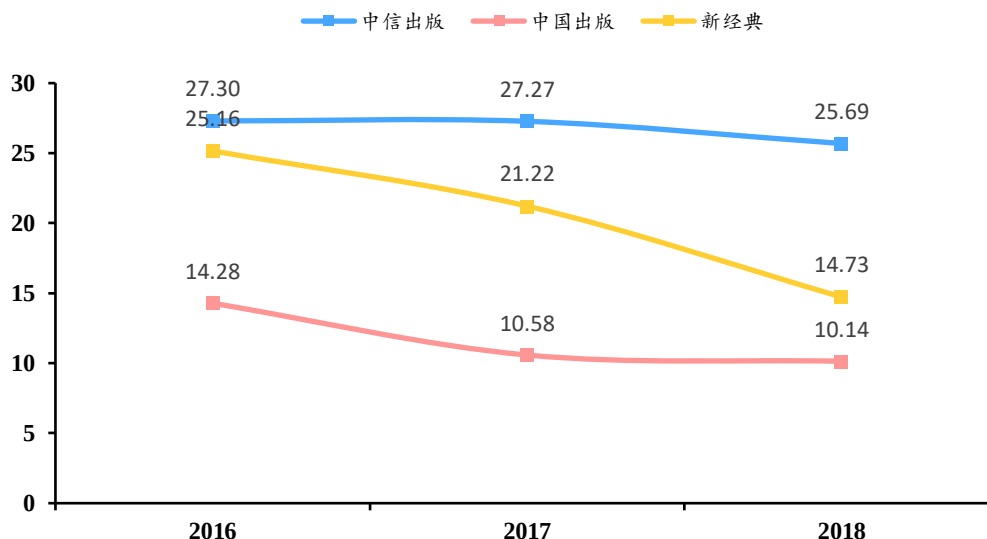


资料来源: 中信出版招股说明书, 民生证券研究院整理

3、杜邦分析: 中信出版高资产周转率拉动 ROE 水平

2016-2018 年中信出版净资产收益率分别为 27.30、27.27 和 25.69, 远高于其余两家公司。在销售净利率不敌新经典但 ROE 仍然较高的主要原因是公司在经管、社科等众多领域畅销书品类多比重大, 市占率领先, 直销模式折扣率高, 营业周期缩短, 资产周转率提高所致。新经典权益乘数小, 且资产周转率下降幅度大拉低整体 ROE 水平。中国出版 ROE 水平较低主要是销售净利率和资产周转率较低所致, 而中国出版已享有较高的税收优惠, 需进一步提升盈利能力。

图 53: ROE 对比



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

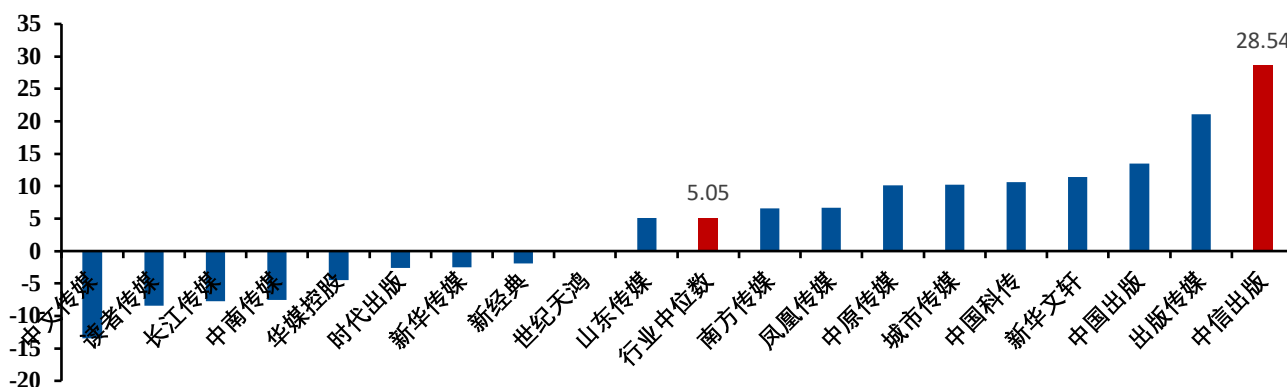
(二) 全行业对比: 中信出版 ROE 及营收增速全行业第一, 现金流情况良好, 具有良好的安全边际

1、盈利能力: 中信出版 ROE 及营收增速全行业第一, 盈利、成长能力领先全行业

中信出版 2018 年营收增速达到 28.54%，远超行业增速 5.05% 的平均水平 23 个百分点，增速为出版行业第一。中信出版应对市场需求快速调整产品结构，布局少儿图书领域，2017 年和 2018 年，少儿类图书实现了突破式发展，营收增速分别为 124.88% 和 44.82%，随着少儿图书市场的进一步扩大，作为公司收入增长的主要驱动力的图书出版与发行业务将会进一步发力推动营收增长。

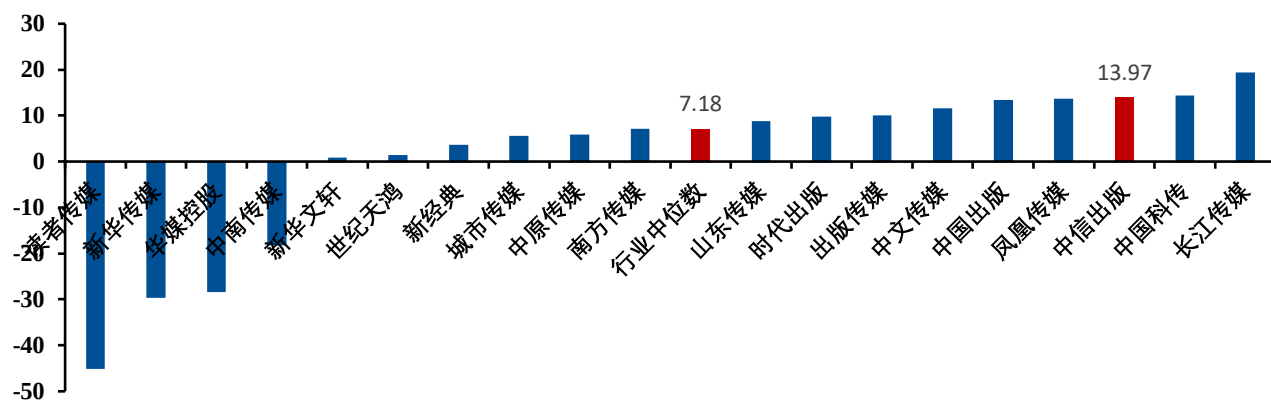
归母净利增速受到新增线下中信书店门店影响，增速有所放缓，18 年归母净利润增速为 13.97%，高于行业平均水平 7.18%，排名行业第三。ROE 为 25.69%，排名第一，远高于行业其他公司。EBIT Margin 为 12.2%，和行业平均 11.42% 差别不大。

图 54: 营业收入增速



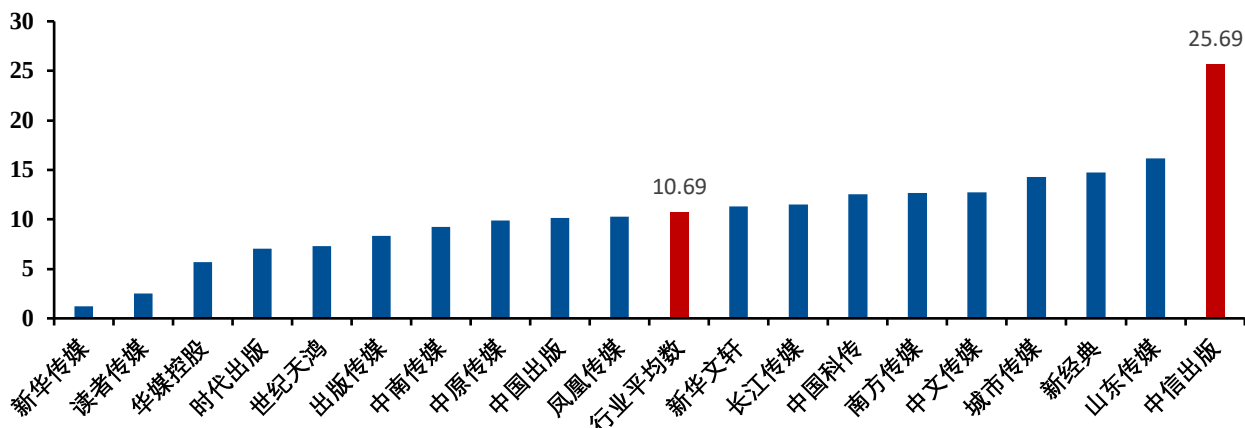
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 55: 归母净利增速



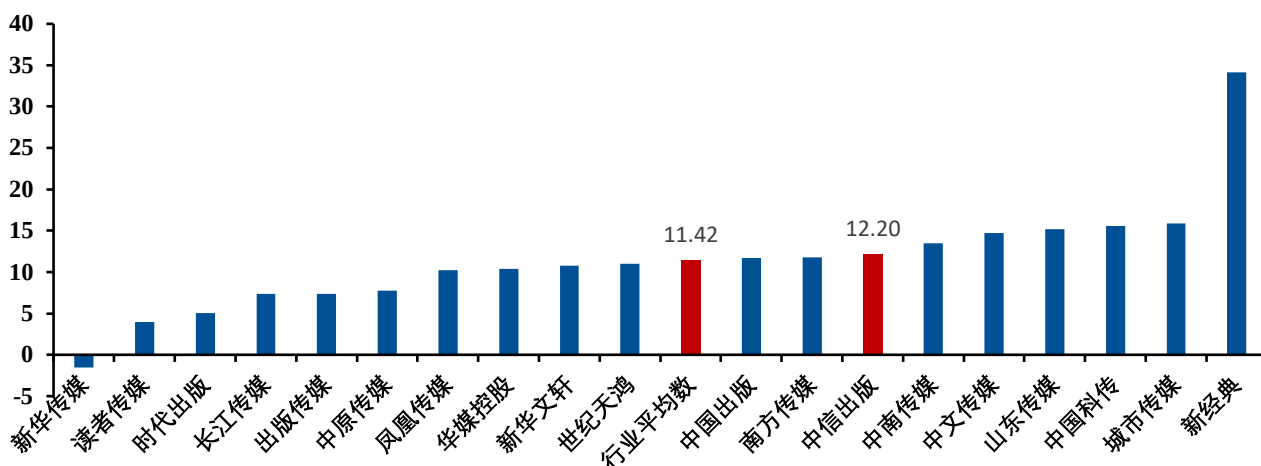
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 56: ROE



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图 57: EBIT margin

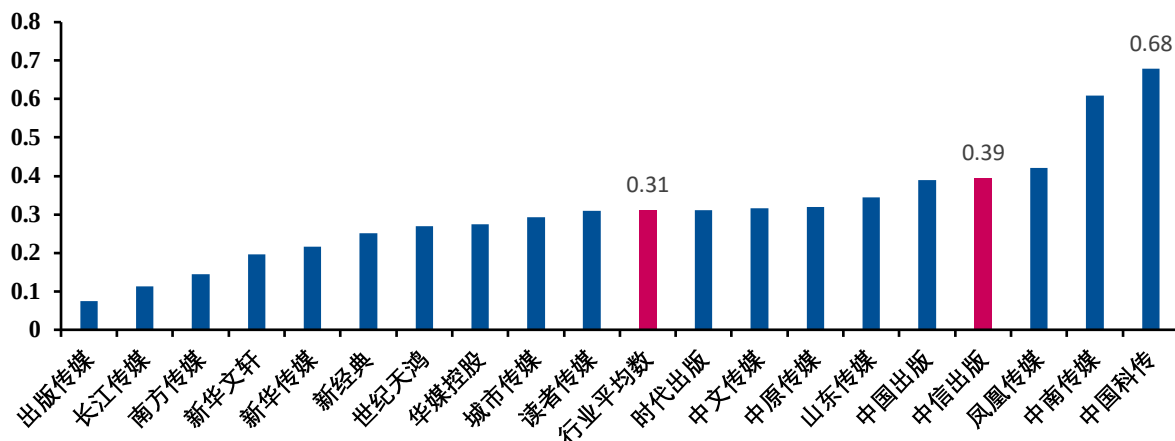


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

2、防御能力: 中信出版现金流情况良好, 具有良好的安全边际

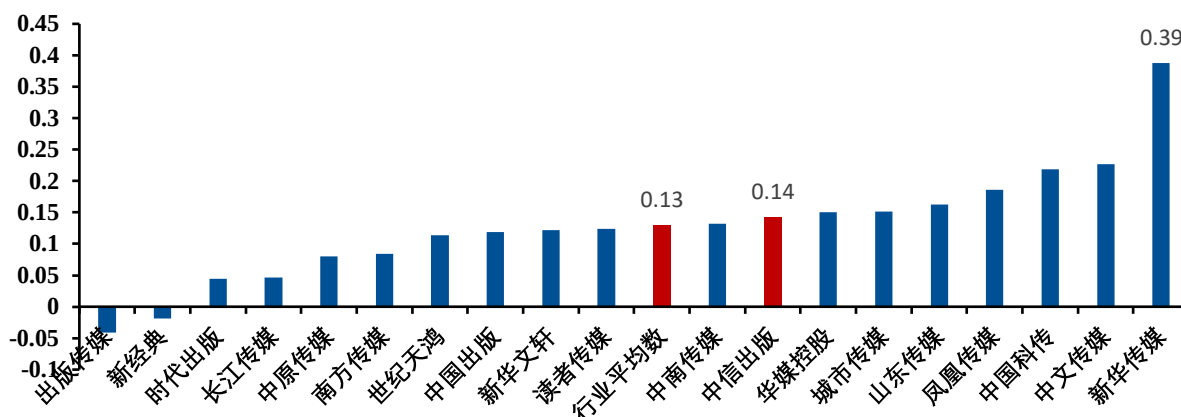
中信出版货币资金总资产比为 0.39, 行业排名第 4, 资金储备率高, 经营风较小, 具有较强的偿债能力; 经营现金流营业收入比为 0.14, 行业排名第 8, 高于行业平均水平。行业除新华传媒经营现金流营业收入比达 0.39, 其余各公司差别不大。

图 58: 货币资金总资产比



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图 59: 经营现金流营业收入比



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

六、盈利预测

(一) 图书出版与发行业务预测

表 11: 图书出版与发行业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	716.41	965.08	1,278.40	1532.47	1,861.89	2,287.38
YOY		34.7%	32.5%	19.9%	21.5%	22.9%
毛利率	37.73%	38.13%	38.63%	38.49%	38.89%	39.18%

资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

2016-2018 年经管类图书的毛利率在 42.65%-45.74% 间波动, 而 2018 年经管类图书毛利率下滑的主要原因是《激荡十年, 水大鱼大》、《激荡三十年》等吴晓波所著图书的版税较高, 而如果不考虑上述图书影响, 2018 年经管类图书的毛利率为 44.23%。我们预测 2019-2021 年, 毛利率将有所微涨, 分别为: 44%、44.5%、45%。

表 12: 经管类图书业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (万册)	1087	1019	1396	1508	1658	1857
YOY		-6%	37%	8%	10%	12%
平均单价	25.18	28.31	32.43	37.29	42.14	46.78
YOY		12%	15%	15%	13%	11%
营业收入 (亿元)	2.74	2.88	4.53	5.62	6.99	8.69
YOY		5.4%	56.9%	24.2%	24.3%	24.3%
毛利率	42.75%	45.74%	42.65%	44.00%	44.50%	45.00%

资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

在 2016 年至 2018 年间, 公司社科类图书的毛利率一直维持在 37%-38% 间, 公司近年来暂时未出现畅销社科类书籍, 但公司持续引进海外优质资源并不断挖掘国内优质内容且社科类图书价格近年来稳步上升, 所以我们预计公司社科类图书毛利率将仍在 37%-38% 范围内波动, 而总营收将随着定价的提高而提高。我们预计在 2019-2021 年间, 公司社科类图书总营收将分别达到 4.84 亿元、5.75 亿元、6.96 亿元; 而毛利率分别为 37.72%、37.92%、37.79%。

表 13: 社科类图书业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (万册)	845	1115	1257	1332	1439	1583
YOY		32%	13%	6%	8%	10%
平均单价	25.97	30.42	33.05	36.36	39.99	43.99
YOY		17%	9%	10%	10%	10%
营业收入 (亿元)	2.19	3.39	4.15	4.84	5.75	6.96
YOY		54.6%	22.5%	16.6%	18.8%	21.0%
毛利率	37.12%	38.32%	37.73%	37.72%	37.92%	37.79%

资料来源: 民生证券研究院

2016-2018 年间, 公司少儿类图书规模不断扩大, 随着公司在少儿类图书市场逐步发展壮大, 不断提高少儿类图书的平均价格与销售折扣率以提高营业收入。所以我们预计公司毛利率略有上升的同时, 营收也有一定增长, 2019-2021 年营收分别为 2.91 亿、3.68 亿、4.64 亿, 毛利率分别为 31.85%、32.13%、32.65%。

表 14: 少儿类图书业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (万册)	247	617	695	799	935	1113

YOY		150%	13%	15%	17%	19%
平均单价	28.63	25.77	33.11	36.42	39.33	41.69
YOY		-10%	28%	10%	8%	6%
营业收入 (亿元)	0.71	1.59	2.30	2.91	3.68	4.64
YOY		124.8%	44.7%	26.5%	26.4%	26.1%
毛利率	31.01%	30.58%	33.96%	31.85%	32.13%	32.65%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2016-2018 年间，文学类图书业务的营收有所波动，公司主要的畅销类文学图书多在 2012 年至 2016 年间出版发行，2018 年文学类图书销售市场整体遇冷。根据公司目前文学类图书出版计划及市场情况，我们预计营收、毛利率都将维持平稳状态。预计 2019-2021 年文学类图书业务营收分别为 1.03 亿、1.00 亿、0.99 亿，毛利率分别为 38.30%、39.60%、39.01%。

表 15：文学类图书业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (万册)	464	353	338	328	321	318
YOY		-24%	-4%	-3%	-2%	-1%
平均单价	22.98	33.13	32.00	31.36	31.05	31.05
YOY		44%	-3%	-2%	-1%	0%
营业收入 (亿元)	1.07	1.17	1.08	1.03	1.00	0.99
YOY		9.7%	-7.5%	-4.9%	-3.0%	-1.0%
毛利率	34.41%	41.37%	39.12%	38.30%	39.60%	39.01%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 16：其他图书出版与发行业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	0.06	0.07	0.05	0.05	0.05	0.06
YOY		16.7%	-28.6%	0%	5%	10%
毛利率	35.34%		24.74%	30.04%	27.39%	27.39%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 17：数字阅读服务业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	0.40	0.55	0.67	0.87	1.15	1.54
YOY		37.5%	21.8%	29.7%	32.0%	34.0%
毛利率	28.44%	26.43%	32.65%	29.17%	29.42%	30.41%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（二）书店零售业务预测

表 18: 书店零售业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
书店零售（亿元）	286.44	291.23	338.45	399.97	500.15	630.81
YOY		1.7%	16.2%	18.2%	25.0%	26.1%
毛利率	38.61%	36.11%	35.41%	35.96%	36.97%	37.80%
其中：线上零售	113.36	110.66	158.26	189.91	237.39	308.61
YOY		-2.4%	43.0%	20.0%	25.0%	30.0%
其中：线下门店	173.08	180.57	180.19	210.06	262.76	322.20
YOY		4.3%	-0.2%	16.6%	25.1%	22.6%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 19: 机场店业务收入预测

机场店	面积（m²）	店面数量	年均坪效（万元/m²/年）	收入金额（万元）	毛利率
2016	4505.49	73	3.59	15736.41	46.06%
2017	4891.49	69	4.35	14911.46	46.47%
2018	3459.20	57	4.01	13343.00	46.20%
2019E	3459.20	57	4.05	14008.95	46.20%
2020E	3519.68	58	4.02	14149.13	46.20%
2021E	3580.37	59	4.02	14393.08	46.20%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

未来三年，公司将积极拓展主题店、城市生活店这两种新的中信书店业态，新增 180 家城市生活店，3 家主题店及 1 家理想生活家店。根据公司所公布的写字楼及城市店项目投资建设计划，我们预测公司募集到资金后的第一年内（T+1）新增新店面积 7200 平方米，第二年（T+2）新增 13320 平方米，第三年（T+3）新增 9480 平方米，写字楼及城市店门店数量将达到 81、143 和 214 家，同时年均坪效随着新店扩展费用增加将有所降低，预计为 0.5 万元/m²/年。

表 20: 写字楼及城市店业务收入预测

写字楼及城市店	面积（m²）	店面数量	年均坪效（万元/m²/年）	收入金额（万元）	毛利率
2016	2131.83	6	0.84	1571.42	45.08%
2017	3802.23	15	1.11	3145.46	45.28%
2018	10394.00	30	0.60	4676.00	46.46%
2019E	13994.00	81	0.50	6997.00	46.46%
2020E	24254.00	143	0.50	12127.00	46.46%
2021E	35654.00	214	0.50	17827.00	46.46%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 21：写字楼及城市店投资建设计划

门店建设地区	建设门店数量	租赁面积 (m ²)	总投资金额 (万元)	T1	T2	T3	理想生活家店 (5000m ²)			主题店 (2000m ²)			城市生活店 (80m ²)			城市生活店 (120m ²)		
							T1	T2	T3	T1	T2	T3	T1	T2	T3	T1	T2	T3
北京	95	20640	20470.19	25	37	33	-	1	-	1	1	1	7	13	12	17	22	20
上海	30	3120	3372.03	11	8	11	-	-	-	-	-	-	6	3	3	5	5	8
深圳	27	2880	2884.66	8	8	11	-	-	-	-	-	-	3	3	3	5	5	8
杭州	32	3360	3273.13	7	9	16	-	-	-	-	-	-	4	3	5	3	6	11
合计	184	30000	30000.00	51	62	71	-	1	-	1	1	1	20	22	23	30	38	47

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（三）投资建议

我们预测公司 2019-2022 年归母净利润为 2.46 亿元、3.02 亿元和 3.94 亿元，EPS 为 1.29 元、1.59 元和 2.07 元。公司当前股价对应的 PE 分别 31X、26X 和 20X。中信出版是大众图书市场的龙头企业，出版图书码洋市占率行业第二，多领域有深远的品牌影响力，在版权储备、议价能力上竞争力强劲，首次覆盖公司，给予“谨慎推荐”评级。

表 22：同类上市公司的估算值水平对比（2019 年 7 月 30 日收盘价）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PE		
			2019E	2020E	2021E
300788.SZ	中信出版	77.14	31.33	25.53	19.60
603096.SH	新经典	80.51	28.20	23.71	20.10
601949.SH	中国出版	110.80	18.42	16.89	12.94

资料来源：wind，民生证券研究院（新经典、中国出版为 WIND 一致预期）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,634	1,961	2,391	2,944
营业成本	971	1,165	1,410	1,730
营业税金及附加	7	10	12	15
销售费用	307	343	429	524
管理费用	136	157	189	230
研发费用	7	5	6	9
EBIT	206	281	345	438
财务费用	-2	-4	-5	-7
资产减值损失	39	32	40	40
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	201	253	311	405
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	202	253	311	405
所得税	6	8	9	12
净利润	196	246	301	393
归属于母公司净利润	207	246	302	393
EBITDA	227	296	362	458
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	674	952	1,242	1,643
应收账款及票据	75	63	80	99
预付款项	13	16	19	23
存货	673	716	899	1,094
其他流动资产	72	71	83	96
流动资产合计	1,507	1,818	2,323	2,955
长期股权投资	50	50	50	50
固定资产	16	18	18	17
无形资产	13	15	14	12
非流动资产合计	204	207	207	205
资产合计	1,711	2,026	2,530	3,160
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	617	627	788	960
其他流动负债	187	239	281	347
流动负债合计	804	866	1,069	1,307
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债合计	823	885	1,088	1,325
股本	143	143	143	143
少数股东权益	13	13	12	11
股东权益合计	888	1,141	1,443	1,835
负债和股东权益合计	1711	2026	2530	3160

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	28.5%	20.0%	21.9%	23.1%
EBIT 增长率	9.6%	36.8%	22.6%	27.0%
净利润增长率	14.0%	19.1%	22.7%	30.3%
盈利能力				
毛利率	40.6%	40.6%	41.0%	41.2%
净利率	12.0%	12.5%	12.6%	13.3%
总资产收益率 ROA	12.1%	12.2%	11.9%	12.5%
净资产收益率 ROE	23.6%	21.8%	21.1%	21.6%
偿债能力				
流动比率	1.87	2.10	2.17	2.26
速动比率	1.02	1.25	1.31	1.41
现金比率	0.84	1.10	1.16	1.26
资产负债率	48.1%	43.7%	43.0%	41.9%
经营效率				
应收账款周转天数	13.07	11.77	12.23	12.22
存货周转天数	238.85	224.26	232.68	230.90
总资产周转率	1.04	1.05	1.05	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.29	1.59	2.07
每股净资产	4.60	5.93	7.52	9.59
每股经营现金流	1.23	1.52	1.61	2.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	37.32	31.33	25.53	19.60
PB	8.82	6.84	5.39	4.23
EV/EBITDA	22.49	16.36	12.56	9.05
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	196	246	301	393
折旧和摊销	22	14	17	20
营运资金变动	-24	-4	-51	-34
经营活动现金流	233	288	306	419
资本开支	-52	-17	-17	-18
投资	-70	0	0	0
投资活动现金流	-109	-17	-17	-18
股权募资	18	-0	-0	-0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-52	7	-0	-0
现金净流量	72	278	290	402

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 中信出版公司股权结构图	4
图 2: 2014-2018 年中信出版营业收入及增速	5
图 3: 2014-2018 年中信出版净利润及增速	5
图 4: 主要业务布局	5
图 5: 2014-2018 年主要业务收入拆分情况 (亿元)	5
图 6: 中信出版公司股权结构图	6
图 7: 图书出版与发行板块营收	7
图 8: 各渠道折扣率	8
图 9: 全国新闻出版产业营业收入增长情况	8
图 10: 图书出版种类及定价总金额	9
图 11: 实体书店渠道码洋及增速	9
图 12: 线上渠道销售码洋及增速	9
图 13: 国民综合阅读率及数字化阅读接触率	10
图 14: 全国数字出版行业规增速	10
图 15: 文艺、少儿图书码洋占比	11
图 16: 图书出版与发行业务营收及增速	11
图 17: 图书出版与发行业务中各板块占比	12
图 18: 图书出版整体毛利率	12
图 19: 纸质图书营收拆分	12
图 20: 各种类书籍毛利率	12
图 21: 公司数字出版收入及具体产品拆分	13
图 22: 公司合作的知名作家	15
图 23: 公司内容采购金额及成本占比	15
图 24: 一般图书与出版发行	18
图 25: 2016-2018 年中信出版纸质图书出版与发行业务成本构成	19
图 26: 2016 年新经典自有版权图书策划与发行业务成本构成	19
图 27: 2018 年中国出版出版业务成本构成	19
图 28: 数字阅读成本占比	20
图 29: 中信书店布局	21
图 30: 书店零售业务拆分	21
图 31: 书店零售毛利率拆分	22
图 32: 线下书店产品拆分	22
图 33: 机场店与写字楼店单店成本与毛利率对比	24
图 34: 中信书店坪效对比	25
图 35: 中信书店人效对比	25
图 36: 公司其他文化增值业务收入及增速	25
图 37: 公司其他文化增值业务占比	25
图 38: 公司其他文化增值业务内容	26
图 39: 公司其他文化增值业务内容	26
图 40: 2016-2018 年其他文化增值业务成本构成	27
图 41: 2014-2020 年中国泛娱乐市场规模估计	27
图 42: 金融财会培训市场规模与增速	28
图 43: 公司未来 3 年的图书版权储备计划 (单位: 种)	28
图 44: “内容+”平台助力文化增值业务联动关系	29
图 45: 智慧生活服务体系	30
图 46: 中信出版主营业务收入占比	31
图 47: 新经典主营业务收入占比	31
图 48: 中国出版主营业务收入占比	32
图 49: 销售毛利率对比	32
图 50: 销售净利率对比	33
图 51: 总资产周转率对比	33
图 52: 权益乘数对比	33

图 53: ROE 对比	33
图 54: 营业收入增速	34
图 55: 归母净利增速	34
图 56: ROE	35
图 57: EBIT margin	35
图 58: 货币资金总资产比	36
图 59: 经营现金流营业收入比	36

表格目录

表 1: 中信出版募集金额及主要用途	6
表 2: 数字阅读业务主要渠道	14
表 3: 2015-2017 年中信出版中各类图书出版效率	16
表 4: 18 年公司出版图书市场码洋占有率排行	16
表 5: 2018 年经济与管理类图书零售市场的出版社码洋占有率排名	17
表 6: 2018 年传记类图书零售市场的出版社码洋占有率排名	17
表 7: 2018 年心理自助类图书零售市场的出版社码洋占有率排名	17
表 8: 2018 年学术文化类图书零售市场的出版社码洋占有率排名	17
表 9: 中信书店各地线下门店情况	23
表 10: 中信书店线下门店收入情况	24
表 11: 图书出版与发行业务收入预测	36
表 12: 经管类图书业务收入预测	37
表 13: 社科类图书业务收入预测	37
表 14: 少儿类图书业务收入预测	37
表 15: 文学类图书业务收入预测	38
表 16: 其他图书出版与发行业务收入预测	38
表 17: 数字阅读服务业务收入预测	38
表 18: 书店零售业务收入预测	39
表 19: 机场店业务收入预测	39
表 20: 写字楼及城市店业务收入预测	39
表 21: 写字楼及城市店投资建设计划	40
表 22: 同类上市公司的估算值水平对比 (2019 年 7 月 30 日收盘价)	40

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。