

少儿增长提速、书店业务减亏，稳健中持续有新亮点

买入 (上调)

2019 年 08 月 28 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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,634	1,996	2,397	2,815
同比 (%)	28.5%	22.1%	20.1%	17.4%
归母净利润 (百万元)	207	276	332	391
同比 (%)	14.0%	33.7%	20.0%	18.0%
每股收益 (元/股)	1.09	1.45	1.74	2.06
P/E (倍)	34.13	25.53	21.27	18.02

投资要点

■ **Q2 增长亮眼，增速超过前期指引。**公司上半年实现营收 89,594.04 万元，同比增长 18.29%，归属净利润 13,044.10 万元，同比增长 13.03%。Q2 实现营收 50,631.34 万元，同比增长 36.11%，归属净利润 7,340.47 万元，同比增长 42.53%。上半年的收入及净利润均超过前期公告指引。

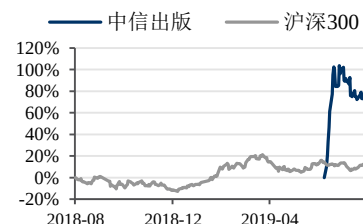
■ **少儿类图书增长提速，预期高增长可维持。**公司上半年一般图书出版与发行业务整体实现收入 6.78 亿元，同比增长 14.94%，上半年出版新书 853 种，同比增长 61%，出品周期、人均效能得到大幅提升。细分品类方面：1) 少儿类图书实现收入 1.49 亿元，同比增长 60.96%，增速相比 2018 年的 45%有明显提升，我们认为全年该增速有望得到保持，公司在高品质的低幼益智、科普、文化通识和精品绘本等领域已形成较强的竞争优势。2) 非少儿类图书保持稳定增长，上半年实现收入 5.29 亿元，同比增长 6.38%，其中经管类图书实现营收同比增长 10.34%，经管、社科类图书上半年受到了行业外部因素的影响，但我们认为该影响为阶段性的，该品类为公司传统优势领域，市场领先优势依然十分显著，我们认为后续增长有望得到修复。整体，我们预计一般图书出版与发行业务下半年增速有望进一步提升。

■ **书店业务转型初见成效，上半年同比减亏。**1) 公司书店上半年营收同比增长 45.27%，归母净利润同比减亏 628 万元，公司在经过前期的门店结构调整后，当前的发展态势已经逐渐趋于积极和明朗，上半年机场店客单量同比增长达到 31%，写字楼店坪效和客单量均有较大提升，城市主题店在北京世园会成功试水，随着运营打磨逐渐成熟，我们预计后续书店业务亏损将进一步缩窄。2) 中店信集上半年实现收入 2,038.07 万元，亏损 1,865.33 万元，其中归属于公司的亏损 988.63 万元，考虑到一方面中店信集已形成正的经营性现金流，另一方面，亏损额相比 2018 年下半年也有所缩窄，后续中店信集经营预计将持续好转。

■ **上调公司评级至“买入”。**看好公司平台化的内容生产与营销模式，随着行业向头部集中，公司市场占有率有望持续提升，预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 2.76/3.32/3.91 亿元，对应 PE 为 26/21/18 倍，给予公司 2019 年 30 倍 PE，目标价为 44 元。

■ **风险提示：**产品适销，政策风险，人员流失，超预期的爆款产品，零售业务经营不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.10
一年最低/最高价	17.82/44.90
市净率(倍)	5.63
流通 A 股市值(百万元)	1763.66

基础数据

每股净资产(元)	6.59
资产负债率(%)	48.22
总股本(百万股)	190.15
流通 A 股(百万股)	47.54

相关研究

1、《中信出版 (300788)：精于内容长于运营，市占率将持续提升》2019-07-27

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	2,638	3,036	3,643	营业收入	1,634	1,996	2,397	2,815
现金	674	1,548	1,826	2,164	减:营业成本	971	1,228	1,475	1,728
应收账款	75	67	103	96	营业税金及附加	7	11	12	14
存货	673	934	996	1,266	营业费用	307	375	431	507
其他流动资产	85	90	111	117	管理费用	136	140	168	197
非流动资产	204	212	205	185	财务费用	-2	-33	-51	-60
长期股权投资	50	63	64	57	资产减值损失	39	20	24	28
固定资产	16	16	15	12	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	260	342	406
其他非流动资产	125	123	120	114	加:营业外净收支	1	9	8	5
资产总计	1,711	2,851	3,241	3,828	利润总额	202	269	351	410
流动负债	804	1,039	1,134	1,378	减:所得税费用	6	6	9	11
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-10	-13	10	8
应付账款	617	802	902	1,094	归属母公司净利润	207	276	332	391
其他流动负债	187	238	232	284	EBIT	182	235	300	351
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	204	258	328	383
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	823	1,058	1,152	1,397	每股收益(元)	1.09	1.45	1.74	2.06
少数股东权益	13	0	10	18	每股净资产(元)	4.60	9.43	10.93	12.69
归属母公司股东权益	875	1,792	2,079	2,413	发行在外股份(百万股)	143	190	190	190
负债和股东权益	1,711	2,851	3,241	3,828	ROIC(%)	19.8%	12.7%	14.0%	14.0%
					ROE(%)	22.1%	14.7%	16.4%	16.4%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	40.6%	38.5%	38.5%	38.6%
经营活动现金流	233	227	290	343	销售净利率(%)	12.6%	13.8%	13.8%	13.9%
投资活动现金流	-109	-27	-16	-8	资产负债率(%)	48.1%	37.1%	35.5%	36.5%
筹资活动现金流	-52	674	5	3	收入增长率(%)	28.5%	22.1%	20.1%	17.4%
现金净增加额	73	873	278	338	净利润增长率(%)	14.0%	33.7%	20.0%	18.0%
折旧和摊销	22	23	28	32	P/E	34.13	25.53	21.27	18.02
资本开支	52	-5	-8	-12	P/B	8.06	3.94	3.39	2.92
营运资本变动	-27	-22	-25	-24	EV/EBITDA	31.50	21.38	16.04	12.87

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“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。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,本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。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本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,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。

本报告的版权归本公司所有,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>