

主业图书保持增长，出版边界持续扩张

投资要点

- **推荐逻辑:** 国民阅读需求持续提升，2019年中国图书零售市场规模破千亿，连续多年同比增长超过10%，公司实销码洋同比增长超过20%，增速领先市场；公司畅销书资源丰富，经管类书籍市占率17.3%，保持市场第一位水平；童书市场前景广阔，2016年起其市场份额稳居各细分市场第一，今年上半年市场份额已达30.8%，公司在童书市场增长迅速，今年上半年在该市场市占率达2.6%，排名第6。
- **市场:** 1) **图书市场总体规模:** 随着国民阅读需求的持续提升，国家政策支持鼓励，图书市场的总体规模将继续保持稳定的增长，2019年中国图书零售市场总规模达到1023亿元，同比增长14.4%。2) **图书销售渠道:** 2019年中国图书零售市场中实体书店销售码洋约308亿元，同比下降4.1%，而网上销售渠道销售码洋约715亿元，同比增长24.8%，图书销售渠道由线下向线上转移。3) **书店:** 国家政策鼓励实体书店的发展，文化新零售成书店转型方向。
- **经管社科类图书:** 公司经管社科类书籍长期领跑市场。1) 有完整的经管社科书籍出版发行营销流程，打造了大量的畅销爆款书籍，例如《谁动了我的奶酪》《人类简史》等。经典书籍将持续畅销，保证公司获取持续收益；2) 输出经管社科类文化概念，例如“灰犀牛”“黑天鹅”等，在该领域有显著的品牌效应。
- **童书:** 公司在童书市场持续发力。我国的童书市场需求巨大，前景开阔。公司将“引进来”与“走出去”相结合，引进优质童书的同时也向国外输出原创的优秀作品，扩大自身的童书市场。今年上半年公司童书市场占有率达2.6%，位居少儿图书市场第6。另外，在童书的营销上，公司通过社群、自媒体、短视频等多种模式进行图书的宣传销售，与消费者建立长期且深层次的联系。
- **销售渠道与MCN布局:** 在线下销售不断向线上销售转移的过程中，公司拓展自营渠道，开拓社交电商与新媒体渠道，同时逐步建立自身MCN矩阵，加强与消费者之间的黏性，获取垂直领域的读者消费。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年EPS分别为1.45元、1.79元、2.25元，对应的PE为29倍、23倍、19倍。考虑到公司业务团队实力强劲，品类扩张效果明显且线下“文化新零售”有望创造新的利润增长点，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 国家政策出现风险、疫情发展出现超预期的风险、公司书籍市场效果不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1888.46	1985.19	2523.15	3119.37
增长率	15.56%	5.12%	27.10%	23.63%
归属母公司净利润(百万元)	251.26	275.70	340.60	428.27
增长率	21.56%	9.73%	23.54%	25.74%
每股收益EPS(元)	1.32	1.45	1.79	2.25
净资产收益率ROE	14.02%	13.63%	14.77%	16.09%
PE	32	29	23	19
PB	4.67	4.10	3.58	3.08

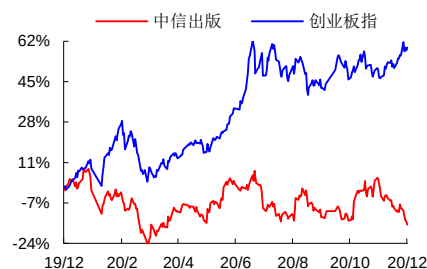
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 杭爱
 执业证号: S1250519080006
 电话: 010-58251921
 邮箱: ha@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)	0.50
52周内股价区间(元)	37.62-53.2
总市值(亿元)	78.29
总资产(亿元)	28.30
每股净资产(元)	9.49

相关研究

1. 中信出版(300788): 策略调整得当, 市占率保持领先 (2020-10-30)
2. 中信出版(300788): 线上自营渠道高速增长, 疫情冲击短期承压 (2020-03-27)

目 录

1 公司概况：全牌照的综合文化服务提供商	1
2 行业分析	3
2.1 图书市场总体规模持续增长，图书出版总数趋于稳定	3
2.2 图书销售渠道变革，线上渠道销售超线下渠道	4
2.3 经典书籍受众广阔，纸本阅读常读常新	5
2.4 童书市场高速增长，市场份额稳居第一	6
2.5 经管社科书籍发展成熟，市场需求保持稳定	6
2.6“文化新零售”成书店转型方向	7
2.7 出版产业数字化趋势明显	9
3 公司分析：领先行业发展潮流	9
3.1 领导人锐意创新，高管高薪有效激励	9
3.2 “举手制”发挥团队活力，子品牌深耕细分市场	11
3.3 图书资源储备丰富，经典图书长期畅销	11
3.4 童书业务增势强劲，多维度打造童书品牌	14
3.5 开拓社交电商和新媒体渠道，构建 MCN 矩阵	18
3.6 依托版权拓展知识服务，开拓数字读物市场	20
3.7 持续布局书店业务，拓展出版边界	21
4 盈利预测与估值	23
5 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2019 年主营业务收入结构情况.....	1
图 3: 公司 2019 年各项业务收入情况 (万元).....	1
图 4: 公司 2015 年以来营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2014 年以来归母净利润及增速.....	2
图 6: 公司 2015 年以来三费变化趋势.....	2
图 7: 2014 年以来同行业可比公司销售费率变化趋势.....	2
图 8: 2015-2019 年中国图书零售市场码洋及增长率.....	3
图 9: 2019 年与 2020 年上半年新书选题数量对比.....	3
图 10: 2019 年与 2020 年上半年新书 CIP 数量 Top10 出版社.....	3
图 11: 2012-2019 年中国图书出版种数 (万).....	4
图 12: 2018-2019 年度印数达到 100 万册的一般图书数 (种).....	4
图 13: 2014-2019 年图书销售渠道变化情况.....	4
图 14: 2019 年当当畅销榜 top10.....	5
图 15: 2020 年上半年各类别图书占比及同比情况.....	6
图 16: 2020 上半年码洋同比增长最大的 5 个细分市场.....	6
图 17: 2014 年-2020 年上半年少儿图书市场份额占比情况.....	6
图 18: 近 20 年经管类图书零售市场动销品种数.....	7
图 19: 2020 年上半年各类别平均定价 (元).....	7
图 20: 诚品书店.....	7
图 21: 西西弗书店.....	7
图 22: 言又几书店.....	8
图 23: 猫的天空之城.....	8
图 24: 中信出版部分出海书籍.....	10
图 25: 2020 深圳读书月“年度 10 大童书”中信出版入围图书.....	15
图 26: 遇见美好图书系列.....	16
图 27: 《洛神赋》绘本版权输出签约仪式.....	16
图 28: 叶露盈《洛神赋》(绘本版)插图.....	16
图 29: 世界插画大展·安徒生奖(终身成就)50 周年展上海站海报.....	17
图 30: 《科学跑出来》.....	17
图 31: 《小兔子睡不着》.....	17
图 32: 一直播图书带货直播.....	18
图 33: 薇娅&薛兆丰淘宝直播.....	18
图 34: 抖音平台荐书短视频.....	19
图 35: 抖音平台荐书短视频.....	19
图 36: 哔哩哔哩中信出版社视频推广.....	19
图 37: 中信书院 APP 界面.....	21
图 38: 中信书店.....	22
图 39: 中信楷岚部分网校课程.....	23

表 目 录

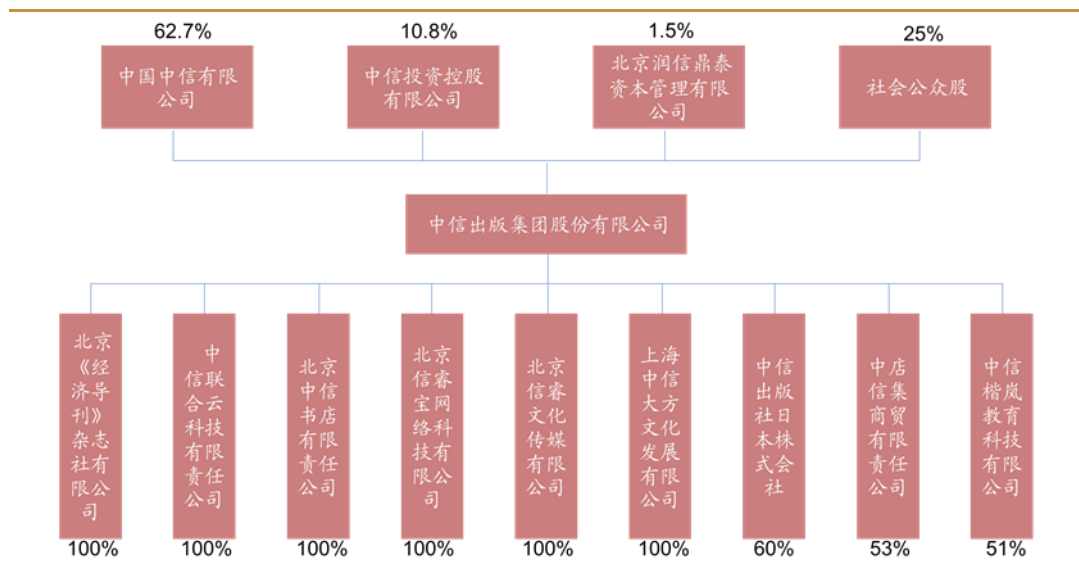
表 1: 2016-2019 年当当网畅销榜 Top10 书籍	5
表 2: 2014-2020 年实体书店相关政策	8
表 3: 2019 年出版业上市公司高管收入情况	10
表 4: 中信出版部分子品牌及代表书籍	11
表 5: 近 20 年中信出版畅销书	12
表 6: 2020 年 1-4 月整体零售市场经管类图书畅销 Top10	12
表 7: 2016-2019 当当网经济类畅销书 Top20 中信出版上榜书籍	13
表 8: 2016-2019 当当网管理类畅销书 Top20 中信出版上榜书籍	14
表 9: 2019 年当当网畅销榜 Top500 中信出版社入围图书	15
表 10: 2019 年出版社新媒体影响力排行榜	20
表 11: 2016-2019 年中信书店开设情况	21
表 12: 分业务收入及毛利率	23
附表: 财务预测与估值	25

1 公司概况：全牌照的综合文化服务提供商

中信出版社成立于 1988 年，隶属于中国中信集团有限公司，具有国家新闻出版总署颁发的出版、发行、零售全牌照，2008 年改制为股份公司，2013 年发展成为中信出版集团，2019 年 7 月正式登陆 A 股市场。在不断的探索中，公司已将业务范围从原有的图书音像、电子出版物的出版领域拓展到连锁书店、读者会员服务、教育培训、文化增值服务等领域。

公司股权结构：公司股权较为集中且股东实力雄厚。中信集团通过中国中信有限公司（控股股东）和中信投资控股有限公司合计持有公司 73.5% 的股权，为公司实际控制人。中信出版是中信集团旗下唯一一家主营出版业务的子公司，有较强的资源获取能力。中信出版旗下还有系列子公司，业务各有侧重，整体布局完善。

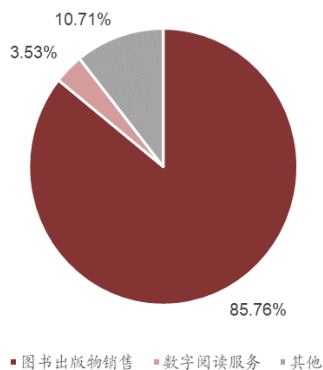
图 1：公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

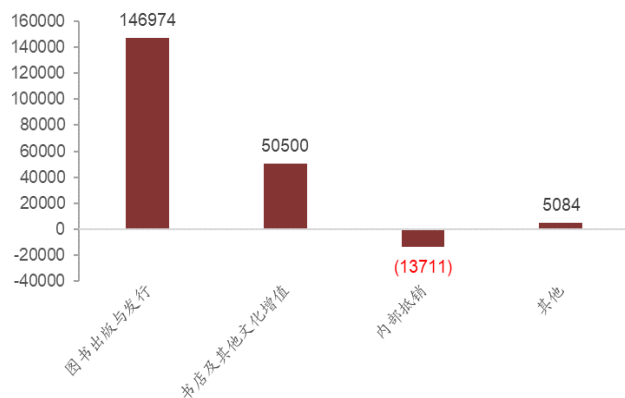
公司主营业务结构：公司收入主要来自图书出版物销售，占比 86% 左右；数字阅读服务收入占比 3.53%。其他部分包括中信书店的数码文创等产品销售、中信楷岚的教育培训收入等，占比 10% 左右。

图 2：公司 2019 年主营业务收入结构情况



数据来源：同花顺，西南证券整理

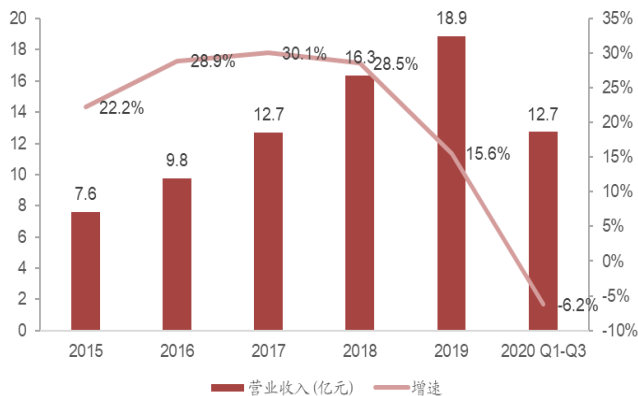
图 3：公司 2019 年各项业务收入情况（万元）



数据来源：同花顺，西南证券整理

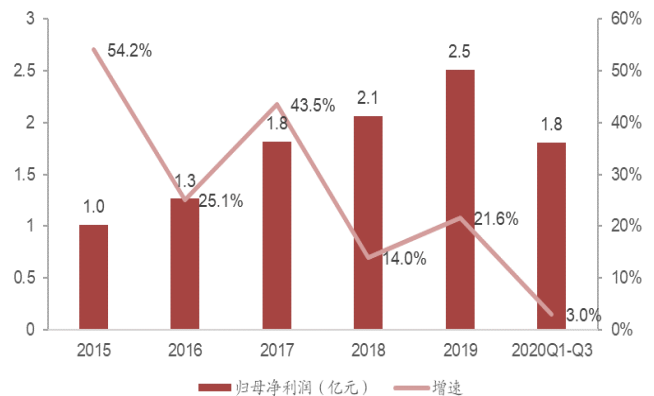
公司业绩状况：公司近5年营收持续增长，2019年公司实现营业收入18.9亿元，同比增长15.6%。2020年Q1-Q3公司营收为12.7亿元，受新冠疫情影响同比下滑6.2%。随着疫情进入常态化防控阶段，营业收入将逐步回升，预计今年公司全年的营收将继续保持增长。**公司归母净利润呈现稳步上升态势，**2019年公司实现归母净利润2.5亿元，同比增长21.6%，增速较2018年上升7.6pp，在疫情的影响下今年公司前三季度归母净利润仍然达到了3%的同比增速，预计全年归母净利润仍保持增长态势。

图4：公司2015年以来营业收入及增速



数据来源：同花顺，西南证券整理

图5：公司2014年以来归母净利润及增速

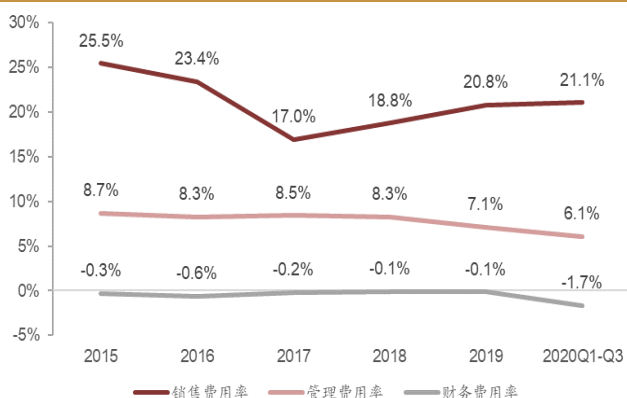


数据来源：同花顺，西南证券整理

公司费率管控：2019年，公司销售费率为20.8%，近几年有缓慢上升的趋势，公司销售费用主要包括房屋租赁费和职工薪酬，2017年公司销售费率出现较大幅度的下滑，主要是因为2016年末租赁费较高的首都机场店关闭，剔除租赁费用后销售费用基本保持稳定；公司管理费率为7.1%，呈现稳定下降趋势；公司财务费率-0.1%，财务费率较低。

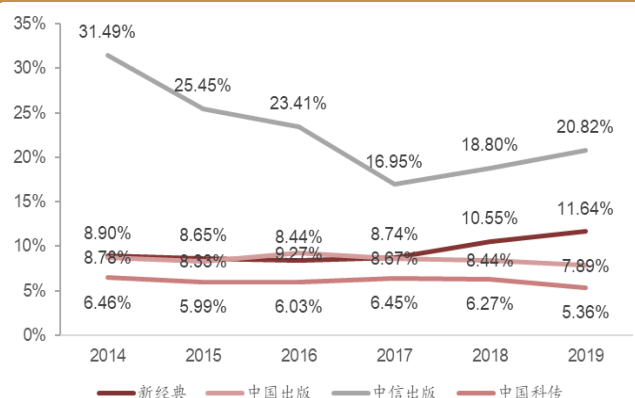
公司销售费用占营业收入的比例高于同行业可比上市公司，原因在于公司营业收入总体规模偏小，销售费用占营业收入的比例较高，同时公司旗下中信书店的经营场所均通过租赁取得，导致计入销售费用的租赁费用较高。

图6：公司2015年以来三费变化趋势



数据来源：同花顺，西南证券整理

图7：2014年以来同行业可比公司销售费率变化趋势



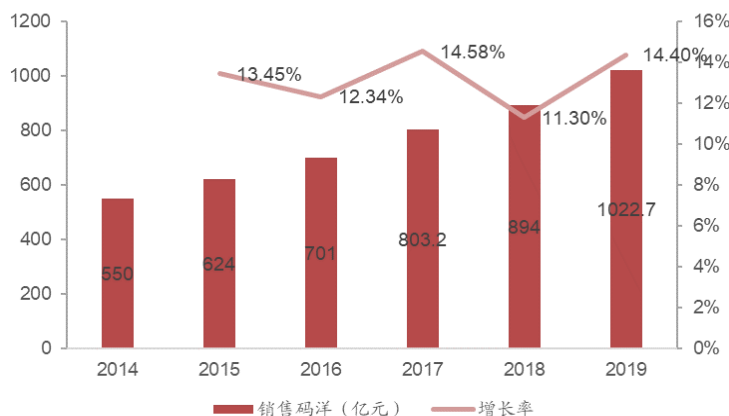
数据来源：同花顺，西南证券整理

2 行业分析

2.1 图书市场总体规模持续增长，图书出版总数趋于稳定

随着我国国民经济的增长，人们文化方面的消费需求也随之上升。在国家产业政策的有力引导下，我国图书市场规模呈现良好的发展态势。近年来整体图书市场零售规模增幅较为明显，2019 年中国图书零售市场总规模破千亿，达到 1023 亿元，同比增长 14.4%。

图 8：2015-2019 年中国图书零售市场码洋及增长率

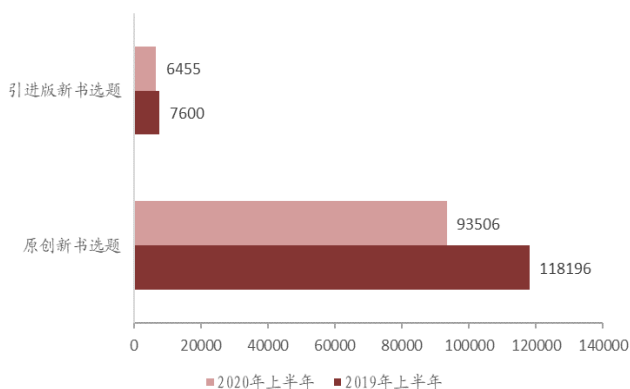


数据来源：开卷信息《全国图书零售市场概况》，西南证券整理

为了满足读者对于图书产品的多样化需求，2018 年以前图书出版种数也不断提升。2017 年中国图书出版种数突破 50 万种，2018 年达 51.9 万种。2019 年图书总出版种数略有下滑，原因在于 2019 年新版图书出版种数同比明显下滑，这延续了 2017 年和 2018 年图书种数变化的趋势——重印图书品种上升，新版图书品种下降。

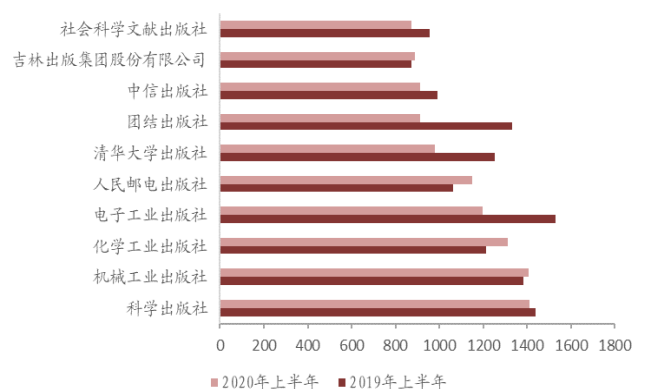
今年在疫情的影响下，图书市场的供求受到不同程度的影响。据版本图书馆新书 CIP 数据统计，2020 年上半年全国各出版单位共计申报新书选题 99961 种，同比下降 20%。在新书 CIP 数量 Top10 的出版社中，有 6 家出版社的新书总量均有不同程度的下滑，其中跌幅最大的团结出版社新书总量同比下滑 31.4%。在图书版号持续收紧的背景下，预计精品图书将收获更多的市场。

图 9：2019 年与 2020 年上半年新书选题数量对比



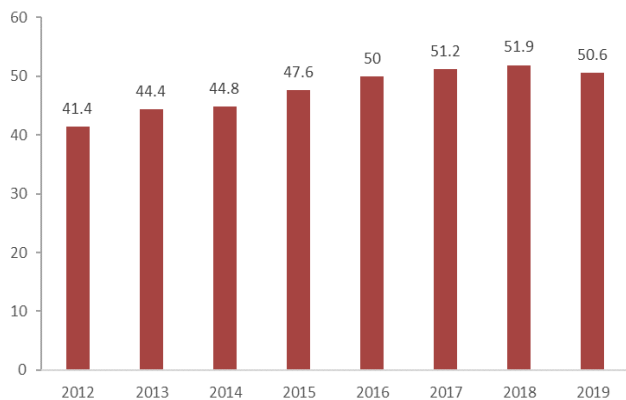
数据来源：中央宣传部出版物数据中心，西南证券整理

图 10：2019 年与 2020 年上半年新书 CIP 数量 Top10 出版社

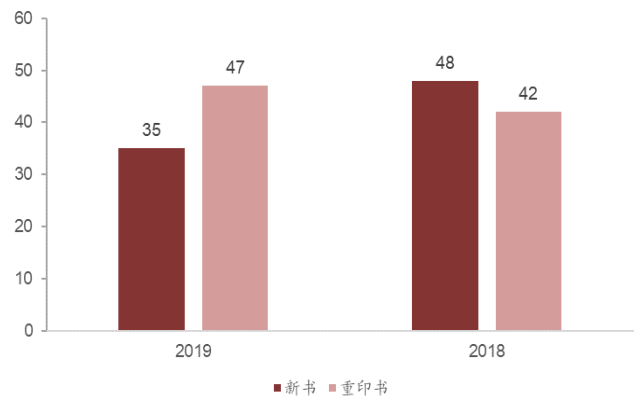


数据来源：中央宣传部出版物数据中心，西南证券整理

2019 新闻出版行业分析报告显示,2019 年新版图书品种共计 22.5 万种,同比减少 9%,新版图书印数为 25 亿册,同比减少 0.8%;与此同时,重印图书的品种达 28.1 万种,同比增加 3.3%,重印图书印数为 62 亿册,同比增加 7.3%。新版图书品种继续减少,总印数也有所下滑;重印图书品种与印数继续维持较快的增长。近两年年度印数达到 100 万册的一般图书中,新书的数量明显减少,从 48 种降至 35 种,而重印书的种数从 42 种增加至 47 种。图书市场的头部图书集聚效应越来越明显,经典书籍持续畅销。

图 11: 2012-2019 年中国图书出版种数 (万)


数据来源: 开卷信息《全国图书零售市场概况》, 西南证券整理

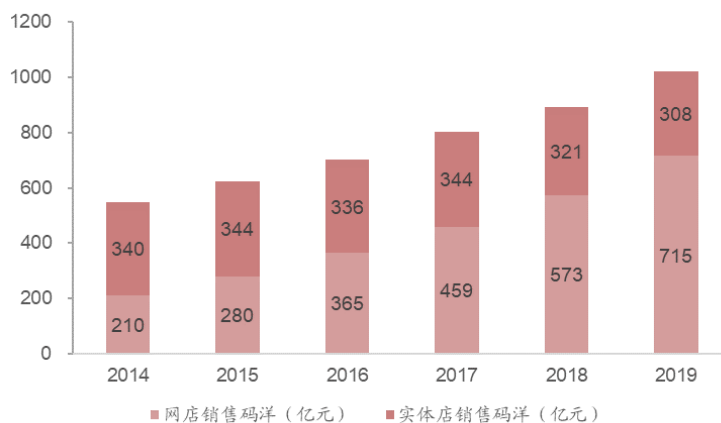
图 12: 2018-2019 年度印数达到 100 万册的一般图书数 (种)


数据来源: 2019 年新闻出版产业分析报告, 西南证券整理

2.2 图书销售渠道变革, 线上渠道销售超线下渠道

据开卷信息统计, 2019 年中国图书零售市场中实体书店销售码洋约 308 亿元, 同比下降 4.1%, 而网上销售渠道销售码洋约 715 亿元, 同比增长 24.8%。

随着互联网技术的快速发展, 基础设施以及综合物流模式的逐渐完善, 线上销售对于线下销售的分流作用更为明显, 今年的疫情进一步催化了图书的线下销售向线上销售转移, 预计线上销售未来将持续保持增长态势。但由于实体书店提供的文化空间和阅读体验无法被完全取代, 并且实体书店在销售图书同时能提供多样的增值服务, 预计未来图书销售市场将形成线上线下相互补充的市场格局。

图 13: 2014-2019 年图书销售渠道变化情况


数据来源: 开卷信息《全国图书零售市场概况》, 西南证券整理

2.3 经典书籍受众广阔，纸本阅读常读常新

经典书籍常读常新，往往具有持久的生命力和广阔的受众群体。在阅读经典书籍时，纸质图书也更符合读者静下心来深入阅读的需求。2019 年当当网畅销书排行榜 Top10 均为以前年度上市的书籍。

图 14：2019 年当当畅销榜 top10



数据来源：当当网，西南证券整理

近 4 年当当网畅销榜前 10 的书籍里，《活着》《神奇校车·图画书版》《人间失格》均有 3 年上榜，另外《神奇校车·桥梁书版》《小熊和最好的爸爸》《少年读史记》《我喜欢生命本来的样子》《追风筝的人》等均两年跻身排行榜前 10。排行榜前 10 中只有《你坏》《我不》《神奇校车·图画书版》《天才在左 疯子在右》四本书为当年上市的新书。

表 1：2016-2019 年当当网畅销榜 Top10 书籍

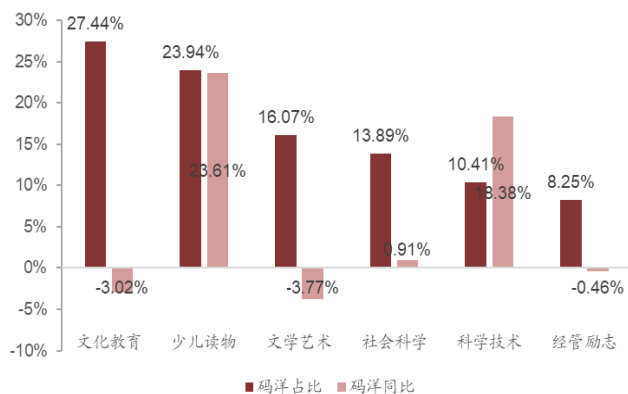
排名	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
1	人间失格	活着	人间失格	追风筝的人
2	神奇校车 图画书版	我喜欢生命本来的样子	解忧杂货店	解忧杂货店
3	活着	神奇校车 桥梁书版	追风筝的人	从你的全世界路过
4	小熊和最好的爸爸	我的第一本地理启蒙书	天才在左疯子在右	摆渡人
5	流浪的地球	人间失格	这就是二十四节气	岛上书店
6	神奇校车 桥梁书版	小熊和最好的爸爸	岛上书店	白夜行
7	我喜欢生命本来的样子	雪落香山树	神奇校车 图画书版	活着
8	正面管教	少年读史记	摆渡人	天才在左疯子在右
9	万般滋味，都是生活	神奇校车 图画书版	我不	偷影子的人
10	少年读史记	你坏	白夜行	平凡的世界

数据来源：当当网，西南证券整理

2.4 童书市场高速增长，市场份额稳居第一

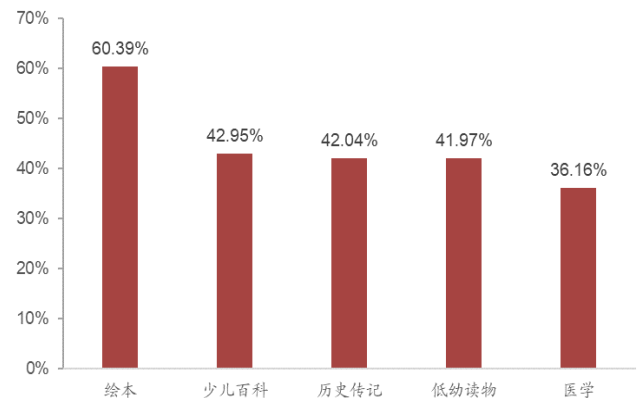
随着现在家庭对于儿童培养教育重视程度的提升，少年儿童的阅读需求不断提高，童书市场已经成为份额最大的细分市场。中金易云将我国图书市场分为文化教育、少儿读物、文学艺术、社会科学、科学技术和经管励志六个细分市场。2020 上半年，少儿读物码洋占比 23.94%，是同比增速最快的细分市场。从图书类别上看，增幅最大的是绘本类，同比增长 69.4%，其次是少儿百科类，同比增长 43%，另外还有低幼读物，同比增长 42%。上半年码洋同比增幅较大的多个类别都与儿童读者群体相关，与少儿读物的高增速相匹配。

图 15：2020 年上半年各类别图书占比及同比情况



数据来源：中金易云，西南证券整理

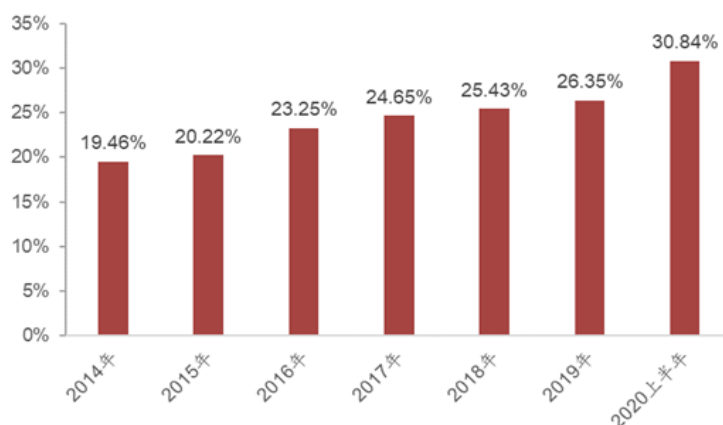
图 16：2020 上半年码洋同比增长最大的 5 个细分市场



数据来源：中金易云，西南证券整理

由于少儿对于眼睛保护等健康要求较高，同时亲子阅读场景也更倾向于纸质图书，因此少儿图书对纸质阅读存在明显的依赖。开卷信息显示自 2016 年以来，童书市场就已成为码洋比重最大的细分市场。中国家庭对于少儿图书的消费水平和消费需求不断提高，2014 年至 2020 上半年，少年儿童读物平均单册码洋增长势头明显，2020 上半年，少年儿童读物平均单册码洋达到 37 元。

图 17：2014 年-2020 年上半年少儿图书市场份额占比情况

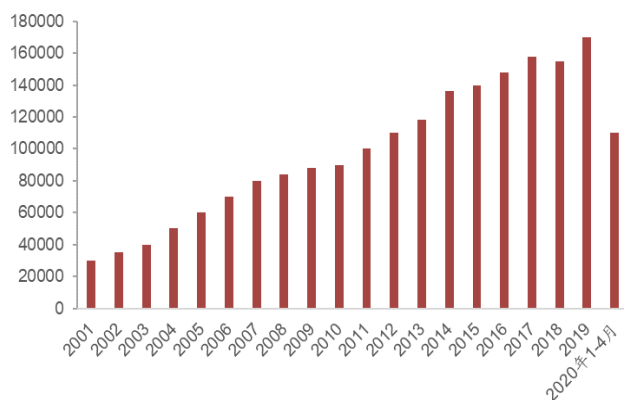


数据来源：开卷信息，西南证券整理

2.5 经管社科书籍发展成熟，市场需求保持稳定

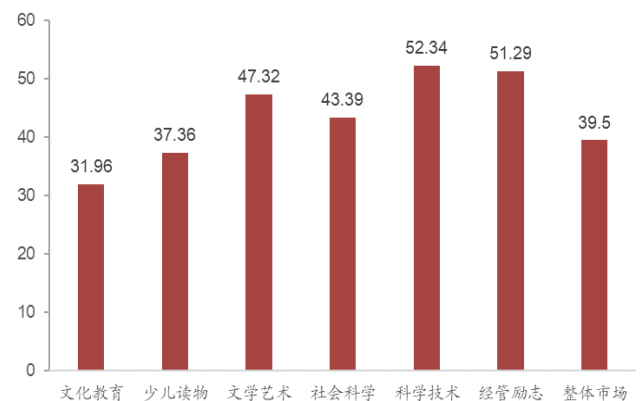
经管社科类书籍市场需求趋于稳定。中金易云数据显示，2020 年上半年，在疫情的冲击下，经管社科类图书码洋同比变动幅度小于 1%，是变动最小的两个品类。经管社科类书籍的市场发展至今已较为成熟，有稳定的市场份额，开卷信息显示，近五年经管图书市场码洋比重稳定在 5% 左右，动销品种的比重稳定在 8% 左右。2020 年上半年，经管励志和社会科学两类书籍所占的市场份额大约为 20%。同时，经管社科类书籍的平均定价高于整体市场图书定价。在人们自我提升需求不断上升、对经济社科知识需求不断加大的社会背景下，经管社科类书籍未来市场前景将继续保持稳定。

图 18：近 20 年经管类图书零售市场动销品种数



数据来源：开卷信息，西南证券整理

图 19：2020 上半年各类别平均定价（元）



数据来源：中金易云，西南证券整理

2.6 “文化新零售”成书店转型方向

近年来电子商务的兴起极大地冲击了传统实体书店。为了顺应文化消费的新趋势，传统书店从单纯的图书销售逐步向兼具休闲、阅读、交流、展览等功能于一体的文化综合体转变。今年的疫情进一步加快了书店的转型升级，传统的以图书销售为主的书店面临转型挑战，书店的多元化经营与体验式消费趋向越来越明显。这种文化新零售的模式早些年出现在我国台湾地区，以文化创意为核心开展复合式经营。以诚品书店为例，针对不同地区的不同商圈和门店，诚品书店与不同的文化元素相结合，打造自身独特的品牌风格。目前国内的西西弗书店、言又几和猫的天空之城等书店均为此类新型实体书店的典型。

图 20：诚品书店



数据来源：豆瓣，西南证券整理

图 21：西西弗书店



数据来源：西西弗官网，西南证券整理

西西弗书店走主题体验连锁精致书店的路线，旗下有西西弗书店、矢量咖啡、不二生活文创、七十二闻听课儿童阅读体验空间、推石文化等子品牌，针对不同的地域城市定位打造不同的文化体验。言又几以实体文化空间为载体，打造出集实体书店、咖啡文化、文创产品、文艺沙龙、特色体验空间为一体的文化生活体验空间。猫的天空之城从书店出发，将自己打造成为集小众书店、手工咖啡店、文创杂货店、明信片主题店于一体的文化交流空间。

图 22：言又几书店



数据来源：言又几官网，西南证券整理

图 23：猫的天空之城



数据来源：猫的天空之城官网，西南证券整理

这些复合经营的新型书店在空间设计与经营模式上均不同于传统书店，先进的经营理念与多元化的产品打造了他们独特的品牌文化，也丰富了利润获取途径。今年的疫情进一步加速了实体书店的转型升级，相较于网络书店，实体书店场景和空间的体验是无可替代的，未来实体书店转向文化新零售是大势所趋。面对消费者日渐多元的文化需求，“书店+”的“文化新零售”模式将不断延伸文化消费的产业链，从而有针对性地满足不同层次消费者的文化需求。

生活水平的提高促进了消费者文化需求的提升，消费者愈发追求高质量、多元化的文化服务。同时国家政策也重视对于实体书店的扶持，鼓励线下经营实体加快新理念、新技术、新设计改造提升，向场景化、体验式、互动性、综合型消费场所转型。文化消费领域将面临深刻的变化，书店“文化新零售”将是实体书店转型的大方向。

表 2：2014-2020 年实体书店相关政策

时间	政策措施
2014 年	国家新闻出版广电总局联合财政部发布实施《关于开展实施实体书店扶持试点工作的通知》
2016 年	中央 11 部委联合发布《关于支持实体书店发展的指导意见》
2017 年	国务院印发《“十三五”推进基本公共服务均等化规划》，强调推动全民阅读、扶持实体书店发展
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》，图书批发零售免征增值税政策进一步延续
2020 年	疫情之下，各地发布相应的实体书店扶持政策。北京发布《应对新冠病毒疫情开展实体书店扶持项目征集工作的通知》，为实体书店发放扶持资金；深圳发布《深圳市文化产业发展专项资金资助办法》，明确提出支持实体书店建设；成都出炉《成都市 2020 实体书店扶持资金申报指南》；南京发布《南京市推进实体书店发展的实施意见》，拉动文化消费，促进全民阅读等。

数据来源：公开信息搜集，西南证券整理

2.7 出版产业数字化趋势明显

伴随着 5G 时代的到来和疫情带来的冲击，出版业加速数字化创新和转型。《2019 中国数字阅读白皮书》数据显示，2019 年中国数字阅读行业市场规模达 288.8 亿元，年增长率为 13.5%，数字阅读用户规模达 4.7 亿；2020 年春节和疫情期间，由于出行受到限制，数字阅读用户数量和阅读时长较去年均有明显增长。国家和各省市政府出台政策鼓励全民阅读数字化、网络化、智能化。今年 4 月 20 日，中国新闻出版研究院对外发布的第十七次全国国民阅读调查报告显示，有声阅读已成为国民阅读新的增长点，成年国民和未成年人有声阅读继续较快增长，移动有声 App 平台已经成为听书的主流选择。

3 公司分析：领先行业发展潮流

2020 上半年，由于受到疫情的影响，公司营业收入有所下滑，实现营业收入 8 亿元，同比下降 10.6%。图书出版方面，公司上半年图书码洋市场占有率 2.9%，相比去年同期的 2.5% 大幅提升。在今年疫情对图书市场造成严重影响的情况下，公司反应迅速，展开全面的线上迁移，提升了公司图书码洋的市场占有率。就图书的细分品类来看，公司经管类图书市场占有率从去年同期的 14.4% 提升到 17.3%，持续领跑市场；社科类图书市场占有率提高了 1.4%，继续保持第 1 位；少儿图书市场占有率从去年同期的 1.9% 提升到 2.6%，市场排名提升迅速，现位居少儿图书市场第 6；生活休闲类图书的市场占有率从去年同期的 5.2% 提升到 7.9%，排名提升至市场第 1 位；另外科技类与艺术类图书的市场占有率排名也有所提升，分别上升了 5 位和 7 位。

书店方面，疫情对实体书店业务造成巨大冲击，公司迅速应对将书店零售向线上迁移，上半年书店线上销售同比增长 16%，一定程度上减小了疫情对实体书店的不利影响。数字业务方面，公司继续布局数字业务，组建新媒体事业部，着手构建 MCN 矩阵，策划音视频数字产品创造新的利润增长点，上半年音视频产品收入超 600 万，中信书院上半年新增用户近百万。

3.1 领导人锐意创新，高管高薪有效激励

情怀与创新精神兼具的领导人。中信出版总裁王斌是一位个性鲜明的领导者，对于出版行业有自身的坚持与情怀。在图书策划、内容选择方面，他带领中信站在国际视野下进行选题策划，创新资源整合思路，以全球化的视野，重新定义出版社知识提供商的形象。在执掌中信出版期间，王斌建立了独特的管理方式和运作模式，用一本本畅销书参与中国商业环境的构建，不仅获得了读者的高度认可，也一步步确立了中信出版在行业中的地位和影响力。

图 24：中信出版部分出海书籍



数据来源：公开信息搜集，西南证券整理

经营业绩是影响高管收入的决定性因素。2019 年中信出版的净利润增长超过 20%；出版新书 1471 种，同比增幅 12%；出版码洋 31.9 亿元，同比增长 21%；实销 27.5 亿码洋，同比增长 22%，动销品种增幅超过 20%；图书出版和发行业务收入 14.03 亿元，同比增长 14.1%。2019 年中信出版高管平均收入超 100 万，与同行业可比公司相比处于较高的水平。薪酬与经营业绩形成良性的互动，对高管的行为举措起到激励作用。

表 3：2019 年出版业上市公司高管收入情况

公司	高管收入合计（万元）	高管收入最高值（万元）	在股份公司获得报酬高管数	高管平均收入（万元）
中信出版	899	187	6	150
新华文轩	598	196	4	150
中国科传	1114	181	8	139
中南传媒	561	90	7	80
中国出版	295	85	4	73
凤凰传媒	581	92	8	73
新经典	271	85	6	45
世纪天鸿	249	59	7	36

数据来源：同花顺，西南证券整理

3.2 “举手制”发挥团队活力，子品牌深耕细分市场

自 2014 年开始，中信出版集团开始实行“举手制”，借助总部提供的全方位支撑，不断开发品牌附加值。“举手制”打破了传统因素限制，推进集团业务向年轻态、高效率方向发展。在“举手制”之下，中信出版陆续成立了各类“分社”和“工作室”，推出了一系列的子品牌。公司通过搭建扁平化组织架构简化内部流程，坚持多品牌出版策略，快速拓展新出版领域，在划小经营单元并充分授权后，灵活的项目制运营助力公司寻求到更多的市场机会。中信出版各个子品牌分别有自身擅长的领域，背靠中信出版这个大平台在各自领域深耕，推出了许多畅销的书籍。

表 4：中信出版部分子品牌及代表书籍

子品牌	代表书籍
财经优品工作室	“创造成功经典系列”、“明源地产研究系列”、“金融精英卓越计划系列”等
墨菲工作室	《定投十年财务自由》《未经选举的权力》《分布式商业》《资本的眼睛》《区块链与资产证券化》等
小满工作室	《眼界与品位》《手绘的基本》《美的觉知》《复原力》《终极求生》等
无界工作室	《以爱之名》《黑箱：日本之耻》《企鹅经典：小黑书》《企鹅经典：小彩虹》等
新思文化	《人类大瘟疫》《最长的一天》《遥远的桥》《最后一役》《人类的故事》等
文艺社	《煤气灯效应》《从常青藤到华尔街》《漫长的旅行》《幸福的体质》等
见识城邦	《西方的兴起》《人类简史》《从黎明到衰落》《战后欧洲史》《西方的困局》等
中信美术馆	《寻踪三国：文物里的魏蜀吴新景图》《艺术与恐惧》《中国美术史·大师原典》等
前沿工作室	《原则》《变量》《第四次工业革命》《在线》《不平等社会》《繁荣与衰退》等
中信童书	《小熊很忙》系列、《故宫的二十四节气》《刘慈欣科幻漫画系列》《花格子大象艾玛经典绘本》《DK 儿童大百科》系列等
灰犀牛	《美国陷阱》《隐秘战争》《明斯基时刻》《增长危机》《5G 金融》《未来学校》
红披风	《太喜欢历史了》《洛神赋（绘本）》《兰亭序（绘本）》《奶奶的红披风》《DK 儿童自然大百科》《DK 儿童历史大百科》《你好灯塔》等
如果童书	《我要去故宫》《快乐狮子和兔子》等

数据来源：公开信息搜集，西南证券整理

中信出版自身有强大的渠道资源和推广能力，而工作室可以做细分的品牌和策划，工作室和分社在做好内容获取策划后，放到中信在各个大平台上进行营销发行，可以发挥平台和工作室的最大效用。2020 年，中信出版集团还与《出版人》杂志联合推出“共享出版平台计划”，将自身独特的 IP 优势、平台优势和运营矩阵优势嫁接于共享项目中，通过智能革新的商业模式，多元立体地开发版权、资本、运营和内容等方面资源，服务于有想法有创业的原创作者。

3.3 图书资源储备丰富，经典图书长期畅销

伴随中国经济的崛起，人们自我提升的意识不断加强，对于经济与社会知识的需求也在增长。近 20 年，中信出版向全社会输送了大量优质的图书，将国外的先进理念引进来，也将国内的知识文化向全社会输出，服务了全球超过 11000 位作者，为高速发展的社会提供了重要的精神养分和思想工具。经管社科类书籍一直是公司的一张名片，公司在资源采购、翻

译出版、发行销售等方面均具有充分的经验，曾推出许多畅销书，也潜移默化中输出了许多概念与思想，“灰犀牛”“黑天鹅”等概念现已成为常用的经济学概念。

表 5：近 20 年中信出版畅销书

年份	畅销书
2001 年	《谁动了我的奶酪》、《杰克·韦尔奇自传》
2002 年	《从优秀到卓越》、《基业长青》、《只有偏执狂才能生存》
2003 年	《谁说大象不能跳舞》《水煮三国》《竞争论》
2004 年	《困境与出路》《孙悟空是个好员工》
2005 年	《联想风云》《赢》《伟大的博弈》
2006 年	《长尾理论》《专业主义》《道路与梦想》
2007 年	《激荡三十年》《野蛮生长》《对冲基金风云录》
2008 年	《黑天鹅》《滚雪球》
2009 年	《助推》《第五项修炼》《异类》《引爆点》
2010 年	《情商》《经济解释》
2011 年	《史蒂夫·乔布斯传》《海底捞你学不会》
2012 年	《思考，快与慢》《下一个倒下的会不会是华为》《论中国》
2013 年	《3D 打印》《大繁荣》《平台战略》《向前一步》
2014 年	《人类简史》《反脆弱》《数据之巅》
2015 年	《从 0 到 1》《创业维艰》《重新定义公司》《世界秩序》《褚时健传》《互联网+》
2016 年	《智能时代》《第四次工业革命》《超级版图》《终极算法》
2017 年	《未来简史》《灰犀牛》《激荡十年，水大鱼大》《智能革命》
2018 年	《原则》《今日简史》《百岁人生》《数据资本时代》
2019 年	《变量》《债务危机》《美国陷阱》

数据来源：中信出版微信公众号，西南证券整理

根据开卷信息的统计，在整体图书市场规模不断扩大的情况下，我国近 20 年经管类书籍的码洋比重稳中有降，动销品种总体上升，动销品种的比重维持稳定。经管类图书最明显的变化趋势是考试类图书码洋比重不断提升，这与如今人们自身职业能力的提升追求和“考证”热潮的兴起相符合。2020 年 1-4 月，经管类书籍 Top100 的畅销榜里，经管考试类书籍达 49 种，占了接近半数。中信出版在一众考试书中突出重围，在经管类书籍 Top10 畅销榜中占领 3 席，这显示了消费者对于经济理论类的书籍仍存在较大的需求，并且在时间越来越宝贵的当下对书籍质量的要求也越来越高，中信出版在经管领域属于行业标杆地位，图书质量有所保障，具有权威性和较强的竞争力。

表 6：2020 年 1-4 月整体零售市场经管类图书畅销 Top10

排名	书名	定价	出版社	作者
1	东奥会计在线.轻松过关 1.2020 年会计专业技术资格考试应试指导及全真模拟测试-初级会计实务(上下)	66	北京科学技术出版社	东奥会计在线,张志凤
2	东奥会计在线.轻松过关 1.2020 年会计专业技术资格考试应试指导及全真模拟测试-经济法基础(上下)	74	北京科学技术出版社	东奥会计在线,黄洁洵
3	薛兆丰经济学讲义	68	中信出版集团	薛兆丰

排名	书名	定价	出版社	作者
4	增长黑客:如何低成本实现爆发式成长	59	中信出版集团	[美]肖恩·埃利斯, [美]摩根·布朗
5	2020 年度全国会计专业技术资格考试辅导教材.初级会计实务	42	经济科学出版社	财政部会计资格评价中心
6	2020 年度全国会计专业技术资格考试辅导教材经济法基础	48	经济科学出版社	财政部会计资格评价中心
7	东奥会计在线.轻松过关 1.2020 年会计专业技术资格考试 应试指导及全真模拟测试-会计(上下)	124	北京科学技术出版社	张志凤
8	2020 年度全国会计专业技术资格考试辅导教材中级会计实务	56	经济科学出版社	财政部会计资格评价中心
9	贫穷的本质:我们为什么摆脱不了贫穷(修订版)	58	中信出版集团	[美]阿比吉特·班纳吉, [法]埃斯特·迪弗洛
10	2020 年度全国会计专业技术资格考试辅导教材财务管理	47	经济科学出版社	财政部会计资格评价中心

数据来源:开卷信息,西南证券整理

另外,随着新的经济概念与社会现象不断出现,经管类图书市场对于优质新书的需求也比较大。在经典书籍持续畅销的同时,要想持续抢占市场还要求公司有着强大的分析选题策划能力与丰富的版权资源。公司有强大的作者库,2019 年公司累计与全世界 2000 家以上的出版公司、版权代理机构展开版权合作,累计国内外作者达到 1.3 万人以上,版权库拥有授权期内的各类版权超过 15000 种以上。

当当网的图书畅销榜上,中信出版社连年多部图书上榜。经济类畅销书排行榜的 Top20 里稳定占据一半左右的席位。《反脆弱:从不确定性中受益》、《智能时代:大数据与智能革命重新定义未来》、《思考,快与慢》等书籍连续四年上榜,生命力旺盛且持久。《薛兆丰经济学讲义》2018 年上市之后连续两年位居当当畅销榜排名第一位,这都体现了中信出版在经济类图书领域优势明显。管理类畅销书排行榜上,中信出版也有着明显优势,不断推出例如谷歌、华为、万达、领英等知名公司的管理相关书籍,紧跟市场环境的变化,推陈出新稳定自身市场。

表 7: 2016-2019 当当网经济类畅销书 Top20 中信出版上榜书籍

书名	上市时间	排名	书名	上市时间	排名
2019 年			2018 年		
薛兆丰经济学讲义	2018/7/1	1	薛兆丰经济学讲义	2018/7/1	1
美国陷阱	2019/5/8	2	思考,快与慢	2012/7/1	4
思考,快与慢	2012/7/1	3	智能时代:大数据与智能革命重新定义未来	2016/8/1	7
贫穷的本质(修订版):我们为什么拜托不了贫穷	2018/9/1	4	区块链革命:比特币底层技术如何让改变货币、商业和世界	2016/9/29	10
反脆弱:从不确定性中受益	2014/1/1	5	反脆弱:从不确定性中受益	2014/1/1	12
智能时代:大数据与智能革命重新定义未来	2016/8/1	14	灰犀牛:如何应对大概率危机	2017/2/1	13
百岁人生:长寿时代的生活与工作	2018/7/15	15	爆裂:未来社会的 9 大生存原则	2017/9/30	14
规模:复杂世界的简单法则	2018/6/15	19	小岛经济学:鱼、美元和经济的故事	2017/3/1	18
			规模:复杂世界的简单法则	2018/6/15	20
2017 年			2016 年		
思考,快与慢	2012/7/1	3	思考,快与慢	2012/7/1	3
智能时代:大数据与智能革命重新定义未来	2016/8/1	4	习惯的力量:为什么我们这样生活,那样工作?	2013/4/1	6
小岛经济学:鱼、美元和经济的故事	2017/3/1	5	魔鬼经济学	2016/9/10	7

书名	上市时间	排名	书名	上市时间	排名
灰犀牛：如何应对大概率危机	2017/2/1	8	引爆点	2014/4/1	9
爆裂：未来社会的 9 大生存原则	2017/9/30	9	分享经济：供给侧改革的新经济方案	2016/6/1	13
魔鬼经济学	2016/9/10	10	21 世纪资本论	2014/9/1	14
习惯的力量：为什么我们这样生活，那样工作？	2013/4/1	12	反脆弱：从不确定性中受益	2014/1/1	16
引爆点	2014/4/1	13	怪诞行为学	2010/9/1	17
怪诞行为学	2010/9/1	18	第四次工业革命	2016/6/8	18
反脆弱：从不确定性中受益	2014/1/1	19	智能时代：大数据与智能革命重新定义未来	2016/8/1	20

数据来源：当当网，西南证券整理

表 8：2016-2019 当当网管理类畅销书 Top20 中信出版上榜书籍

书名	上市时间	排名	书名	上市时间	排名
2019 年			2018 年		
原则	2018/1/1	3	原则	2018/1/1	3
可复制的领导力：樊登的 9 堂商业课	2017/12/1	5	见识	2018/3/1	7
见识	2018/3/1	12	激荡十年，水大鱼大	2017/11/30	9
OKR 工作法：谷歌、领英等公司的高绩效秘籍	2017/9/1	16	可复制的领导力：樊登的 9 堂商业课	2017/12/1	15
变量：看见中国社会小趋势	2019/1/14	17	流量池	2018/4/16	19
态度	2018/11/15	19			
2017 年			2016 年		
细节 如何轻松影响他人	2016/11/23	9	从 0 到 1：开启商业与未来的秘密	2015/1/1	1
从 0 到 1：开启商业与未来的秘密	2015/1/1	11	以奋斗者为本：华为公司人力资源管理纲要	2014/11/1	6
以奋斗者为本：华为公司人力资源管理纲要	2014/11/1	19	商业的本质	2016/4/5	11
			重新定义公司：谷歌是如何运营的	2015/9/1	16
			创业维艰	2015/3/1	19
			万达工作法	2015/10/1	20

数据来源：当当网，西南证券整理

3.4 童书业务增势强劲，多维度打造童书品牌

据开卷信息显示，自 2016 年以来，童书市场就已成为码洋比重最大的细分市场。少儿读物平均的单册码洋涨势也非常明显，2020 上半年少儿读物平均单册码洋达到 37 元。同时童书具有价格弹性低的特点，价格受到外界因素的影响较小。近年来中国家庭对于童书的消费水平和消费需求不断提高，出于对视力的保护和家庭阅读场景的需求，纸质书籍是儿童读物的最佳载体。今年疫情期间我国童书市场更是逆势增长，不仅没有受到疫情冲击，还在各品类中同比增速最快。

中信出版在 2015 年就推出童书品牌“小中信”以打造童书品牌，该品牌自建立起发展迅猛，第二年新品规模就迅速达到 3 亿码洋。到今年上半年，中信童书的市场占有率已达到 2.6%，排童书市场第 6 位，到今年第三季度市场占有率排名再一次提升至第 5 位。现在中信的童书出版范围已涵盖精品绘本、酷玩科普、动漫 IP、艺术启蒙、趣味认知、经典文学、成长励志、亲子教育等领域，且衍生出多个少儿出版子品牌，各子品牌进一步深耕细分市场相

辅相成，打造出品牌的集群效应。例如“知学园”主营认知类图书；“如果童书”主营精品绘本、文学、动漫 IP、亲子家教、成长励志等；“将将书坊”主要针对青少年市场。通过打造品牌集群，中信童书扩大了品牌影响力，巩固了市场占有率。《小熊很忙》系列丛书、花格子大象艾玛经典绘本等都是中信童书推出的爆款产品，收获了极高的销量与口碑。

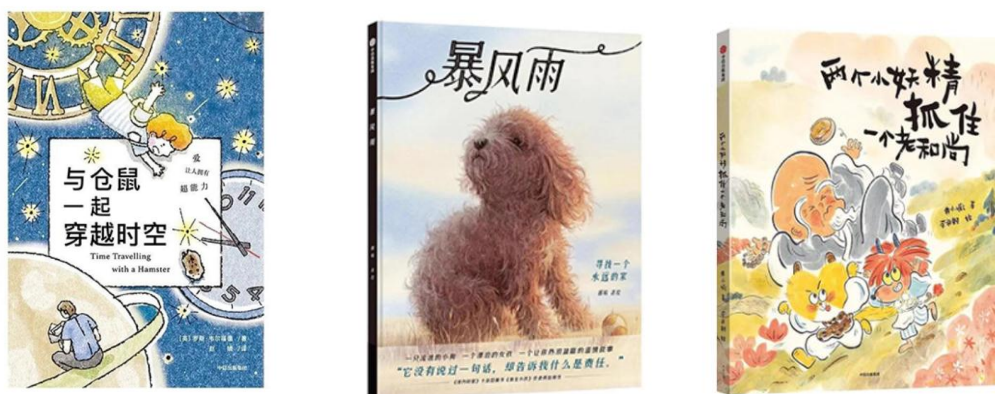
表 9：2019 年当当网畅销榜 Top500 中信出版社入围图书

排名	书名	上市年份	当当网评论数（万）
16	法国巨眼丛书：让孩子看懂世界的第一套	2018	5.2
17	小熊很忙系列（新版）	2019	8.0
28	花格子大象艾玛经典绘本	2018	10.4
122	遇见美好系列（第一辑）	2016	11.2
158	小熊很忙系列	2018	9.6
268	小手翻翻	2017	2.8
269	人类简史（绘本版）：给孩子的世界历史	2018	8.6
271	太喜欢了历史了	2019	2.3
295	小熊很忙第 4 辑	2018	7.1
388	我的第一套拉鲁斯百变互动小百科	2018	1.4

数据来源：当当网，西南证券整理

在今年深圳读书月“年度十大童书”评选活动中，中信出版社共有 3 本图书入围年度十大童书的 30 本入围名单，其中《与仓鼠一起穿越时空》当选年度十大童书。同时，中信出版集团也在该评选活动中获评年度致敬出版集团。

图 25：2020 深圳读书月“年度 10 大童书”中信出版入围图书



数据来源：当当网，西南证券整理

国际化视野助力进入童书市场。作为童书出版的“新秀”，“小中信”凭借中信出版丰富的版权运营经验，打开了广阔的国际视野。创立之初，为了快速提升“小中信”童书在市场的占有率，“小中信”实施了“走出去”战略，将版权运营体系与国外优质资源相结合，不仅迅速打开了童书市场，也无形中让产品具备了天然的国际基因。

2015 年，中信童书引进德国老牌出版社 Minedition 的 70 多本绘本作品，并与其共同策划了国际安徒生奖（终身成就）50 周年世界插画大展，建立了“遇见美好绘本馆”品牌。这不仅促成了“小中信”的迅速起步，也让中信童书的团队有机会接触成熟的出版体系。

图 26：遇见美好图书系列



数据来源：当当网，西南证券整理

此后，“小中信”还与国外多家童书出版社合作出版了众多具备中国文化元素的外文图书。2019 年 4 月，“小中信”在意大利博洛尼亚国际儿童书展上举行了《洛神赋》《墨·中国艺术启蒙系列：看懂名画》版权输出签约仪式，向英、法、德、韩等多个国家输出这两部作品，顺应了在中国了解世界的同时，世界也想了解中国的趋势。

图 27：《洛神赋》绘本版权输出签约仪式



数据来源：中信出版集团，西南证券整理

图 28：叶露盈《洛神赋》（绘本版）插图



数据来源：中信出版集团，西南证券整理

图书+文创，开展全方位文化服务。“小中信”给自身的定位是“立足全球华语市场，为少儿市场提供技术支持和文化服务的内容服务商”，因此公司重视内容生产，深耕纸质图书，出版具有阅读趣味和质量过硬的产品；同时公司也积极投身各种文创活动打造品牌价值，在生产内容的基础上举办巡回展、舞台剧等各种文创类活动，实施社会化开放项目，树立自身文化形象的同时也承担起社会责任。

图 29: 世界插画大展·安徒生奖(终身成就)50 周年展上海站海报



数据来源: 中信出版微信公众号, 西南证券整理

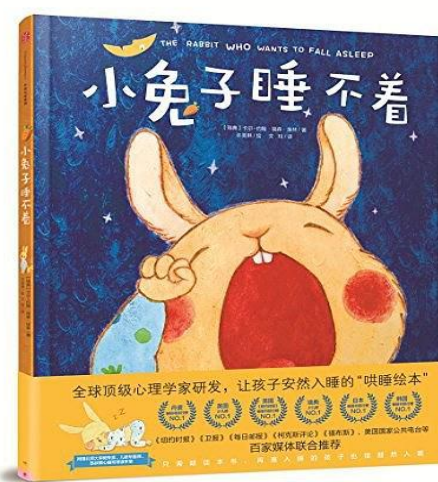
在童书方面, 公司还专注于新技术的研发植入, 尝试将科技 and 知识进行有机结合, 实现内容生产和产品的创新, 打造全新的阅读体验。例如, “AR+出版”的代表作《科学跑出来》就是一次成功的尝试, 该图书将增强现实动画巧妙融入故事内容中, 通过逼真的动画效果使读者获得前所未有的交互体验, 曾获得“2015 年度全球多媒体互动图书最佳奖”。“哄睡神器”《小兔子睡不着》依据心理学原理编写, 不仅精心打磨了配色、文字和插图, 还专门邀请心理学专家为编写了导读手册, 为家长提供了一整套详尽的睡眠解决方案, 该书面世时结合多渠道的推广营销, 创造了单册绘本 100 天内突破 10 万册的成绩, 成为现象级的一款产品。

图 30: 《科学跑出来》



数据来源: 当当网, 西南证券整理

图 31: 《小兔子睡不着》



数据来源: 当当网, 西南证券整理

3.5 开拓社交电商和新媒体渠道，构建 MCN 矩阵

2020 上半年，公司自营线上销售同比增长达到 40%，尤其是抖音等短视频平台小店实现了 9 倍销售增幅，成为重要销售渠道。现在中信出版已形成较为完备的新媒体营销矩阵，微博、微信、短视频等平台均有布局。在 2020 年的经营计划中，中信出版计划以图书产品和作者为基础，以内容标签铺设百位个人 IP 开展 MCN 运作，涉及科学、经济、理财、博物、医学、旅行、历史、家装、咖啡、旅行、留学等细分领域内容，通过短视频、图文、直播等方式增强与用户之间黏性，以入驻者的专业性和图书的系统化内容为支撑，聚拢垂直用户。

中信出版在出版行业中较早就开始布局直播内容，在一直播、斗鱼、虎牙、淘宝、中信书院等平台上都进行过形式多样的直播。2019 年在一直播平台直播推广魏坤琳《魏坤琳的科学养育宝典》，观看热度达 42 万人。今年 1 月 12 日，经济学者薛兆丰在薇娅的淘宝直播间推广《薛兆丰经济学讲义》，活动期间观看人数达 800 多万，当晚《薛兆丰经济学讲义》一书售出 8 万多本。

图 32：一直播图书带货直播



数据来源：一直播，西南证券整理

图 33：薇娅&薛兆丰淘宝直播



数据来源：淘宝，西南证券整理

今年上半年，仅童书业务板块就累计开展直播活动就超过 200 场，累计观看人次超过 1000 万。公司现已发展成粉丝关注数量超百万的出版机构，通过直播、视频号、社群运营等数字化内容和营销的整合运营方式，截至今年 9 月底，MCN 矩阵用户超过 1012 万，图文、视频内容曝光量总计 40.2 亿次，共实现 1450 万元的销售和广告收入。

图 34: 抖音平台荐书短视频



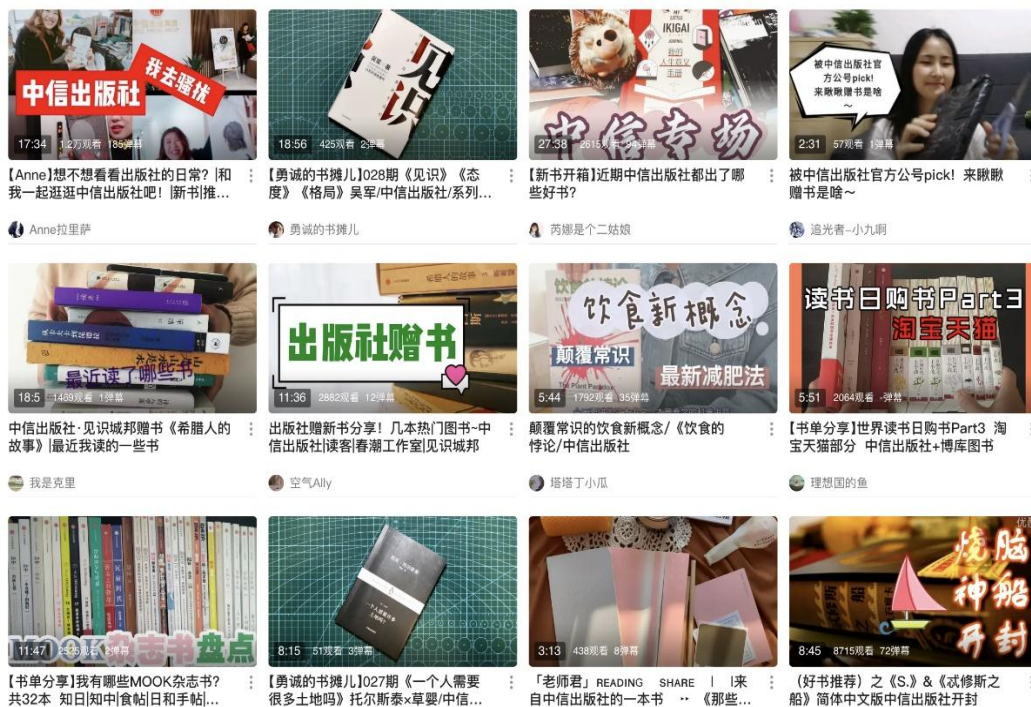
数据来源: 抖音, 西南证券整理

图 35: 抖音平台荐书短视频



数据来源: 抖音, 西南证券整理

图 36: 哔哩哔哩中信出版社视频推广



数据来源: 哔哩哔哩, 西南证券整理

2019 年,《出版人》杂志累计对 240 个出版社的微信公众号进行实时监测,榜单按照年度指数排列,年度指数根据每月收集的各公号总阅读数、头条阅读数、平均阅读数、最高阅读数和总点赞数加权计算得出。中信出版旗下的新媒体矩阵中有两个公众号进入排行榜前 20,优质的内容输出转化为微信公众账号的影响力。

表 10: 2019 年出版社新媒体影响力排行榜

排名	公众号	账号主体	指数
1	人教教材培训	人民教育出版社	1685
2	保密观	金城出版社	1429
3	药圈网	中国医药科技出版社	1355
4	人卫健康	人民卫生出版社	1340
5	管理的常识	北京华章图文信息有限公司	1311
6	悦读中医	中国中医药出版社	1224
7	身边的经济学	北京华章图文信息有限公司	1218
8	外研社 Unipus	外语教学与研究出版社	1167
9	中信书院	中信出版集团	1165
10	人民文学出版社	人民文学出版社	1156
11	大数据	北京华章图文信息有限公司	1147
12	药师在线	中国医药科技出版社	1145
13	中信出版集团	中信出版集团	1133
14	人民教育出版社	人民教育出版社	1131
15	清华大学出版社	清华大学出版社	1119
16	法信	人民法院电子音像出版社	1117
17	诗词中国	中华书局有限公司	1102
18	书圈	清华大学出版社	1090
19	龙门书局	北京龙腾八方文化有限责任公司	1090
20	法律出版社	法律出版社	1087

数据来源: 出版人, 西南证券整理

3.6 依托版权拓展知识服务, 开拓数字读物市场

2019 年, 中信出版的数字阅读业务收入达 6660 万元, 同比增长 35.6%。公司利用版权和平台优势, 形成了“版权—开发—制作—分销—运营”一条龙的闭环运营模式。

中信书院是公司数字出版业务的重要载体与流量入口, 2019 年平台累计上线有声书 628 本、电子书 4382 本、课程 195 门, 中信书院项目还入选中宣部组织的 2019 数字出版精品项目。2020 年上半年, 在加速推动数字化升级的过程中, 中信书院用户增长近 100 万人, 中信书院拓展了中信出版提供知识的形态与方式, 针对不同场景与人群, 提供个性化的知识服务, 包括文字、音频和视频, 内容上也依托中信出版自身的版权资源提供不同领域的服务, 分领域对受众进行书籍推荐。

图 37：中信书院 APP 界面



数据来源：中信书院，西南证券整理

3.7 持续布局书店业务，拓展出版边界

公司通过内生自建、外延并购等方式积极谋划拓展，不断延伸产业链，涉足新行业和新领域，依托中信书店推进“文化新零售”，凭借自身品牌价值推出教育课程。

中信书店第三季度扭亏为盈，凸显品牌效应与盈利能力。中信出版是国内最优秀的财经出版商之一，中信书店在一开始也精准锁定了“全国机场精品连锁书店”的定位。随着中信出版图书出版领域品类的不断扩张，从财经品类逐步扩展到社科、文学、少儿等细分品类，中信书店延伸出了针对现代都市人工作、休闲场景的写字楼店与城市店两种店型，从机场走出来，走进了商业区与生活区。以书为载体，注入多元化的文化体验，将服务由单一传统的图书销售延伸到文化展览、艺术交流、知识学习、餐饮娱乐等领域，在不断引流提升传统书店盈利能力的同时，为中信出版创造新的盈利增长点。

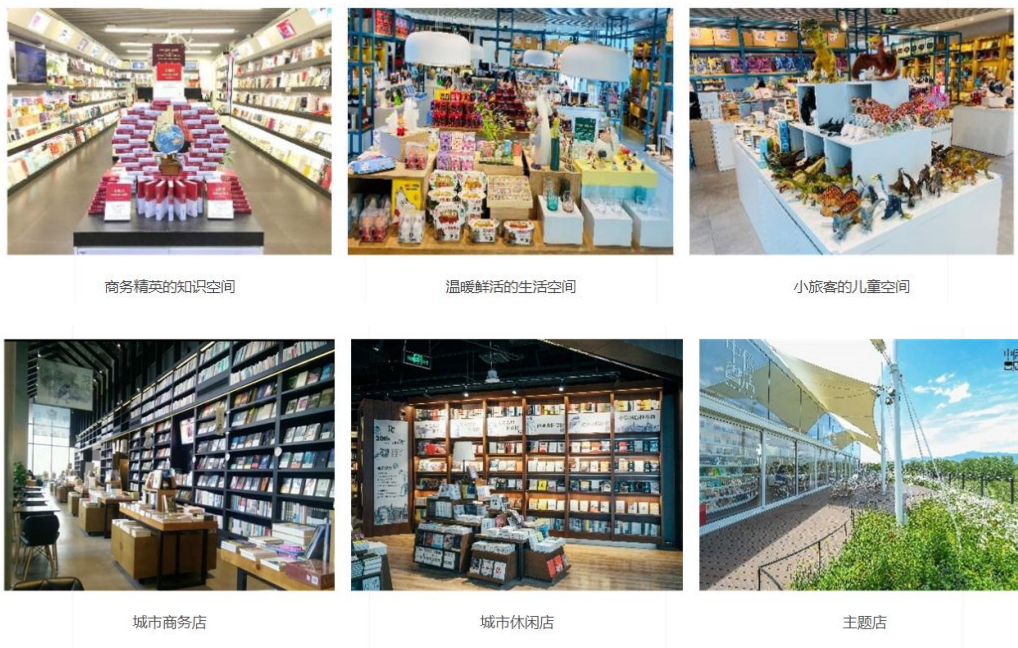
表 11：2016-2019 年中信书店开设情况

书店类型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
机场店	73	69	57	64
写字楼店	6	15	30	34
城市店				

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

近几年中信书店的写字楼店和城市店的数量呈现明显的增长趋势，进一步将书店与文化新零售相结合，打造城市文化生活空间将是未来中信书店的发展方向。依托中信出版的优质内容主题，加快“文化新零售”供应链的打造，中信书店将逐渐转型为以品牌输出、供应链支撑和主题文化空间策划的新型书店，这种复合型的经营模式中，文创产品、餐饮服务等高利润率服务增加企业营收，有利于扩大书店的受众群体，提高书店的整体利润率。2020 年第三季度，中信书店通过转换轻资产运营模式，发力线上和企业客户，开拓了供应链服务，首次实现单季盈利，“书店+主题咖啡+互动体验+文化零售”的新业态未来可期。

图 38：中信书店



数据来源：公司官网，西南证券整理

利用品牌优势进军教育服务。在教育培训行业迅猛发展的当今，中信出版集团与美国 Kaplan 教育集团共同出资组建了教育品牌中信楷岚教育，充分利用中信集团在国内的品牌优势和市场资源，结合 Kaplan 在金融财会以及英语语言培训方面的优势，推出金融财会类考试培训，现在中信楷岚主要提供 CFA、ACCA、FRM 和 CIMA 四类考试的教育培训，服务内容包括图书配套和网校课程，以班级化的学习体系为学员提供丰富的课程相关服务，形成中信特色的教育体系和品牌影响力。

图 39：中信楷岚部分网校课程



数据来源：中信楷岚官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：图书出版发行业务能维持在过去平均 35%以上的毛利率；

假设 2：书店业务随着互联网化的加深，毛利率会小幅度提升至 37%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
出版发行	收入	1469.74	1499.13	1948.87	2436.09
	增速	14.97%	2%	30%	25%
	毛利率	36.38%	36%	36%	36%
书店	收入	505.00	530.25	636.30	763.56
	增速	25.62%	5%	20%	20%
	毛利率	35.78%	37%	37%	39%
内部抵消	收入	-137.11	-89.95	-116.93	-146.17
	增速	81.18%	-34.40%	30.00%	25.00%
	毛利率	1.23%	-28.00%	-28.00%	-28.00%
其他	收入	50.84	45.75	54.90	65.89
	增速	72.52%	-10%	20%	20%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	29.05%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1888.5	1985.2	2523.1	3119.4
	增速	15.6%	5.1%	27.1%	23.6%
	毛利率	38.6%	39.0%	39.1%	39.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.45 元、1.79 元、2.25 元，对应的 PE 为 29 倍、23 倍、19 倍。考虑到公司业务团队实力强劲，品类扩张效果明显且线下“文化新零售”有望创造新的利润增长点，维持“买入”评级。

5 风险提示

国家政策出现风险、疫情发展出现超预期的风险、公司书籍市场效果不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1888.46	1985.19	2523.15	3119.37	净利润	238.38	261.57	323.15	406.32
营业成本	1160.05	1210.40	1536.91	1883.90	折旧与摊销	34.50	11.26	11.26	11.26
营业税金及附加	8.21	8.69	11.00	13.61	财务费用	-2.49	2.29	2.88	3.56
销售费用	393.16	385.92	502.10	615.97	资产减值损失	-15.54	0.00	0.00	0.00
管理费用	134.10	142.74	180.67	223.67	经营营运资本变动	44.98	-68.01	-12.87	-7.31
财务费用	-2.49	2.29	2.88	3.56	其他	13.38	-59.42	-65.66	-15.09
资产减值损失	-15.54	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	313.21	147.69	258.76	398.74
投资收益	37.15	28.86	36.96	32.91	资本支出	-5.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.62	0.81	0.94	1.01	其他	-824.78	29.67	37.91	33.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-830.59	29.67	37.91	33.92
营业利润	240.36	264.82	327.50	412.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.26	2.49	2.75	2.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.62	267.31	330.25	415.25	股权融资	643.23	0.00	0.00	0.00
所得税	5.24	5.75	7.10	8.93	支付股利	-65.17	-50.25	-55.14	-68.12
净利润	238.38	261.57	323.15	406.32	其他	-7.62	4.28	-2.88	-3.56
少数股东损益	-12.88	-14.13	-17.46	-21.95	筹资活动现金流净额	570.43	-45.98	-58.02	-71.68
归属母公司股东净利润	251.26	275.70	340.60	428.27	现金流量净额	52.52	131.38	238.65	360.98
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1282.20	1413.59	1652.23	2013.22	成长能力				
应收和预付款项	146.58	154.84	199.38	244.12	销售收入增长率	15.56%	5.12%	27.10%	23.63%
存货	722.54	786.23	1034.09	1249.18	营业利润增长率	19.40%	10.18%	23.67%	25.98%
其他流动资产	355.37	356.58	363.35	370.85	净利润增长率	21.50%	9.73%	23.54%	25.74%
长期股权投资	100.30	100.30	100.30	100.30	EBITDA 增长率	23.12%	2.20%	22.73%	25.11%
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	15.47	13.97	12.46	10.96	毛利率	38.57%	39.03%	39.09%	39.61%
无形资产和开发支出	8.85	5.86	2.88	-0.11	三费率	27.79%	26.75%	27.17%	27.03%
其他非流动资产	71.03	64.26	57.49	50.73	净利率	12.62%	13.18%	12.81%	13.03%
资产总计	2702.35	2895.64	3422.19	4039.25	ROE	14.02%	13.63%	14.77%	16.09%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.82%	9.03%	9.44%	10.06%
应付和预收款项	859.78	884.51	1122.70	1379.93	ROIC	109.03%	116.49%	100.77%	105.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.42%	14.02%	13.54%	13.70%
其他负债	141.76	91.72	112.07	133.69	营运能力				
负债合计	1001.54	976.22	1234.77	1513.62	总资产周转率	0.86	0.71	0.80	0.84
股本	190.15	190.15	190.15	190.15	固定资产周转率	119.86	134.89	190.94	266.36
资本公积	751.27	751.27	751.27	751.27	应收账款周转率	24.93	25.15	27.08	26.70
留存收益	770.00	995.45	1280.91	1641.07	存货周转率	1.59	1.51	1.66	1.63
归属母公司股东权益	1704.13	1936.87	2222.34	2582.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.56%	—	—	—
少数股东权益	-3.32	-17.46	-34.91	-56.86	资本结构				
股东权益合计	1700.81	1919.42	2187.42	2525.63	资产负债率	37.06%	33.71%	36.08%	37.47%
负债和股东权益合计	2702.35	2895.64	3422.19	4039.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.54	2.82	2.67	2.59
					速动比率	1.81	2.01	1.82	1.76
					股利支付率	25.94%	18.23%	16.19%	15.91%
					每股指标				
					每股收益	1.32	1.45	1.79	2.25
					每股净资产	8.96	10.19	11.69	13.58
					每股经营现金	1.65	0.78	1.36	2.10
					每股股利	0.34	0.26	0.29	0.36
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	272.37	278.37	341.64	427.41					
PE	31.64	28.84	23.34	18.56					
PB	4.67	4.10	3.58	3.08					
PS	4.21	4.00	3.15	2.55					
EV/EBITDA	23.25	22.28	17.45	13.11					
股息率	0.82%	0.63%	0.69%	0.86%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn