

媒体/出版

报告原因：深度报告

2021年12月17日

中信出版（300788.SZ）

拓宽内容渠道边界，出版龙头亟待突破

维持评级

增持

公司研究/深度报告

公司近一年股价表现



市场数据：2021年12月17日

总股本（亿股）	1.90
流通股本（亿股）	0.50
收盘价（元）	28.99
总市值（亿元）	55
流通市值（亿元）	15

基础数据：2021年9月30日

每股收益（元）	1.06
每股净资产（元）	10.40
净资产收益率	10.18%

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

报告要点：

➢ **公司拥有近30年发展经验，从事大众图书全牌照业务，成长性与盈利能力突出。**中信出版集团成立于1993年，是国内领先的综合文化服务提供商，公司定位于为社会大众提供知识服务和文化消费，主要从事图书的出版发行、书店零售及文化增值服务，公司上市前后经营业绩呈现快速发展态势，营业收入自2015年的7.58亿增长至2020年的18.92亿元，年复合增长20.07%，归属母公司股东净利润2.82亿元，年复合增长22.79%。与行业内上市公司相比，中信出版复合增速处于第二位，成长性出色，盈利能力指标处于出版上市公司前列。

➢ **行业分析：**从需求端来看，虽然多元化的文化娱乐方式挤占了国民的闲暇时间，但在全民阅读的政策推动及知识付费崛起等趋势下，国民阅读习惯保持良好的发展态势。自2014年以来，中国图书零售市场码洋规模均维持两位数增速，到2019年市场规模突破千亿，由于受到2020年疫情的冲击，目前图书零售市场保持疫情防控常态化下的恢复性增长态势。少儿图书成为大众阅读领域成长最快的细分品类；社科类则在近年来主题出版的驱动下市场份额不断提升。渠道方面，以网络为零售主体的渠道格局已经形成，未来将以多元化与碎片化的营销网络为驱动，实体渠道则面临更加迫切的转型诉求。

➢ **公司亮点1：经管类图书深厚积淀，少儿图书由追赶到领先。**公司较早地确定了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，在经营管理类图书领域的领先优势，市场份额连续多年排名市场第一并不断提升；同时向大众类多元化类型图书延伸，从思想性、文化性、科学性、知识性、前沿性和人文关怀等多个角度，搭建综合性的知识阅读服务体系，满足新时代全民日益增长的文化知识阅读需求。2015年开始公司发力少儿图书，从海外版权引进到加强原创选题及IP培育，精准定位符合中国孩子的文化和知识体系图书，市场份额由72名上升至第一名，未来公司以围绕童书内容拓展多形态的产品线，由图书到内容服务、内容衍生，进一步打开童书IP价值空间。

➢ **公司亮点2：举手制充分发挥编辑价值，搭建全渠道全流量营销网络。**内容层面，通过在编辑层面施行举手制，公司形成了三十余个出版人平台，各有专注、各具优势，依托中信出版资源和品牌优势帮助员工充分发挥价值。目前公司正在扩大内容合作边界搭建共享平台，打造聚合内容产业的投资者、出版人、内容创作者、专业服务者等全产业链从业者的出版界“Airbnb”。渠道方面，通过强化线上与自营渠道建设，更直接触达市场与读者。借势流量平台崛起，迅速响应切入新媒体营销。未来随着公司全渠道全流量搭建和运营趋于完善，将为公司带来的不仅仅是图书销量的显著增长，在品牌与内容影响力方面有望再度突破，形成强大的竞争优势。

➢ **公司亮点3：中信书店轻资产及线上转型，同时发力线上销售。**中信书店轻资产项目落地，打造地标式文化阵地，拓宽书店运营与品牌拓展的边界；极致阅读体验，线下流量的聚集与转化并重。利用线上“货架”优势，扩大销售品类，为中信书店奠定盈利基础。





投资建议：公司以优质内容树立的品牌优势，能够帮助其获得渠道合作的话语权，与平台相互赋能，并能够探索更多元化形式的内容变现，未来有望在主题出版、少儿科普、英语分级读物等细分领域推出新品并带来增量。在营销与渠道端，公司能够快速响应线上流量趋势的转变，组建自有直播团队，有效带动少儿图书销售及客群向低线城市扩张，以自主运营的方式把控选品与折扣，优化费用投入；线下实体门店则积极向轻资产模式、主题店及线上转型和优化，应对市场变化的同时进一步巩固中信书店品牌的影响力。看好其内容价值以及渠道管控能力。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.59/1.80/2.26 元，对应 2021 年 12 月 17 日收盘价 28.99 元，PE 为 18/16/13 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复及扩散风险；图书销量下滑；盗版侵权风险；知识产权纠纷风险。

目录

1. 公司概况	6
1.1 发展历程：公司拥有近三十年发展经验.....	6
1.2 经营情况：从事大众图书全牌照业务，经营业绩快速发展.....	7
1.3 财务比较：成长性优势与盈利能力突出.....	11
2. 行业分析	15
2.1 供给端集约化趋势渐强，阅读习惯养成奠定需求端基础.....	15
2.2 全民阅读带动图书零售增长，少儿与社科为两大重要品类.....	17
2.3 线上线下渠道打法不同，新媒体成为新营销阵地.....	20
2.4 数字化提供内容变现与阅读场景的有效扩充.....	23
3. 公司分析	25
3.1 经管类图书深厚积淀，大众图书全面布局.....	25
3.2 少儿品类异军突起，从追赶到超越.....	27
3.3 举手制充分发挥编辑价值，打造出版界的“Airbnb”.....	29
3.4 搭建全渠道销售网络，切入新媒体全流量运营.....	32
3.5 中信书店发力线上销售，网红店/主题店打造极致阅读空间.....	34
3.6 推进数字阅读与衍生业务，拓展图书内容边界.....	38
4. 盈利预测和投资建议	39
4.1 盈利预测.....	39
4.2 投资建议.....	40
5. 风险提示	41

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构.....	7
图 3：公司近五年及一期营业收入及增速.....	8
图 4：公司近五年及一期归母净利润及增速.....	8
图 5：公司 2016-2020 年主营业务收入构成.....	9
图 6：公司一般图书出版业务收入及增速.....	9
图 7：公司数字阅读服务业务收入及增速.....	9
图 8：公司书店零售业务收入及增速.....	9
图 9：公司主营业务成本结构.....	10
图 10：公司综合及分业务毛利率.....	10
图 11：公司销售费用率及拆分.....	11
图 12：公司管理、研发及财务费用率情况.....	11

图 13: 公司经营活动现金流净额及增速情况.....	11
图 14: A 股出版发行公司 2021H1 营业收入.....	12
图 15: A 股出版发行公司 2021H1 归母净利润.....	12
图 16: 出版发行公司 2018-2020 年营业收入复合增速.....	12
图 17: 出版发行公司 2018-2020 归母净利润复合增速.....	12
图 18: A 股出版发行公司综合毛利率对比.....	13
图 19: A 股出版发行公司销售费用率对比.....	13
图 20: A 股出版发行公司管理及研发费用率对比.....	13
图 21: A 股出版发行公司财务费用率对比.....	13
图 22: A 股出版发行公司资产周转率对比.....	15
图 23: A 股出版发行公司资产负债率及 ROE 对比.....	15
图 24: 2010-2019 年我国文化产业增加值规模.....	15
图 25: 2019 年图书出版及出版物发行规模（亿元）.....	15
图 26: 2019 年图书出版数量与定价总额.....	16
图 27: 图书出版品种分布及新书 CIP 数量.....	16
图 28: 2011-2020 年成年国民阅读率与阅读量.....	17
图 29: 2020 年国民阅读媒介时长对比.....	17
图 30: 2020 年国民倾向的阅读形式.....	17
图 31: 2020 国民年均阅读量在 10 本及以上人群比重.....	17
图 32: 中国图书零售市场码洋规模.....	18
图 33: 中国图书零售市场动销品种及平均定价.....	18
图 34: 图书零售市场新书动销品种及码洋贡献.....	18
图 35: 开卷三大畅销榜中图书上市时间对比.....	18
图 36: 2020 年成年与未成年国民人均阅读量对比.....	19
图 37: 图书零售市场少儿图书码洋规模测算.....	19
图 38: 2016-2021H1 主题出版码洋规模及占比.....	20
图 39: 2021 年 1-5 月主题出版各细分类别码洋占比.....	20
图 40: 2019 年出版物发行网点数量.....	20
图 41: 2019 年出版物发行图书销售总量及销售总额.....	20
图 42: 图书零售市场网店渠道规模及增速.....	21
图 43: 图书零售市场实体渠道规模及增速.....	21
图 44: 2020 年各季度区间不同城市书店销售增速.....	21
图 45: 2021 年上半年不同城市实体书店增速.....	21
图 46: 图书销售渠道的演变.....	22
图 47: 2021 年上半年不同网店渠道销量码洋分布.....	22
图 48: 实体与网店图书销售渠道折扣对比.....	23
图 49: 2020 年网络渠道不同品类折扣差异.....	23
图 50: 2020 年数字阅读市场规模及增速.....	23
图 51: 2020 年中国数字阅读市场用户规模.....	23
图 52: 2020 年数字阅读付费用户月均付费金额.....	24
图 53: 2020 年成年国民听书率.....	24
图 54: 中信出版部分经典图书.....	27
图 55: 2015-2021H1 公司少儿出版收入增长情况.....	28
图 56: 中信出版少儿图书码洋市场份额.....	28



图 57: 中信出版策展活动及可进行海外授权的部分儿童图书及智能阅读产品	29
图 58: 近三年公司员工构成情况.....	29
图 59: 2020 年公司员工教育情况.....	29
图 60: 公司一般图书出版发行收入与销量增速.....	31
图 61: 公司图书售价增速与市场平均定价增速对比.....	31
图 62: 中信出版“共享出版平台计划”	32
图 63: 公司线上销售体系列举.....	33
图 64: 中信出版在新媒体平台上的自有账号矩阵.....	34
图 65: 中信书店城市分布	35
图 66: 中信书店×央视动漫主题店.....	36
图 67: 中信书店×麦当劳儿童阅读体验店以及中信书店成都兴隆湖“水下书店”	37
图 68: 中信书院栏目	38
图 69: 中信楷岚网校课程	39
表 1: 中信出版重要子公司情况.....	7
表 2: A 股出版发行公司一般图书出版发行业务收入、增速、毛利率对比	14
表 3: 2019-2020 年中信出版进入当当网经管类畅销图书.....	25
表 4: 2020 年中信出版进入当当网畅销童书 TOP500 书籍	27
表 5: 中信出版旗下部分出版工作室介绍.....	30
表 6: 公司主营业务收入预测.....	40
表 7: 公司财务及估值数据摘要.....	41

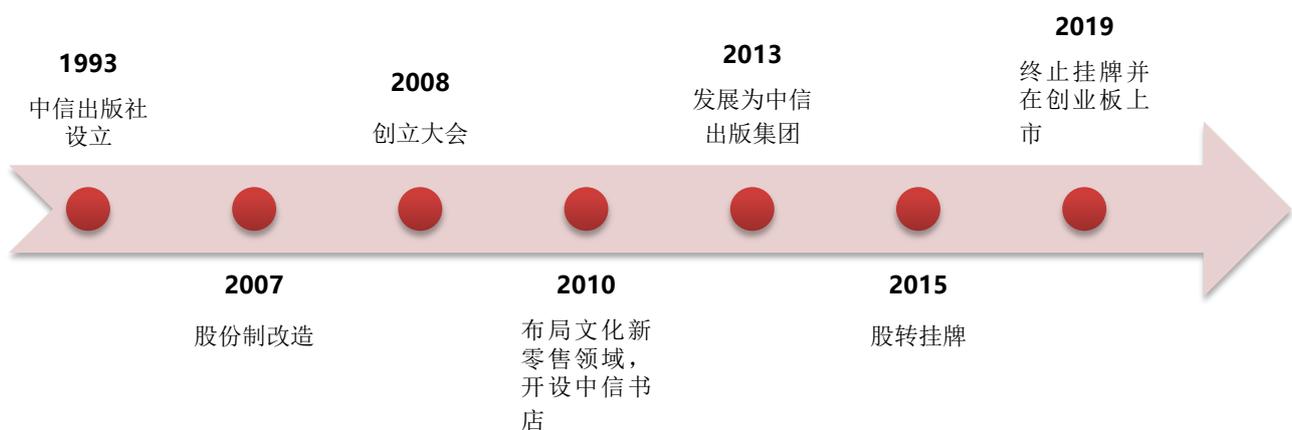
1. 公司概况

1.1 发展历程：公司拥有近三十年发展经验

中信出版集团成立于 1993 年，是国内领先的综合文化服务提供商。公司定位于为社会大众提供知识服务和文化消费，主要从事图书的出版发行、书店零售及文化增值服务，并致力于打造以内容为核心，以用户为中心，整合商业财经、文化、生活、少儿、教育、娱乐等垂直领域知识服务体系和文化生活服务体系。

中信出版集团前身为中信出版社，由中国国际信托投资公司主办，成立之时注册资金 100 万元。2007 年中信出版社开始进行股份制改造，先后获得中信集团公司、新闻出版总署及财政部同意，于 2008 年 5 月召开创立大会，整体改制为中信出版股份有限公司，由中信集团公司和中信投资控股有限公司共同发起设立，注册资金 10,000 万元。成立后的的中信出版股份有限公司继承了中信出版社的资产、业务、人员、债权及债务。2015 年 11 月，中信出版在全国股转系统挂牌，于 2019 年 5 月申请终止挂牌。

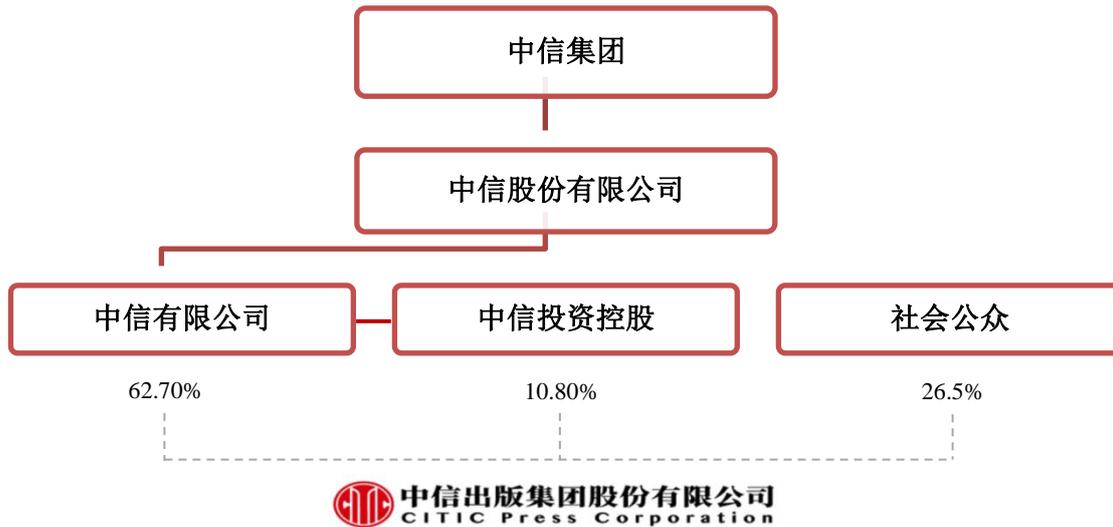
图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，山西证券研究所

中信出版于 2019 年 7 月 5 日在深市创业板上市，发行股份 4753.79 万股，发行后的公司总股本为 19,015.15 万股。公司第一大股东中信有限公司直接持有公司 62.7% 股份，通过全资子公司中信投资控股间接持有公司 10.8% 股份，合计持有公司 73.5% 的股份；中信集团通过控股子公司中信有限持有公司 73.5% 的股份，为公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司年报，山西证券研究所

据公司招股说明书及年报信息，中信出版目前共拥有 9 家控股子公司，包括中信书店、经济导刊杂志社、中信云科技、信睿宝网络、中信楷岚等，5 家参股公司及 2 家分公司。

表 1：中信出版重要子公司情况

序号	子公司	持股比例	子公司定位
1	中信书店	100%	图书出版与发行业务的线下重要零售渠道
2	中信云科技	100%	图书出版的数字阅读产品销售和市场营销
3	信睿宝网络	100%	聚焦于少儿类图书的版权开发
4	信睿文化	100%	少儿领域的知识产权运营，同时开展财经类图书的版权开发
5	中信楷岚	51%	凭借 Kaplan 在金融、财会、地产、健康医疗、英语语言培训等方面的资源优势及其遍布海外的高等院校及培训中心，通过学历教育、行业资质认证及职业培训、标准化考试业务、英语学习及终身学习业务，形成中信出版特色的教育体系和品牌影响力
6	上海中信大方	100%	储备、运营以文学类图书为主的内容资源
7	中信出版日本株式会社	60%	中信出版在海外设立的第一家子公司，依托中信出版主业，在中日双市场开展出版及 IP 版权全方位运营
8	中店信集	53%	运营广州白云机场二号航站区云天一线核心商业区 CITICPORT 中信理想家，成为公司从单一机场书店迈向规模化集成运营商的关键一步
9	经济导刊杂志社	100%	《经济导刊》杂志的编辑、出版、广告、发行、网站、导刊内参

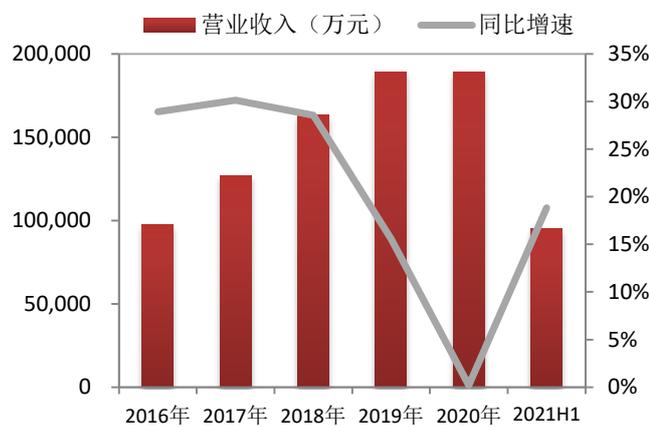
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

1.2 经营情况：从事大众图书全牌照业务，经营业绩快速发展

公司上市前后经营业绩呈现快速发展态势，营业收入自 2015 年的 7.58 亿增长至 2020 年的 18.92 亿元，年复合增长 20.07%，归属母公司股东净利润 2.82 亿元，年复合增长 22.79%。其中 2020 年受到疫

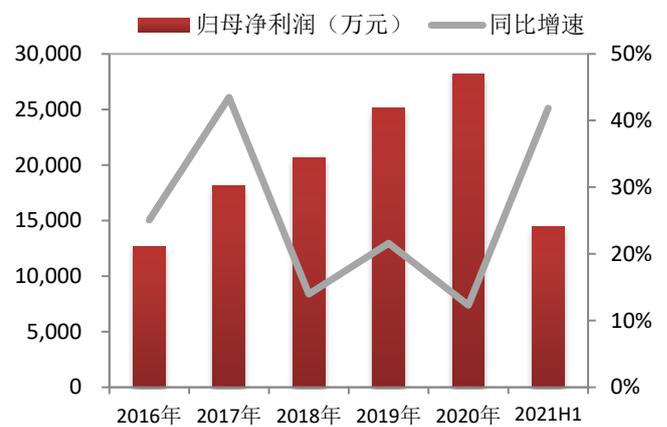
情阶段性影响，业绩增速有所放缓；但自疫情进入常态化防控后，公司凭借优质内容与完善渠道，业绩迅速回暖，2021年上半年，公司实现营业收入9.52亿元，同比增长18.82%；实现归属于上市公司股东的净利润1.45亿元，同比增长41.85%。

图3：公司近五年及一期营业收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图4：公司近五年及一期归母净利润及增速

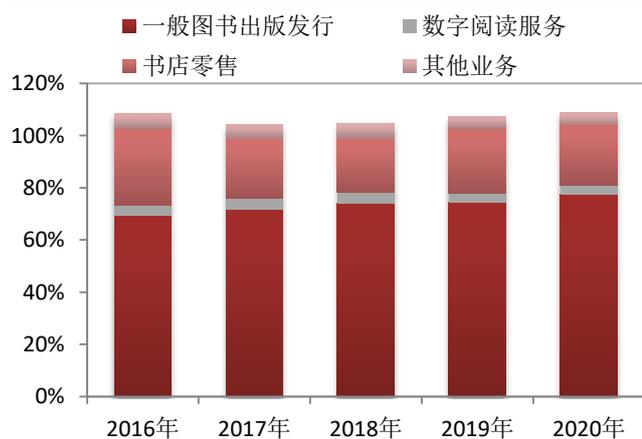


资料来源：wind，山西证券研究所

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，其主营收入构成主要包括一般图书出版发行、数字阅读服务、书店零售、其他文化增值服务等业务收入。其中一般图书出版发行业务是公司营业收入中最重要的构成，包括经管、学术文化、文学、少儿等大众图书品类，其收入的持续增长为公司业绩奠定坚实基础。2015年，公司一般图书出版与发行业务收入为4.77亿元，占比营业收入的比重为63%，到2020年该项业务的收入规模达14.64亿元，年复合增长25.15%，收入占比达81.10%。

公司数字阅读服务业务，包括电子书的策划出版，数字阅读产品的整合、分销与传播，以及由此衍生的互联网阅读服务。公司数字阅读业务收入呈现快速增长态势，2015年收入为3679.75万元，到2020年增长至7049.84万元，年复合增长13.89%，其中2017年公司阅读产品包中加入纸质书，提高了客单价及分成比例导致收入增加，到2019年公司调整统计口径，将运营商产品包中实体部分移除。可比口径下，2018年至2020年公司数字阅读服务业务收入的复合增速为19.81%。

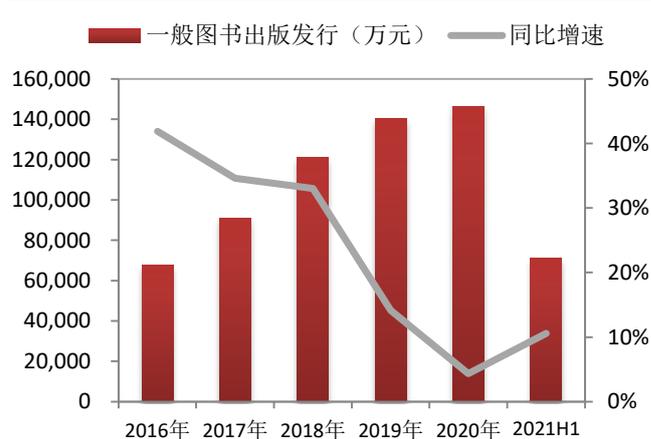
图 5：公司 2016-2020 年主营业务收入构成



资料来源：公司公告，山西证券研究所

注：2019 年及后续年份为调整统计后的数据，未进行内部抵销

图 6：公司一般图书出版业务收入及增速

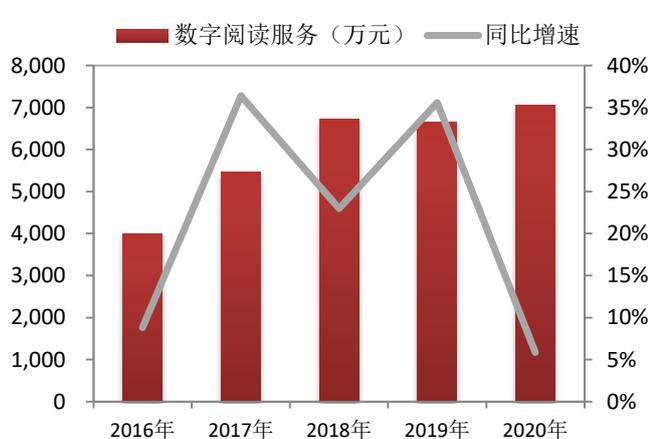


资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司书店零售业务依托中信书店、中店信集及网络直营店，以图书、文创等各类产品销售获得收入。2015 年公司书店零售业务收入 2.01 亿元，增长至 2020 年的 4.36 亿元，年复合增速为 16.71%，其中 2017 年受统计口径调整，即天猫和京东旗舰店由书店零售业务调整至母公司中信出版核算，导致书店零售业务收入有所减少，但上市以来收入端维持良好增长态势，剔除该影响后的书店零售业务实际增长 11.06%。自此之后，公司加强了线上电商平台的营销力度，同时推动线下门店提质增效，保障了书店零售业务在收入端保持平稳增长，利润端持续减亏，2021 年上半年书店零售业务实现收入 2.83 亿元，同比增长 27.52%。

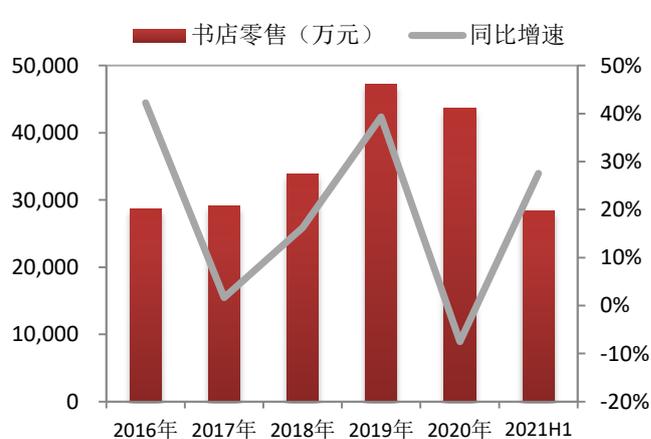
公司其他业务中包括其他文化增值服务、广告宣传、陈列展示等，其中其他文化增值服务业务包括中信楷岚开展的职业教育培训等，该项业务发展迅速，收入由 2015 年的 811.93 万元增长至 6357.06 万元，年复合增长 98.57%，上市后与其他业务合并统计，整体业务收入保持稳定。

图 7：公司数字阅读服务业务收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

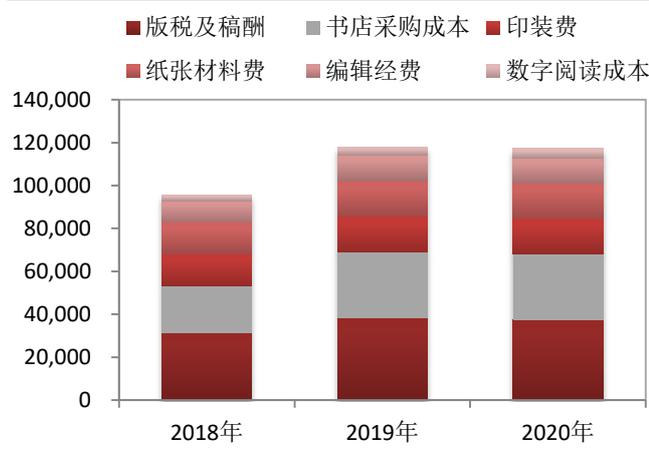
图 8：公司书店零售业务收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

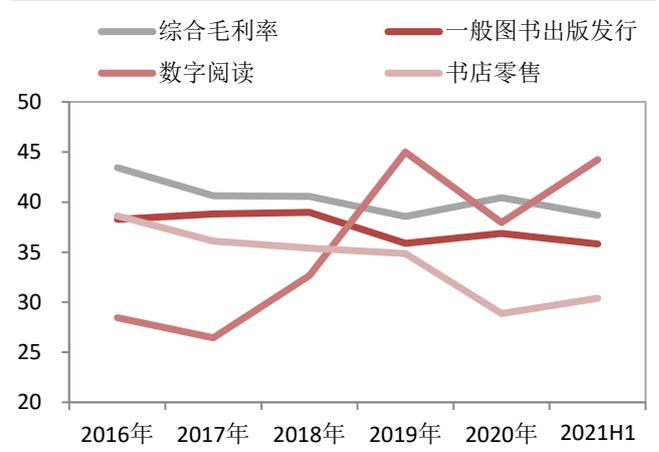
公司主营业务成本中一般图书出版发行业务的成本占比最高，占比达 75%以上，主要包括版税及稿酬、印装费、纸张材料费等项目。其次为书店零售业务成本，包括采购图书、文化用品等成本，占比达 20%以上；数字阅读业务中推广、版税、编辑等成本占比较低。其中其中公司一般图书版税率在 8%-18% 之间，电子书的版权费比例通常为 25%-70%。从 2018-2020 年成本变化来看，随着业务的发展，公司各项主营业务成本呈现复合增长，其中版税稿酬、书店采购、编辑、数字阅读业务等成本持续上涨，纸张成本受纸价影响有所波动，但整体来看，由于行业整体内容、印刷成本不断提高，导致毛利率存在下行压力，2018-2020 年公司综合毛利率在 40%左右波动，2021H1 为 38.69%。

图 9：公司主营业务成本结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

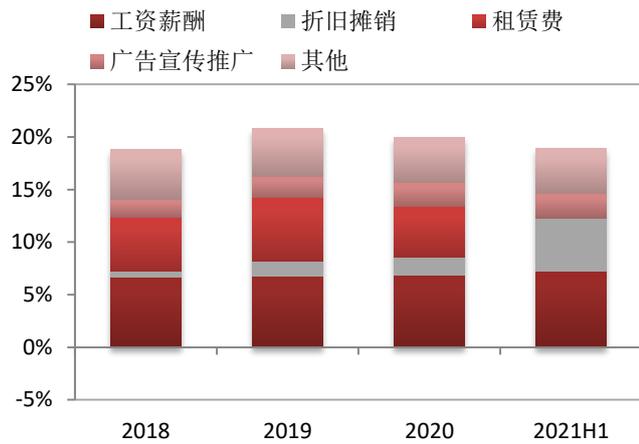
图 10：公司综合及分业务毛利率



资料来源：wind，山西证券研究所

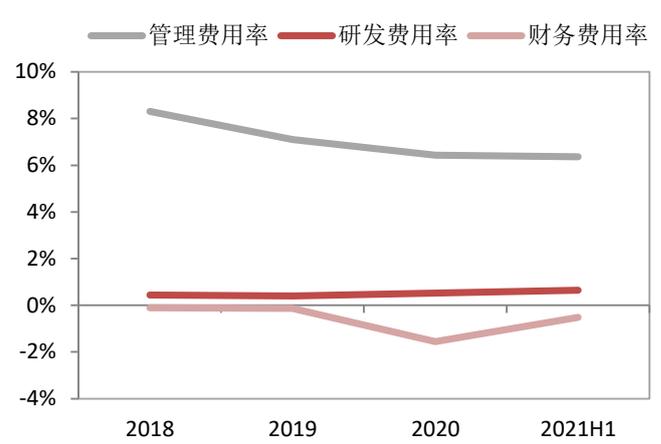
公司期间费用中销售费用占比较多，主要包括门店租赁、线上线下广告宣传推广、薪酬等费用。2018-2020 年公司销售费用率分别为 18.80%、20.82%、19.93%，其中 2019 年由于新增网店及营业面积导致租赁费用增加；2021 年随着新租赁准则实施，部分租赁费用转至利息支出核算，以及运输费用的降低，导致公司上半年销售费用率下降至 18.87%。公司管理及研发费用较为稳定，2018-2021H1 合计费用率分别为 8.75%、7.50%、6.96%、7.01%。公司财务费用为负，由于公司尚未有有息债务，财务费用主要为利息收入及少量手续费，2018-2020 年公司财务费用率分别为-0.10%、-0.13%、-1.55%，2021 年上半年由于新租赁准则导致利息费用增加，财务费用率上升至-0.52%。

图 11：公司销售费用率及拆分



资料来源：公司公告，山西证券研究所

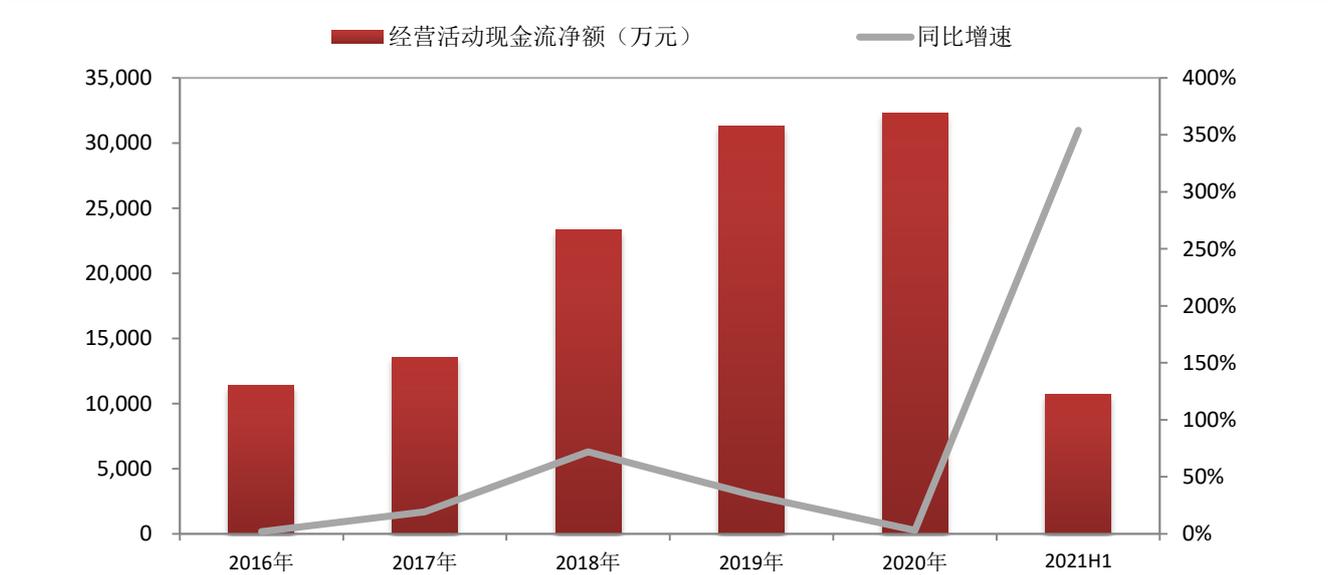
图 12：公司管理、研发及财务费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

公司经营活动现金流保持良好增长态势，主要得益于公司营业收入的稳定增长以及良好的应收账款、存货管理。2018-2020 年公司经营活动现金流净额分别为 2.33 亿、3.13 亿、3.23 亿元，同比增长 71.87%、34.26%、3.00%，均高于同期净利润规模，其中 2020 年主要受疫情影响，应收账款与存货周转率较 2019 年有所下降。2021H1 公司经营活动现金流净额为 1.07 亿元，同比增长 354.09%，主要为 2020 年同期低基数以及租金支出计入筹资活动现金流影响。

图 13：公司经营活动现金流净额及增速情况



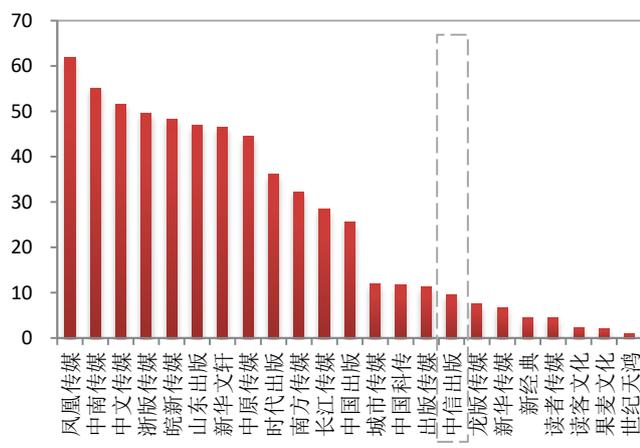
资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 财务比较：成长性优势与盈利能力突出

在已上市的 A 股出版发行公司中，可以分为从事教育图书及大众图书出版发行的国有大型出版发行集团，如中南传媒、凤凰传媒等和从事大众图书策划与发行的民营图书公司，如新经典、果麦文化、

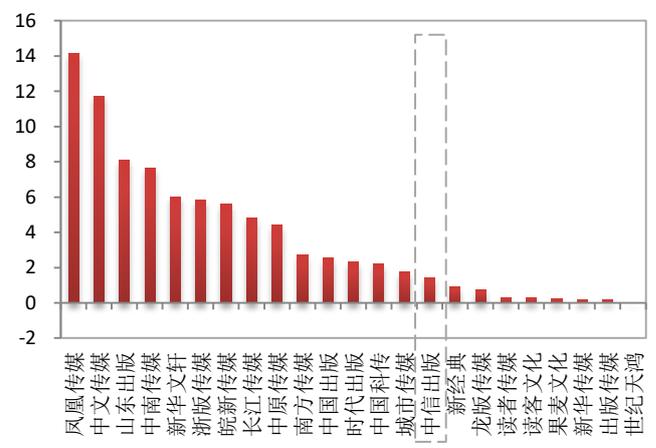
读客文化等。就业绩规模而言，中信出版并无教材教辅出版发行业务，因此相较于教育图书与大众图书并重的省级出版集团而言，营业收入与归母净利润的规模都相对较小，与中国科传（教育出版占比较小）及新经典、读客文化、果麦文化（无教材教辅业务）规模相当。从业绩增速来看，由于 2020 年出版发行行业处于业绩低基数状态，进而 2021H1 多数上市公司业绩同比增幅明显，公司营业收入与归母净利润增速处于可比公司中游水平，优势并不明显；我们以数据的可得性选取 2018-2020 年营业收入与归母净利润复合增速比较，中信出版增速处于全部可比公司第二位，营业收入与归母净利润复合增速分别为 14.16%、15.87%，成长性表现更为出色。

图 14：A 股出版发行公司 2021H1 营业收入



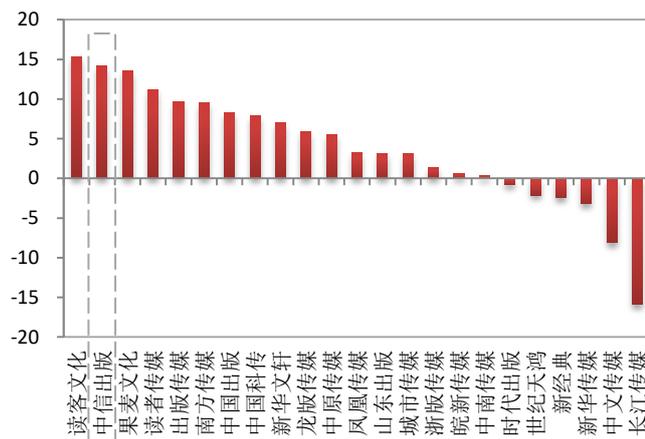
资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：A 股出版发行公司 2021H1 归母净利润



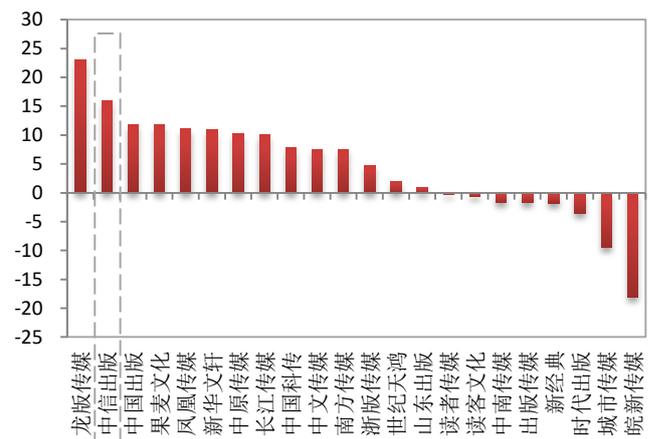
资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：出版发行公司 2018-2020 年营业收入复合增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：出版发行公司 2018-2020 年归母净利润复合增速

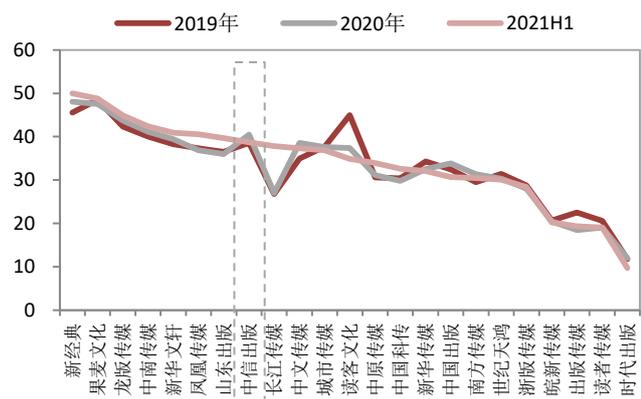


资料来源：wind，山西证券研究所

综合毛利率方面，中信出版近五年毛利率水平处于出版发行上市公司前列，2021H1 中报数据排名第 7/23。上市公司间毛利率水平的差异主要来自主营业务结构上的不同，公司主营产品为大众图书，受市场化定价与渠道折扣影响较多，而多数省级出版发行集团主营产品中教材教辅的占比较高，提价空间有限但零售价格相对稳定，同时还包括有较低毛利率水平的印刷、物贸等业务。期间费用率方面，中信

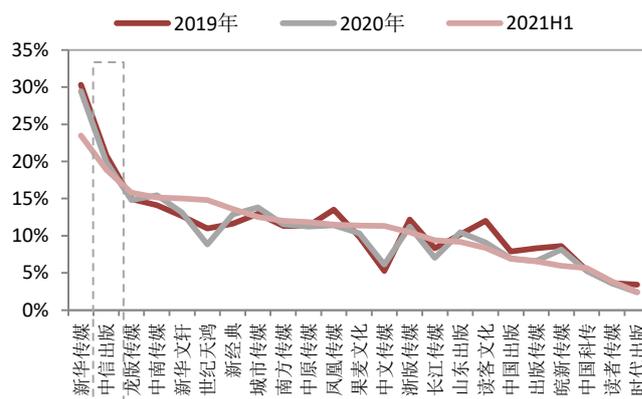
出版销售费用率相对较高，主要源自公司营业收入规模相对较小而书店零售业务门店的租赁费用较高，同行业上市公司中新华书店发行体系大多拥有自有产权门店，销售费用相对营业收入占比较小；管理费用率相对较低，研发费用率由于公司近年来对中信书院、中信书店小程序等数字化产品优化投入增加，相较其他上市公司有所提高；财务费用率方面，由于上市出版发行公司普遍现金充裕，利息收入较多，因而财务费用率大多处于较低水平。

图 18：A 股出版发行公司综合毛利率对比



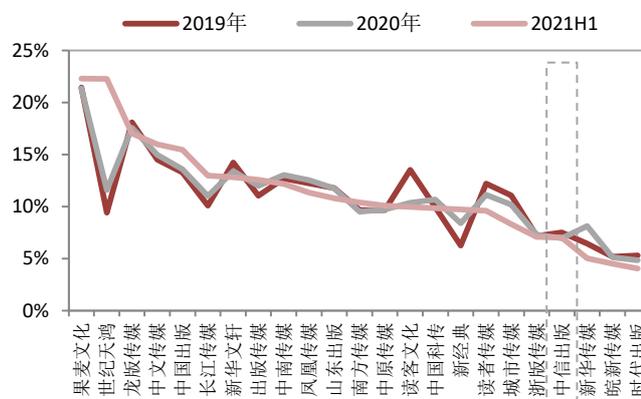
资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：A 股出版发行公司销售费用率对比



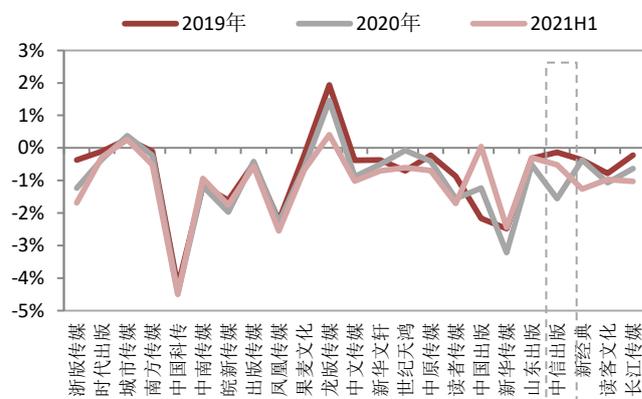
资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：A 股出版发行公司管理及研发费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：A 股出版发行公司财务费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

如对出版发行上市公司中一般图书出版与发行业务合计收入进行统计比较：2018-2020 年中信出版一般图书出版发行业务收入规模居板块内中游水平，但近三年复合增速处于 TOP3 位置。2018-2020 年上市公司一般图书出版与发行业务毛利率绝大部分处于 20%-50%左右，中信出版毛利率处于 TOP 6-8 的较高水平，且由于市场图书折扣走低、版权成本提升等因素导致大部分上市公司一般图书业务毛利率呈下降趋势。

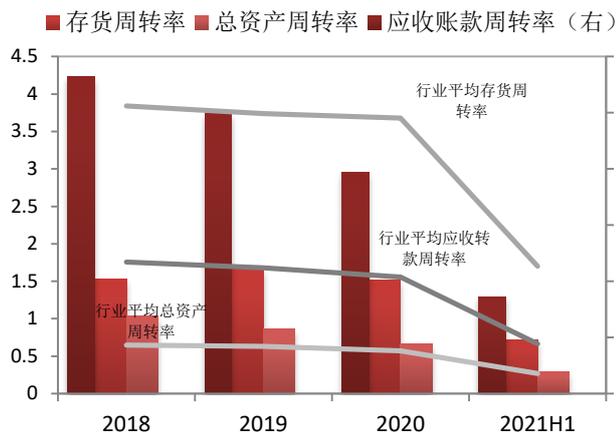
表 2：A 股出版发行公司一般图书出版发行业务收入、增速、毛利率对比

公司名称	业务收入（亿元）				公司名称	业务毛利率（%）		
	2018	2019	2020	复合增速		2018	2019	2020
南方传媒	11.20	12.61	14.66	15.91%	中国科传	58.83%	58.34%	57.43%
果麦文化	2.77	3.57	3.36	15.87%	新经典	46.76%	45.33%	47.06%
中信出版	12.78	14.04	14.64	14.90%	果麦文化	47.79%	48.82%	47.00%
中文传媒	36.78	36.45	48.36	13.24%	中国出版	42.73%	39.80%	41.28%
中国出版	29.17	35.85	34.60	10.95%	读客文化	46.36%	40.17%	38.69%
读客文化	2.74	3.32	3.17	10.65%	中信出版	40.57%	35.97%	36.87%
中南传媒	23.73	24.85	28.51	10.22%	皖新传媒	36.56%	37.19%	35.04%
凤凰传媒	34.61	42.98	44.87	10.16%	龙版传媒	32.28%	37.59%	34.27%
出版传媒	8.38	9.33	8.52	7.46%	中文传媒	33.39%	33.70%	32.68%
浙版传媒	45.73	52.89	52.52	6.61%	中南传媒	31.69%	28.67%	30.84%
新华文轩	30.37	33.52	30.86	4.21%	城市传媒	29.07%	28.94%	28.95%
中国科传	6.92	7.84	7.28	4.20%	长江传媒	29.87%	31.00%	27.87%
皖新传媒	29.06	29.27	31.51	3.14%	山东出版	31.53%	31.82%	26.41%
城市传媒	16.19	16.61	15.09	0.36%	凤凰传媒	32.10%	28.73%	25.04%
山东出版	17.76	17.46	15.81	-0.90%	时代出版	25.32%	23.84%	22.74%

资料来源：wind，山西证券研究所

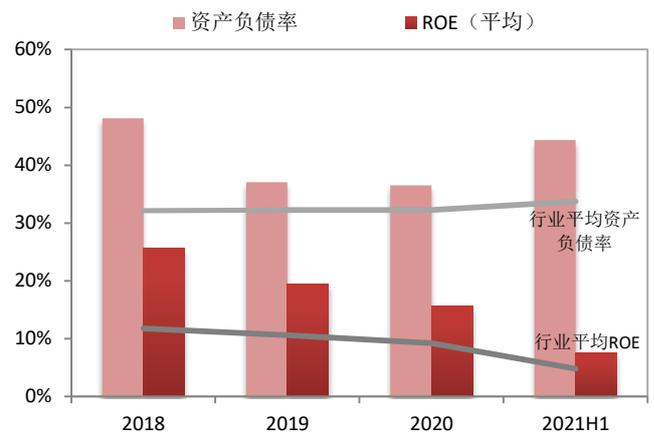
资产结构方面，截至 2021 年 6 月 30 日，中信出版资产负债率为 44.35%，高于行业均值 33.72% 水平，公司负债构成主要为与公司经营相关的应付版税稿酬及采购款项等无息负债。营运能力方面，2018-2021H1 公司总资产周转率分别为 1.04 次、0.86 次、0.66 次、0.29 次，均高于行业上市公司平均水平，其中应收账款周转率分别为 28.17 次、24.93 次、19.67 次、8.63 次，显著高于行业上市公司平均水平，表明公司图书销售回款能力较强；存货周转率分别为 1.53 次、1.66 次、1.51 次、0.72 次，低于可比上市公司存货周转率平均水平，原因在于相较于大众图书销售，教材教辅采用征订模式能够很快实现销售，公司发行与销售以自主出版图书为主，营业成本结构与其他可比上市公司存在差异，因此存货周转的速度较慢。整体上来看，中信出版近三年及一期净资产收益率排名行业首位，分别为 25.69%、19.49%、15.62% 和 7.56%。

图 22：A 股出版发行公司资产周转率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：A 股出版发行公司资产负债率及 ROE 对比



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 行业分析

2.1 供给端集约化趋势渐强，阅读习惯养成奠定需求端基础

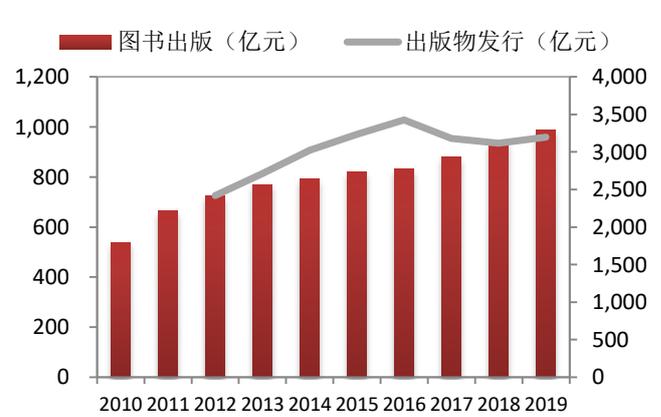
文化产品不仅能够满足国民精神文化生活，提高居民生活幸福感，同时文化产业的发展还能够带动关联产业发展，对国民经济产业结构转型升级、增强国家软实力发挥重要作用。随着国民经济的快速发展，我国文化产业在国民经济的地位不断提升，2019 年我国文化产业增加值为 4.44 万亿元，占 GDP 比重为 4.50%，较 2010 年上升 1.75pct。出版行业作为其中的细分领域，经历由原来的国有事业单位体制格局到市场化与产业化运作的发展进程，发展初具规模。据《新闻出版产业分析报告》数据显示，2019 年全国出版印刷和发行服务实现营业收入 1.89 万亿元，同比增长 1.1%，其中与图书市场相关的图书出版收入 989.65 亿元，同比增长 5.59%，出版物发行收入 3196.54 亿元，同比增长 2.57%，此外 2019 年数字出版营业收入超 9800 亿元，同比增长约 17.64%。

图 24：2010-2019 年我国文化产业增加值规模



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

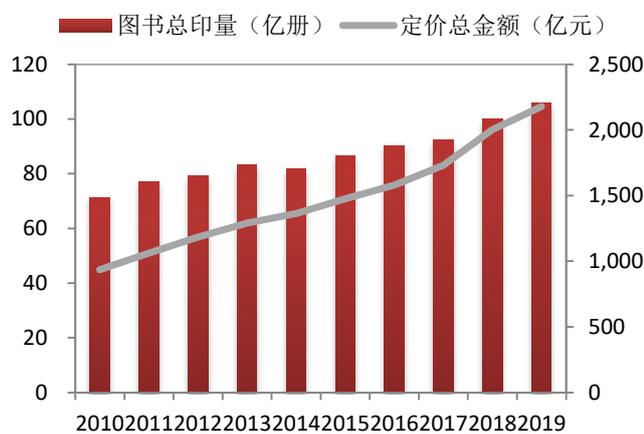
图 25：2019 年图书出版及出版物发行规模（亿元）



资料来源：新闻出版产业分析报告

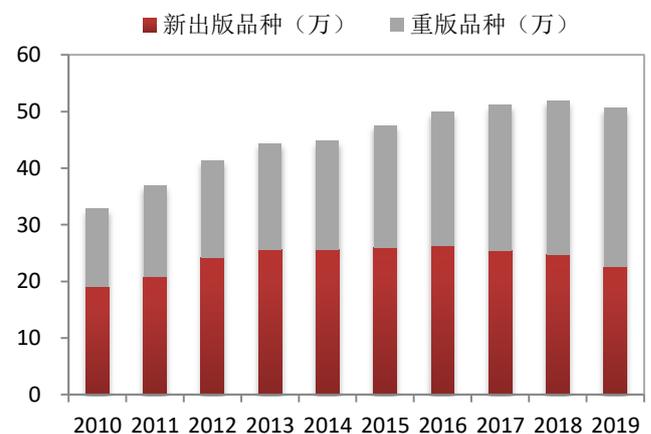
从图书行业上游生产来看，新书供给持续收缩，重印图书占据主体。2019年全国共计出版图书106亿册，同比增长5.89%，定价总额达2179亿元，同比增长8.79%，其中新出版图书品种22.50万种，同比减少8.94%，重版图书品种28.10万种，同比增长3.23%，上游图书供给在经历高速扩张的十年后，新书投放市场已有明显回落，基本维持在25万种/年左右。2020年，全国各出版单位共计申报新书选题26.84万种，较2019年减少约3%，虽然疫情好转与出版业复工复产后新书CIP数量月环比企稳回升，但总量下降的趋势依旧延续。我们认为，由于政策监管总量控制书号规模以及下游读者对图书内容品质要求不断提高，推动了图书出版供给侧改革，内容集约化生产与运营有望成为上游图书出版的发展新趋势，因此预计未来新书的投放品种会继续收缩，而重版图书在经历过市场选择与验证后，在出版社打造品牌化、精品产品线中的重要程度将会抬升。

图 26：2019 年图书出版数量与定价总额



资料来源：新闻出版产业分析报告

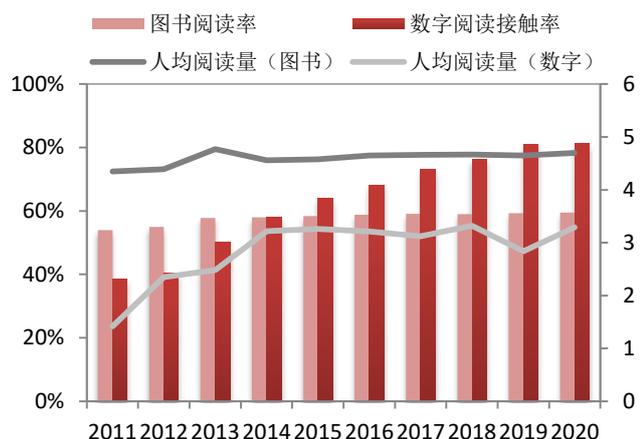
图 27：图书出版品种分布及新书 CIP 数量



资料来源：新闻出版产业分析报告

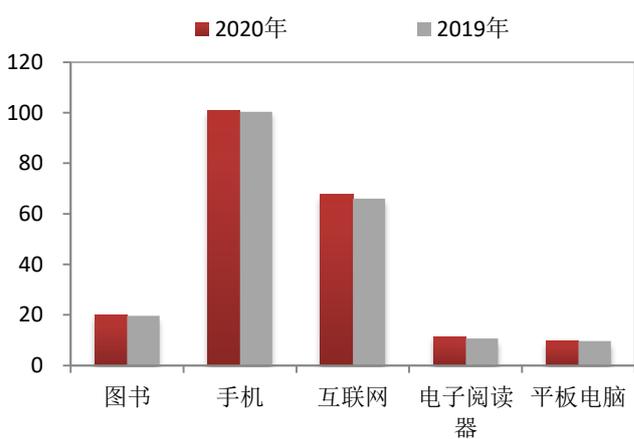
从图书阅读需求端来看，虽然多元化的文化娱乐方式挤占了国民的闲暇时间，但在全民阅读的政策推动及知识付费崛起等趋势下，国民阅读习惯保持良好的发展态势。据全国国民阅读报告数据，目前我国全民阅读普及率已经处于较高的水平，2020年我国成年国民综合阅读率为81.30%，其中图书阅读与数字化阅读是成年国民阅读率最高的两种媒介：2020年我国成年国民图书阅读率为59.5%，较2019年上升0.2pct，数字化阅读接触率为81.3%，较2019年上升0.2pct。从用户粘性的不同维度来看，纸质图书的优势在于国民纸质图书的阅读数量较高，而数字化内容阅读的时长更长。2020年成年国民人均图书阅读量为4.7本，较2019年4.65本增加0.05本，电子书阅读量为3.29本，较2019年2.84本增加0.45本；纸质图书的日均阅读时长为20.04分钟，而手机端、互联网、电子阅读器的日均阅读时长分别为100.75分钟、67.82分钟、11.44分钟。由于阅读已经成为居民日常文娱消费的范畴，数据显示2020年成年国民阅读量在10本及以上的人群比重较2019年有所上升，因此随着深度阅读人群规模正在持续扩大，图书消费与数字阅读内容需求预计还将不断提升。

图 28：2011-2020 年成年国民阅读率与阅读量



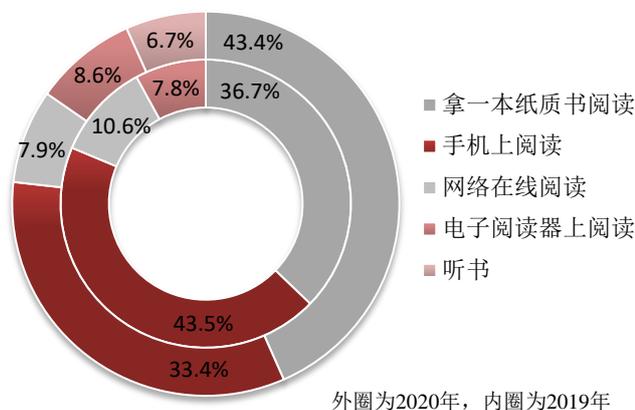
资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 29：2020 年国民阅读媒介时长对比



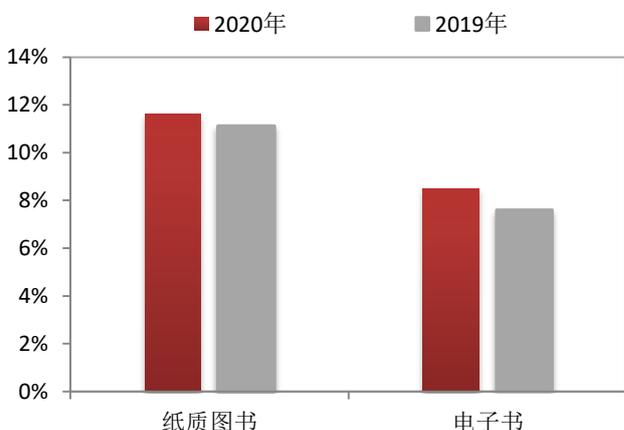
资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 30：2020 年国民倾向的阅读形式



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 31：2020 国民年均阅读量在 10 本及以上人群比重



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

2.2 全民阅读带动图书零售增长，少儿与社科为两大重要品类

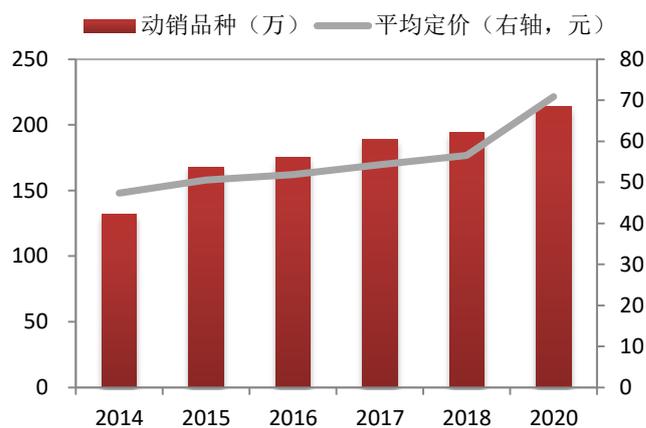
自 2014 年以来，中国图书零售市场码洋规模均维持两位数增速，到 2019 年图书零售市场码洋规模突破千亿，达到 1022.7 亿元。2020 年，图书零售市场受到疫情的短暂冲击，码洋规模同比减少 5.08% 至 970.8 亿元，但自 2020Q2 行业复工复产后，图书销售呈现回暖态势，到 2021 年上半年码洋规模同比增长 11.45%，重回两位数增长通道，整个图书零售市场保持疫情防控常态化下的恢复性增长态势。从码洋规模驱动因素来看，我们认为近年来码洋规模的增长一方面来自图书销量的提升，2020 年图书动销品种达到 214 万，较 2014 年 132 万种年复合增长 8.39%，2021 年 1-8 月动销品种达 194.3 万种；另一方面来自图书定价增长的驱动，近年来由于读者对阅读体验的要求提高，图书纸张、印制、版权等成本提高，导致新书定价不断走高，2020 年图书平均定价达 70.83 元，其中新书定价中位数达 48 元，较 2014 年分别增长 49.62% 和 60%。

图 32：中国图书零售市场码洋规模



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

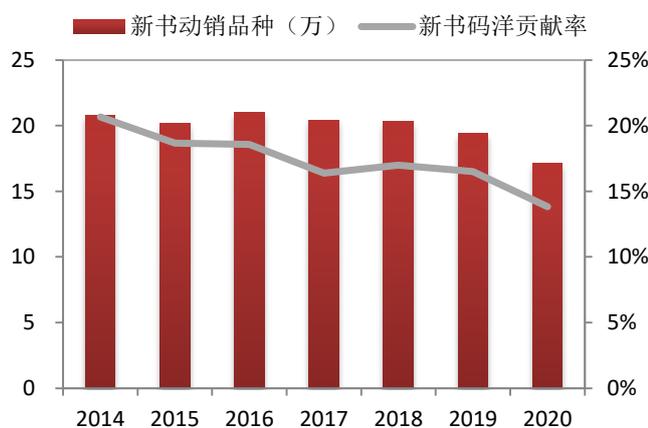
图 33：中国图书零售市场动销品种及平均定价



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

在下游零售领域新书对图书市场的拉动作用明显下降，优质内容马太效应凸显。2014-2019 年新书动销品种基本维持在 20 万种/年，2020 年受疫情影响新书投放缩减至 17.1 万种，新书码洋贡献由 2014 年的 20.65% 下降至 2020 年的 13.82%。目前整个市场销售主要由上市 1-3 年及 3 年以上图书为主，2020 年的占比分别为 51.27%、34.91%。我们认为，相较于其他文化产品，图书的内容价值可持续释放，并且随着近年来图书精品化内容的加强，图书零售市场上不仅新书的投放速度放缓，图书消费的迭代速度同样放缓，存量优质内容的马太效应更为凸显，头部品种（前 5%）的码洋贡献率由 2014 年的 70.15% 上升至 2020 年的 81.90%，成为拉动图书零售市场的主要动力，因此图书市场的增长逻辑正在从投放新书产生增量转向以打造畅销且长销图书精品的逻辑，高质量的新书出版与运营将为出版公司及行业提供新的内容驱动力，并逐步成长为经典长销品种。

图 34：图书零售市场新书动销品种及码洋贡献



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 35：开卷三大畅销榜中图书上市时间对比

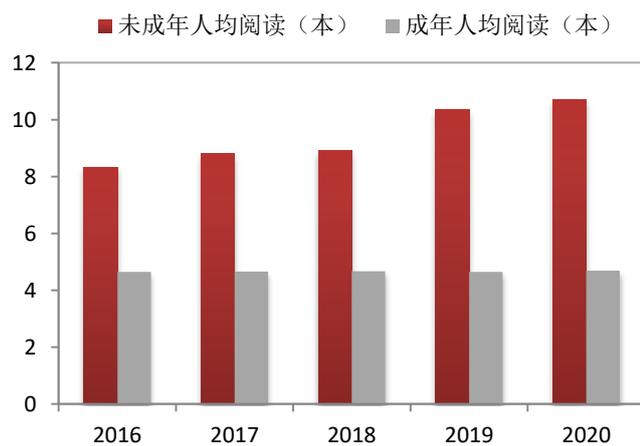


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

少儿图书为大众阅读领域成长最快的细分品类。图书市场结构方面，少儿、教材教辅、社科、文学、科技、生活休闲等大众图书构成了图书零售市场主体，2020 年上述六大品类销售码洋占据市场 95.09%

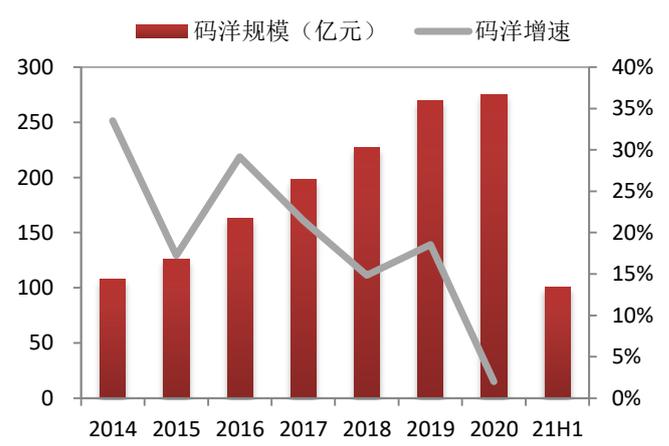
的份额。其中少儿类图书是目前图书零售市场码洋占比最大的细分品类，码洋规模占比持续提升，2020年码洋规模为275亿元，为少数在疫情影响下实现正增长的大众图书品类，绘本、少儿百科、低幼读物等细分品类增长迅速。我们认为从需求角度来看，随着近年来国民消费结构升级，家庭教育支出不断增加以及家长对少儿阅读的重视程度不断提升，为少儿图书市场的快速发展奠定需求基础。从数据来看，我国未成年人图书阅读率显著高于成年群体，且相较于数字化的阅读方式，少儿、低幼阅读对纸质图书存在明显的依赖；从供给角度来看，少儿图书的发展呈现形式与品种的多样化，内容精品化与IP品牌化趋势加强，内容供给丰富与渠道折扣优惠驱动下同样能持续带动少儿类图书销售增长。此外从人口因素来看，近二十年我国人口出生率虽然处于下滑态势，但2011年双独二胎及2015年全面二孩政策实施后，为2012至2017年迎来短暂的生育高峰，出生率明显上升，并且使得2014年我国中小学在校人数实现触底反弹并保持增长，因此我们认为在三胎政策推行后有望再度为少儿图书带来销售人口红利，而教育双减政策推行后也有望为学生课外阅读让渡更多时间。

图 36：2020 年成年与未成年国民人均阅读量对比



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 37：图书零售市场少儿图书码洋规模测算

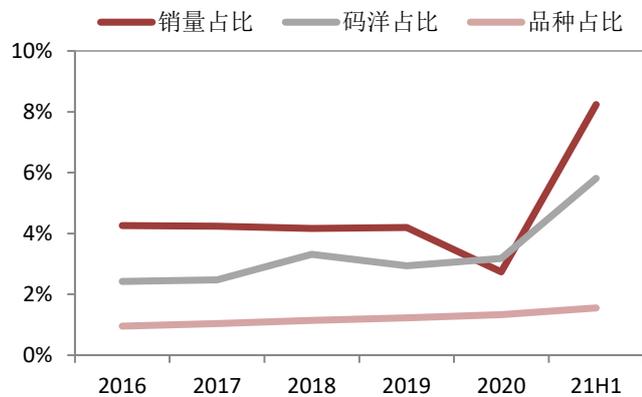


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

社科类图书在市场中占据重要位置，主题出版成为近年来主要驱动力。2020年码洋规模占比达23.93%，2021年上半年社科类图书占比达27.18%，同比上升4.43pct。社科类图书细分品类较多，包括经济管理、法律、政治、心里自助等多个细分品类，同时兼具了休闲娱乐阅读及个人技能、素质提升阅读的属性，面对的市场需求更为广泛。近两年主题出版热销带动了社科类图书的整体表现，2020年主题出版码洋规模为28.87亿元，码洋规模占比达3.18%；2021年受庆祝中国共产党成立100周年事件影响，1-6月主题出版图书码洋占比上升至6.55%，销量占比上升至8.24%，品种占比上升至1.55%，达到2016年以来的峰值水平，对上半年社科类图书销售形成强有力的支撑。此外，近年来主题出版繁荣选题日趋多元，内容更加丰富，不仅对每年重要时间节点有所侧重，同时向传统文化、科技发展及社会纪实、人物传记等方面拓展新内容，进一步带动了主题出版阅读的大众化，并以此推动社科细分品类的可

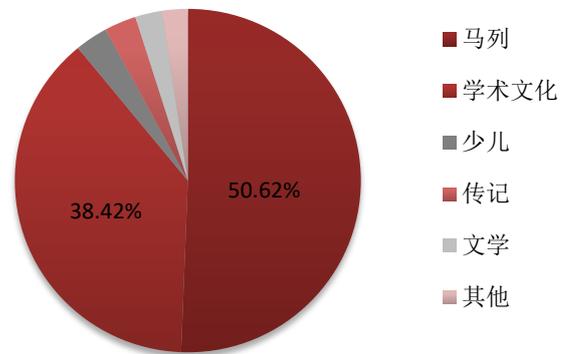
持续增长。

图 38：2016-2021H1 主题出版码洋规模及占比



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

图 39：2021 年 1-5 月主题出版各细分类别码洋占比

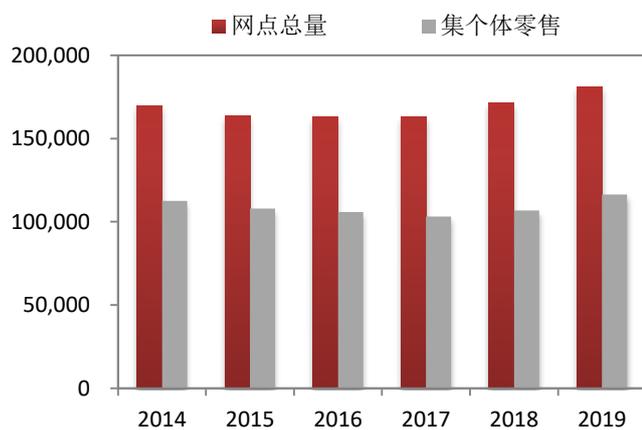


资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

2.3 线上线下渠道打法不同，新媒体成为新营销阵地

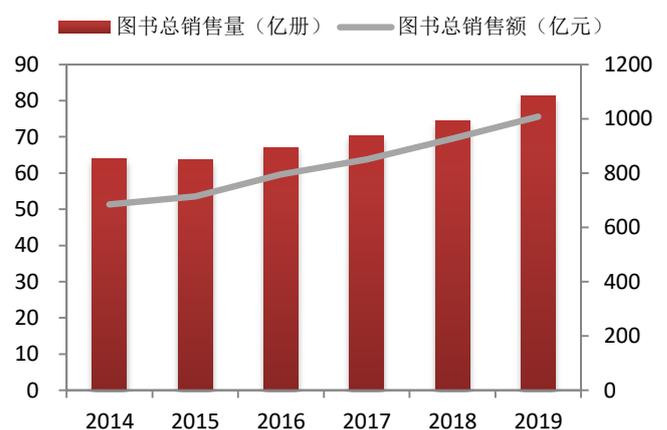
2019 年全国共有出版物发行网点 18.11 万处，较 2014 年的 16.96 万处年复合增长 1.33%。从网点数量来看，以集个体零售数量居多，2019 年达到 11.64 万处；新华书店及出版社自办发行渠道则因网点连锁运营模式形成规模经营优势，以品牌及门店产权为背书，具有明显发行优势。2019 年全行业图书总销量达到 81.42 亿册，销售额达到 1007.97 亿元，五年复合增速分别为 4.96% 和 8.05%。

图 40：2019 年出版物发行网点数量



资料来源：新闻出版产业分析报告

图 41：2019 年出版物发行图书销售总量及销售总额

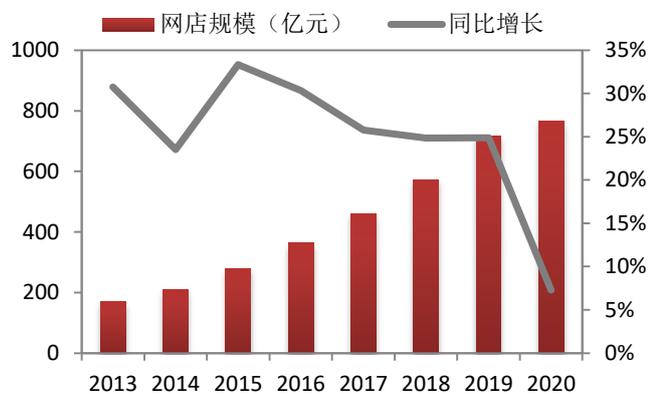


资料来源：新闻出版产业分析报告

图书零售渠道表现分化，线上规模全面超越实体门店。由于近年来电商销售渠道及物流、仓储等服务保障的完善，激发了图书线上渠道的消费潜力，图书零售市场网络渠道快速发展，尤其是在 2020 年疫情影响下，使得读者的消费习惯进一步向线上转移，加剧了图书销售渠道的分化。从具体数据来看，自 2013 年，网络渠道图书码洋销售规模保持 20% 以上的年增长速度，并在 2016 年码洋规模超越实体书店规模，2020 年网店渠道销售码洋规模达 767.2 亿元，虽增速放缓但在疫情下仍保持正向增长，市场占

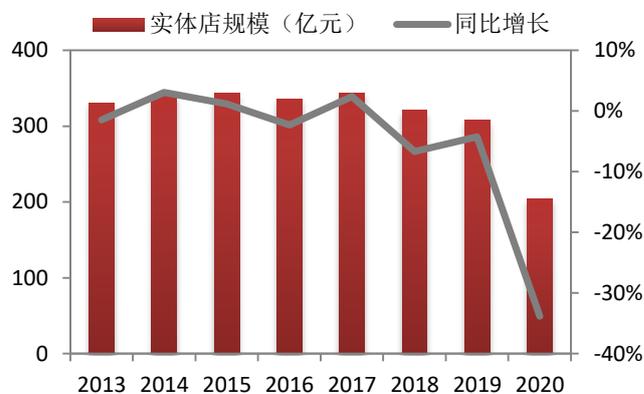
比达 79.03%，较 2013 年占比上升 41.58pct。而实体书店的销售规模则呈现下降趋势，2020 年更是受到疫情影响明显，码洋规模为 203.60 亿元，较 2019 年同比减少 33.80%，市场份额降至 20.97%。

图 42：图书零售市场网店渠道规模及增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

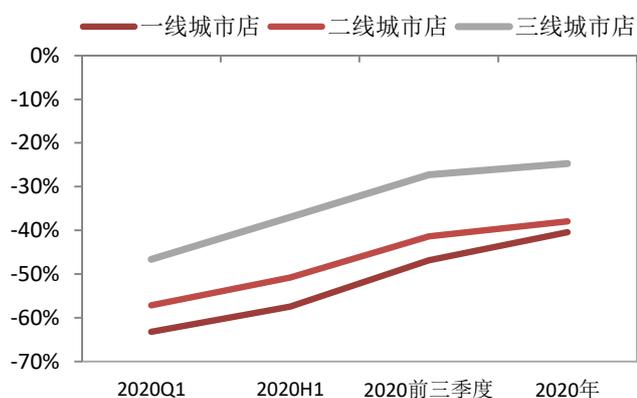
图 43：图书零售市场实体渠道规模及增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

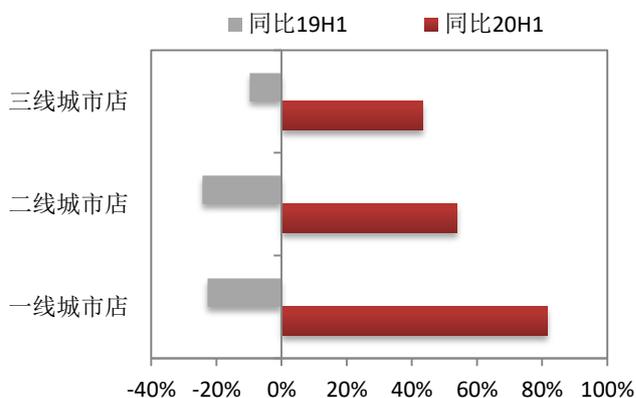
2021 年实体店渠道受益于 2020 年同期低基数影响，上半年整体增幅达 51.83%，但从长期趋势来看，实体店渠道受网络渠道购物挤压市场收缩的趋势并不可逆，渠道转型诉求更加迫切。以新零售概念为核心，打造图书消费、文化周边、餐饮咖啡、沙龙活动等相结合的多元消费综合体、突出沉浸式阅读体验及特色化主题文化理念、构建文化消费的线下流量入口成为当下实体店转型的主要方向；以社区书店、校园书店为代表的小微型门店以更密集销售网络触及下沉市场，同样走出差异化的发展路径。此外，低线城市的图书消费仍具有较强的潜力。根据开卷及中金易云数据，2019 年在整体实体店销售规模下降的趋势下三线城市书店能够转向正向增长；2020 年在实体店受疫情影响销售大幅下滑中三线城市书店降幅逐季收窄的幅度更加明显，2021 年上半年不同城市线书店销售呈现大幅反弹，剔除低基数影响下三线城市书店相较于 2019 年同期的销售降幅更低，可见不同于市场整体，下沉市场的实体店渠道图书消费仍具有增长潜力。

图 44：2020 年各季度区间不同城市书店销售增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

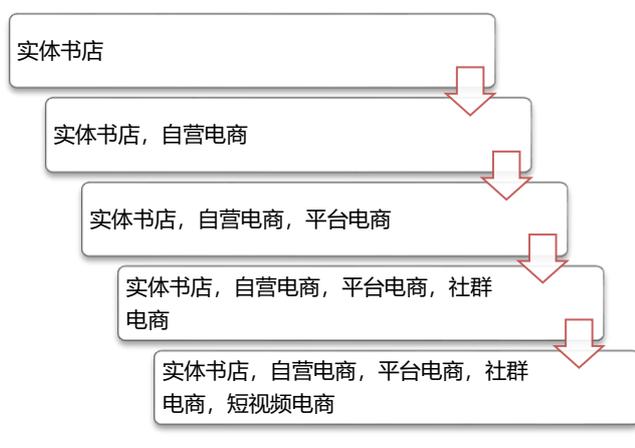
图 45：2021 年上半年不同城市实体店增速



资料来源：中金易云，山西证券研究所

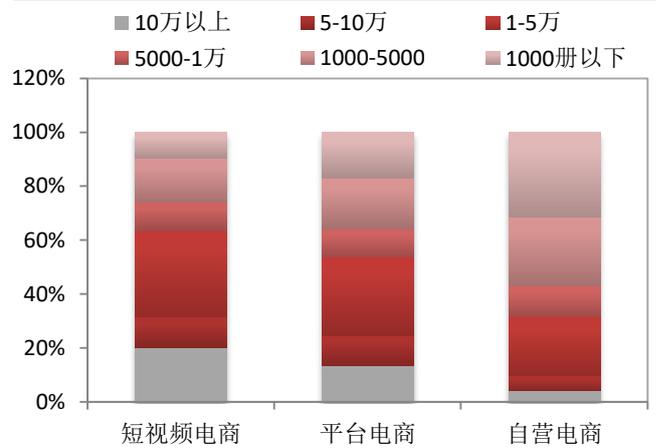
图书网店从单一的垂直电商平台发展呈现多元化与碎片化，随着微博、微信以及之后的短视频等新媒体平台的发展，图书线上渠道已形成包括自营电商、平台电商、社群电商、短视频电商等丰富的营销网络。在 2020 年疫情影响的催化下，图书发行阵地向线上转移的趋势更为明显，出版商、作者、线下实体书店等多方市场参与者加速布局线上化，使得线上渠道聚集效应不断增强。尤其是短视频营销平台的崛起并向直播电商业态拓展下，图书线上销售渠道从店铺转向主播，在更短的营销链条下形成更高效的流量转化。由于电商平台属性的不同，也使得不同网店渠道销售呈现出不同特点，进而使得营销打法也存在差异。数据表明短视频电商销售头部更集中，在流量效应下更易出爆款，2021 年上半年短视频电商销量在 10 万册以上的品种码洋占比高达 20.14%，销量前 100 名、前 1000 名的图书品种码洋贡献率达到 33.81%、74.67%。而对比平台电商销售分布较为均匀，销量前 100 名的图书码洋贡献率在 7% 左右，而前 10000 名的贡献在 56% 左右；自营电商则品类更全面，销售偏尾部，1000 册销量以下及 5000 册销量以下的码洋占比分别达 31.60%、25.48%。此外，区别于传统的网店渠道，新媒体平台除能形成由营销向实际销售的转化外，还能够帮助出版商、实体书店强化读者的粘性，打通会员体系形成私域流量的沉淀。

图 46：图书销售渠道的演变



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 47：2021 年上半年不同网店渠道销量码洋分布

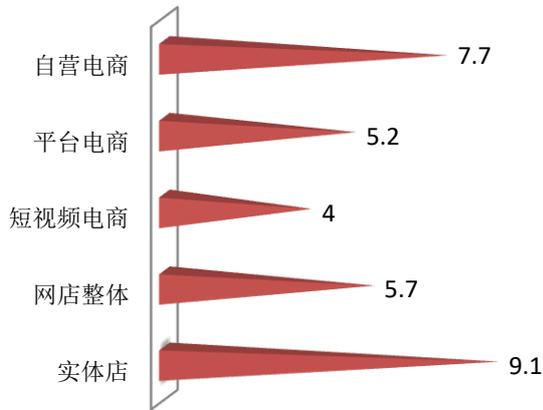


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

另一方面，由于近年来电商平台流量竞争加剧，使得线上图书销售折扣不断走低。北京开卷监测数据，2021 年上半年网店整体渠道折扣为 57 折，较 2020 年 60 折水平进一步下降，且低于 2019 年的 59 折，相较于实体书店渠道折扣仅为 90 折左右。此外对于不同网店渠道而言，折扣率也存在差异，其中短视频电商折扣率最低，仅为 40 折，平台电商为 52 折，自营电商折扣较高为 77 折。从细分品类来看，中小学幼儿园教材及教辅等 K12 教育类，工程技术、大农业、计算机等科学技术类等图书折扣水平普遍较高，马列、心理自助、教育、少儿和综合图书类的折扣水平低于网店整体。其中马列、教育类主要源自考试图书通常采用低折扣促销的方式，而少儿、心里自助类在短视频电商等平台的码洋占比较高，

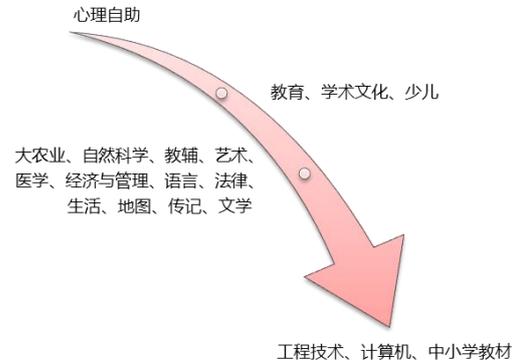
在直播带货模式下低折扣组套销售更为普遍。

图 48：实体与网店图书销售渠道折扣对比



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 49：2020 年网络渠道不同品类折扣差异

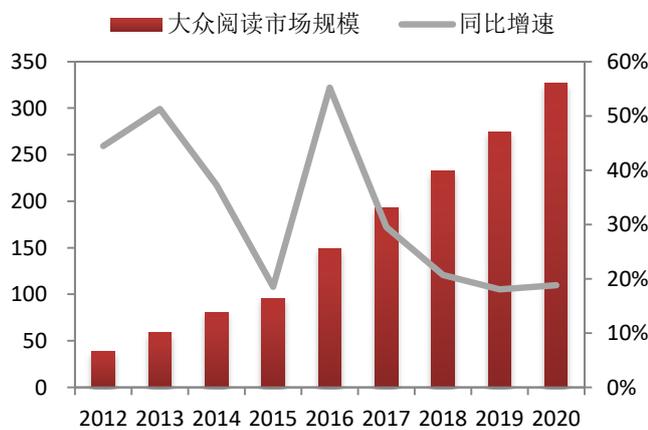


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

2.4 数字化提供内容变现与阅读场景的有效扩充

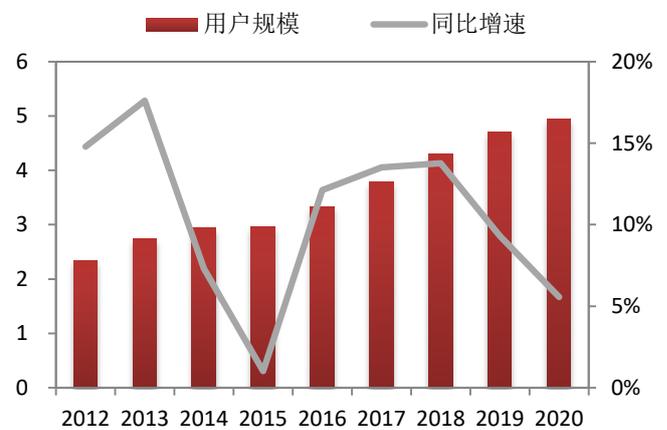
自 2003 年数字阅读 WAP 网站出现以来，中国数字阅读行业经历了近二十年从萌芽、探索到高速发展阶段，在全民阅读、打击盗版等产业政策扶持及技术推动下，数字阅读行业发展迅速，成为国民日常阅读中重要的形式。2020 年中国数字阅读用户规模为 4.94 亿，较 2012 年复合增长 9.85%；数字阅读产业继续呈现快速增长，市场规模达 352.6 亿元，其中大众阅读市场规模 326.7 亿元，较 2012 年复合增速达 30.43%。收入结构中付费订阅收入规模占比 58%，版权运营与广告收入规模占比分别 23.20%、17.40%。虽然数字阅读的快速发展对纸质图书的阅读产生了一定替代效应，尤其是用户阅读时长方面较纸质图书具有一定优势；但由于内容供给的差异化以及国民对阅读诉求和习惯倾向的不同，因此纸质图书与数字阅读二者有望逐步从替代关系走向均衡关系。

图 50：2020 年数字阅读市场规模及增速



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

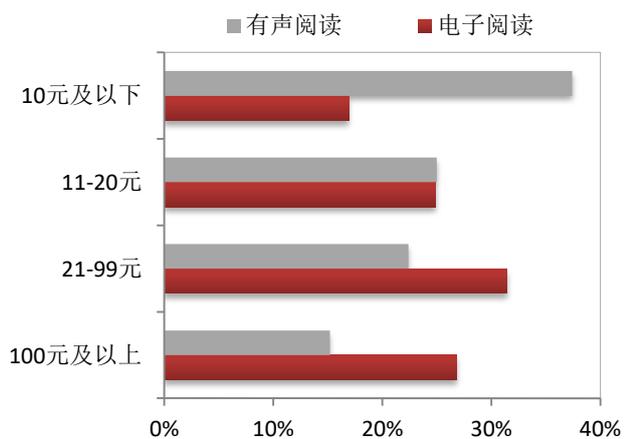
图 51：2020 年中国数字阅读市场用户规模



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

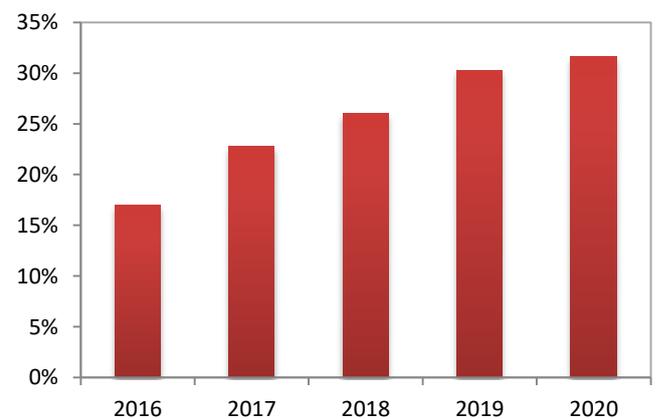
数字阅读的快速发展是供给与需求的共同推动的结果。供给层面，对于内容创作而言数字阅读内容生产与传播的方式更便捷，能在短时间内实现高效传播与用户的付费转化，同时借助平台将地域分散的读者聚集起来达成粉丝的规模效应，在鼓励原创、技能培训及版权保护等多方面驱动下，数字内容创作者数量快速增长同时内容创作品质也在提升，而手握海量优质内容资源的出版公司也更加重视出版物的数字化发展，向电子书、在线阅读、有声阅读等不同产品领域拓展，在选题上区别于网络文学休闲娱乐类阅读题材，更侧重于经典文学作品、经济管理、政法、自然科学等社科类读物，因此形成了数字出版图书与网络原创差异化又互补的内容供给格局。需求层面，消费升级下大众对日常休闲娱乐及自身素质提升的需求都在增加，数字内容在产品属性上能够兼具二者，同时在产品形式上更加丰富，亦与移动互联网碎片化时间相契合。一方面，数字阅读用户的扩圈化明显，银发群体、低线城市用户比重不断提升，免费阅读的崛起在一定程度上推动了数字阅读下沉市场的渗透，为行业挖掘更多的增量用户；另一方面，读者为知识付费的意愿持续提升，音数协《数字阅读白皮书》数据显示，2020年数字阅读用户的付费意愿达86.3%，付费用户中26.8%每月平均花费100元及以上，因此单用户花费增加也会带动产业收入规模的增长。此外，有声阅读方式的崛起，对用户阅读场景的形成了有效扩充。由耳朵听代替眼睛看的方式满足了用户在做家务劳动、休闲运动、通勤及睡前等不易通过眼睛进行阅读的特殊场景下的需求，其便利性与对碎片化时间的利用，更加受到用户青睐成为数字阅读中重要的细分赛道。平台与内容提供商加速布局，极大丰富了音频内容与形态，有利于推动有声阅读用户规模的扩大。对于内容提供商而言，在版权储备上本身具有一定优势和话语权，通过选择已有的内容版权、契合的题材与主播进行有声化路径较为便捷，同时还能够增加版权的变现渠道。

图 52：2020 年数字阅读付费用户月均付费金额



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

图 53：2020 年成年国民听书率



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

技术加持下数字阅读向多场景多形态发展，但内容仍旧是产业的核心。随着 5G 新基建的加快和商用的普及，云端图书馆、云书店等新场景与新模式不断涌现；AI 技术应用于有声阅读领域，如模拟人

声等新技术、AI 听书硬件设备等智能化发展，提高用户的阅读与听书体验。未来在 AI、VR、AR 等新技术加持下，数字阅读还有望拓展出新产品和新场景，以满足用户更多阅读需求。因此我们认为高品质阅读内容和完美的用户体验将是未来数字阅读产品发展的关键。其中内容一直以来就是数字阅读的核心，专业出版及图书公司的介入提供精品化阅读内容以及专业性与实用性强的知识付费内容均将推动数字阅读品质的提升；用户数据的采集分析和用户画像的形成是数字化产品的优势所在，未来针对用户精细化运营的阅读分级、分层精准推送都将成为提升用户体验的有效途径。

3. 公司分析

3.1 经管类图书深厚积淀，大众图书全面布局

公司在经济管理类图书领域独具领先优势。在中国经济崛起与文化强国大战略背景下，公司深度关注和研判各领域、各行业的趋势动向，形成具有鲜明中信特色和时代特征的精品化出版战略与内容输出体系。通过提供有价值的知识和阅读服务引领社会阅读，在大众阅读市场树立并强化了“中信出版”品牌地位。早在 2000 年公司确定了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，通过引入经济与管理类国际精品内容，推出了包括《谁动了我的奶酪》《杰克·韦尔奇自传》《黑天鹅》等代表作，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”等系列口碑概念，奠定公司在经营管理类图书领域的领先优势。随着新的经济概念与现象的涌现，公司紧跟国内外经济发展形势与热点，推出了“比较丛书”、“中国道路”、“区块链”、“新管理”等特色书系，进一步夯实公司在经管图书领域的优势地位。

经过多年的资源累积，公司与吴敬琏、张五常、林毅夫等国内经管类知名学者及海外多位诺奖获奖经济学家建立合作关系，《激荡三十年》《谁动了我的奶酪》《史蒂夫·乔布斯传》《杰克·韦尔奇自传》《水煮三国》《货币战争》等经典畅销图书累计发行销售超百万册；《薛兆丰经济学讲义》《反脆弱：从不确定性中受益》《原则》《可复制的领导力：樊登的 9 堂商业课》以及《苏世民：我的经验与教训》《美国陷阱》等经管类图书连续多年进入当当与京东图书畅销榜单。据北京开卷数据，公司在经管图书市场份额已连续多年排名市场第一，并且市场份额不断提升，2019 年-2021 年上半年市占率分别为 14.6%、16.89%、15.26%。

表 3：2019-2020 年中信出版进入当当网经管类畅销图书

2019 年当当网经济&管理类畅销 TOP20		2020 年当当网经济&管理类畅销 TOP20	
书名	上市时间	书名	上市时间
薛兆丰经济学讲义	2018.7	薛兆丰经济学讲义	2018.7
美国陷阱	2019.5	反脆弱:从不确定性中受益	2014.1

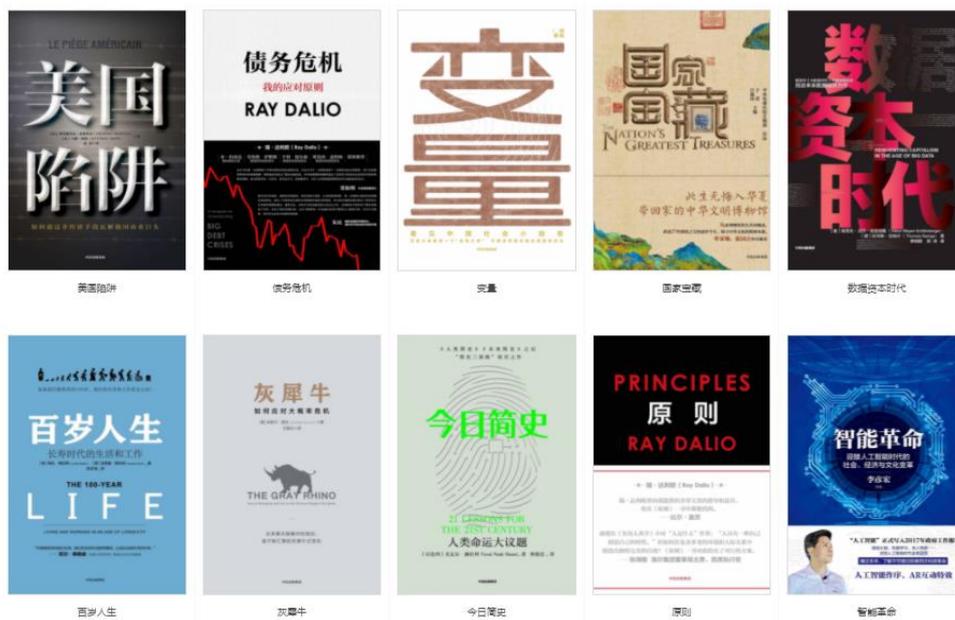
思考，快与慢	2012.7	怪诞行为学：可预测的非理性	2017.12
贫穷的本质（修订版）：我们为什么摆脱不了贫穷	2018.9	贫穷的本质（修订版）：我们为什么摆脱不了贫穷	2018.9
反脆弱：从不确定性中受益	2014.1	可复制的领导力：樊登的9堂商业课	2017.12
智能时代：大数据与智能革命重新定义未来	2016.8	苏世民：我的经验与教训	2020.3
百岁人生：长寿时代的生活和工作	2018.7	原则 principles	2018.8
规模：复杂世界的简单法则	2018.6	思考，快与慢	2012.7
原则 principles	2018.8	格局：世界永远不缺聪明人	2019.10
可复制的领导力：樊登的9堂商业课	2017.12		
见识	2018.3		
OKR 工作法：谷歌、领英等公司的高绩效秘籍	2017.9		
变量：看见中国社会小趋势	2019.1		
态度	2018.11		

资料来源：当当网，山西证券研究所

全面布局大众图书领域，搭建综合性知识阅读体系。公司在经管类图书的先发布局，体现了公司在内容领域前瞻性和专业性的视角，抓住了知识阶层崛起和社会转型中大众对知识和阅读的诉求。2005年，公司内容出版开启 2.0 阶段，确立了“我们提供知识，以应对变化的世界”的出版理念，将出版领域由经济与管理向大众类多元化类型图书延伸，包括社科、文学、少儿、生活等门类，细分领域涉及主题出版、商业、财经、管理、社科、人文历史、少儿阅读、艺术生活、文学小说等，全面覆盖大众出版领域，并在除经济管理外的社科细分领域如学术文化、心理自助、传记等图书类型市场上逐步建立头部地位，从思想性、文化性、科学性、知识性、前沿性和人文关怀等多个角度，搭建综合性的知识阅读服务体系，满足新时代全民日益增长的文化知识阅读需求。

针对不同品类图书，公司采取了不同的业务拓展策略。针对已经具有较高品牌影响力和市占率的经济管理及社科类图书，公司坚持精品化路线，以品质巩固优势。以社科为代表的非虚构类图书市场迭代快，题材和类型都需要紧随时代与社会热点，不仅要做到对需求和热点精准把握、快速响应，同时还需要通过内容和品牌影响力引领和创造新的关注点，例如公司出版的学术文化类图书《人类简史》《未来简史》等销量过百万，上市以来持续占据开卷非虚构类畅销榜 TOP30。针对文学类图书，公司则是在保持数量稳定的基础上提高内容质量。此外，随着近两年主题出版在大众图书市场的影响力不断提升，公司成立主题出版中心，整合编辑资源、加大资金投入，作为公司重点出版工程推进，打造综合主题出版图书矩阵。《这里是中国》《中国崛起的世界意义》等主题出版图书不仅入选重点出版项目，同时在销量上获市场验证，实现双效统一。

图 54：中信出版部分经典图书



资料来源：公司官网，山西证券研究所

3.2 少儿品类异军突起，从追赶 to 超越

2015 年公司成立小中信业务部，发力少儿图书出版。随着近年来少儿图书在大众图书零售市场发展成为成长最快、占比最高的品类，公司应对市场需求调整产品结构，将少儿图书作为公司布局的一大新兴领域，持续投入较大的资源，布局优质版权，引进专业人才、与有创造力的出版人合作，推动少儿类图书实现突破式发展。基于彼时市场上少儿图书品质参差不齐、内容形式创新不足等问题，公司寻求差异化市场路径，以引进海外获奖童书、全系列童书为突破，多家国外著名出版社达成合作，出版发行《世界上最聪明的孩子》《小白找朋友》《给孩子的诗》《独生小孩》《遇见美好》《点亮自然》《市场街最后一站》等高品质童书，成功切入童书市场的同时学习海外少儿图书出版经验，构建国际化视野。在少儿图书业务呈现快速成长与经验积累丰富的同时，公司增强原创选题的研发和原创 IP 的挖掘，自建 IP 团队、销售团队，提高原创童书出版比例，扩大客群适龄范围，在品类上涵盖幼儿启蒙、绘本、互动游戏、儿童文学、科普百科、艺术教育等。在原创 IP 上公司精准定位符合中国孩子的文化和知识体系图书，推出例如《故宫博物学》《西游记绘本》《太喜欢历史了》《敦煌：中国历史地理绘本》《神仙的一天：给幼儿看的中国神话》等优秀传统文化读物，入选教育部中小学分级阅读书目等。同时公司持续开发科学、系统的家庭教育图书，直击亲子阅读与家庭教育的需求，进一步拓展公司少儿图书出版市场。

表 4：2020 年中信出版进入当当网畅销童书 TOP500 书籍

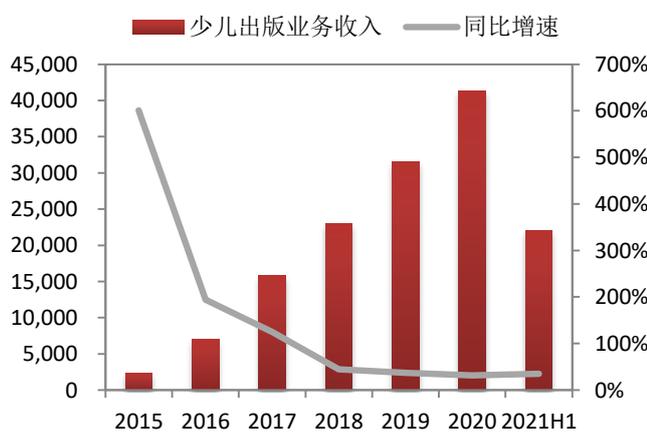
书名	上市时间	书名	上市时间
小熊很忙小达人点读版第 1 辑	2019.6	遇见美好系列（第 1 辑）	2016.6

小熊很忙小达人点读版第4辑	2018.10	如果你有动物的鼻子	2018.10
幼儿心理安抚绘本	2018.10	小熊很忙系列（新版套装全16册）	2019.6
10岁开始的经济学（全六册）	2019.10	人类简史（绘本版）：给孩子的世界历史超图解	2018.2
你好灯塔（凯迪克奖得主绘本套装）	2019.5	你好，艺术！	2020.4
花格子大象艾玛经典绘本（套装全23册）	2018.9	玩出来的专注力（低幼版）	2016.9
笠翁对韵	2019.3		

资料来源：当当网，山西证券研究所

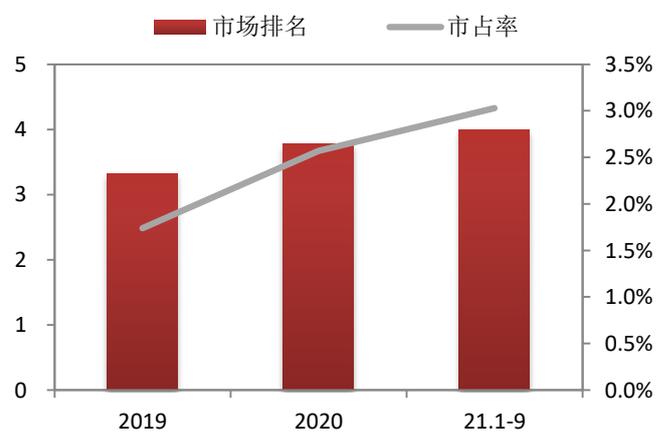
自2015年至今，公司少儿图书业务收入呈现高速发展态势，营业收入由2402万增长至2020年的4.14亿元，年复合增长76.71%，少儿图书码洋市占率由2015年的第72名上升至2020年的第5名，市占率2.57%；2021年1-9月，公司少儿图书码洋市占率进一步提升至3.03%，市场排名第四，9月单月市占率排名上升至市场第一位。

图 55：2015-2021H1 公司少儿出版收入增长情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 56：中信出版少儿图书码洋市场份额

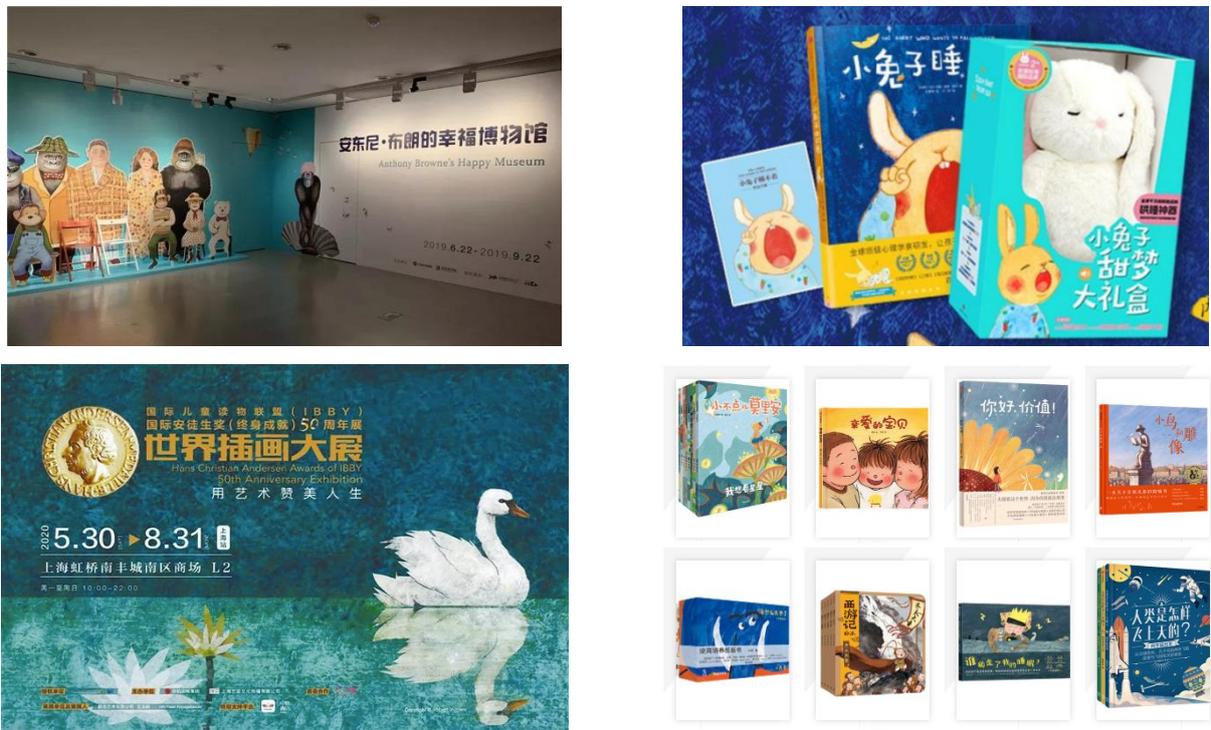


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

积极开拓 IP 运营模式，从童书到内容服务。在童书版权运营方面，公司通过海外输出、衍生文创、科技创新等方面进行了多元化的探索。在海外输出方面，通过多年版权引进积累的渠道资源以及自身在内容及 IP 上的储备，为公司海外输出国内原创版权奠定基础。截至 2020 年公司已将《洛神赋》《哇！故宫的二十四节气》《墨中国艺术启蒙系列》等 58 种原创图书输出到英国、美国、法国、日本、韩国等 16 个国家和地区，进一步提高中信出版国际品牌影响力，同时彰显了中国传统文化软实力。在衍生文创方面，公司在策展、舞台剧、文创产品等方面已有成功实践，如参与策划及运营《安徒生魔法乐园展》《世界插画大展：安徒生终身成就奖 50 周年展》《安东尼·布朗的幸福博物馆大展》以及舞台剧《市场街最后一站》等，与迪士尼联合推出《疯狂动物城》等 IP 系列图书等。在科技创新方面，早在 2015 年公司罗辑思维携手推出 AR 实境互动儿童科普图书《科学跑出来》，后续又与智能硬件创新融合，推出了《小兔子甜梦大礼盒》《凯叔古诗智能阅读礼盒》智能阅读产品，通过提升互动性、趣味性、体验感，提高童书产品的销售与客单价。未来公司还将继续围绕童书内容，拓展至网络剧、音视频课程及英

语分级阅读产品等多形态的产品线，形成少儿出版与教育的生态闭环。

图 57：中信出版策展活动及可进行海外授权的部分儿童图书及智能阅读产品

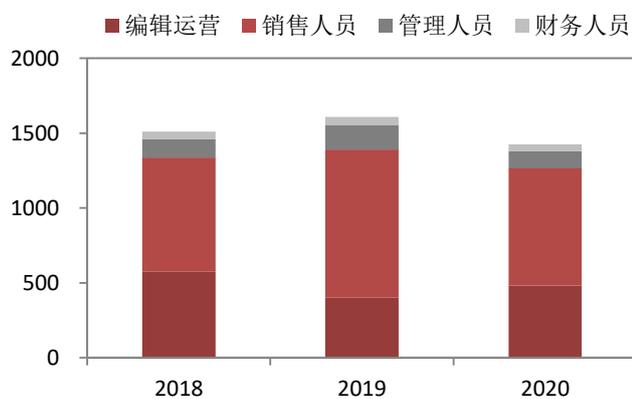


资料来源：公司官网，新闻报道，京东图书，山西证券研究所

3.3 举手制充分发挥编辑价值，打造出版界的“Airbnb”

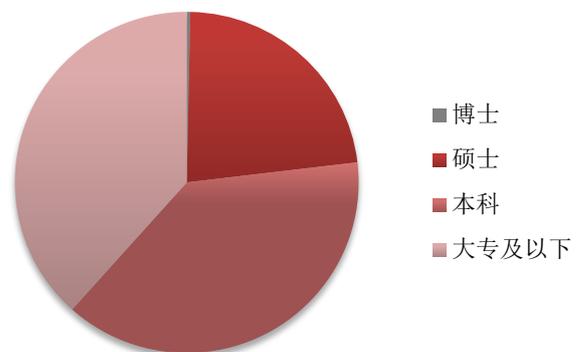
图书出版行业属于人才及知识密集型行业，对编采编人员的市场敏锐、策划选题、价值挖掘等能力的要求较高。截至 2020 年 12 月 31 日，公司所拥有的 1438 名员工中，32.57%为从事编辑运营岗位的生产人员，本科、硕士、博士学历员工的比例达 61.83%，团队整体素质较高，且公司以“人人是人才、人人可成才”的人才培养观念重视员工发展与培训，满足员工个人成长需求。

图 58：近三年公司员工构成情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 59：2020 年公司员工教育情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2014年，公司进行了运营制度的变革，在编辑层面施行举手制，鼓励有想法、有渠道、有业务及管理能力的个人成立工作室分社，再依托中信出版平台、资源和品牌优势帮助员工充分发挥其价值。我们认为多个工作室团队化的运营模式对于一个单体出版社而言，是保证公司进行内容品种扩张和多元化发展的有效路径，在打造产品与品牌矩阵、多触角挖掘市场方面实现高效能，同时内部工作室机制也能够激发编辑人才的潜力，形成内部良性竞争。目前公司旗下包括红披风、财经社、灰犀牛、财经优品、文艺社、漫游者、见识城邦、墨菲专业图书工作室等三十余个出版人平台，各子平台各有专注、各具优势，满足不同类型读者不同方向的文化需求。

表 5：中信出版旗下部分出版工作室介绍

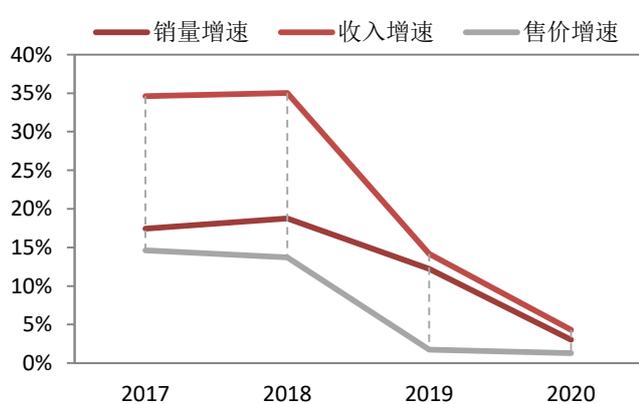
出版人平台	平台简介	部分出版图书
红披风	少儿、生活、文化类书籍	
财经社	专注商业财经领域，全面为商业图书读者提供有价值的内容	
灰犀牛	专注经济、金融以及互联网等领域的出版团队	
财经优品	致力于财经类高端优质图书的出版，涉及金融投资、经济、企业管理等领域，重点关注各领域的热点前沿问题	
文艺社	文学类图书	
漫游者	面向大生活领域，出版精品化、艺术化、主题化的大众图书	

<p>见识城邦</p>	<p>社科人文出版品牌，在历史、科学、思想、人文领域，梳理适用当下的知识脉络，提供有价值的知识服务</p>	
<p>墨菲专业图书</p>	<p>商业财经实务图书品牌，涵盖企业管理、市场营销、人力资源管理等专业领域，为从业者提供操作手册</p>	

资料来源：公司官网，山西证券研究所

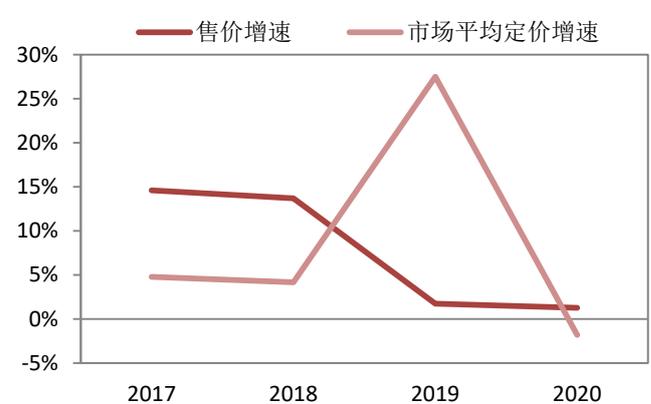
资源壁垒提高议价能力。根据多年的发展和积累，公司已与国内外知名作家、译者、出版单位、媒体等个人和机构建立长期稳定的合作关系与全球 1.3 万位作者包括埃德蒙·费尔普斯、罗伯特·席勒、保罗·克鲁格曼、丹尼尔·卡尼曼等多位诺贝尔经济学奖获得者，吴敬琏、张五常、林毅夫、厉以宁、张维迎等国内著名经济学家，费正清、基辛格、格林斯潘、伯南克、吴建民、蒋勋、吴晓波等思想家、政治家、科学家、文学家等以及杰克·韦尔奇、埃里克·施密特、稻盛和夫、王石、俞敏洪等知名企业家等；与 2000 家出版机构以及数百家自媒体等非出版机构保持密切合作，拥有授权期内各类版权和 IP 储备超过 1.5 万种，作者的专业性以及权威性为公司构建了较高的内容资源壁垒。我们认为，高内容资源壁垒以及公司自身对出版内容精品化的要求，是公司在出版市场的品牌效应得以形成与强化的重要原因，也使得公司的议价能力不断提升。从数据上来看，通过对公司一般图书出版发行业务收入增长以销量增长&售价增长进行拆分，可以发现在图书出版销量平稳增长的同时，公司实际售价的增长高于市场平均定价增长，进而推导得出公司出版图书整体的折扣率处较高水平。

图 60：公司一般图书出版发行收入与销量增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 61：公司图书售价增速与市场平均定价增速对比

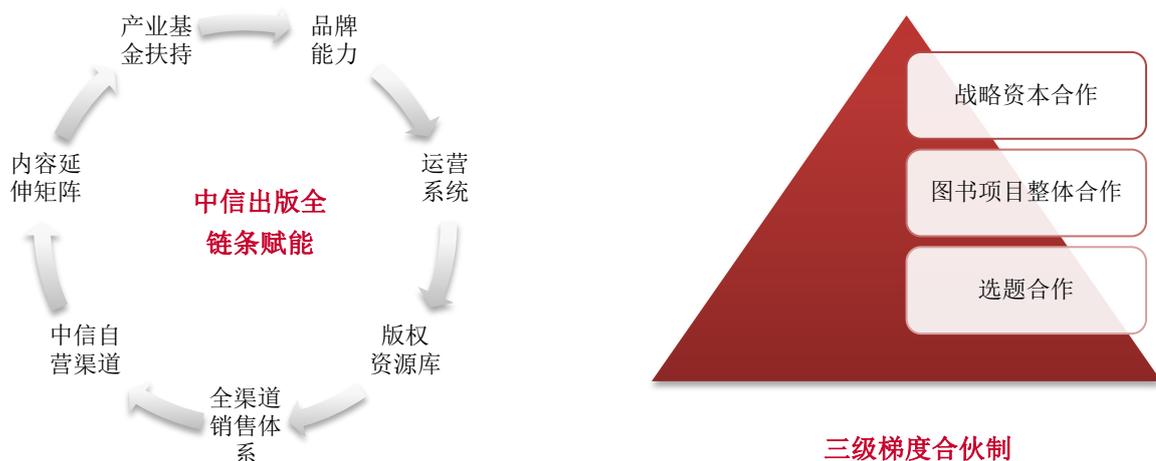


资料来源：公司公告，北京开卷，山西证券研究所

扩大内容合作边界搭建共享平台，打造出版界的“Airbnb”。2020 年初中信出版与《出版人》杂志社联合发布了“共享出版平台计划”，该计划将搭建面向整个内容产业的开放共享聚合互联网平台，平

台上将聚合内容产业的投资者、出版人、内容创作者、专业服务者等全产业链从业者，从图书产品出发，延伸到数字内容、数据信息和创意衍生产品，打造内容研发、生产、分发的全链条生态系统。在此其中，中信出版以持续开发线上共享平台实现核心角色、交易流程、规则标准等基础功能，为合作方大规模进驻做好基础准备，同时开放公司内容、版权、供应链和营销资源，从品牌赋能、出版资源、资金支持、渠道服务等多方面投入合作。截至 2020 年底公司已与 11 家机构和策划人签订合作协议，签约选题 32 个，出版新书 15 种，涉及法律、少儿、社科、文艺等领域，完成六个领域 30 门出版人培训课程体系。我们认为开放资源搭建共享平台从行业角度来看是解决出版产业资源无法打通，运营方式单一、效率低下弊端的良好开局；从公司角度来看则进一步拓展了公司内容出版的边界，不仅能够挖掘市场上具有开发潜力的优质内容、IP，与公司现有的经管、少儿等图书品类形成补充和强化优势，同时也有望提升公司 IP 衍生、打造多元化产品形态的能力。此外在共享平台上公司有望以合伙制、股权投资等更开放、包容的合作方式锁定长期利益合作方。

图 62：中信出版“共享出版平台计划”



资料来源：《出版人》杂志公众号，山西证券研究所

3.4 搭建全渠道销售网络，切入新媒体全流量运营

自上市以来公司进行了线上线下立体式的营销体系建设，建立起实体门店、平台电商、自媒体矩阵、社群电商、内容电商、分销平台和机构客户等全渠道的销售网络，充分利用整合直播营销、微信营销、社交媒体营销、短视频营销、搜索引擎营销，广泛触达 C 端消费者，形成了实体虚拟一体化、toBtoC 一体化的全链路市场战略布局。

强化线上与自营渠道建设，更直接触达市场与读者。随着线上消费服务的便利性及渠道下沉的持续推进，消费者已经形成了既定的线上消费习惯，加之新冠肺炎疫情的影响催化下，网络渠道于营销的重要性不言而喻。公司敏锐关注到读者消费习惯的改变以及互联网流量迁移的趋势，近年来以线上作为渠

道建设的发力点，在电商平台方面覆盖当当、京东、天猫、亚马逊等主流互联网电商平台，凭借公司品牌与内容优势，进行渠道定制合作与品牌日等营销活动，与电商平台相互赋能。同时在天猫、京东等分别开设了旗舰店，做大线上销售规模。2017 年公司出版板块线上销售规模已全面超越线下销售规模，且近三年来占比进一步提升。另一方面，在上市之前公司线上销售渠道格局是以线上代销为主、自营销售作为补充，但随着公司对自营渠道建设力度的加强，将自营渠道打造成为公司渠道建设的优势之一，公司构建了线下实体店、电商平台店、自有线上平台店、社交媒体店组成的全形态自营渠道，以更加主动和直接地触达用户与市场，实现内容与市场信息的传递与反馈，形成出版—营销—销售等闭环，同时降低对外部销售渠道的依赖，提高公司的话语权。2021 年，公司重点开发了中信出版自分销系统，以覆盖更多的电商平台，实现无缝对接中小经销商，扩大分销规模，提高公司产品及现金周转，目前公司已与全平台 400 家店铺开展分销运营，进一步推动公司全渠道运营。

图 63：公司线上销售体系列举

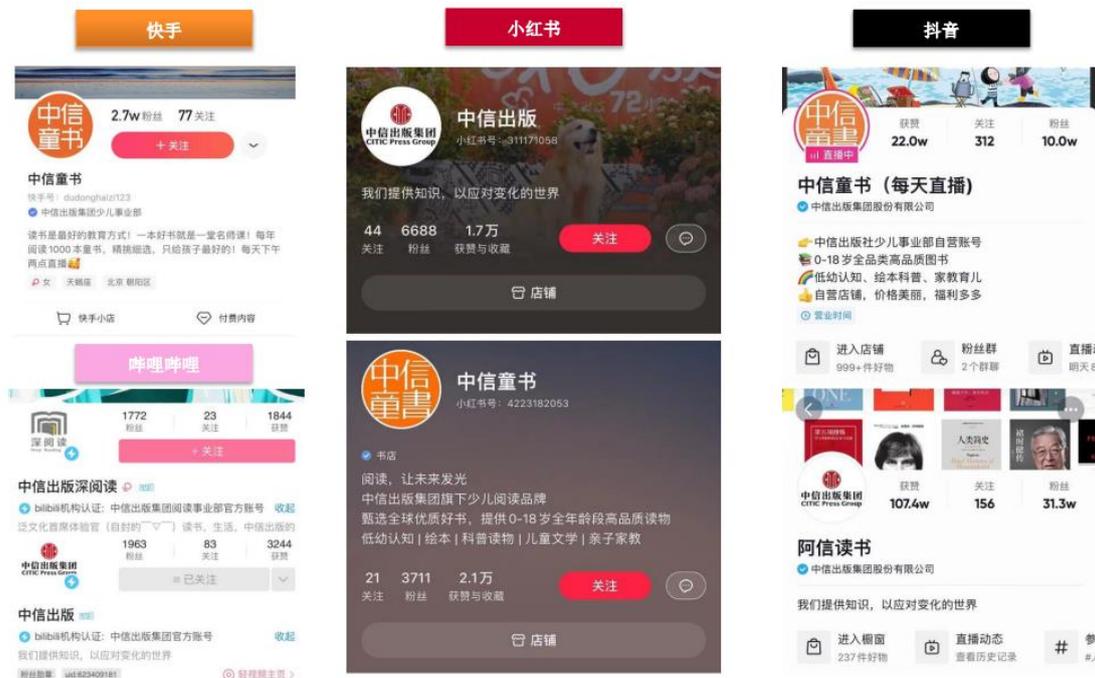


资料来源：电商平台，山西证券研究所

借势流量平台崛起，迅速响应切入新媒体营销。随着新媒体平台的崛起，抖音快手、小红书等平台成为新的流量聚集地，短视频营销、直播营销、KOL 营销、社交营销等营销手段日趋丰富多元。乘借新媒体营销之风，公司积极开拓了场景化的社交电商和新媒体渠道，构建了图文、视频号、直播、MCN 的多元化立体营销矩阵。在公域流量平台，公司组建了销售达人矩阵，签约 MCN 账号，对接超过 6000 个公号 and 达人，包括阅读自媒体、科普作家、阅读推广人等具有粉丝影响力的大 V，搭建推广网络触达更广泛的用户群体；入驻抖音、B 站、小红书等平台，开设中信出版、中信书店、中信书院、阿信读书、中信童书、中信出版深阅读等自有账号及自营店铺，打通了内容直播和产品销售之间的转化链条，公司

于 2021 年 6 月在抖音开通中信童书账号粉丝已达 10 万，每天均进行直播带货，图书月销规模可观并通过自有账号运营的方式控制折扣率，借助外部数据分析及技术支持方式提高转化率。此外，公司通过自有账号矩阵以图书介绍、读书沙龙、作者直播连麦、知识服务课程等多元化的优质内容推送，提高用户粘性，培育核心用户池，形成私域流量的转换；未来还有望入驻知乎等知识付费类平台，形成主要流量平台的全覆盖，并进一步深挖少儿、亲子、教育、财经等垂类用户的需求进行账号的精细化运营。《出版行业新媒体研究报告》显示，2021 年上半年中信出版在出版社新媒体影响力跨平台总榜第一，出版集团第二，中信书店公众号排名渠道第八。我们认为，未来随着公司全渠道全流量搭建和运营趋于完善，将为公司带来的不仅仅是图书销量的显著增长，在品牌与内容影响力方面有望再度突破，形成强大的竞争优势。

图 64：中信出版在新媒体平台上的自有账号矩阵



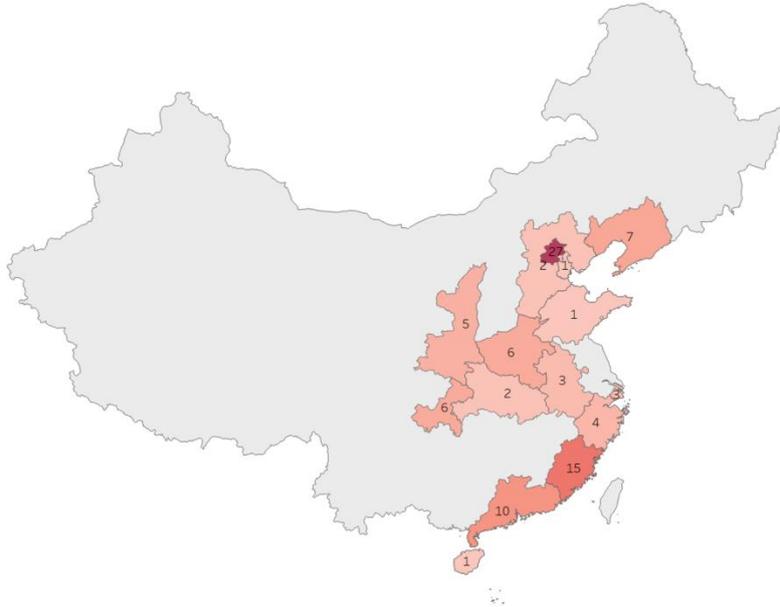
资料来源：快手，小红书，抖音，B 站，山西证券研究所

3.5 中信书店发力线上销售，网红店/主题店打造极致阅读空间

中信书店是公司自有销售渠道建设的重要环节，其以打造全国精品连锁书店优质品牌为目标，主要针对现代都市人群工作、休闲、阅读需求，分别打造了机场店、城市店及写字楼店三类门店。其中机场店主要为公司在国内 20 多个城市机场开设，以图书及文创用品为载体，为商务及旅行人士提供精选阅读内容，覆盖上亿规模客流；城市店主要开设在大型商业综合体，整合图书、文化消费、餐饮等资源，面向广泛的都市消费人群，打造多元化、主题化的阅读场景和文化生活空间，更为多元的文化生活空间；

写字楼店是以写字楼白领为目标消费群体，提供图书、文创等文化产品体验式消费与茶歇空间相结合的服务。截至 2020 年末，中信书店共有门店 88 家，其中机场门店 57 家、城市门店 29 家、轻资产门店 2 家。

图 65：中信书店城市分布



资料来源：公司官网，山西证券研究所

由于消费者整体消费习惯向线上转移，同时受到疫情影响使得线下实体门店经营及销售受到冲击，实体渠道整体码洋下滑。相较于线上图书销售的折扣及各项优惠活动，线下门店失去价格优势，同时从购买便利性及图书品类而言，实体单店也不具有优势；但在图书阅读、消费体验、读者交流、品牌展示等方面，实体门店仍具有线上渠道无法比拟的作用和优势，因此公司近年来一直在致力于中信书店的转型升级，因此我们将中信书店转型之路总结为两条路径。

以主题店、轻资产运营模式，打造极致体验阅读空间。市场上实体书店转型普遍的做法是以多元零售经营入手，整合图书、文创、餐饮、展览、沙龙等综合服务业态。中信书店在此基础上，利用内容资源优势，跨界资源整合与场景研发，进行主题化、IP 化的探索。公司目前正在对现有城市书店以按照主题化升级改造，例如 2021 年 1 月，中信书店与央视动漫跨界合作共同打造的首家主题文化场景书店落地，即北京富力广场中信书店，书店将央视动漫角色及故事融入图书展示与阅读空间，设立包括央视动漫 IP 主题展示区、图书分级阅读区、文创产品区、围裙妈妈主题餐饮区、艺术任意门展区等集阅读、游戏、餐饮、活动、展览于一体的亲子阅读空间。

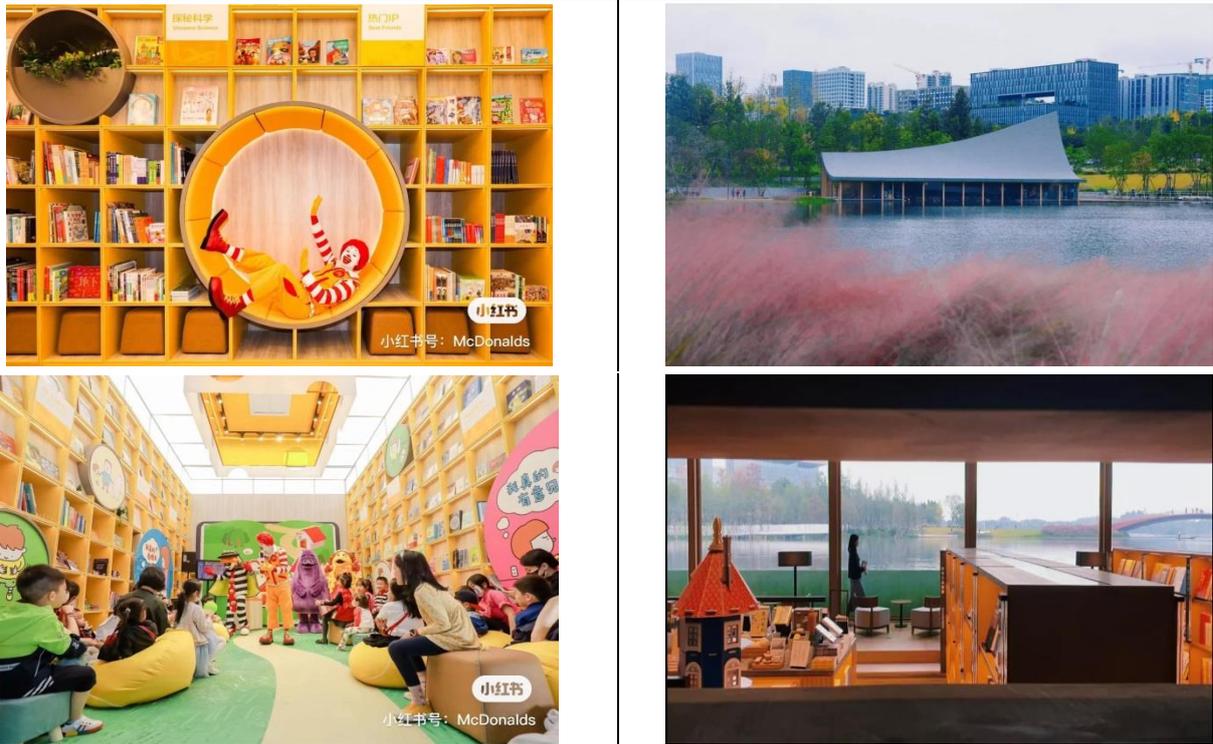
图 66：中信书店×央视动漫主题店



资料来源：中信书店公众号

2020 年公司开立了地产合作、商务园区、休闲旅行、儿童空间等不同主题品牌店运营模式，尤其是在轻资产模式上进一步推进，并且已有新项目陆续落地。10 月 16 日，中信书店联手麦当劳共同推出“书店+”复合新空间儿童阅读体验店营业，该门店落户与上海麦当劳总部大楼，门店在空间布局上有序重新分布了餐饮、快销、创意体验、沉浸式展览等复合引导模式，在主题设立上以“未来小公民成长计划”为大主题，设置了少儿成长相关的 12 大动态内容板块构成知识服务框架体系，同时兼顾成年人和各年龄段青少年阅读需求；店内专门开辟了舞台空间，成为固定迷你剧场，定期推出艺术展览、戏剧演出、故事互动分享、艺术沙龙、workshop 以及节日限定设计系列探索游戏等。此外，在新城市店项目中以打造“网红店”的运营思路，为读者提供极致阅读体验。10 月 30 日，中信书店成都兴隆湖店开店，其坐落于四川天府新区兴隆湖公园内一座取义于“书”的建筑内，书店以“给自己一段认真放空的时间”为主题，形成城市探索、生活新提案、未来云游指南、艺术的慰藉、行走乌托邦五大主题图书板块，下沉式阅读区和水下玻璃幕墙的设计，使得书店成为链接自然生态与人文精神载体。

图 67：中信书店×麦当劳儿童阅读体验店以及中信书店成都兴隆湖“水下书店”



资料来源：麦当劳小红书，中信书店公众号

利用书店“货架”优势，发力线上销售。中信书店对线上渠道早有布局，形成线上线下整合营销闭环。2019 年公司完成以 SAP 为核心整体零售信息系统，为全渠道、多业态、多品类发展提供有效的支撑。在 2020 年疫情影响实体门店客源后，行业中实体书店纷纷转移线上，据北京开卷《2020 年实体书店发展情况调研报告》显示，调研范围内有近 80% 的书店开设线上零售业务，直播销售也成为其暂停营业期间最重要的尝试。与此同时中信书店也加快了网络渠道的发展，将销售与阅读相关服务转移至线上发展，包括开设微店、小程序进行同城图书、文创用品的销售，通过线上直播的方式与读者进行读书沙龙等互动，通过公众号、短视频等方式推送图书内容介绍和实现场景营销，强化与读者的粘性等系列举措，使得书店线上零售额实现 28.4% 的增长。2021 年，公司将中信书店作为线上自营渠道的发力点，利用中信书店可以开展多元化图书及文创等产品销售的优势，以与公司相契合的母婴社群为发力点进行图书、婴童用品、学习机、日本进口文具/日杂等多产品的销售推广，进一步扩大了销售品类。

我们认为，中信书店通过打造地标式文化阵地，不仅可以形成线下流量的聚集与转化并重，还能够进一步强化中信书店的文化标识，拓宽书店运营与品牌拓展的边界。轻资产模式落地能够有效控制门店开设的成本与风险。发力线上渠道更加充分触达 C 端用户，形成线上线下流量融合与转换。在供应链建设方面，中信书店扩大在库图书品类，与日本茑屋合作成立合资公司做大供应链，为其国内加盟店供应图书，提高公司进口图书的供应能力同时也能借鉴其在文创产品选品、定价、陈列及营销的经验。

3.6 推进数字阅读与衍生业务，拓展图书内容边界

公司数字阅读业务是以海量优质出版内容、国内外作家、国际出版机构等资源优势采购内容版权，将其策划为电子书、有声书、音视频栏目、广播剧、情景剧、课程等数字内容产品，通过数字阅读平台及三大电信运营商分发，形成版权、开发、制作、分发、运营的闭环式发展模式，满足不同人群、不同场景的阅读与学习需求。

在自有阅读平台建设上，公司于 2017 年倾力打造了中信书院 APP，是基于移动互联网和智能科技的全形态、系统性多媒体知识服务平台，平台以文字、音频、视频等多元化内容形态和非单点化、结构性的知识服务，为用户提供数字化阅读服务。近年来，中信书院已经成为公司数字业务的主要抓手，持续丰富中信书院知识服务内容产品，上线有声书、电子书及课程等，平台用户规模达到 487 万（2020 年 6 月底），实现平台的自我蓄力。2021 年，公司组建专业的互联网技术团队，完善产品、内容、研发、销售、运营等技术岗位配置，截至上半年公司完成了 2 万本纸质图书封底二维码视频书籍介绍等多功能开通，并与中信书院 App 的联通，提升读者导购体验的同时将纸质图书读者导流至数字阅读产品。此外，公司已将中信书店与中信书院的会员体系打通，实现实体书店与线上会员的服务共享，提高公司私域流量的沉淀与转化。

图 68：中信书院栏目

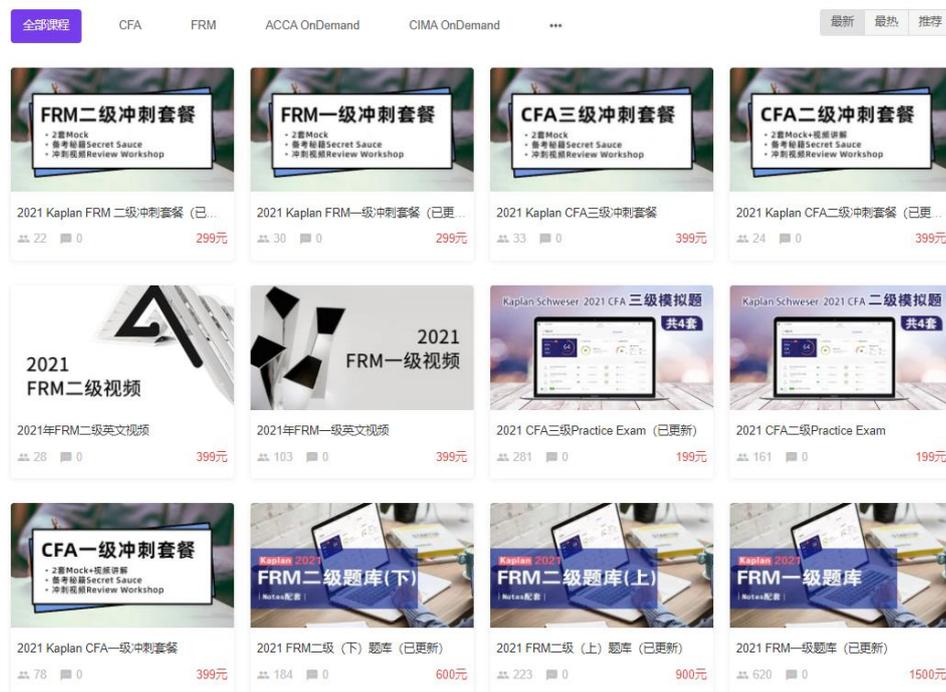


资料来源：中信书院 App，山西证券研究所

凭借中信出版在国内的品牌与市场公司，2014 年公司与美国 Kaplan 教育集团成立合资公司中信楷岚，进军教育服务行业。Kaplan 是金融和会计教育培训服务提供商，获得 CFAInstitute、GARP 等多机构认证，每年为全球数十万学生及商务精英提供服务。Kaplan 集团独家授权中信楷岚，在中国大陆地区开展国际金融财会领域 CFA、FRM、ACCA 等教育培训经营，包括有行业资质认证及职业培训、标准

化考试业务、英语学习及终身学习业务等。我们认为能够获得 Kaplan 集团的独家授权机会从侧面体现公司在经营管理领域的市场影响力，拥有面向经管领域广泛且专业的读者群体；同时中信楷岚延伸了公司经管内容领域面向下游的产业链，形成中信特色的教育体系和品牌影响力，提升公司本土化职业教育水平。在少儿教育领域，面对双减政策后社会对教育的焦虑，公司利用自身在少儿科普图书的优势，公司在今年与英国阿谢特出版集团达成战略合作，引入其全系列少儿科普读物及英语分级读物，丰富儿童教育阅读服务产品。

图 69：中信楷岚网校课程



资料来源：中信楷岚官网，山西证券研究所

在 TOB 业务方面，2020 年公司成立了企业服务事业部，以中信出版丰富的学习内容资源、系统的课程体系和先进的学习理念和技术支持，为企业打造企业图书馆、线上学习平台、企业读书会（内训营）、中信选书、企业服务定制五大产品线，为企业提供从传统图书到线上知识服务、线下学习场景融合的一站式知识服务解决方案，积极向新型知识服务内容提供商转型。

4. 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年核心假设如下：

1) 一般图书出版业务：线上渠道销售占比达 80%以上，在公司发力自营渠道销售下，自营渠道的

占比有望稳步提升,带动公司一般图书出版业务增长,预计 2021-2023 年收入增速分别为 12.94%、13.07%、13.20%;公司对折扣率及毛利率的把控能力较强,根据调研信息,我们预计公司一般图书出版业务毛利率保持稳定为 37%。

2) 书店业务: 2021 年上半年实体书店呈现恢复性增长, 三季度受到疫情阶段性影响, 公司通过中信书店线上渠道销售有望对冲部分线下销售影响, 同时轻资产项目落地也助于公司书店业务保持稳定的毛利率水平, 我们预计 2021-2023 年收入增速为 18%, 毛利率为 30%。

3) 数字阅读业务: 中信书院与中信书店会员打通后有望进一步发挥公司数字阅读的内容优势, 预计 2021-2023 年收入增长 10%, 毛利率 45%。

4) 其他业务: 预计 2021-2023 年收入增长 5%, 毛利率 65%。

表 6: 公司主营业务收入预测

单位: 万元		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
一般图书出版	销售收入	140,313.61	146,366.15	165,308.86	186,913.71	211,585.62
	销售收入增长率	14.14%	4.31%	12.94%	13.07%	13.20%
	毛利率	35.87%	36.87%	37%	37%	37%
书店	销售收入	47,149.57	43,598.60	51,446.35	60,706.69	71,633.89
	销售收入增长率	39.31%	-7.53%	18.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	34.85%	28.87%	30.00%	30.00%	30.00%
数字阅读	销售收入	6,660.16	7,049.84	7,754.82	8,530.31	9,383.34
	销售收入增长率	35.62%	5.85%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	44.99%	37.94%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	销售收入	8,434.23	8,841.81	9,283.90	9,748.10	10,235.50
	销售收入增长率	-9.35%	4.83%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	36.91%	64.43%	5.00%	5.00%	5.00%
内部抵销		-13,711.33	-16,680.80	-16,365.58	-18,612.92	-21,198.68
合计	销售收入	188,846.24	189,175.61	217,428.35	247,285.89	281,639.67
	同比增长率	77.83%	81.10%	14.93%	13.73%	13.89%
	毛利率	38.57%	40.44%	39.61%	39.45%	39.29%

数据来源: 同花顺 iFinD, 山西证券研究所

4.2 投资建议

公司以优质内容树立的品牌优势, 能够帮助其获得渠道合作的话语权, 与平台相互赋能, 并能够探索更多元化形式的内容变现, 未来有望在主题出版、少儿科普、英语分级读物等细分领域推出新品并带来增量。在营销与渠道端, 公司能够快速响应线上流量趋势的转变, 组建自有直播团队, 有效带动少儿图书销售及客群向低线城市扩张, 以自主运营的方式把控选品与折扣, 优化费用投入; 线下实体门店则积极向轻资产模式、主题店及线上转型和优化, 应对市场变化的同时进一步巩固中信书店品牌的影响力。

看好其内容价值以及渠道管控能力。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 21.74 亿、24.73 亿、28.16 亿元，同比增长 14.93%、13.73%、13.89%，实现归母公司净利润 3.03 亿、3.43 亿、4.30 亿元，同比增长 7.26%、13.39%、25.25%；EPS 为 1.59/1.80/2.26 元，对应 2021 年 12 月 17 日收盘价 28.99 元，PE 为 18/16/13 倍，维持“增持”评级。

表 7：公司财务及估值数据摘要

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1888.46	1891.76	2174.25	2472.84	2816.39
YoY(%)	15.56	0.17	14.93	13.73	13.89
净利润(百万元)	251.26	282.09	302.56	343.09	429.71
YoY(%)	21.56	12.27	7.26	13.39	25.25
毛利率(%)	38.57	40.44	39.61	39.45	39.29
净利率(%)	13.31	14.91	13.92	13.87	15.26
ROE(%)	14.74	14.79	14.33	14.64	16.31
EPS(摊薄/元)	1.32	1.48	1.59	1.80	2.26
P/E(倍)	21.94	19.54	18.22	16.07	12.83
P/B(倍)	3.23	2.89	2.61	2.35	2.09

数据来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所

5. 风险提示

疫情反复及扩散风险；图书销量下滑；盗版侵权风险；知识产权纠纷风险。

财务报表预测及比率分析

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1282	1702	1944	2209	2513
应收票据及账款	77	116	107	122	139
预付账款	20	33	26	30	34
其他应收款	50	50	60	68	78
存货	723	771	818	933	1065
其他流动资产	355	181	183	184	186
流动资产总计	2507	2853	3137	3546	4014
长期股权投资	100	101	96	90	85
固定资产	15	12	12	11	10
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	9	9	9	10	11
长期待摊费用	68	43	21	0	0
其他非流动资产	3	4	6	6	6
非流动资产合计	196	169	144	118	111
资产总计	2702	3022	3281	3663	4126
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	783	823	893	1018	1163
其他流动负债	203	264	258	294	336
流动负债合计	985	1086	1151	1312	1498
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16	16
负债合计	1002	1103	1167	1328	1514
股本	190	190	190	190	190
资本公积	751	751	751	751	751
留存收益	763	966	1170	1402	1693
归属母公司权益	1704	1907	2112	2344	2634
少数股东权益	-3	12	2	-9	-23
股东权益合计	1701	1919	2114	2335	2612
负债和股东权益合计	2702	3022	3281	3663	4126

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后经营利润	238	284	247	282	361
折旧与摊销	34	36	26	28	8
财务费用	-2	-29	-27	-31	-35
投资损失	-37	-7	-12	-12	-12
营运资金变动	63	2	22	18	21
其他经营现金流	17	37	46	50	55

利润表

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1888	1892	2174	2473	2816
营业成本	1160	1127	1313	1497	1710
税金及附加	8	9	10	12	13
销售费用	393	377	435	495	563
管理费用	134	122	141	161	183
研发费用	8	10	15	12	14
财务费用	-2	-29	-27	-31	-35
资产减值损失	-16	-30	-31	-36	0
信用减值损失	1	-3	-3	-4	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	37	7	12	12	12
公允价值变动损益	2	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	29	35	33	37	42
营业利润	240	287	298	338	423
营业外收入	4	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	244	287	299	339	425
所得税	5	3	6	7	9
净利润	238	284	293	332	416
少数股东损益	-13	2	-10	-11	-14
归属母公司股东净利润	251	282	303	343	430
EBITDA	276	294	298	336	397
NOPLAT	231	254	264	299	379
EPS(元)	1.32	1.48	1.59	1.80	2.26

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营收增长率	16%	0%	15%	14%	14%
营业利润增长率	19%	-100%	4%	13%	25%
EBIT 增长率	20%	7%	5%	13%	26%
EBITDA 增长率	24%	7%	1%	13%	18%
归母净利润增长率	22%	12%	7%	13%	25%
经营现金流增长率	34%	3%	-6%	11%	19%
盈利能力					
毛利率	39%	40%	40%	39%	39%
净利率	13%	15%	13%	13%	15%

经营性现金净流量	313	323	302	335	398	营业利润率	13%	15%	14%	14%	15%
资本支出	56	18	7	7	7	ROE	15%	15%	14%	15%	16%
长期投资	-292	154	0	0	0	ROA	9%	9%	9%	9%	10%
其他投资现金流	-594	-603	3	3	3	ROIC	34%	40%	44%	47%	56%
投资性现金净流量	-831	-431	10	10	10	估值倍数					
短期借款	0	0	0	0	0	P/E	22	20	18	16	13
长期借款	0	0	0	0	0	P/S	3	3	3	2	2
普通股增加	48	0	0	0	0	P/B	3	3	3	2	2
资本公积增加	596	0	0	0	0	股息率	1.44%	1.66%	1.78%	2.01%	2.52%
其他筹资现金流	-73	-65	-71	-80	-104	EV/EBIT	36	26	15	12	9
筹资性现金净流量	570	-65	-71	-80	-104	EV/EBITDA	31	23	14	11	9
现金流量净额	53	-174	242	265	304	EV/NOPLAT	37	27	15	13	10

数据来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20% 以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。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。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

http://www.i618.com.cn

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

