

分析师: 刘冉  
 执业证书编号: S0730516010001  
 liuran@ccnew.com 021-50588666-8036  
 研究助理: 乔琪  
 qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

# 经管类图书出版龙头，文化消费综合供应商

## ——中信出版(300788)公司深度分析

### 证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

发布日期: 2019年07月26日

#### 市场数据(2019-07-25)

收盘价(元)	41.98
一年内最高/最低(元)	44.00/17.82
沪深300指数	3851.07
市净率(倍)	9.13
流通市值(亿元)	19.96

#### 基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	6.53
每股经营现金流(元)	-0.24
毛利率(%)	-
净资产收益率-摊薄(%)	6.12
资产负债率(%)	45.13
总股本/流通股(万股)	14261.36/0
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- 公司前身为1993年2月16日设立的“中信出版社”，后改制成为“中信出版集团股份有限公司”。公司定位于为社会大众提供知识服务以及文化消费，目前拥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。

- (1) 图书的出版与发行业务是公司的主营业务，经管及社科类图书是公司主打的图书品类，形成了比较高的品牌影响力与市场占有，也是公司图书出版业务中收入占比较高的品类。
- (2) 在零售业务方面，中信书店目前共有57家机场店、12家写字楼店以及18家城市店，覆盖全国大中型城市。除了实体书店外，中信书店通过建立网络直营店，实现和实体书店的互补。
- (3) 除了图书出版发行、书店零售业务之外，公司还向产业链上下游不断延伸，开拓文化增值服务，发挥公司业务的协同价值。

- 公司业绩增长速度较快，2013年-2018年营业收入年平均复合增长率为24.41%，同期净利润复合增长率为45.03%。盈利能力基本保持稳定，费用率控制良好，现金流质量较好，位于行业中上水平。

- 投资评级与盈利预测: 预计公司2019-2021年营业收入分别为18.93亿元/22.34亿元/26.33亿元，净利润2.33亿元/2.85亿元/3.43亿元。EPS分别为1.23元/1.50元/1.80元，按2019年7月25日收盘价，对应PE分别为35.6倍，29.1倍与24.2倍。首次覆盖并给予公司“增持”评级。

**风险提示:** 行业竞争风险; 实体书店销售下滑; 新技术对传统阅读产生冲击; 原材料成本上升。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1271.4	1634.2	1892.8	2233.9	2633.1
增长比率	30.1%	28.5%	15.8%	18.0%	17.9%
净利润(百万元)	181.4	206.7	233.0	284.5	342.7
增长比率	43.5%	14.0%	12.7%	22.1%	20.4%
每股收益(元)	0.95	1.09	1.23	1.50	1.80
市盈率(倍)	45.7	40.1	35.6	29.1	24.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 内容目录

<b>1. 中信出版：大众图书龙头出版社，知识服务与文化消费提供商</b>	<b>4</b>
1.1. 立足经管类图书领域，逐步探索大众图书及文化综合服务	4
1.2. 实控人为中信集团	4
1.3. 控股子公司围绕公司产业链上下游	5
1.4. 上市募资主要用于建设“内容+”知识产权平台	6
<b>2. 优势在于经管品类书籍，线上销售渠道快速增长</b>	<b>6</b>
2.1. 经济管理类书籍位居行业首位	6
2.2. 线上销售渠道收入快速增长	10
2.3. 开拓文化增值服务，向产业链上下游延伸	12
<b>3. 图书市场稳定增长，出版社集中度较低</b>	<b>12</b>
3.1. 图书市场稳定增长，网店渠道销售码洋快速增长	12
3.2. 新书品种数量逐渐稳定，定价逐年上升	13
3.3. 数字阅读接触率连续走高	14
3.4. 头部出版社市占率较低，中信出版多品类图书市占率靠前	15
<b>4. 盈利能力较强，现金流良好</b>	<b>16</b>
4.1. 业绩增长维持高水平，二季度盈利能力企稳	16
4.2. 版税与稿酬成本较高，大额版税图书对成本影响较大	16
4.3. 毛利率虽有所下滑，但 2018 年基本维持稳定	17
4.4. 费用率总体维持稳定	19
4.5. 经营性活动现金流质量良好	19
4.6. 盈利能力与现金流质量均处于行业中上水平	20
<b>5. 投资评级与盈利预测</b>	<b>21</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 上市前公司股权结构图	5
图 2: 2018 年国内图书零售市场码洋	13
图 3: 2018 年国内图书零售市场渠道销售情况	13
图 4: 中国图书零售市场新书品种数量	14
图 5: 中国图书零售市场新书定价	14
图 6: 成年国民图书阅读率与人均纸质图书阅读量	14
图 7: 国民数字阅读接触率	15
图 8: 中信出版业绩情况（百万元）	16
图 9: 2013-2018 公司毛利率	18
图 10: 2013-2018 中信出版主要费率	19
图 11: 2013-2018 公司经营活动现金流量（万元）	20
表 1: 发行前后股东持股情况	5
表 2: 中信出版控股子公司	5
表 3: 募集资金用途（万元）	6
表 4: 中信出版收入占比	7
表 5: 公司主要出版物销售数量及码洋	8

表 6: 中信出版码洋占有率排名 .....	8
表 7: 公司图书出版效率 .....	8
表 8: 中信出版数字阅读服务收入 .....	9
表 9: 中信出版数字阅读客户 .....	9
表 10: 中信书店全国布局 .....	10
表 11: 书店零售及其他文化增值服务收入占比 .....	11
表 12: 中信书店门店经营指标 .....	11
表 13: 图书销售收入及增速 (万元) .....	12
表 14: 2018 年图书市场出版社码洋占有率 TOP10 .....	15
表 15: 中信出版成本结构 (万元) .....	17
表 16: 中信出版毛利占比 .....	18
表 17: 出版公司毛利率 .....	20
表 18: 经营活动现金流净额/净利润 .....	21
表 19: 出版类企业估值情况 .....	21

## 1. 中信出版：大众图书龙头出版社，知识服务与文化消费提供商

### 1.1. 立足经管类图书领域，逐步探索大众图书及文化综合服务

公司前身为 1993 年 2 月 16 日设立的“中信出版社”，系经原新闻出版署于 1988 年批准设立的全民所有制企业，后改制成为“中信出版集团股份有限公司”，注册资本 14261.3636 万元。公司曾于 2015 年 11 月 26 日在新三板挂牌（代码：834291），2019 年 7 月正式在创业板上市（代码：300788）。

公司自从 1993 年成立以来，立足于经济与管理类图书出版领域，逐步探索社科、文学、少儿等大众图书出版领域，并不断拓展文化消费和知识服务领域，其业务发展可以分为三个阶段：

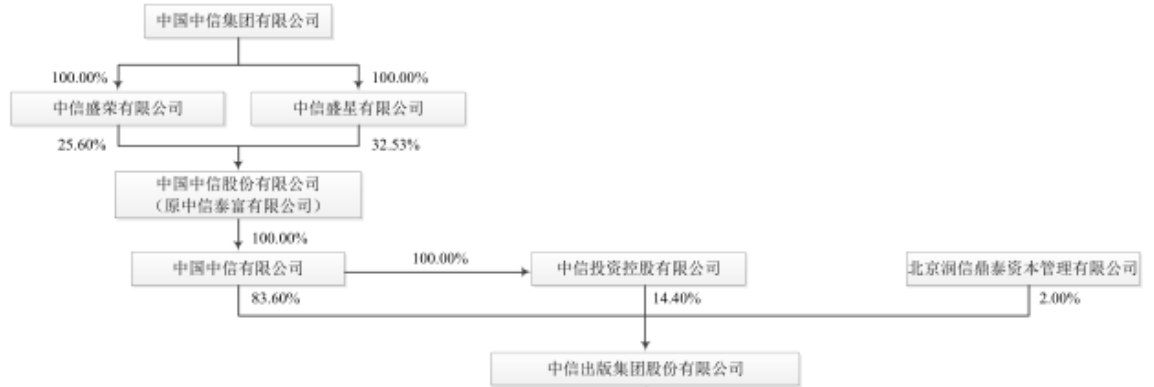
- （1）第一阶段：自 2000 年开始，公司确立以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，引入经济与管理类精品内容，为高速发展中的中国经济服务，在这一阶段先后推出了《谁动了我的奶酪》、《杰克·韦尔奇自传》、《从优秀到卓越》、《基业长青》、《黑天鹅》等作品，奠定了公司在经济与管理类图书领域的领先优势，也树立了“中信出版”专业、前瞻、新锐的品牌形象。
- （2）第二阶段：2005 年以来，公司出版领域由经济与管理向综合大众化方向快速延伸，出版图书品类逐步覆盖、社科、文学、少儿、生活等领域，持续推出《史蒂夫·乔布斯传》、《从 0 到 1》、《重新定义公司》、《论中国》、《人类简史》、《未来简史》、《哈佛中国史》等精品畅销书，为社会大众提供多样化的知识服务。同时在这一阶段，公司在版权储备上领先的优势逐渐形成，先后与超过 11,000 位国内外优秀作者建立合作关系。优质的版权内容巩固了“中信出版”的品牌影响力，而“中信出版”的品牌也持续吸引新的优秀作者或版权机构成为合作伙伴。
- （3）第三阶段：顺应新时代的发展，公司由传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型，通过数字出版业务力争成为全国最具影响力的数字内容运营商；通过布局中信书店为现代都市人群提供多元化文化消费服务；通过拓展教育培训、少儿演出、艺术策展等文化增值服务持续为社会大众提供知识服务，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供应商。

### 1.2. 实控人为中信集团

公司上市前大股东为中国中信有限公司，其直接持有中信出版 83.60% 的股份，又通过全资子公司中信投资控股有限公司持有中信出版 14.40% 的股份，合计持有中信出版 98% 的股份，中信有限公司为中信集团控股子公司，因此公司实际控制人为中信集团。

公司另一股东为北京润信鼎泰资本管理有限公司，持有公司 2% 的股份，北京润信鼎泰为上市公司中信建投证券下全资子公司。

图 1: 上市前公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 中原证券

此次公司上市共发行人民币普通股 47,537,879 股, 发行后总股本比例不低于 25%。发行完成后, 中信有限公司持股比例由 98% 下降至 73.5%; 北京润信鼎泰持股比例由 2% 下降至 1.5%。

表 1: 发行前后股东持股情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
1	中国中信有限公司	119,225,000	83.60%	119,225,000	62.70%
2	中信投资控股有限公司	20,536,364	14.40%	20,536,364	10.80%
3	北京润信鼎泰资本管理有 限公司	2,852,272	2.00%	2,852,272	1.50%
4	社会公众股			47,537,879	25.00%
	合计	142,613,636	100.00%	190,151,515	100.00%

资料来源: 公司公告, 中原证券

### 1.3. 控股子公司围绕公司产业链上下游

截止至 2019 年 7 月, 公司共拥有 9 家控股子公司、5 家参股公司、2 家分公司; 子公司中信书店拥有 80 家分公司。控股子公司基本都是围绕公司所处产业链上下游开展相关业务。

表 2: 中信出版控股子公司

子公司名称	主要业务	与中信出版主要业务之间的具体关系
中信书店	通过机场店、写字楼店、城市店、网络直营店等多条产品线, 以各类图书销售为主, 同时销售文创商品、数码产品、咖啡餐食等	发行人图书出版与发行业务的线下重要零售渠道
经济导刊杂志社	《经济导刊》杂志的编辑、出版、广告、发行、网站、导刊内参	《经济导刊》杂志由中信出版主办
中信云科技	电子书策划出版, 数字阅读产品整合、分销与传播, 以及衍生的阅读和文化服务	图书出版的数字阅读产品销售和市场营销

信睿宝网络	聚焦于少儿类图书的版权开发	储备、运营以少儿类图书为主的版权资源
信睿文化	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	储备、运营以少儿、财经为主的版权资源
中信楷岚	职业在线培训、IP 运营、图书销售	拓展中信出版教育培训领域的业务
上海大方	图书出版业务	储备、运营以文学类图书为主的内容资源
日本子公司（中信出版日本株式会社）	拟开展出版、游学、IP 及文化特展等业务	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
中店信集	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”大型综合体的运营	发行人图书出版与发行业务的线下重要零售渠道

资料来源：公司公告，中原证券

#### 1.4. 上市募资主要用于建设“内容+”知识产权平台

公司此次发行 47,537,879 股，发行价格为 14.85 元，发行后总股本不超过 190,151,515 股预计募集资金约 7.06 亿元，募集资金主要用于投入“内容+”知识产权投资与运营平台的建设项目，若募集资金超出项目投资资金需求，则用于进一步补充公司主营业务相关的项目资金需求以及补充公司运营资金。

表 3: 募集资金用途（万元）

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额
1	“内容+”知识产权投资与运营平台建设项目	60,000.00	41,000.00
2	智慧生活服务体系建设项目	30,000.00	20,000.00
3	管理运营体系升级改造项目	4,000.00	2,500.00
4	补充流动资金	2,000.00	1,536.20
	合计	96,000.00	65,036.20

资料来源：公司公告，中原证券

## 2. 优势在于经管品类书籍，线上销售渠道快速增长

公司定位于为社会大众提供知识服务以及文化消费，目前拥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。

### 2.1. 经济管理类书籍位居行业首位

图书的出版与发行业务是公司的主营业务，通过与优秀作者建立长期合作关系并发掘有潜力的优秀作者实现经济管理、学术文化以及文学与少儿等领域图书的出版与发行，公司合作过的作者中，既有包括吴敬琏、张五常、埃德蒙·费尔普斯等在内的国内外著名学者，也有包括基辛格、格林斯潘、吴晓波等在内的思想家、政治家、文学家以及科学家，还有杰克·韦尔奇、王石、稻盛和夫等在内的企业家。

公司出版的书籍中，多部书籍发行量超过 100 万册，并涵盖经管（《从 0 到 1》、《谁动了我的奶酪？》等）、传记（《乔布斯传》、《杰克·韦尔奇自传》等）、文学与少儿（《谁的青春不迷茫》等）等多个领域。

从公司营业收入占比来看，2017 年与 2018 年公司主营业务收入分别同比增长 32.52% 和 28.63%，其中图书出版与发行业务为主要收入来源且占比逐年提高，成为推动公司收入来源增长的主要驱动力。

2016 年-2018 年图书出版与发行业务分别实现营业收入 7.16 亿元/9.65 亿元/12.78 亿元，年均复合增长率为 33.58%。

表 4: 中信出版收入占比

项目	2018		2017		2016	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
一、图书出版与发行	127,839.62	76.08%	96,508.28	74.07%	71,641.31	69.96%
经管	45,278.58	26.94%	28,852.60	22.14%	27,372.30	26.73%
少儿	23,026.97	13.70%	15,900.86	12.20%	7,070.82	6.90%
文学	10,814.51	6.44%	11,694.95	8.98%	10,662.30	10.41%
社科	41,541.34	24.72%	33,921.80	26.03%	21,947.71	21.43%
数字阅读服务	6,715.29	4.00%	5,459.93	4.19%	4,003.18	3.91%
其他	462.92	0.28%	678.13	0.52%	585.01	0.57%
二、书店零售及其他文化增值	40,201.84	23.92%	33,787.94	25.93%	30,768.63	30.04%
书店零售	33,844.78	20.14%	29,122.55	22.35%	28,644.01	27.97%
其他文化增值	6,357.06	3.78%	4,665.39	3.58%	2,124.62	2.07%
汇总数	168,041.46	100.00%	130,296.22	100.00%	102,409.94	100.00%
减：内部抵消数	7,567.92	-	5,539.61	-	8,266.09	-
主营业务收入合计	160,473.54	-	124,756.61	-	94,143.85	-

资料来源：公司公告，中原证券

公司出版发行的书籍品类中，经管及社科类图书是公司主打的图书品类，形成了比较高的品牌影响力与市场占有率，也是公司图书出版业务中收入占比较高的品类。2016 年至 2018 年，公司出版发行的经管类以及社科类图书分别为 1932 万册、2134 万册和 2653 万册。

少儿类图书则是公司重点布局的一大新兴领域，虽然目前收入占比相对较低，但增长速度相对较快。2016 年至 2018 年，少儿类图书分别销售 247 万册、617 万册和 695 万册。

表 5: 公司主要出版物销售数量及码洋

		2018		2017		2016
		同比增加		同比增加		
经管	数量 (万册)	1,396	37.00%	1,019	-6.26%	1,087
	码洋 (万元)	86,739	52.64%	56,825	-0.07%	56,866
社科	数量 (万册)	1,257	12.74%	1,115	31.95%	845
	码洋 (万元)	81,070	19.72%	67,718	49.77%	45,214
少儿	数量 (万册)	695	12.64%	617	149.80%	247
	码洋 (万元)	52,164	38.15%	37,759	152.96%	14,927
文学	数量 (万册)	338	-4.25%	353	-23.92%	464
	码洋 (万元)	21,429	6.05%	20,207	-6.55%	21,624
合计	数量 (万册)	3,686	18.71%	3,105	17.48%	2,643
	码洋 (万元)	241,402	32.27%	182,509	31.65%	138,631

资料来源: 公司公告, 中原证券

公司的经济管理类图书不论在实体书店渠道还是网上书店渠道市占率均排名第一, 在传记、学术文化、心理自助类等其他书籍品类的市占率排名也比较靠前。

表 6: 中信出版码洋占有率排名

书籍品类	渠道	占有率	排名
经济与管理类	实体书店	20.08%	1
	网上书店	15.30%	1
传记	实体书店	3.22%	4
	网上书店	4.74%	3
学术文化	实体书店	5.68%	2
	网上书店	7.27%	3
心理自助	实体书店	9.57%	2
	网上书店	4.32%	2

资料来源: 开卷信息, 公司公告, 中原证券

公司的出版效率维持在行业较高的水平, 出版效率代表公司以 1% 的品种份额创造百分之几的码洋份额, 超过 1 则说明出版效率高于行业水平。可以明显看出公司在多个品类的出版效率均超过行业, 其中经管类图书以及学术文化类图书方面优势十分明显。

表 7: 公司图书出版效率

图书类别	出版效率		
	2018	2017	2016
经济与管理	8.87	7.70	8.62
传记	4.21	4.33	6.17
少儿	3.02	3.01	3.96



文学	3.56	3.99	5.97
学术文化	10.83	14.89	10.82
心理自助	2.58	3.48	2.75
生活	6.67	5.68	5.47
艺术	4.52	4.96	6.97
整体	5.61	6.00	6.16

资料来源：公司公告，开卷信息，中原证券

除了传统的一般图书出版与发行业务之外，公司的数字出版业务还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。

依托于优质内容资源储备以及国内外作者合作基础，分别向国际版权机构、优秀出版社、独立作者采购内容版权，为其策划电子书、音视频栏目、课程等数字阅读产品，再与微信读书、亚马逊 Kindle、掌阅 iReader、喜马拉雅等主流电子阅读平台以及三大电信运营商进行合作，实现数字内容的聚合、运营、分发。

2016-2018 年公司数字阅读服务分别实现营业收入 4003.18 万元/5459.93 万元/6715.29 万元，总体增长比较稳定。运营商阅读产品包客户中，来自于中国移动旗下的咪咕数字传媒营收占比最高，达到了 37.82%，中国电信旗下天翼阅读文化和中国联通收入占比相对较低，仅为 0.49%和 0.58%。而电子书销售客户中，世纪卓越（亚马逊）收入占比最高，为 21.98%，其次是掌阅科技，为 6.59%，其他客户则基本囊括了网易、当当网、得到、喜马拉雅、阿里巴巴等主流互联网公司。

表 8：中信出版数字阅读服务收入

项目	2018		2017		2016
	金额（万元）	增幅	金额（万元）	增幅	金额（万元）
运营商阅读产品包	2,618.39	5.60%	2,479.61	34.84%	1,838.91
电子书销售	4,096.90	37.47%	2,980.32	37.71%	2,164.27
合计	6,715.29	22.99%	5,459.93	36.39%	4,003.18

资料来源：公司公告，中原证券

表 9：中信出版数字阅读客户

项目	2018		2017		2016		
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	
阅读产品包	咪咕数字传媒有限公司	2,539.46	37.82%	2,350.65	43.05%	1,327.76	33.17%
	天翼阅读文化传播有限公司	32.93	0.49%	75.71	1.39%	129.40	3.23%
	中国移动通信集团江苏有限公司	-	-	-	-	46.33	1.16%
	中国联合网络通信有限公司湖南省分公司	39.17	0.58%	39.44	0.72%	146.97	3.67%
	其他客户	6.82	0.10%	13.81	0.25%	188.45	4.71%

	小计	2,618.39	38.99%	2,479.61	45.41%	1,838.91	45.94%
电子书销售	北京世纪卓越信息技术有限公司	1,476.33	21.98%	1,022.91	18.73%	868.31	21.69%
	掌阅科技股份有限公司	442.40	6.59%	442.81	8.11%	280.31	7.00%
	当当数媒(武汉)电子商务有限公司	156.52	2.33%	105.99	1.94%	188.68	4.71%
	北京多看科技有限公司	135.79	2.02%	123.86	2.27%	105.65	2.64%
	北京百度网讯科技有限公司	100.01	1.49%	136.15	2.49%	108.33	2.71%
	网易(杭州)网络有限公司	32.13	0.48%	151.90	2.78%	94.34	2.36%
	得到(天津)文化传播有限公司	426.40	6.35%	362.02	6.63%	69.93	1.75%
	上海阅文信息技术有限公司	198.86	2.96%	144.03	2.64%	86.32	2.16%
	北京京东叁佰陆拾度电子商务公司	104.25	1.55%	106.16	1.94%	98.73	2.47%
	上海证大喜马拉雅网络科技有限公司	70.14	1.04%	70.10	1.28%	-	-
	北京方舟阅读科技有限公司	80.44	1.20%	118.63	2.17%	-	-
	广州阿里巴巴文学信息技术有限公司	187.96	2.80%	0.72	0.01%	-	-
	北京爱奇艺科技有限公司	94.59	1.41%	0.67	0.01%	-	-
	中信书院 APP	318.62	4.74%	17.25	0.32%	-	-
	其他客户	272.46	4.06%	177.13	3.24%	263.67	6.59%
	小计	4,096.90	61.01%	2,980.32	54.59%	2,164.27	54.06%
合计		6,715.29	100%	5,459.93	100%	4,003.18	100%

资料来源：公司公告，中原证券

## 2.2. 线上销售渠道收入快速增长

在零售业务方面，公司以智能化服务为依托，建立以各类图书销售为主，同时涉及互联网创意产品、国际优质文具、生活杂货等丰富内容的新业态店面。

中信书店主要分布于高端写字楼、大型商业综合体以及机场等区域，分别打造了城市商务型、城市休闲型以及交通枢纽型三种店型。中信书店目前共有 57 家机场店、12 家写字楼店以及 18 家城市店，覆盖被北京、上海、深圳、广州、杭州、苏州、武汉、济南等全国大中型城市以及雄安新区。除了实体书店外，中信书店通过建立网络直营店，实现和实体书店的互补。

表 10: 中信书店全国布局

地区	机场店(家)	写字楼(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：公司公告，中原证券

公司通过下属子公司中信书店、中店信集开展图书零售业务所实现的营业收入占书店零售及其他文化增值业务板块收入的 80%左右，占公司总营业收入的 20%左右，也是公司重要的收入来源之一。

公司书店零售业务包括线下门店收入、线上零售业务收入以及其他收入，总体来看，2016-2017 年公司图书销售业务稳步增长，其中线下门店 2018 年收入相对于 2017 年几乎持平，线上零售渠道收入则出现较大幅度上升。

2017 年线上零售业务收入的收缩主要是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运营，统计口径发生了变化。

**表 11：书店零售及其他文化增值服务收入占比**

项目	2018		2017		2016
	金额	增幅	金额	增幅	金额
线下门店收入	18,018.88	-0.21%	18,056.92	4.33%	17,307.83
线上零售业务收入	11,607.48	56.09%	7,436.63	-18.43%	9,117.02
其他	4,218.42	16.24%	3,629.00	63.53%	2,219.16
合计	33,844.78	16.22%	29,122.55	1.67%	28,644.01

资料来源：公司公告，中原证券

2018 年中信书店新开设了 3 家面积较大的线下城市门店，由于开业时间短、店面面积大、所需员工人数较多，因此导致公司线下门店的年均坪效、年均人效均出现了较大幅度下滑，若新开门店运营效率有所提升，则公司的书店零售业务的盈利能力有望回升。

**表 12：中信书店门店经营指标**

年份	面积 (m <sup>2</sup> )	店面数量	收入金额 (万元)	年均坪效 (万元/m <sup>2</sup> /年)	年均人效 (万元/人/年)
2018 年	13,853.17	87	18,018.88	1.45	40.59
2017 年	8,693.72	84	18,056.92	2.89	52.09
2016 年	6,637.32	79	17,307.83	2.76	39.95

资料来源：公司公告，中原证券

得益于移动互联网经济的快速发展，公司在线上渠道的营收实现快速增长，占图书销售比重已经超过线下渠道，电商消费逐渐取代传统的线下渠道成为主流。

在线上渠道中，公司主要收入来源仍以与当当、京东、亚马逊等线上平台开展代销业务为主，线上代销业务收入虽然实现快速增长，但占线上渠道销售收入比例不断下降，主要是由于公司在线上代销业务之外还入驻天猫、京东等电商平台开设线上直营店，此部分销售收入增长速度更快。而线下渠道收入增速的放缓主要是受国内图书销售市场整体环境所致。

**表 13: 图书销售收入及增速 (万元)**

项目	2018 年		2017 年		2016 年
	金额	较上年增长率	金额	较上年增长率	金额
线上直销模式	35,057.53	61.97%	21,644.82	135.92%	9,174.51
线上渠道 线上代销模式	54,059.11	44.07%	37,523.89	25.19%	29,974.40
小计	89,116.65	50.61%	59,168.70	51.14%	39,148.91
线下渠道	50,318.77	4.69%	48,065.39	11.66%	43,047.39
图书销售收入	139,435.41	30.03%	107,234.10	30.46%	82,196.31

资料来源：公司公告，中原证券

### 2.3. 开拓文化增值服务，向产业链上下游延伸

除了图书出版发行、书店零售业务之外，公司还向产业链上下游不断延伸，开拓文化增值服务，发挥公司业务的协同价值。

其中信睿宝网络主要通过版权研究与投资、作者经纪、IP 衍生开发等方式进行版权开发业务；新锐文化主要打造少儿知识服务、少儿培训、演出展览、玩具文创等产品和服务。

中信楷岚则是由公司与美国 Kaplan 教育集团合资成立，专注 CFA、FRM、ACCA 及 CIMA 国际金融财会领域教育培训的平台。

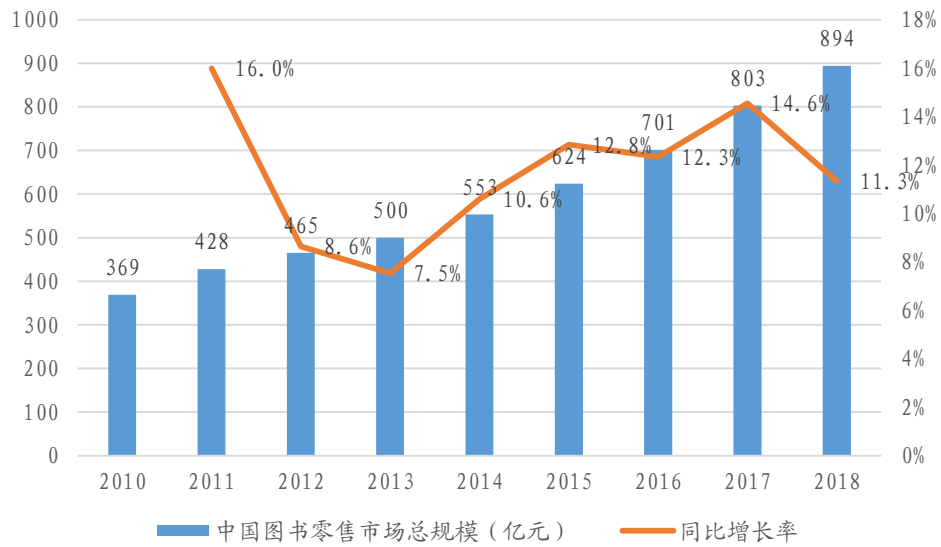
## 3. 图书市场稳定增长，出版社集中度较低

### 3.1. 图书市场稳定增长，网店渠道销售码洋快速增长

根据开卷信息发布的《2018 年中国图书零售市场报告》显示，2018 年国内图书零售市场码洋达到 894 亿元，同比增长 11.3%。其中网店渠道销量增速为 24.7%，达到 573 亿元，实体书店同比下降 6.69% 达到 321 亿元。自 2012 年以后，实体书店销售码洋连续数年维持稳定，而网店渠道销售码洋则出现了大幅上升并于 2016 年首次超越实体书店。

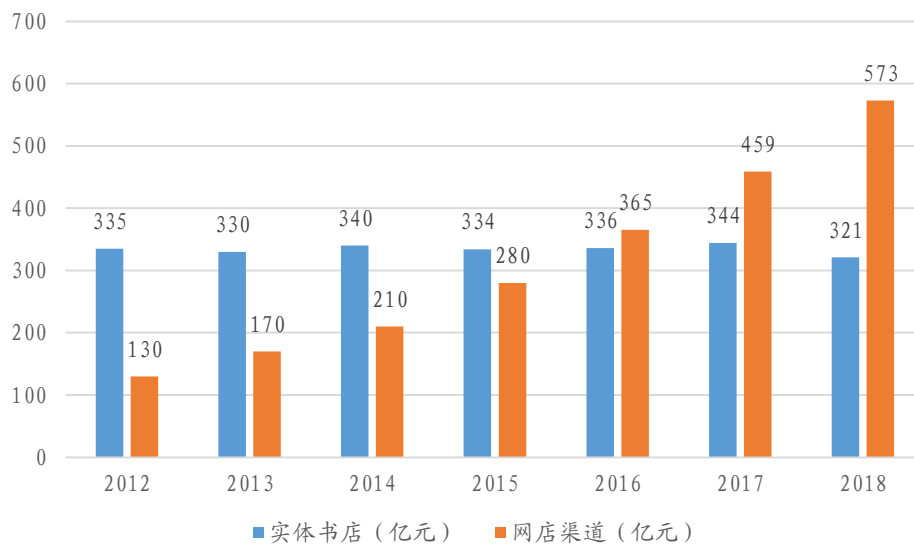
但考虑到网店渠道的打折活动较为频繁且力度较大（18 年总体数据为 62 折），因此实际销售额与实体店差距并不大。

图 2: 2018 年国内图书零售市场码洋



资料来源: 开卷信息, 中原证券

图 3: 2018 年国内图书零售市场渠道销售情况

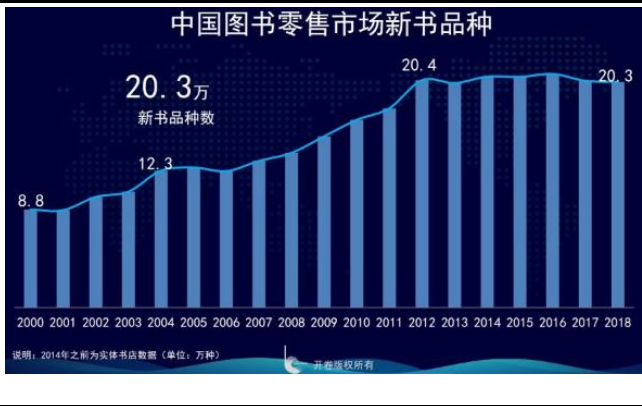


资料来源: 开卷信息, 中原证券

### 3.2. 新书品种数量逐渐稳定, 定价逐年上升

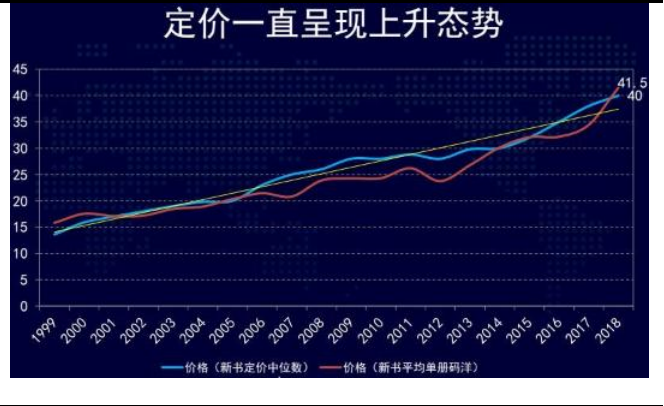
自 2012 年之后, 国内图书零售市场新书品种基本维持稳定, 到 2018 年, 国内新书品种数量达到 20.3 万。但新书价格始终处于上升之中, 2018 年新书平均单册码洋为 41.5 元, 新书定价中位数也达到了 40 元。

图 4: 中国图书零售市场新书品种数量



资料来源: 开卷信息, 中原证券

图 5: 中国图书零售市场新书定价

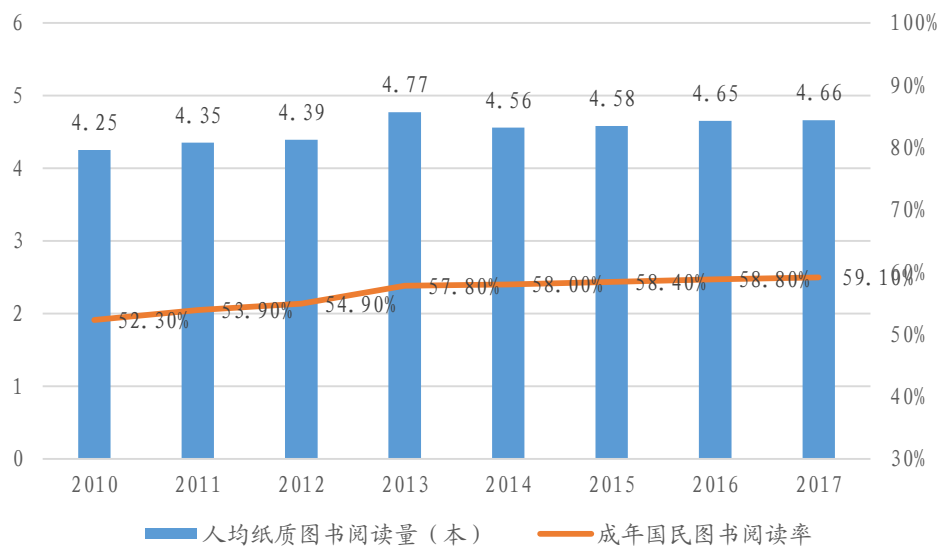


资料来源: 开卷信息, 中原证券

### 3.3. 数字阅读接触率连续走高

自 2010 年以来, 成年国民图书阅读率与阅读量均有稳步上升。2017 年国内成年国民人均图书阅读量 4.66 本, 比 2016 年增加了 0.01 本, 比 2010 年增加了 0.41 本; 成年国民图书阅读率为 59.10%, 比 2016 年提升了 0.3 个百分点, 目前仍逊于发达国家, 具备增长潜力。

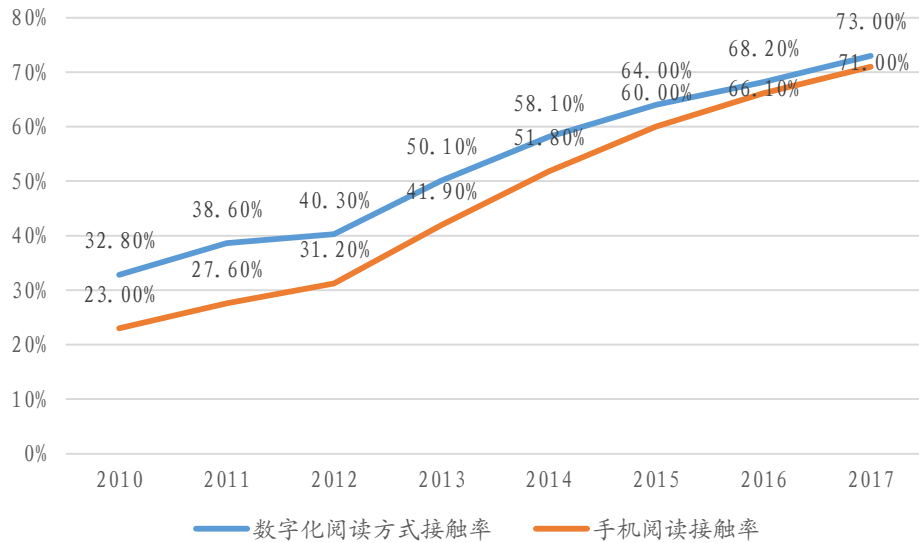
图 6: 成年国民图书阅读率与人均纸质图书阅读量



资料来源: 中国新闻出版研究院, 公司公告, 中原证券

在另一方面, 在智能手机、平板电脑普及之下, 数字阅读的普及率已经连续数年大幅走高, 成为国民阅读的重要形式之一。数字化阅读方式的接触率由 2010 年的 32.8% 大幅上升 40.2 个百分点至 73%。

图 7: 国民数字阅读接触率



资料来源: 中国新闻出版研究院, 公司公告, 中原证券

### 3.4. 头部出版社市占率较低, 中信出版多品类图书市占率靠前

2018 年国内 36 家出版集团码洋占有率为 51.77%, 与 2017 年相比小幅下降 0.63 个百分点, 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。

表 14: 2018 年图书市场出版社码洋占有率 TOP10

名次	出版社	占有率
1	北京联合出版有限责任公司	2.62%
2	中信出版集团股份有限公司	2.47%
3	世界图书出版有限公司	2.08%
4	机械工业出版社	1.53%
5	商务印书馆有限公司	1.45%
6	人民文学出版社有限公司	1.38%
7	人民日报出版社	1.36%
8	外语教学与研究出版社有限责任公司	1.28%
9	湖南文艺出版社有限责任公司	1.26%
10	教育科学出版社	1.22%

资料来源: 开卷信息, 中原证券

总体来看, 出版社集中度较低, 仅有 TOP3 的出版社市占率超过 2%, TOP10 市占率也仅为 16.65%, 出版行业竞争格局比较松散。

## 4. 盈利能力较强，现金流良好

### 4.1. 业绩增长维持高水平，二季度盈利能力企稳

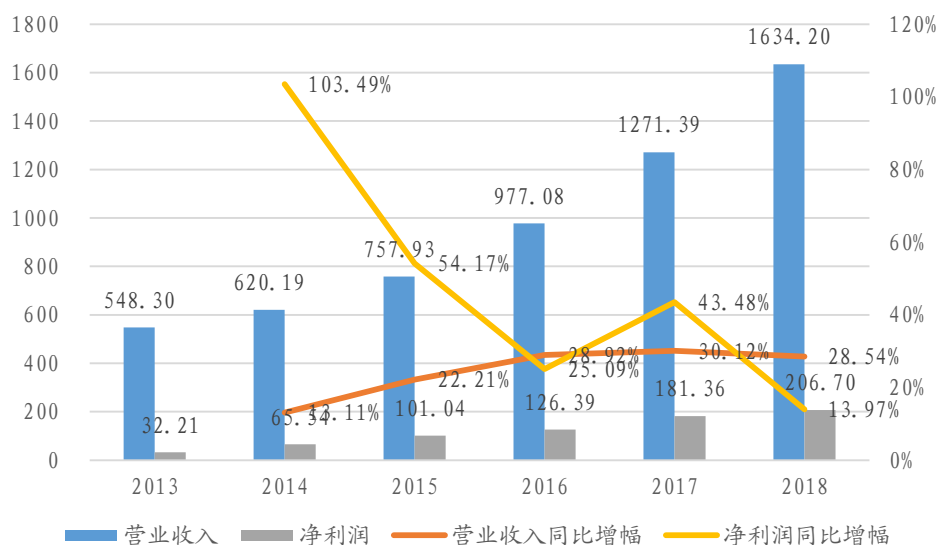
公司营业收入由 2013 年的 5.48 亿元上升至 2018 年的 16.34 亿元，年平均增长率为 24.41%，同期净利润由 3221 万元上升至 2.07 亿元，年平均增长率为 45.03%。

公司预计 2019 年上半年实现营业收入 8.33 亿元，同比增长 10%，净利润 1.16 亿元，同比增长 0.17%。

净利润增长放缓的主要原因是受 2019 年第一季度业绩下滑影响，而导致第一季度业绩下滑的主要原因有：（1）重新梳理出版计划后鼓励安排社会效益高的图书优先出版，而部分经济效益高的图书出版略微延后；（2）控股子公司中信楷岚 CFA、FRM 等教材受完稿时间和进口报关时间延后影响，出现销售延迟情况，版权收入下降较多；（3）受新开书店门店影响，销售费用增长较快。

以上影响因素自第二季度开始已经逐步得到解决，CFA、FRM 等教材已经陆续完稿，中信楷岚的版权授权和教材销售业务均恢复至正常状态；新开门店的日均销售额呈逐月上升趋势，租赁收入已经超过租赁支出并趋于稳定。

图 8：中信出版业绩情况（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

### 4.2. 版税与稿酬成本较高，大额版税图书对成本影响较大

从公司的成本结构来看，一般图书出版发行业务以及书店零售业务占公司成本比例最高。一般图书出版与发行业务的成本主要来自于版税及稿酬、印装费以及纸张材料费。2016 年至 2017 年公司印装费占比有所提升，纸张材料费占比出现一定下降，主要原因是公司少儿类图书的印刷量快速增长，少儿类图书采用包本印刷的方式，无须另外采购纸张，因此印刷费金额大



幅增长而纸张材料费占比出现一定程度下降。

在版税及稿酬方面，2018年版税及稿酬成本占比较17年出现明显下降，主要原因是2016年与2017年支付较大金额的首印版税图书较多，而2018年数量相对较少。

公司采购图书的版税一般在图书定价的8%-18%之间，预付版税或首印版税公司会全部计入首印批次的图书成本中。因此在大额版税图书数量较多的时候，版税成本占比会出现明显的上升。

表 15: 中信出版成本结构 (万元)

业务类别	成本类别	2018		2017		2016	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般图书出版 与发行	印装费	18,154.56	24.56%	13,336.63	23.95%	9,393.38	22.50%
	纸张材料费	14,444.55	19.54%	10,144.50	18.21%	8,218.27	19.68%
	版税及稿酬	30,717.67	41.54%	25,514.49	45.81%	19,213.31	46.02%
	排版与校对费	642.04	0.87%	483.99	0.87%	494.59	1.18%
	编辑经费	9,762.77	13.21%	6,023.28	10.81%	4,184.66	10.02%
	其他	205.45	0.28%	192.15	0.35%	244.76	0.59%
	小计	73,927.04	100.00%	55,695.04	100.00%	41,748.97	100.00%
数字阅读	渠道推广成本	1,985.37	43.90%	2,000.42	49.80%	1,230.76	42.96%
	版税和编辑服务成本	2,378.15	52.58%	1,901.14	47.33%	1,563.44	54.57%
	其他	159.08	3.52%	115.07	2.86%	70.63	2.47%
	小计	4,522.59	100.00%	4,016.63	100.00%	2,864.83	100.00%
书店零售	图书	17,584.54	80.45%	14,579.68	78.35%	14,476.17	82.33%
	数码及文化用品	3,696.75	16.91%	3,695.31	19.86%	2,936.72	16.70%
	套餐及其他	577.38	2.64%	332.65	1.79%	170.70	0.97%
	小计	21,858.66	100.00%	18,607.64	100.00%	17,583.59	100.00%
其他文化增值	知识产权授权	234.29	6.42%	163.58	6.00%	42.08	3.10%
	教育培训	2,003.47	54.93%	1,798.93	65.96%	1,065.22	78.50%
	其他	1,409.53	38.65%	764.90	28.04%	249.72	18.41%
	小计	3,647.29	100.00%	2,727.41	100.00%	1,357.02	100.00%
合计	成本合计	103,955.58	-	81,046.72	-	63,554.40	-
	抵销数	-8,720.47	-	-6,189.16	-	-8,794.94	-
	合并数	95,235.11	-	74,857.56	-	54,759.47	-

资料来源：公司公告，中原证券

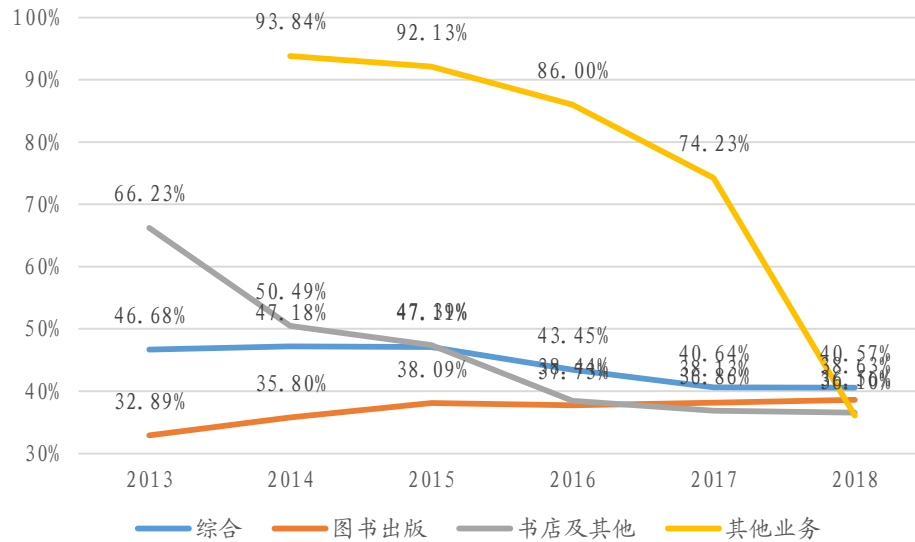
### 4.3. 毛利率虽有所下滑，但2018年基本维持稳定

公司在2016年与2017年毛利率均出现不同程度的下滑，主要原因是(1)2016年与2017年支付大金额的首印版税或预付版税图书数量较多，此部分版税支出会全部计入首印批次的图书成本中，导致首印批次的图书毛利率相对较低。2018年大额首印版税支出较少加上部分图书的加印，版税成本逐渐摊薄，毛利率逐渐稳定；(2)由于电商渠道专营店知名度以及客户流量较小，2017年为加大电商渠道推广力度，给予客户更多折扣和其他优惠，致使公司书店零售业

务总体毛利率有所下降。

但 2018 年除营业收入占比较低的其他业务项目之外,公司各项业务毛利率与 2017 年相比均保持较为稳定状态。

图 9: 2013-2018 公司毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

从公司毛利占比情况看, 经管以及社科类图书为核心的图书出版发行业务是公司主要的毛利来源, 随着这两类图书业务的快速增长, 图书出版与发行板块在公司整体毛利的占比逐年提升。

表 16: 中信出版毛利占比

项目	2018		2017		2016	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一、图书出版与发行	49,389.98	77.07%	36,796.61	74.71%	27,027.52	69.56%
经管	19,357.45	30.21%	13,198.28	26.80%	11,675.04	30.05%
少儿	7,820.47	12.20%	4,862.83	9.87%	2,192.39	5.64%
文学	4,231.03	6.60%	4,838.26	9.82%	3,668.83	9.44%
社科	15,673.79	24.46%	12,997.93	26.39%	8,146.18	20.97%
数字阅读服务	2,192.70	3.42%	1,443.30	2.93%	1,138.35	2.93%
其他	114.55	0.18%	-544.00	-1.10%	206.73	0.53%
二、书店零售及其他文化增值	14,695.90	22.93%	12,452.89	25.29%	11,828.02	30.44%
书店零售	11,986.12	18.70%	10,514.91	21.35%	11,060.41	28.47%
其他文化增值	2,709.77	4.23%	1,937.98	3.94%	767.61	1.98%
汇总数	64,085.88	100.00%	49,249.50	100.00%	38,855.53	100.00%
减: 内部抵销数	-1,152.55	-	-649.55	-	-528.85	-

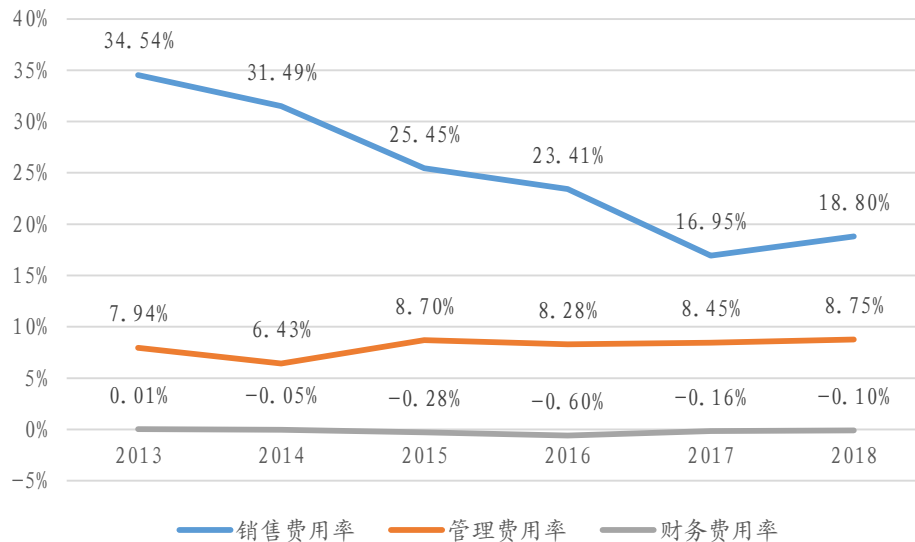
主营业务毛利	65,238.43	-	49,899.05	-	39,384.38	-
--------	-----------	---	-----------	---	-----------	---

资料来源：公司公告，中原证券

#### 4.4. 费用率总体维持稳定

公司 2016-2018 三项费用率合计为 31.09%/25.24%/27.45%，虽然 2018 年费用率出现了一定程度上升，但总体来看仍处于下降状态。

图 10: 2013-2018 中信出版主要费率



资料来源：中原证券

注：2018 年管理费用中包含为开发中信书院 APP 支付的 724.88 万元研发费用

公司 2016-2018 年销售费用占营业收入比例为 23.41%、16.95%和 18.80%。销售费用主要包括职工薪酬、租赁费、业务宣传费、办公及物业费等。2017 年销售费用率大幅下降是由于中信书店首都机场门店在新一轮招标中未能中标，自 2017 年起关闭，导致 2017 年租赁费用大幅下降。

2016-2018 管理费用占营业收入比为 8.28%、8.45%和 8.28%，保持比较稳定的状态，其由于员工人数增加导致职工薪酬支出占营业收入比上升 0.45 个百分点，由于 2017 年公司退货量增长造残书数量增加导致存货管理费出现较大幅度上升，而 2018 年存货管理费占营业收入比下降 0.53 个百分点，

2016-2018 年公司财务费用均为负数，主要是公司不存在银行贷款、债券等有息债务，同时现金结余产生利息收入。

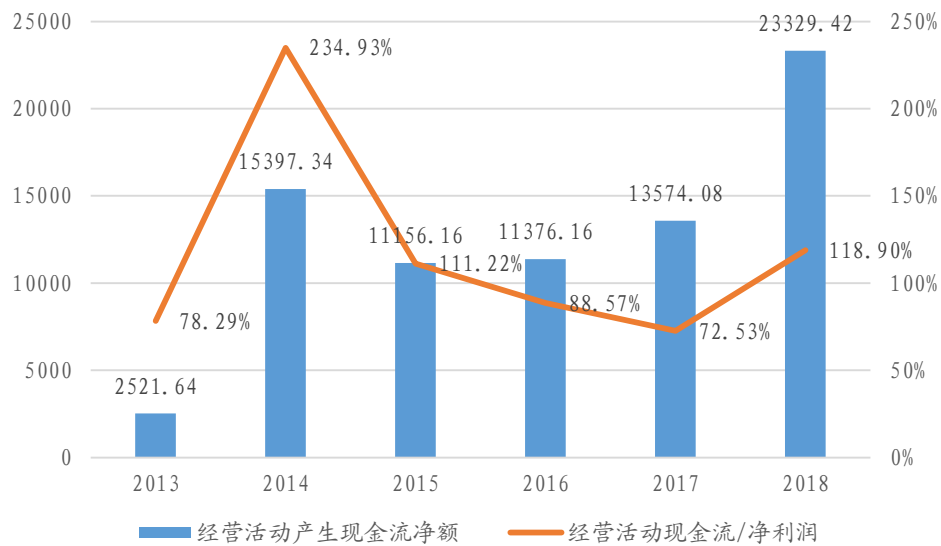
#### 4.5. 经营性活动现金流质量良好

公司经营活动现金流量情况良好，连续 3 年实现上升，2016 年与 2017 年公司经营活动产生现金流净额/净利润比例均低于 100%，主要是由于公司存货余额快速增长所致。一方面公司不断加大选题储备以及存货储备规模，另一方面为了应对纸张价格持续上涨，公司加大了纸张

的采购备货量。

2018年，公司经营活动产生现金流量高于净利润水平，主要是公司在营业收入增长的同时控制了存货余额的增长速度。

图 11: 2013-2018 公司经营活动现金流量 (万元)



资料来源: 公司公告, 中原证券

#### 4.6. 盈利能力与现金流质量均处于行业中上水平

对比同业公司中，中信出版毛利率明显高于行业平均水平，处于比较领先的地位；净利率方面则与行业平均水平几乎持平。

表 17: 出版公司毛利率

公司	毛利率			净利率		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
中原传媒	28.78%	29.54%	28.96%	8.58%	8.63%	8.29%
城市传媒	37.93%	38.79%	39.09%	15.86%	16.99%	16.17%
新华传媒	33.46%	36.83%	15.76%	2.68%	2.88%	2.19%
山东出版	32.79%	35.15%	35.87%	13.12%	15.37%	15.88%
新华文轩	37.43%	36.20%	37.52%	9.96%	12.54%	11.37%
中国科传	30.27%	28.99%	30.44%	15.97%	18.04%	19.25%
南方传媒	29.48%	30.68%	31.51%	10.28%	12.45%	11.92%
凤凰传媒	38.70%	37.81%	36.30%	11.53%	11.05%	11.87%
出版传媒	21.02%	20.99%	21.44%	7.55%	8.39%	7.64%
中国出版	33.86%	34.05%	33.25%	13.83%	11.28%	11.68%
新经典	36.60%	43.70%	46.33%	18.43%	25.39%	26.62%
平均	32.76%	33.88%	32.41%	11.62%	13.00%	12.99%

中位数	33.46%	35.15%	33.41%	11.53%	12.45%	11.87%
中信出版	43.45%	40.64%	40.57%	13.21%	14.79%	12.06%

资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

对比公司现金流质量, 出去新华传媒后, 公司 2018 年经营性现金流/净利润的比值高于行业平均水平, 显示出公司在现金流质量方面也处于较高水平。

表 18: 经营活动现金流净额/净利润

公司	2016	2017	2018
中原传媒	104.51%	119.61%	96.82%
城市传媒	128.88%	63.49%	94.12%
新华传媒	713.93%	418.84%	1785.84%
山东出版	111.31%	48.54%	102.81%
新华文轩	108.47%	37.71%	107.20%
中国科传	127.50%	73.94%	113.91%
南方传媒	108.01%	51.15%	71.42%
凤凰传媒	157.47%	150.09%	157.47%
出版传媒	135.93%	158.41%	-54.41%
中国出版	75.63%	64.97%	102.28%
新经典	94.79%	51.10%	-6.99%
平均	115.25%	81.90%	78.46%
中位数	109.89%	64.23%	99.55%
中信出版	88.57%	72.53%	118.90%

资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

注: 平均数与中位数不包含新华传媒

## 5. 投资评级与盈利预测

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 18.93 亿元/22.34 亿元/26.33 亿元, 净利润 2.33 亿元/2.85 亿元/3.43 亿元。EPS 分别为 1.23 元/1.50 元/1.80 元, 按 2019 年 7 月 25 日收盘价, 对应 PE 分别为 35.6 倍, 29.1 倍与 24.2 倍。

对比 A 股其他可比出版类企业, 虽然公司当前估值相对其他企业较高, 但综合考虑公司在盈利能力、现金流质量、市场品牌、经管类图书行业地位、以及少儿类图书发展潜力等优势, 建议可以积极关注公司后续的市场表现, 首次覆盖并给予公司“增持”评级。

表 19: 出版类企业估值情况

	EPS (摊薄)			PE		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
中原传媒	0.78	0.86	0.92	9.05	8.24	7.71

城市传媒	0.56	0.62	0.70	12.77	11.38	10.14
新华文轩	0.85	0.94	1.02	13.31	12.03	11.03
中国科传	11.88	11.95	13.10	19.08	16.68	14.49
中国出版	0.33	0.36	0.47	18.78	16.78	13.08
新经典	2.11	2.51	2.96	28.61	23.97	20.34
中信出版	1.23	1.50	1.80	35.6	29.1	24.2

资料来源：Wind，中原证券

注：除中信出版外，其余企业采用 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、行业竞争风险；
- 2、实体书店销售下滑；
- 3、新技术对传统阅读产生冲击；
- 4、原材料价格上升风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1271.4</b>	<b>1634.2</b>	<b>1892.8</b>	<b>2233.9</b>	<b>2633.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	754.7	971.2	1,116.6	1,335.5	1,573.9	营业收入增长率	30.1%	28.5%	15.8%	18.0%	17.9%
营业税费	5.8	7.1	8.9	10.1	11.9	营业利润增长率	77.9%	4.6%	18.5%	21.5%	19.0%
销售费用	215.5	307.2	359.6	402.1	474.0	净利润增长率	43.5%	14.0%	12.7%	22.1%	20.4%
管理费用	107.5	135.7	157.1	185.4	218.5	EBITDA 增长率	72.6%	-4.1%	34.2%	20.4%	16.3%
财务费用	-2.0	-1.7	-3.0	-4.2	-5.1	EBIT 增长率	75.9%	-4.2%	36.8%	21.3%	18.9%
资产减值损失	17.9	39.4	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	83.7%	5.0%	18.0%	21.3%	18.9%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	42.0%	-25.3%	292.2%	-76.3%	374.1%
投资和汇兑收益	9.9	-1.5	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	23.9%	19.2%	25.5%	18.5%	18.1%
<b>营业利润</b>	<b>192.4</b>	<b>201.3</b>	<b>238.6</b>	<b>289.9</b>	<b>344.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	毛利率	40.6%	40.6%	41.0%	40.2%	40.2%
<b>利润总额</b>	<b>193.2</b>	<b>202.3</b>	<b>239.6</b>	<b>290.9</b>	<b>345.9</b>	营业利润率	15.1%	12.3%	12.6%	13.0%	13.1%
减: 所得税	6.1	6.1	7.2	8.7	10.4	净利润率	14.3%	12.6%	12.3%	12.7%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>181.4</b>	<b>206.7</b>	<b>233.0</b>	<b>284.5</b>	<b>342.7</b>	EBITDA/营业收入	15.0%	11.2%	13.0%	13.2%	13.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	14.1%	10.5%	12.4%	12.8%	12.9%
货币资金	601.3	674.2	701.0	1,183.2	1,116.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	3	3	2	1
应收帐款	73.6	123.4	135.0	144.2	191.1	<b>流动营业资本周转天数</b>	15	8	33	29	28
应收票据	1.0	-	2.3	1.0	1.4	流动资产周转天数	337	309	303	324	328
预付帐款	9.8	12.8	19.3	14.4	26.1	应收帐款周转天数	21	22	25	22	23
存货	598.3	672.8	781.8	979.8	1,082.2	存货周转天数	144	140	138	142	141
其他流动资产	12.8	23.5	38.2	24.8	28.9	总资产周转天数	367	345	335	344	343
可供出售金融资产	-	-	0.7	0.2	0.3	投资资本周转天数	29	23	42	35	33
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	75.6	50.3	50.3	50.3	50.3	ROE	24.7%	23.6%	21.1%	21.7%	22.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	11.5%	12.8%	11.5%	13.1%
固定资产	10.6	16.0	12.2	8.4	5.4	ROIC	218.5%	161.6%	255.3%	79.0%	395.7%
在建工程	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	12.2	12.7	6.8	0.8	-	销售费用率	17.0%	18.8%	19.0%	18.0%	18.0%
其他非流动资产	24.8	125.0	62.7	55.1	49.8	管理费用率	8.5%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
<b>资产总额</b>	<b>1,420.0</b>	<b>1,710.8</b>	<b>1,810.2</b>	<b>2,462.2</b>	<b>2,552.0</b>	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.2%	27.0%	27.1%	26.1%	26.1%
应付帐款	553.7	689.5	351.2	992.4	696.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	47.5%	48.1%	38.4%	46.3%	38.8%
其他流动负债	99.4	114.7	311.9	124.5	270.2	负债权益比	90.5%	92.6%	62.4%	86.4%	63.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.99	1.87	2.53	2.10	2.53
其他非流动负债	21.5	18.6	32.2	24.1	25.0	速动比率	1.07	1.04	1.35	1.22	1.41
<b>负债总额</b>	<b>674.7</b>	<b>822.7</b>	<b>695.4</b>	<b>1,141.1</b>	<b>991.1</b>	利息保障倍数	-89.61	-103.81	-77.24	-68.38	-66.63
<b>少数股东权益</b>	<b>10.8</b>	<b>13.3</b>	<b>12.8</b>	<b>10.5</b>	<b>3.5</b>	<b>分红指标</b>					
股本	142.6	142.6	190.2	190.2	190.2	DPS(元)	0.21	0.34	0.32	0.40	0.51
留存收益	597.4	739.5	911.9	1,120.5	1,367.2	分红比率	22.0%	31.3%	26.3%	26.5%	28.0%
<b>股东权益</b>	<b>745.3</b>	<b>888.1</b>	<b>1,114.9</b>	<b>1,321.2</b>	<b>1,560.9</b>	股息收益率	0.5%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	187.1	196.2	233.0	284.5	342.7	EPS(元)	0.95	1.09	1.23	1.50	1.80
加: 折旧和摊销	16.0	21.6	9.8	9.8	3.8	BVPS(元)	3.86	4.60	5.80	6.89	8.19
资产减值准备	17.9	39.4	-	-	-	PE(X)	45.7	40.1	35.6	29.1	24.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.3	9.5	7.5	6.3	5.3
财务费用	0.2	-0.4	-3.0	-4.2	-5.1	P/FCF	56.7	34.9	-289.1	15.0	266.6
投资收益	-9.9	1.5	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	6.5	5.1	4.4	3.7	3.1
少数股东损益	5.8	-10.5	-0.5	-2.3	-7.1	EV/EBITDA	29.4	29.7	30.7	23.9	20.7
营运资金的变动	-411.1	-66.0	-209.0	265.6	-310.2	CAGR(%)	14.7%	19.6%	21.9%	14.7%	19.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>135.7</b>	<b>233.3</b>	<b>25.2</b>	<b>548.4</b>	<b>19.1</b>	PEG	3.1	2.0	1.6	2.0	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>4.8</b>	<b>-109.0</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	ROIC/WACC	20.8	15.4	24.3	7.5	37.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-41.1</b>	<b>-51.8</b>	<b>-2.7</b>	<b>-71.7</b>	<b>-90.7</b>	REP	2.2	3.9	0.9	11.3	0.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。