

## 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 46.82

当前价格: 39.60

2019.07.24

中信出版 (300788)

## 图书出版品类扩张, 打造知识服务型公司

## ——中信出版首次覆盖报告

## 本报告导读:

公司在经管类图书优势显著, 大力布局少儿、文学类图书品类, 同时拓展线上线下渠道, 通过优质内容和品牌优势, 打造领先的综合文化服务提供商。

## 投资要点:

- **首次覆盖目标价 46.82 元, 增持评级。**公司依托经管类图书的绝对领先地位, 依托灵活的人才激励机制快速拓展少儿、社科等其他图书品类, 同时全面布局线上线下的优质内容分发渠道, 广泛对外合作实现知识付费和教育业务的快速布局。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.28/1.58/1.86 元, 给予目标价 46.82 元, 首次覆盖, 增持评级。
- **经管类图书绝对龙头, 后续产品线丰富。**公司经管类图书稳居线上线下码洋占有率第一, 在传记、学术文化、心理自助市场码洋占有率也稳居前五, 打造了中信出版在经管领域强大品牌影响力, 实现了在社科财经领域顶级版权资源的储备, 在稳固经管类图书优势的同时不断拓展图书品类, 在少儿、社科等领域增长迅速。
- **灵活机制助力品牌打造。**公司通过举手制+工作室建立品牌矩阵, 在激发团队积极性的同时打造了特色化的品牌矩阵, 灵活应对图书市场需求变化, 优质策划编辑团队叠加灵活的激励机制构筑了公司图书出版领域强大的品牌力和竞争实力, 畅销书和长销书众多。
- **线上线下渠道广泛布局, 打造文化创意综合服务提供商。**公司全面布局线上线下的优质内容分发渠道, 覆盖线上主要电商渠道的同时打造中信书店线下品牌和中信书院线上 APP, 实现公司产品的广泛覆盖。同时与得到、逻辑思维等新兴渠道积极合作实现知识付费和教育业务的快速布局, 为公司打造新的业绩增长点。
- **风险提示: 政策风险, 市场竞争风险, 优质内容供给不足风险**

## 交易数据

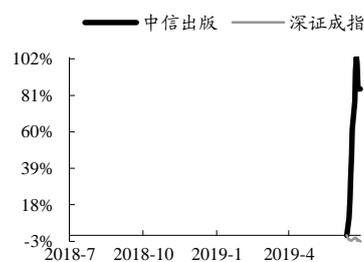
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 17.82-44.00 |
| 总市值 (百万元)        | 7,530       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 190/48      |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 25%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 10.37       |
| 日均成交值 (百万元)      | 408.91      |

## 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 932   |
| 每股净资产      | 4.90  |
| 市净率        | 8.1   |
| 净负债率       | 0.00% |

| EPS (元) | 2018A | 2019E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0     | 0.29  |
| Q2      | 0.61  | 0.31  |
| Q3      | -0.61 | 0.35  |
| Q4      | 1.09  | 0.33  |
| 全年      | 1.09  | 1.28  |

## 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|----|----|-----|
| 绝对升幅   | 0% | 0% | 0%  |
| 相对指数   | 0% | 9% | 3%  |

| 财务摘要 (百万元)  | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,271 | 1,634 | 1,970 | 2,371 | 2,844 |
| (+/-)%      | 30%   | 29%   | 21%   | 20%   | 20%   |
| 经营利润 (EBIT) | 188   | 206   | 220   | 266   | 317   |
| (+/-)%      | 71%   | 10%   | 7%    | 21%   | 19%   |
| 净利润 (归母)    | 181   | 207   | 243   | 300   | 353   |
| (+/-)%      | 43%   | 14%   | 17%   | 24%   | 18%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.95  | 1.09  | 1.28  | 1.58  | 1.86  |
| 每股股利 (元)    | 0.00  | 0.00  | 0.13  | 0.16  | 0.18  |

| 利润率和估值指标    | 2017A  | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 14.8%  | 12.6%  | 11.2% | 11.2% | 11.1% |
| 净资产收益率 (%)  | 24.7%  | 23.6%  | 13.9% | 14.9% | 15.1% |
| 投入资本回报率 (%) | 125.7% | 93.0%  | 46.6% | 43.2% | 42.5% |
| EV/EBITDA   | (2.95) | (2.96) | 22.81 | 16.60 | 12.69 |
| 市盈率         | 41.32  | 36.26  | 30.88 | 24.97 | 21.21 |
| 股息率 (%)     | 0.0%   | 0.0%   | 0.3%  | 0.4%  | 0.5%  |

模型更新时间: 2019.07.24

股票研究

社会服务  
传播文化业

中信出版 (300788)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 46.82

当前价格: 39.60

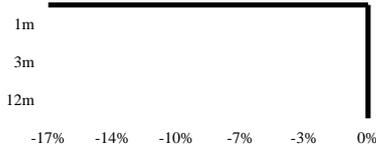
2019.07.24

公司网址  
press.citic

公司简介

公司是一家在国内具有较强影响力和较大规模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及文化消费,主营图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务,致力于以优质内容和创意资源垂直整合文化、生活、教育及娱乐等领域,打造以“内容+”为核心的优质知识产权服务生态集群,建立以用户为中心的立体知识服务体系和聚焦于都市人群阅读与文化生活需求的智慧生活服务体系,公司具有国家新闻出版署颁

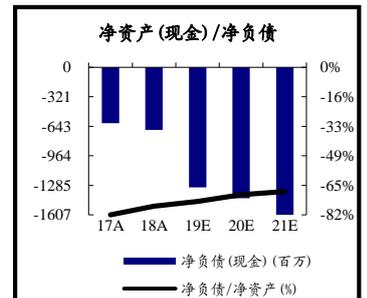
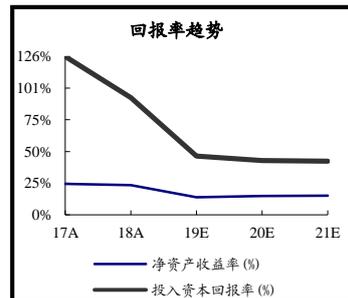
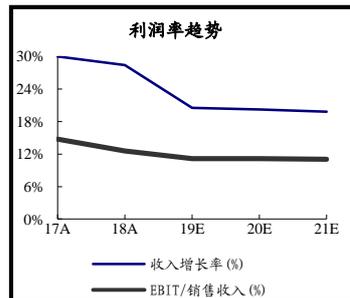
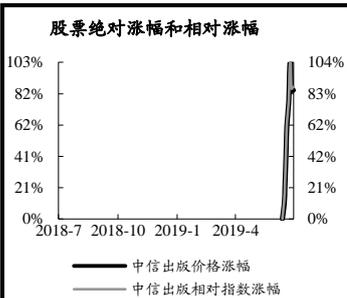
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 17.82-44.00  
市值 (百万) 7,530

财务预测 (单位: 百万元)

|               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>损益表</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入          | 1,271  | 1,634  | 1,970  | 2,371  | 2,844  |
| 营业成本          | 755    | 971    | 1,185  | 1,445  | 1,731  |
| 税金及附加         | 6      | 7      | 9      | 11     | 13     |
| 销售费用          | 216    | 307    | 373    | 440    | 533    |
| 管理费用          | 107    | 136    | 177    | 200    | 242    |
| EBIT          | 188    | 206    | 220    | 266    | 317    |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | 10     | -1     | 1      | 1      | 1      |
| 财务费用          | -2     | -2     | -22    | -31    | -34    |
| 营业利润          | 192    | 201    | 246    | 302    | 353    |
| 所得税           | 6      | 6      | 8      | 9      | 11     |
| 少数股东损益        | 6      | -10    | -3     | -6     | -8     |
| 归母净利润         | 181    | 207    | 243    | 300    | 353    |
| <b>资产负债表</b>  |        |        |        |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 601    | 674    | 1,301  | 1,426  | 1,610  |
| 其他流动资产        | 695    | 833    | 940    | 1,137  | 1,359  |
| 长期投资          | 76     | 50     | 50     | 50     | 50     |
| 固定资产合计        | 11     | 16     | 55     | 95     | 128    |
| 无形及其他资产       | 37     | 138    | 298    | 418    | 498    |
| 资产合计          | 1,420  | 1,711  | 2,643  | 3,127  | 3,645  |
| 流动负债          | 653    | 804    | 867    | 1,086  | 1,294  |
| 非流动负债         | 22     | 19     | 19     | 19     | 19     |
| 股东权益          | 745    | 888    | 1,758  | 2,022  | 2,332  |
| 投入资本(IC)      | 145    | 215    | 458    | 597    | 723    |
| <b>现金流量表</b>  |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 182    | 200    | 213    | 258    | 307    |
| 折旧与摊销         | 16     | 22     | 51     | 99     | 147    |
| 流动资金增量        | 45     | -25    | 45     | -22    | 13     |
| 资本支出          | -25    | -52    | -248   | -257   | -256   |
| 自由现金流         | 218    | 145    | 62     | 79     | 211    |
| 经营现金流         | 136    | 233    | 243    | 411    | 475    |
| 投资现金流         | 5      | -109   | -247   | -256   | -255   |
| 融资现金流         | -41    | -52    | 630    | -30    | -35    |
| 现金流净增加额       | 99     | 72     | 626    | 125    | 185    |
| <b>财务指标</b>   |        |        |        |        |        |
| <b>成长性</b>    |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | 30.1%  | 28.5%  | 20.6%  | 20.3%  | 19.9%  |
| EBIT 增长率      | 71.0%  | 9.6%   | 7.0%   | 20.9%  | 18.9%  |
| 净利润增长率        | 43.5%  | 14.0%  | 17.4%  | 23.7%  | 17.7%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 40.6%  | 40.6%  | 39.9%  | 39.0%  | 39.1%  |
| EBIT 率        | 14.8%  | 12.6%  | 11.2%  | 11.2%  | 11.1%  |
| 归母净利润率        | 14.3%  | 12.6%  | 12.3%  | 12.7%  | 12.4%  |
| <b>收益率</b>    |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 24.7%  | 23.6%  | 13.9%  | 14.9%  | 15.1%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 12.8%  | 12.1%  | 9.2%   | 9.6%   | 9.7%   |
| 投入资本回报率(ROIC) | 125.7% | 93.0%  | 46.6%  | 43.2%  | 42.5%  |
| <b>运营能力</b>   |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数        | 246    | 239    | 241    | 240    | 241    |
| 应收账款周转天数      | 12     | 13     | 13     | 13     | 13     |
| 总资产周转天数       | 373    | 350    | 403    | 444    | 435    |
| 净利润现金含量       | 74.8%  | 112.9% | 100.1% | 137.0% | 134.3% |
| 资本支出/收入       | 2.0%   | 3.2%   | 12.6%  | 10.8%  | 9.0%   |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 47.5%  | 48.1%  | 33.5%  | 35.3%  | 36.0%  |
| 净负债率          | -81.8% | -77.0% | -74.4% | -70.6% | -68.9% |
| <b>估值比率</b>   |        |        |        |        |        |
| PE(现价)        | 41.32  | 36.26  | 30.88  | 24.97  | 21.21  |
| PB            | 0.00   | 0.00   | 4.29   | 3.71   | 3.21   |
| EV/EBITDA     | -2.95  | -2.96  | 22.81  | 16.60  | 12.69  |
| P/S           | 4.42   | 3.44   | 3.80   | 3.16   | 2.64   |
| 股息率           | 0.0%   | 0.0%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.5%   |



## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 以优质内容为核心，向知识服务公司升级.....                          | 4  |
| 1.1. 公司简介.....                                      | 4  |
| 1.2. 中信集团绝对控股.....                                  | 4  |
| 1.3. 优势业务表现亮眼，新业务凸显新增长极.....                        | 5  |
| 2. 图书出版行业稳步增长，少儿类及线上渠道为主要增长动力.....                  | 12 |
| 3. 激励到位稳固经管+少儿出版业务基本盘，开拓进取布局书店+教育新业态打造综合文化服务体系..... | 14 |
| 3.1. 整体市场码洋占有率排名靠前，畅销书、长销书产品众多.....                 | 14 |
| 3.2. 出版业务：品牌矩阵模式下持续拓宽产品品类.....                      | 18 |
| 3.2.1. 举手制+工作室建立品牌矩阵.....                           | 18 |
| 3.2.2. 经管类图书一骑绝尘，少儿类等持续发力.....                      | 19 |
| 3.2.3. 拥抱数字化阅读，广泛合作拓宽线上渠道.....                      | 22 |
| 3.2.4. 多领域加码内容开发运营，打造内容+创意服务平台.....                 | 24 |
| 3.3. 持续拓展书店零售布局，打造智慧生活服务体系.....                     | 25 |
| 3.4. 教育与知识付费等增值业务培育顺利.....                          | 26 |
| 4. 盈利预测及公司估值.....                                   | 29 |
| 4.1. 核心假设.....                                      | 29 |
| 4.2. 盈利预测.....                                      | 29 |
| 4.3. 可比公司估值.....                                    | 30 |
| 4.4. 绝对估值法.....                                     | 31 |
| 5. 风险提示.....  | 31 |

## 1. 以优质内容为核心，向知识服务公司升级

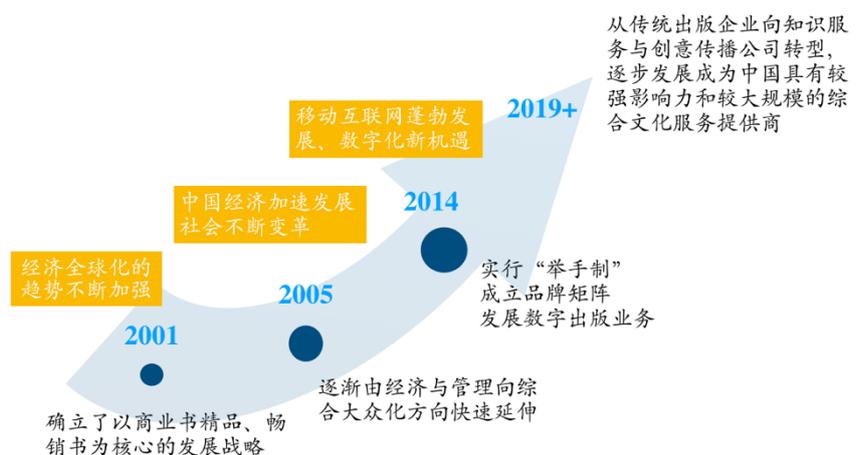
### 1.1. 公司简介

中信出版集团股份有限公司成立于 1993 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。公司的业务范围主要为图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务。公司出版规模超过十个亿，打造众多畅销书籍，共获得国内外奖项 76 项。公司在经管、少儿、社科等领域码洋占有率名列前茅，其中经管类常年稳居第一，其余稳居前五，成为有较强市场影响力的国有出版社。2018 年公司在整体图书零售市场码洋占有率 2.47%，排名第二，属于行业龙头企业。

**公司的发展历程主要分三个阶段：**第一阶段（2000-2005 年），在 2000 年经济全球化浪潮中，公司确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，推出了一些列作品奠定了经管类图书领域的品牌优势；第二阶段（2005-2012 年），在中国经济加速发展进程中，公司抓住机会从经管类向大众化方向快速延伸，不断储备丰富版权资源，与国内外作家、译者及出版社建立合作关系，并建立从全球内容中挖掘优质内容的流程体系，使得品牌影响力进一步加强；第三阶段（2013 年-至今），在新一轮数字化转型及科技迭代趋势下，公司逐渐从传统出版企业向知识服务与创意企业转型。

未来，凭借品牌、创意、内容、技术相融合的手段，公司计划成为中国具有较强影响力和较大规模的综合文化服务提供商。公司将把握知识服务和文化消费两大主线，向中国的思想文化、商业经济、创意生活等领域提供优质内容服务和智慧生活解决方案，发展成为新型国有文化品牌。

图 1：由经管类图书出版向综合文化服务提供商升级



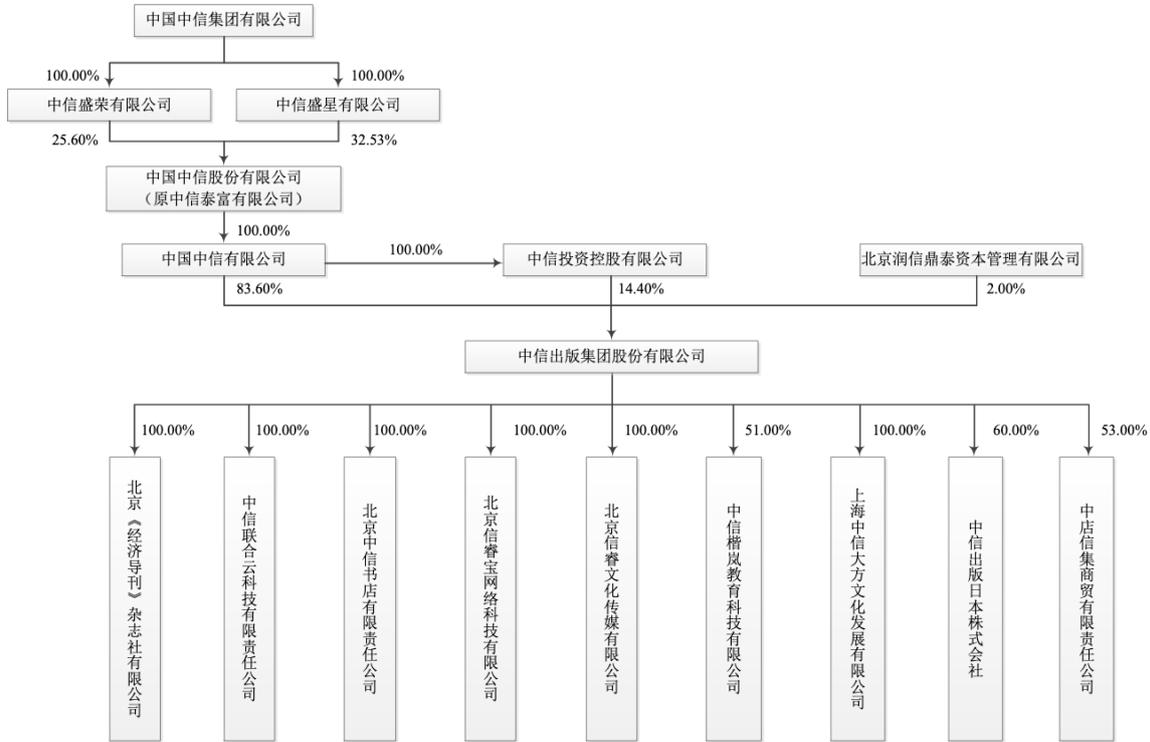
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

### 1.2. 中信集团绝对控股

中信有限直接持有公司 83.60% 的股份，并通过其全资子公司中信投资控股间接持有公司 4.40% 的股份，合计持有公司 88.00% 的股份，为公

公司的实际控制人。IPO 发行前公司总股本 14261.36 万股，本次发行不超过 4753.79 万股，占发行后总股本的 25%，中信有限持有公司股份比例变为 66.00%，仍处于绝对控股水平。

图 2: 中信集团为公司实际控制人

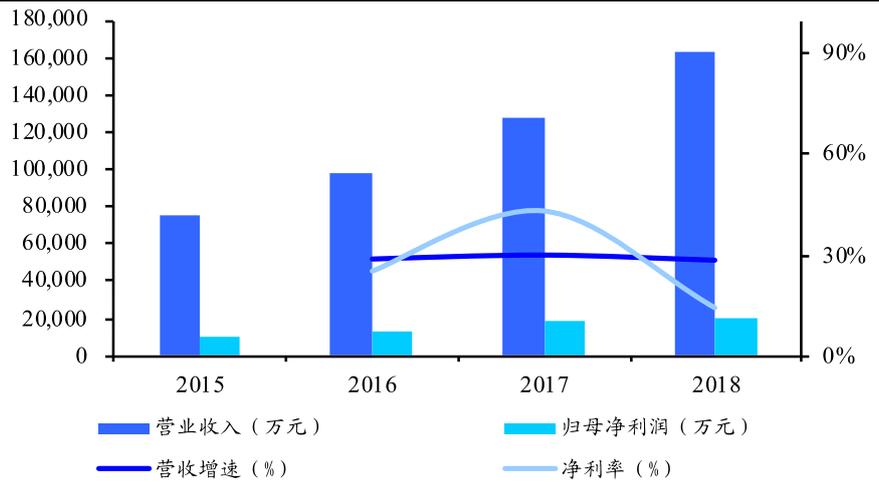


数据来源: 中信出版招股书

### 1.3. 优势业务表现亮眼，新业务凸显新增长极

公司业务规模及盈利能力整体向好,主营业务收入及净利润持续增长。2018 年公司营业收入达到 16.34 亿,较 2017 年增长 28.63%,2018 年公司归母净利润达到 2.07 亿,较 2017 年增长 13.97%,2015 至 2018 年复合增长率为 26.94%。公司主营业务收入主要来自图书出版与发行业务、书店零售及其他文化增值服务,2015 年至今公司的主营业务收入占营业收入的比重均保持在 91%以上,主营业务突出。

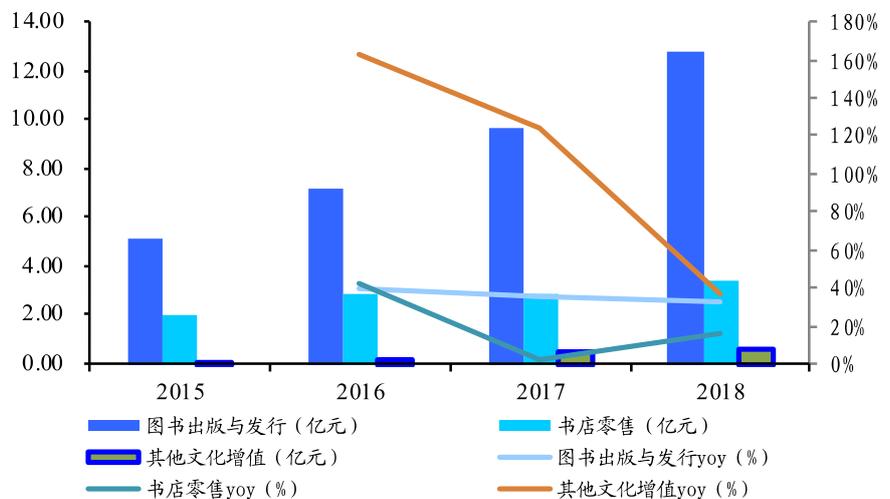
图 3: 2015-2018 年公司营收及归母净利润稳定增长



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

公司始终站在中国大众市场视角来规划图书产品的领域和产品结构, 以阅读需求趋势和热点分析为基点来调整公司产品策略和营销策略, 在报告期内推动图书出版与发行业务实现了快速增长, 成为公司营收增长的主要驱动力。同时, 书店零售也在报告期内保持稳健增长, 而以职业教育为主打的其他文化增值业务收入也在 2016 及 2017 年呈现爆发式增长。

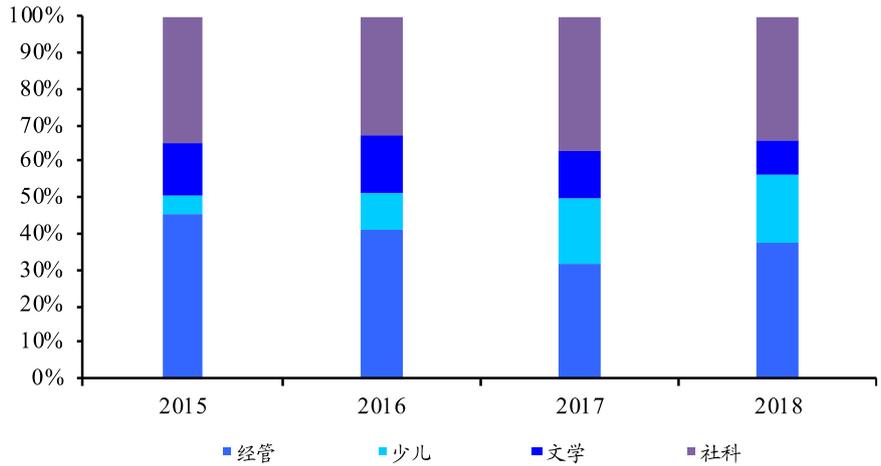
图 4: 2015-2018 年图书出版与书店业务增长平稳



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

图书出版与发行业务主要分为一般图书和数字阅读, 一般图书主要由经管、少儿、文学和社科这四大品类构成, 公司主打经管与社科类图书, 并逐步发展少儿类图书业务, 2015-2018年, 少儿类图书占比持续提升, 截止到2018年公司经管/社科/少儿/文学类图书收入占一般图书收入的比例分别为35.4%/32.5%/18.0%/8.5%, 经管和少儿类图书占比分别提升了5.5和1.5个百分点。

图 5: 2015-2018 年公司一般图书品类收入中少儿类图书占比持续提升



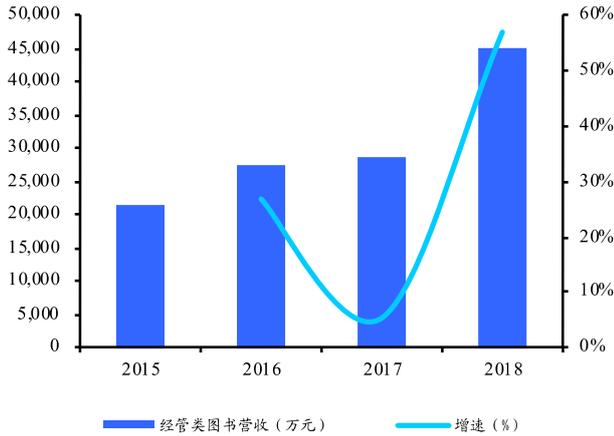
数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

**经管及社科类图书销售整体向好。**该品类图书作为公司一般图书业务的主打品类, 已形成了较高的品牌影响力和市场占有率。公司始终坚持产品精品化战略, 再以公司品牌效应进一步带动出版业务规模。2018年, 以《原则》为代表的新书获得市场认可, 图书销售码洋增长较多, 折扣率较2017年保持稳定, 因此该品类收入实现快速增长, 2018年收入4.53亿元, 同比增长57%。

**文学类图书收入近年有所降低。**2017年文学类图书的折扣率有一定程度的上升, 造成文学类图书码洋虽然有所下降, 而收入保持增长趋势。2018年, 文学类图书销售市场整体遇冷, 加之公司主要的畅销类文学图书多在2012年至2016年间出版发行, 至2018年其热度下降, 导致公司文学类图书的销售码洋较2017年增幅较小, 而折扣率却较2017年有一定下降, 使得文学类图书收入有所下降。

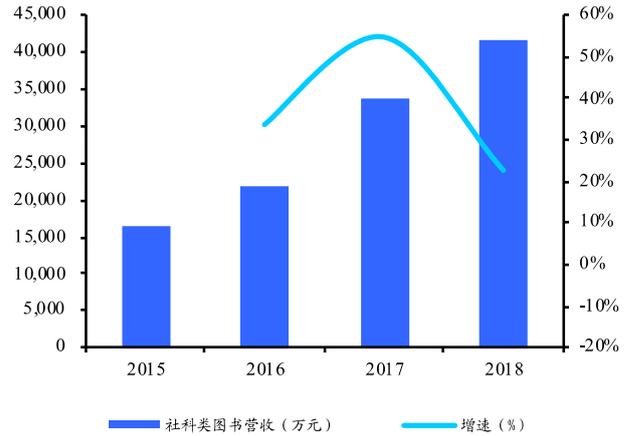
**少儿类图书收入增长速度领先。**随着少儿读物市场的迅速扩大, 公司的少儿图书业务规模大幅扩张。公司将少儿图书作为公司布局的一大新兴领域, 开始布局该领域的优质版权、引进专业人才, 随着规模效应逐渐体现, 少儿类图书近年实现了突破式发展, 2018年实现收入2.3亿元, 同比增长44.8%。

图 6: 2015-2018 年经管类图书营收持续增长



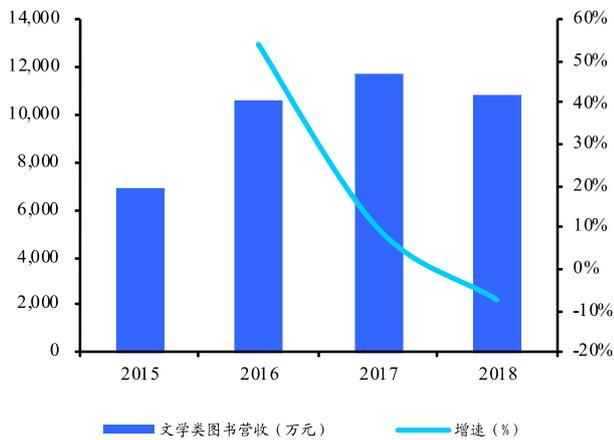
数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

图 7: 2015-2018 年社科类图书营收持续增长



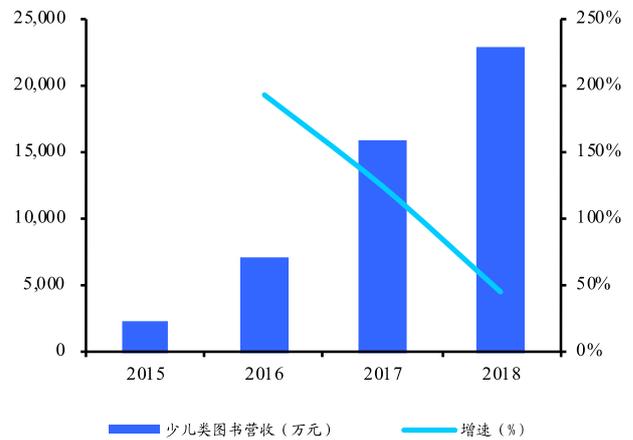
数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

图 8: 2018 年文学类图书营收略有下滑



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

图 9: 2015-2018 年少儿类图书营收高速增长

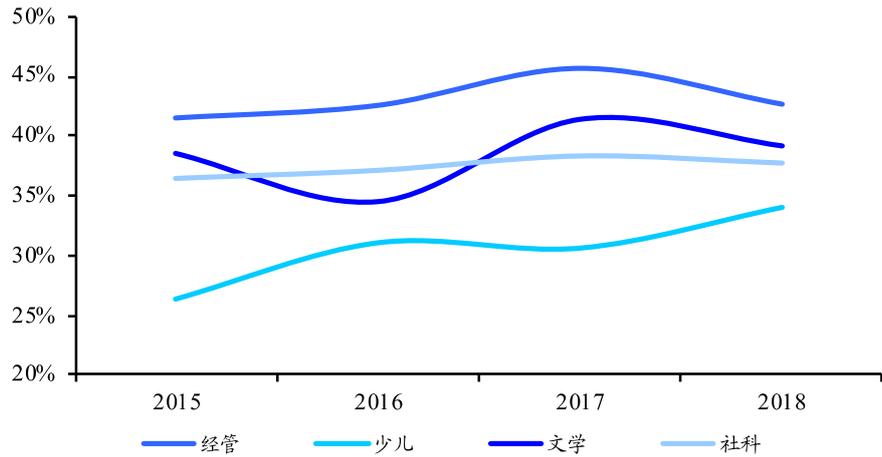


数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

2015-2018 年, 公司主营业务综合毛利率保持稳定, 其中公司图书出版与发行板块的毛利率基本保持稳定, 书店与零售板块的毛利率有一定幅度的降低, 其他文化增值则先落后升, 具体来看:

从图书出版与发行中, 经营与社科毛利率稳定, 且合计贡献超过半数毛利。少儿类图书毛利率在报告期内总体呈现上升趋势; 社科类图书毛利率基本保持稳定; 经营、文学类图书业务在报告期内出现了一定程度的波动; 数字阅读服务业务受市场竞争, 公司促销策略及成本变动等因素影响, 毛利率在报告期内有所波动。

图 10: 2015-2018 年少儿类图书毛利率整体提升

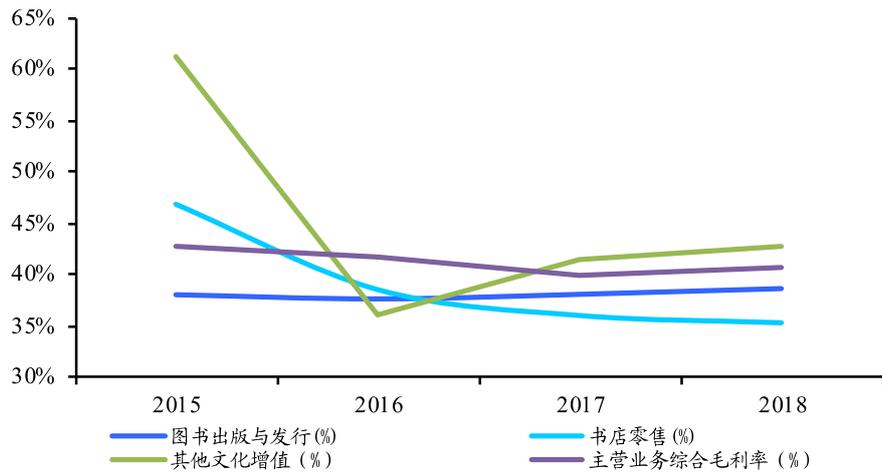


数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

公司书店零售业务毛利率则有所下降系线上渠道的扩张及非书产品的销售。2016至2017年，公司将业务量较大的天猫旗舰店、京东旗舰店由中信书店划转至母公司中信出版进行运营，中信书店随之将电商渠道的拓展重点转移至天猫专营店和京东专营店。为快速提升专营店的市场影响力，公司加大了电商渠道的推广力度，给予客户更多的折扣或其他优惠，使得线上零售业务的毛利率大幅下降。2018年，由于卓有成效的渠道推广，线上专营店品牌影响力有较大提升，客流稳定，公司逐渐控制促销活动规模，使得公司书店线上零售业务的毛利率有较大回升。但在其他业务毛利率下降的影响下，2018年公司书店零售业务总体毛利率仍较2017略有下降。同时，为了丰富顾客的消费选择，公司持续加大对非书产品的引入，数码产品、零食等毛利率相对偏低的非书产品收入不断增长，也是导致书店零售业务毛利率下滑的主要因素之一。

其他文化增值业务毛利率在2016年有所下降，主要由于客户批销业务的图书销售折扣偏低，随着业务规模的持续增长，其毛利率随之下降。其他文化增值业务毛利率在2017及2018年开始进一步提升，主要系中信楷岚主导的教育培训业务规模逐渐增长，其收入规模及毛利率水平均有所提升。

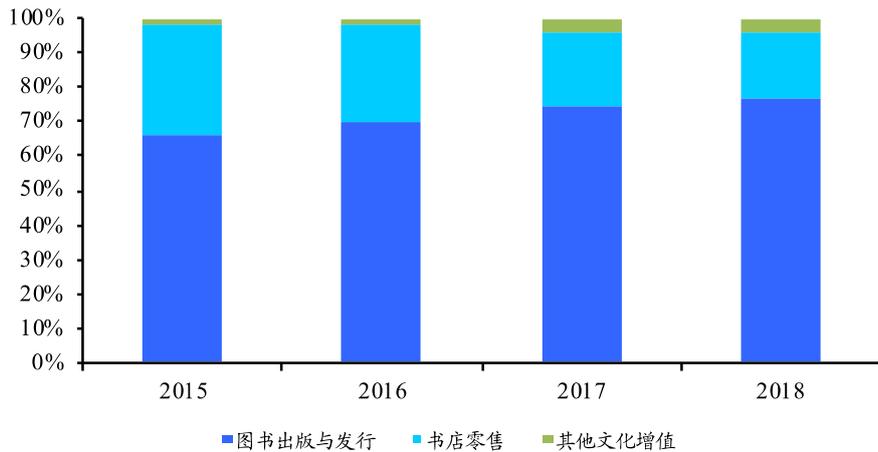
图 11: 2015-2018 年公司图书出版业务毛利率基本持平, 书店业务毛利率有所下滑



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

在主营业务中, 图书出版于发行板块的毛利占比较大, 其次为书店零售, 其他文化增值板块尚在培育阶段, 对毛利润贡献较小。

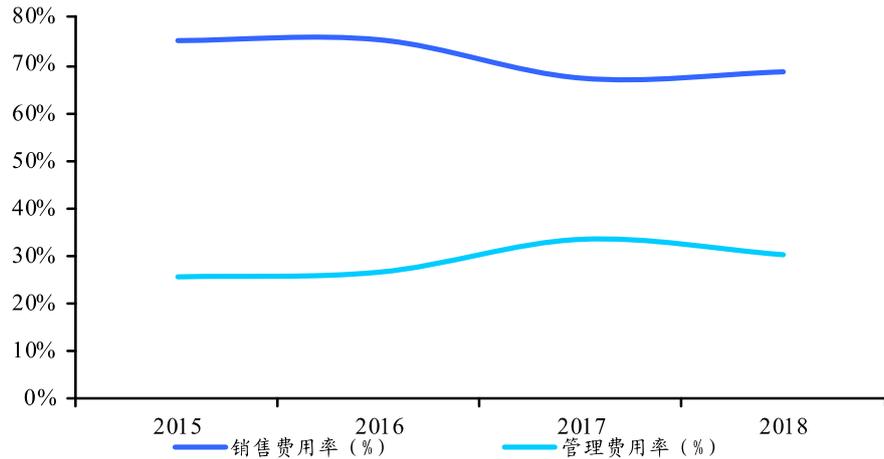
图 12: 2015-2018 年图书业务贡献毛利占比持续提升



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

**期间费用控制力度较好。**公司的期间费用主要为销售费用和管理费用, 销售费用除2017年影响外基本保持稳定, 管理费用随着公司规模扩张逐步提升。另外, 公司财务费用均为负数, 主要系公司不存在银行贷款、债券等有息债务, 加之现金结余产生利息收入所致。

图 13: 2015-2018 年公司销售及管理费用率基本稳定



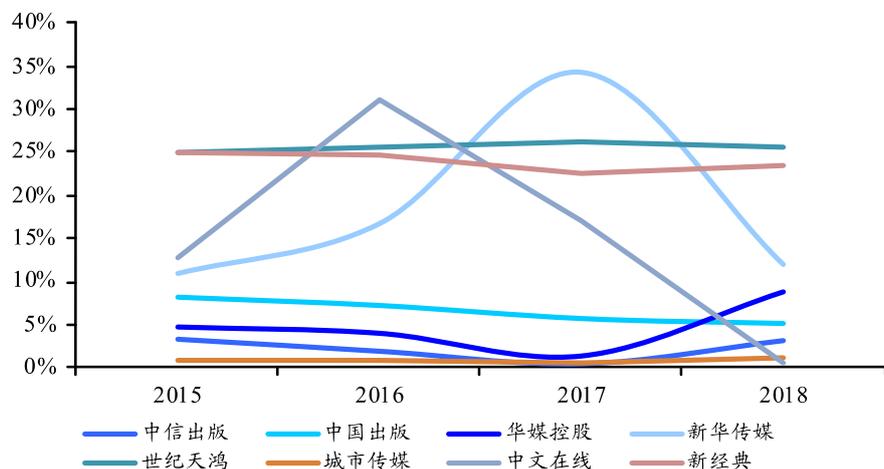
数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

**销售费用率呈现下降趋势**, 2017 年, 公司销售费用占营业收入的比例较 2016 年出现明显下降, 除营业收入继续保持快速增长的因素外, 主要系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, 从而导致 2017 年的租赁费用大幅下降。2018 年, 本公司销售费用占营业收入的比例较 2017 年基本保持稳定。

**管理费用率略有提升**。一方面, 员工人数的增加导致职工薪酬较上年增长; 另一方面, 随着公司图书出版规模的快速增长, 退货量随之增长造成残书数量增加, 导致存货管理费用较上年有所增加。

**税收优惠带来实际税率远低于同类型公司**。中信出版所得税率比例常年较低, 2018 年为 3%, 远低于主业相近的新经典、世纪天鸿等民营出版社, 与城市传媒、中国出版等国有出版类公司相近。公司实际税率较低主要系公司享受众多税费减免政策: 其中因公司于 2018 年底之前由经营性文化事业单位转制为企业, 公司母公司自 2014 年 1 月 1 日至 2023 年底, 享受企业所得税免税政策, 同时公司下属各分公司和子公司免征图书批发、零售环节增值税, 优惠政策现阶段持续至 2020 年底。

图 14: 2015-2018 年公司实际所得税率维持 3% 左右水平

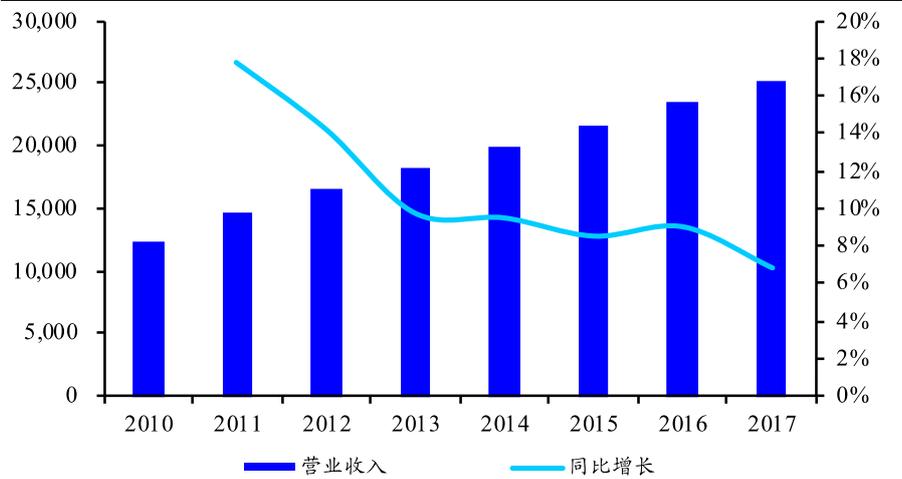


数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

## 2. 图书出版行业稳步增长，少儿类及线上渠道为主要增长动力

根据国家新闻出版广电总局发布的《2017年新闻出版产业分析报告》，2017年全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入18119.2亿元，较2016年同口径增长4.5%；拥有资产总额22165.4亿元，增长0.3%；利润总额1344.3亿元，增长2.7%。根据《全国新闻出版业基本情况》，2005年以来，通过全国新华书店系统、出版社自办发行单位销售的出版物销售码洋稳步增长，销售数量呈现波动中增长的趋势。

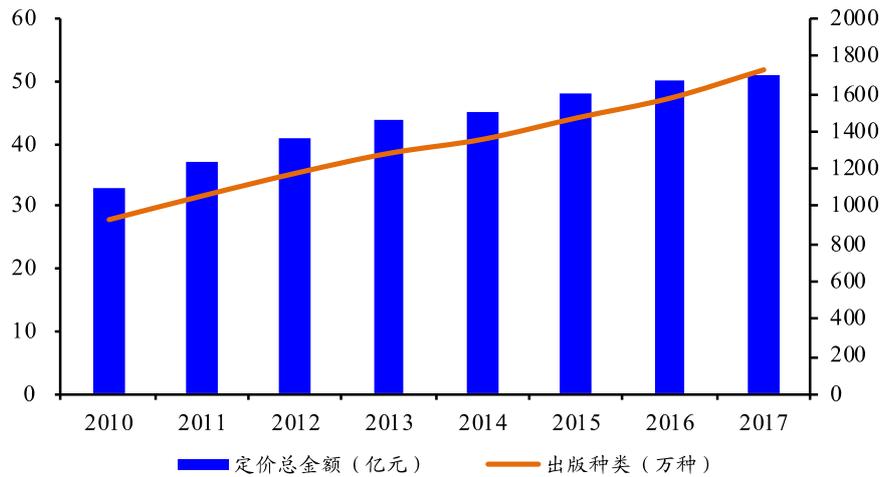
图 15: 2015-2018 年出版产业营业收入稳定增长 (亿元)



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

2017年，全国共出版图书51.25万种，较2016年增长2.50%。共出版新版图书25.5万种，较2016年降低2.8%。总印数92.4亿册（张），增长2.3%。总印张808.0亿印张，增长4.0%。定价总金额1731.3亿元，增长9.5%。图书出版2017年实现营业收入879.6亿元，利润总额137.5亿元，较2016年分别增长5.7%和2.4%。

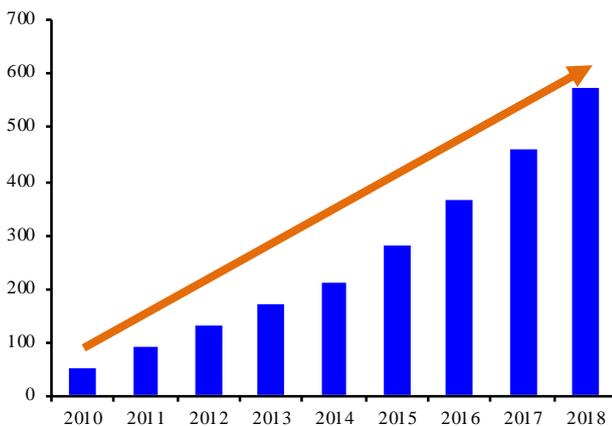
图 16: 图书出版种类及定价总金额增长保持稳定, 出版种类持续提升



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

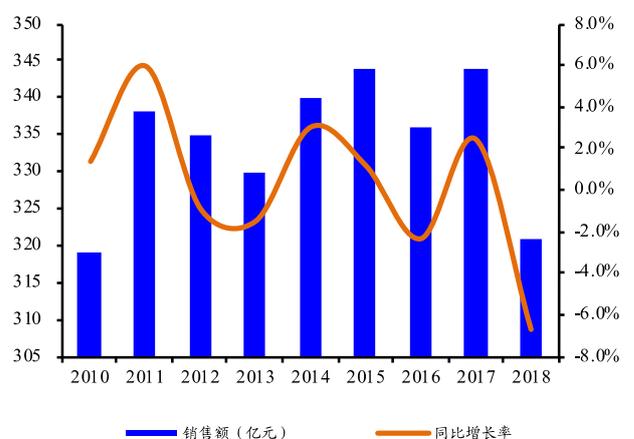
根据开卷信息统计, 2018 年全国图书销售码洋达到 894 亿元, 其中实体书店销售码洋 321 亿元, 较 2017 年下降 6.69%, 实体零售市场总体保持平稳态势; 线上渠道销售码洋约 573 亿元, 同比增速约 24.70%, 预期未来将保持稳健增长。线上渠道相比线下, 在面向消费者时具有价格低廉、品种丰富、配送便捷、活动促销刺激消费作用强等特点, 同时还具有无租金成本、信息化程度高、采购仓储物流的规模效应等优势, 当当网、亚马逊、京东、新华在线、淘宝等线上图书销售规模呈现明显增长趋势, 对线下书店的分流作用明显, 由于实体书店提供的阅读体验式消费并不能被线上渠道完全取代, 线上对线下的分流会遭遇增长极限。最终线上线下渠道份额会稳定在一定比例, 形成互为补充的市场格局。

图 17: 2010-2018 线上渠道销售码洋维持较快增长 (亿元)



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

图 18: 2018 实体书店销售码洋下滑

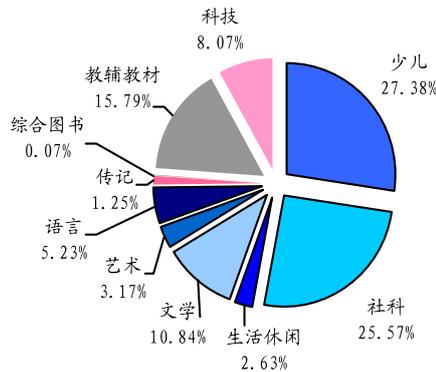


数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

少儿及社科类图书占比持续提升, 品种效率维持高位。图书零售市场的各大板块结构性较为稳定, 少儿码洋比重最高、成长最快, 码洋比重位

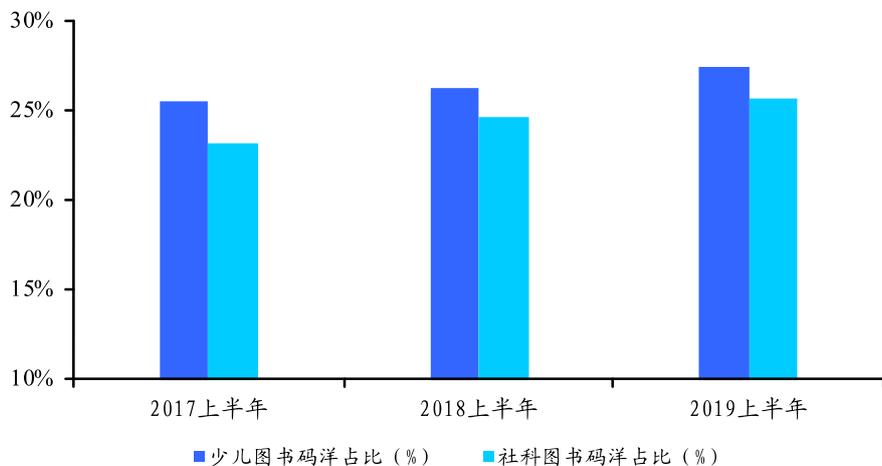
列第二、第三的社科图书和教材教辅也呈现出上涨态势。2016年其少儿类图书就首超社科类成为码洋比重最大的门类，到2019上半年，少儿类图书码洋占比达到27.38%，依然是零售市场中码洋比重最大且增速最快的细分类。同时，2017年少儿类图书码洋品种效率已达1.8，表明少儿类图书的单品收益能力高于整体市场平均水平。少儿类图书市场竞争较为激烈，2018年共有552家出版社参与竞争，并在不断增长，未进入少儿图书市场的出版社只剩少数。

**图 19: 图书零售市场中少儿类及社科类码洋占比合计超半数**



数据来源：北京开卷，国泰君安证券研究

**图 20: 2017-2019 上半年少儿及社科类图书码洋占比持续提升**



数据来源：北京开卷，国泰君安证券研究

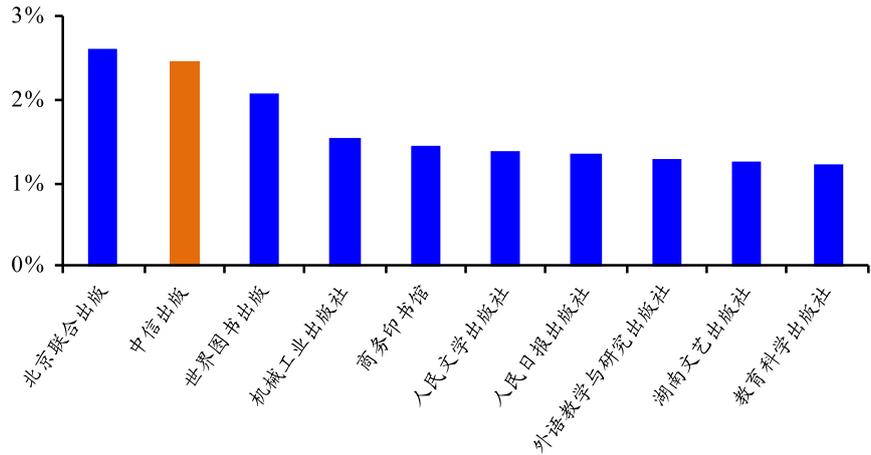
### 3. 激励到位稳固经管+少儿出版业务基本盘，开拓进

#### 取布局书店+教育新业态打造综合文化服务体系

##### 3.1. 整体市场码洋占有率排名靠前，畅销书、长销书产品众多

公司近年业绩突出，以高码洋占有率稳居行业上游，在细分领域中占有领军地位。在2018年整体图书市场出版社码洋占有率第二，在经济管理图书市场（实体书店+网上书店）码洋占有率排名第一，另外公司在传记、学术文化、心理自助市场码洋占有率也稳居前五。

图 21: 2018 年整体图书市场出版社码洋占有率中公司位居第二



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

截止 2017 年, 公司出版的图书中, 发行量超过 100 万册的图书主要包括: 《史蒂夫 乔布斯传》、《杰克 韦尔奇自传》、《从 0 到 1》、《激荡三十年》、《水煮三国》、《人类简史》、《未来简史》、《海底捞你学不会》、《请给我结果》、《货币战争》、《世界因你不同》、《谁动了我的奶酪?》、《谁的青春不迷茫》、《你的孤独, 虽败犹荣》、《别相信任何人》等。根据开卷网数据, 2017 年以来公司推出的新书中包括《原则》《人类简史》《未来简史》《今日简史》等多部畅销书长期居于开卷非虚构类畅销书榜单前三十, 其中 2017 年 2 月出版的《人类简史》先后 26 次上榜, 最高排名非虚构类畅销榜单排名第二。

表 1: 中信出版社 2017 年以来推出多个产品位居开卷非虚构类畅销书榜单

| 序号 | 图书                           | 作者            | 发布时间     | 定价      | 上榜次数 | 最高排名 |
|----|------------------------------|---------------|----------|---------|------|------|
| 1  | 美国陷阱                         | 弗雷德里克皮耶鲁奇     | 2019.4.  | 68.00 元 | 1    | 19   |
| 2  | 原则                           | 瑞 达利欧         | 2018.1.  | 98.00 元 | 16   | 1    |
| 3  | 薛兆丰经济学讲义                     | 薛兆丰           | 2018.7.  | 68.00 元 | 7    | 3    |
| 4  | 人类简史 (新版)                    | 尤瓦尔 赫拉利       | 2017.2.  | 68.00 元 | 26   | 2    |
| 5  | 未来简史                         | 尤瓦尔 赫拉利       | 2017.2.  | 68.00 元 | 19   | 1    |
| 6  | 今日简史                         | 尤瓦尔 赫拉利       | 2017.2.  | 68.00 元 | 6    | 4    |
| 7  | 好好说话                         | 马薇薇, 黄执中, 周玄毅 | 2017.2.  | 49.00 元 | 14   | 5    |
| 8  | 变量: 看见中国社会小趋势                | 何帆            | 2019.1.  | 59.00 元 | 3    | 19   |
| 9  | 见识: 你最终能走多远取决于你的见识           | 吴军            | 2018.3.  | 49.00 元 | 2    | 21   |
| 10 | 激荡十年, 水大鱼大: 中国企业 (2008-2018) | 吴晓波           | 2017.11. | 58.00 元 | 3    | 10   |

资料来源: 开卷网, 国泰君安证券研究

公司的图书单品种收益能力--码洋品种效率指标均大于1。出版效率表示公司以百分之一的品种份额、创造了百分之几的码洋份额, 该指标

高于1说明超过行业平均水平。公司各类图书的出版效率指标均大于1，标志着公司出版效率远高于行业平均水平，即以更少的图书品种，创造了更高的销售码洋。

**表 2:公司码洋品种效率（销售码洋市场份额/图书品种份额）维持高位**

| 图书类别  | 出版效率   |        |        |
|-------|--------|--------|--------|
|       | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
| 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   |

数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

公司储备了全球众多文化创意资源，形成具有中信特色的出版方略。公司出版发行了《史蒂夫·乔布斯传》、《人类简史》、《21世纪资本论》、《激荡三十年》、《未来简史》等图书，共获得国内外奖项76项。先后推出的《论中国》、《自然笔记》、《人类简史》连续三届获得中国出版业殿堂级奖项“天津图书奖”。公司设有专门的版权部门，常年跟踪、挖掘、梳理国际国内的版权信息以及经济、商业、社会、历史、文化、生活、文艺等不同领域的资讯，以深度跟踪各领域行业内外的发展趋势动向，提炼主题作为本公司版权开发的指导。公司也与国际大型出版商、版权代理机构、展会机构都展开交往与合作，出版发行的图书的到国际出版业的高度认可，如林毅夫先生作品《从西潮到东风》授权英国剑桥大学出版社出版，《马云的阿里巴巴》授权美国哈珀·柯林斯出版集团出版，《人民币的国际化之路》授权新加坡世界科技出版社出版等。

公司与国内外的作者、版权代理机构以及其他出版业客户保持着长期稳定的合作关系，已形成了较为丰厚的版权资源储备。公司坚持与世界上最优秀的作者建立长期合作关系，有以吴敬琏、张五常、埃德蒙·菲尔普斯、乔治·阿克罗夫等为代表的著名学者，也有以基辛格、吴建民、格林斯潘、伯南克、吴晓波等为代表的思想家、政治家、文学家与科学家，还有活跃在商业世界的王石、冯仑、稻盛和夫、杰克·韦尔奇、彼得·蒂尔等企业家。

**表 3:与公司合作的主要作家涵盖多位经管领域著名学者、企业家及文学家**

| 作者  | 获奖情况或评价                    | 公司推出的代表作品                 |
|-----|----------------------------|---------------------------|
| 吴敬琏 | 2003 年国际管理学会 (IAM) 杰出成就奖得主 | 《比较》丛书、《从威权到民主》           |
| 张五常 | 国际知名经济学家                   | 《中国的经济制度》、《多难登临录》、《五常学经济》 |

|             |   |                            |
|-------------|---|----------------------------|
| 林毅夫         | 世界银行副行长   | 《从西湖到东风》、《读懂中国改革》          |
| 钱颖一         | 2009年孙治方经济学奖                                      | 《现代经济学与中国经济》、《大学的改革》       |
| 周其仁         | 北京大学国家发展研究院教授                                     | 《城乡中国》、《改革的逻辑》             |
| 韩毓海         | 2004年中国作家协会首届郭沫若散文随笔奖                             | 《一篇读罢头飞雪，重读马克思》            |
| 赵汀阳         | 清华大学伦理和宗教中心客座研究员、北京大学应用伦理学中信客座研究员                 | 《天下的当代性》、《惠此中国》            |
| 郑也夫         | 北京大学社会学系教授  | 《吾国教育病理》、《科场现形记》           |
| 【美】埃德蒙·菲尔普斯 | 2006年诺贝尔经济学奖                                      | 《大繁荣》                      |
| 【美】乔治·阿克罗夫  | 2001年诺贝尔经济学奖                                      | 《钓愚：操纵与欺骗的经济学》、《动物精神》      |
| 【美】罗伯特·席勒   | 2013年诺贝尔经济学奖                                      | 《金融于浩的社会》、《动物精神》           |
| 【美】保罗·克鲁格曼  | 2008年诺贝尔经济学奖                                      | 《萧条经济学的回归》                 |
| 【美以】丹尼尔·卡尼曼 | 2002年诺贝尔经济学奖                                      | 《思考，快与慢》                   |
| 【英】大卫·哈维    | 瑞典人类学与地理学会 Anders Retzius 金质勋章、伦敦皇家地理学会 Patron 勋章 | 《世界的逻辑》、《资本主义的 17 个矛盾》     |
| 【美】贾雷德·戴蒙德  | 加利福尼亚大学洛杉矶分校生理学教授、作家                              | 《为什么有的国家富裕，有的国家贫穷》         |
| 【美】基辛格      | 诺贝尔和平奖  | 《世界热议中国》、《世界秩序》            |
| 吴建民         | 前驻法大使、外交学院原院长                                     | 《大国博弈系列》、《吴建民谈外交》          |
| 【美】格林斯潘     | 前美联储主席  | 《动荡的世界》                    |
| 【美】伯南克      | 现美联储主席  | 《行动的勇气：金融风暴及其余波回忆录》        |
| 吴晓波         | “蓝狮子”财经图书出版人，2009年被《南方人物周刊》评委年度“中国青年领袖”           | 《激荡三十年》、《跌荡一百年》            |
| 王石          | 万科集团创始人、董事会名誉主席                                   | 《大道当然：我与万科》、《徘徊的靈魂》        |
| 冯仑          | 万通控股董事长、参与建立中国民生银行                                | 商业三部曲：《岁月凶猛》、《理想丰满》、《野蛮生长》 |
| 【日】稻盛和夫     | 世界著名实业家、哲学家                                       | 《六项精进》、《经营十二条》             |
| 【美】杰克·韦尔奇   | 通用电气集团 CEO  | 《商业的本质》、《赢》                |
| 【美】彼得·蒂尔    | 硅谷创投教父、PayPal 创始人                                 | 《从 0 到 1》                  |
| 【美】里德·霍夫曼   | PayPal 执行副总裁、LinkedIn 联合创始人，Greylock 合伙人          | 《联盟：互联网时代的人才变革》            |
| 【美】埃里克·施密特  | Google 董事长  | 《重新定义系列》                   |

资料来源：中信出版招股说明书，百度百科，360 百科，当当网，国泰君安证券研究

**渠道布局完善。**出版行业一方面需要企业自身的内容实力，建立广泛的版权来源和自身出版发行服务能力；另一方面，需要有重要的渠道资源，为图书产品销售奠定基础。公司在全国拥有 57 家机场店、12 家写字楼店、18 家城市店，布局北京、深圳、杭州、厦门、大连、西安、济南、合肥、海口、重庆等全国大中型城市。除此之外，公司与

全国新华书店和图书批发市场、独立书店、图书馆馆藏渠道建立了长期深入的合作关系；在电商平台，拥有京东、当当、亚马逊、天猫等分销网络，同时也运营“中信出版”线上官方旗舰店。在社群运营方面，公司通过内容策划和传播，对接新媒体和社群电商进行内容和产品分发，开展开撕自由新媒体和微店的建设运营。在数字出版物销售平台，除了和亚马逊 kindle、掌阅 iReader、喜马拉雅等电子阅读平台以及中国移动、中国联通、中国电信三大电信运营商进行深入合作外，积极投入互联网产品“中信书院”的运营。

### 3.2. 出版业务：品牌矩阵模式下持续拓宽产品品类

#### 3.2.1. 举手制+工作室建立品牌矩阵

公司推行“举手制”，打造特色化的品牌矩阵。公司自 2014 年开始推行“举手制”，即员工（举手人）可以主动向公司举手申请成立工作室分社。这种选任用人的新机制激活了编辑的自主创新能力及热情，公司得以打造出特色化的品牌矩阵，以灵活应对图书市场需求变化。根据中信出版官网显示的公开信息，目前公司旗下共有 18 个子品牌/部门；根据《出版人》的信息，其中超过 10 个子品牌的码洋过亿。

表 4: 中信出版社打造了多个子品牌

| 序号 | 子品牌        | 主打方向及简介   | 出版的代表作品   |
|----|------------|---|---|
| 1  | 前沿经济社      | 引领变革发展，解读天下情势   | 《长尾理论》、《第二次机器革命》、《高盛帝国》、《南京大屠杀》、《爆裂》、《原则》             |
| 2  | 灰犀牛        | 致力于挖掘经济、金融、政治、科技、生活等领域最前沿智识，传送国内外顶尖大家的思想精髓，用敏锐的眼光和判断力去纾解时代谜题，站在新思想的桥头。  | 《灰犀牛》、《看中国》、《区块链世界》、《现代货币理论》、《大国对话》                   |
| 3  | 财经社        | 在财经图书领域，传播前瞻的商业思想，打破知识边界，为构建创新力社会，为中国经济的转型升级和持续健康发展、为不断需求突破的企业和践行终身学习的商业精英和知识人群服务。                                    | 《思考、快与慢》、《黑天鹅》、《向前一步》、《伟大的博弈》                         |
| 4  | 先见         | 专注财经、商业、科技和心理科学领域的内容出版，致力于为中国新兴中产阶层，提供应对复杂世界的知识解决方案，提升认知与心智水平。  | 《杰克·韦尔奇自传》、《滚雪球》、《论中国》、《21 世纪资本论》、《从 0 到 1》           |
| 5  | 如果童书       | 涵盖精品绘本、文学、动漫 IP、亲子家教、成长励志等五大领域，立志网罗世界优秀精神食粮，透过阅读服务广大少儿读者，帮助孩子获得国际化视野和认知体系，塑造独立健全的人格。                                  | 《企鹅亲少年文学经典系列》、《加菲猫全集》、《遇见美好》系列、《人类简史绘本班》、《如果把银河装进盘子里》 |
| 6  | 文艺新生       | 做回新生，耕耘纸上王国，扛住市场的冷，做有温度的书。  | 《谁的青春不迷茫》、《时光不老，我们不散》、《世上没有人比你更重要》                    |
| 7  | 中国道路出版研究中心 | 致力于推动中国特色社会主义道路、制度、模式的研究和理论创新，以此凝聚社会共识，弘扬社会主义核心价值观，促进立足中国实践、通达历史与现实、具有全球视野的中国学派的形成；鼓励和支持跨学科的研究和交流，加大对中国学者原创性理论的推动和传播。 | 《中国道路丛书》、《解放生命：生有所信，老有所托》、《西方如何“营销”民主》                |

资料来源：开卷网，国泰君安证券研究

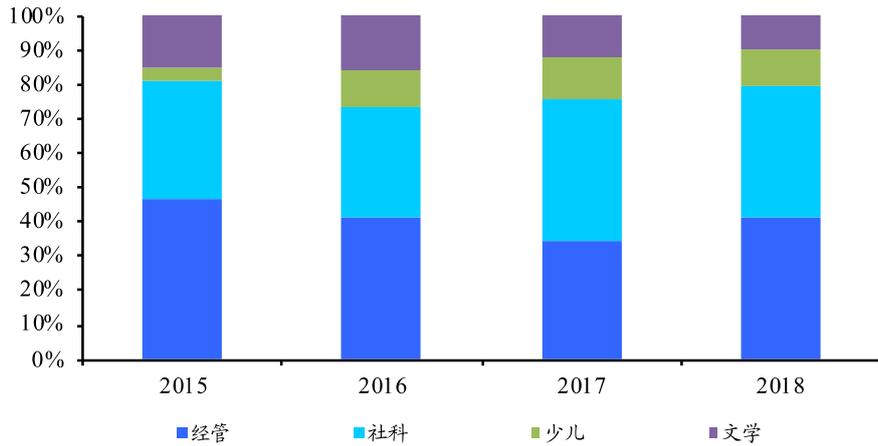
|    |         |   |   |
|----|---------|---|---|
| 8  | 中信美术馆   | 艺术通识教育普及先行者。  | 《中国美术史·大师原典》、《宋画三讲》                       |
| 9  | 商业家     | 以经管书为主的出版品牌,致力于商业人群提供专业的阅读服务,提供以商业知识为主的产品,崇尚用商业的方式来做知识运营。                                       | 《水煮三国》、《激荡三十年》、《变革中国》、《创京东》、《阿里巴巴模式》      |
| 10 | 中信大方    | 以出版满怀人文精神的华语和国际文学内容的出版与阅读推广为核心业务。   | 《大秦帝国》、《重新定义股权激励》、《中国原生文明启示录》、《天才的回声》     |
| 11 | 墨菲      | 致力于搭建“对接国际,落地新品,普及新知”的全方位专业服务平台。引进国外优质内容,对接国内权威机构,传播中国改革实践,普及必备专业知识,服务中国经济改革与发展。                | 《互联网时代的新创客》、《高效能工作整理术》、《新经济下的财富管理》        |
| 12 | 见识城邦    | 致力于打破学科和专业限制,整合梳理有价值的知识资源和思想资源,打磨图书、主题书、课程等内容产品,为青少年和有活力的主流人群服务。                                | 《刻心》、《美国总统的诞生》、《中的精神:吴清源自传》、《海都无语:威尼斯一千年》 |
| 14 | 知学园     | 涵盖科普、低幼、艺术三大领域,用新界面、新体验带给儿童前所未有的阅读体验,打破学和玩的界限,带领孩子,了解已知的世界,探索未知的世界。                             | 《小熊很忙系列》、《小女孩露露系列》、《DADA 全球艺术启蒙系列》        |
| 15 | 比较      | 以国际比较的视角,广采世界一流经济学家的最新理论和思想,服务于中国的经济理论和政研究;以直面问题为导向,集结国内学者和政策制定者的缜密思考,体现中国经济体制变迁的现实脉动。          | 《比较》系列、《债务和魔鬼》、《从反危机到新常态》、《中国改革:历史、逻辑和未来》 |
| 16 | 将将书坊    | 为 9-12 岁青少年提供兼具审美和功用的优质文学内容;为青少年和老师、家长提供切实可行的阅读服务,继而让阅读成为孩子的终身生活方式。                             | 《幼年》、《风又三郎》等将将少年文库系列、小象汉字系列               |
| 17 | 新思文化工作室 | 服务于拥抱世界、渴望改变的中国新一代年轻读者群体,满足你们对精神产品的需求。  | 《战争史》、《激战时刻:改变世界的二十场战争》、《现代欧洲史》           |
| 18 | 红披风     | 全球视野,大家之作,给孩子最好的人文教育与科学启蒙。  | 《神奇的旅程》、《公主和小马》、《日和手帖》                    |
| 19 | 科普工作室   | 站在科学发展的前沿,致力于为读者提供跨学科、多角度的新智识,满足他们学习、工作、生活等多方面的科学知识需求,开启涉及具象事物和抽象问题的全新思考模式,用不同学科知识、不同观察视角去解决问题。 | 《引力波》、《星座日历》                              |
| 20 | 穆工作室    | 聚焦泛职场人群,重塑精英意识,致力于通过“多元、有趣、实用、精品”的阅读产品,帮助读者认知世界、完善自己,了解他人。                                      | 《细节》、《您厉害,您赚得多》                           |

### 3.2.2. 经管类图书一骑绝尘,少儿类等持续发力

公司在经管类图书中表现突出,其他细分品类也表现较好。近年来经管类图书稳居线上线下游码洋占有率第一,在传记、学术文化、心理自助市场码洋占有率也稳居前五。公司针对不同品类的图书采取不同的业务拓

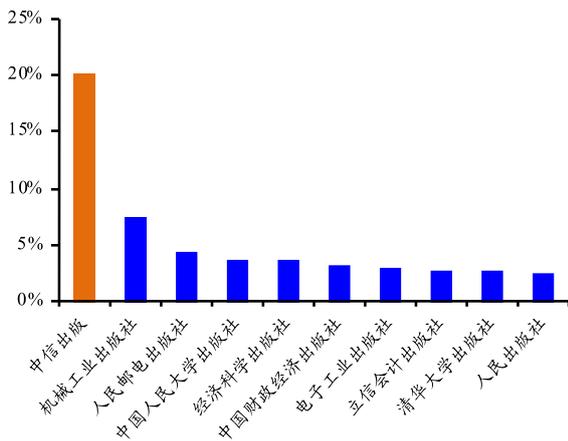
展战略：针对经管、社科类图书，由于已具有较高的品牌影响力和市场占有率，公司坚持产品精品化路线，以精品图书维护和强化品牌，以品牌效应带动业务规模。针对少儿类图书，作为公司布局的一大新兴产品领域，未来将持续投入较大的资源支持以布局优质版权、引进专业人才、与有创造力的出版人合作，推动少儿类图书实现突破式发展。针对文学类图书，在保持数量稳定的基础上，进一步提高出版内容质量，巩固在文学领域的品牌积累。

图 22: 公司 2015-2018 年各品类图书码洋占比中少儿类图书占比持续提升，经管类和社科类基本稳定



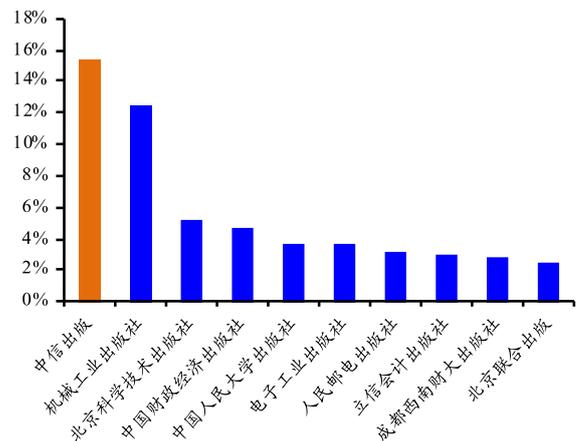
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

图 23: 2018 年中信稳居经管图书市场（实体书店）码洋占有率第一（%）



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

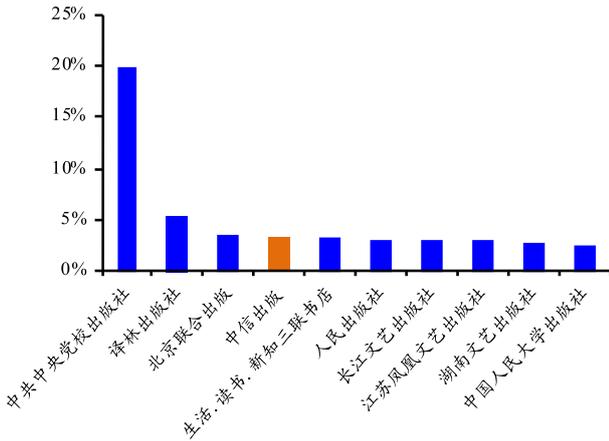
图 24: 2018 年中信稳居经管图书市场（网上书店）码洋占有率第一（%）



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

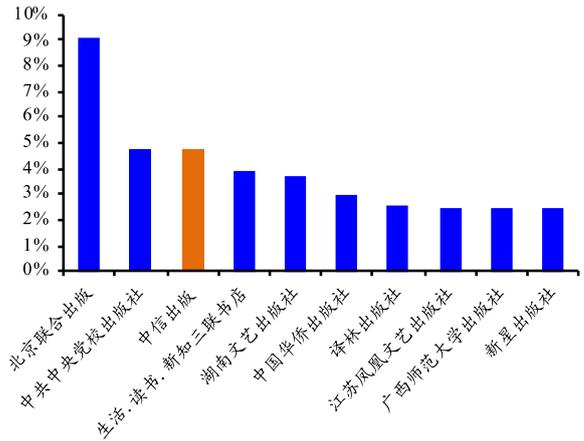
图 25: 中信居传记图书市场（实体书店）码洋占有率第四（%）

图 26: 中信居传记图书市场（网上书店）码洋占有率第三（%）



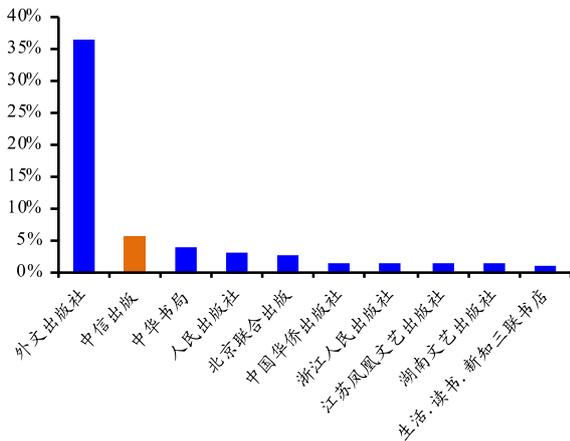
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

图 27: 中信居学术文化图书市场 (实体书店) 码洋占有率第二 (%)



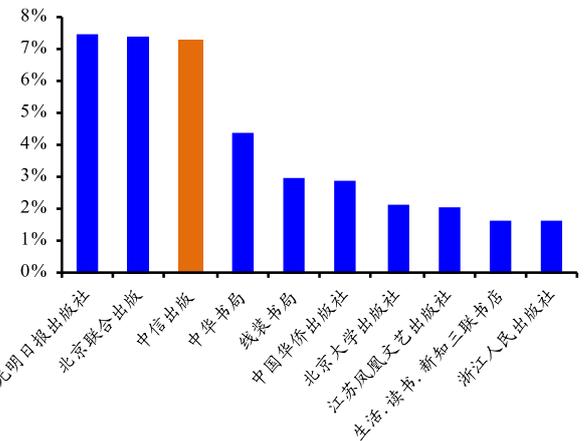
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

图 28: 中信居学术文化图书市场 (网上书店) 码洋占有率第三 (%)



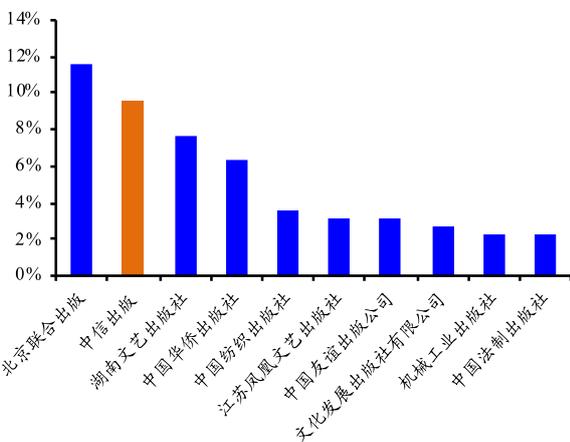
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

图 29: 中信居心理自助图书市场 (实体书店) 码洋占有率第二 (%)

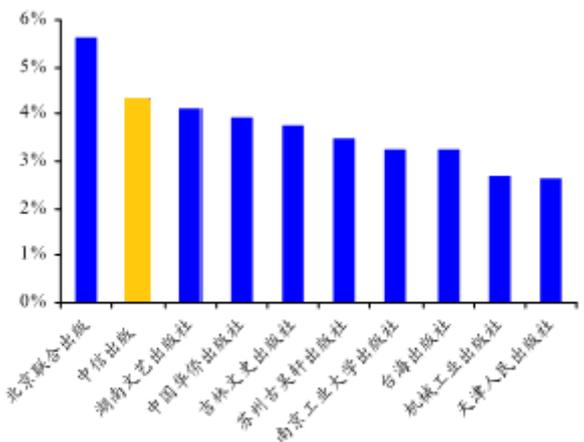


数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

图 30: 中信居心理自助图书市场 (网上书店) 码洋占有率第二 (%)



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

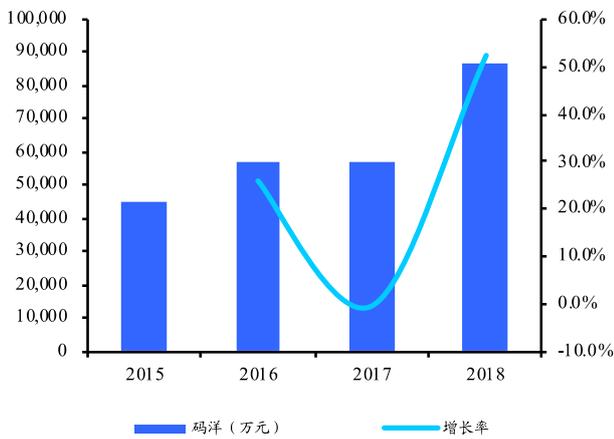


数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

从码洋及收入端看，经管类维持高增长，少儿类图书持续发力，经管类

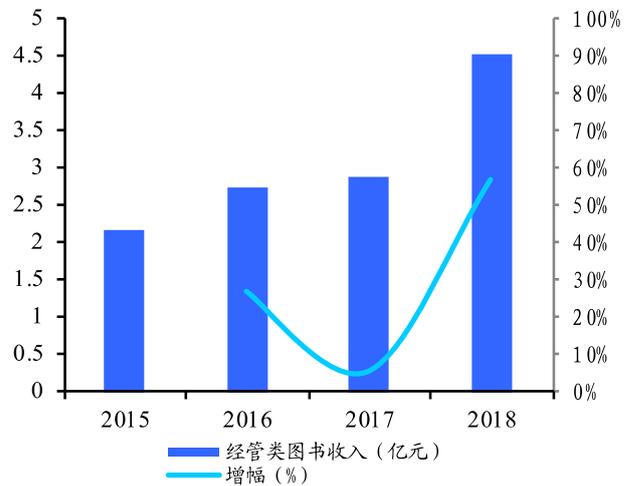
图书码洋除 2017 年小幅波动外保持稳定增长，营收、市占率则稳居该领域第一。公司在少儿类图书领域近年来发展迅速，码洋及营收保持高速增长。公司在市场占有率中排名上升较快，从 2014 年的 105 名，到 2017 年的 24 名，实现了快速发展。

**图 31: 公司经管类图书码洋除 2017 年均维持较高增速**



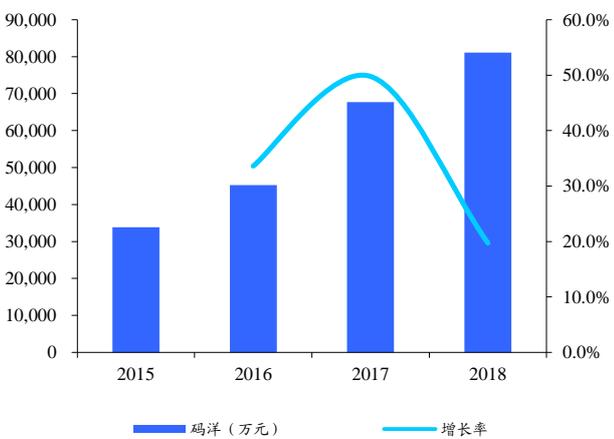
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

**图 32: 公司经管类图书营收持续增长**



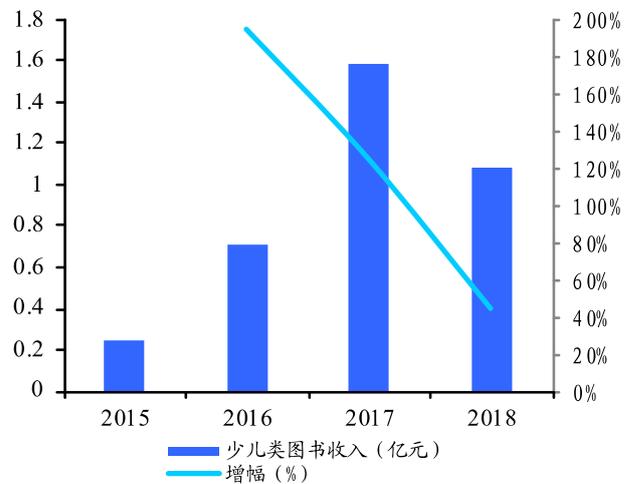
数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

**图 33: 公司少儿类图书码洋高速增长**



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

**图 34: 公司少儿类图书营收维持高增长**

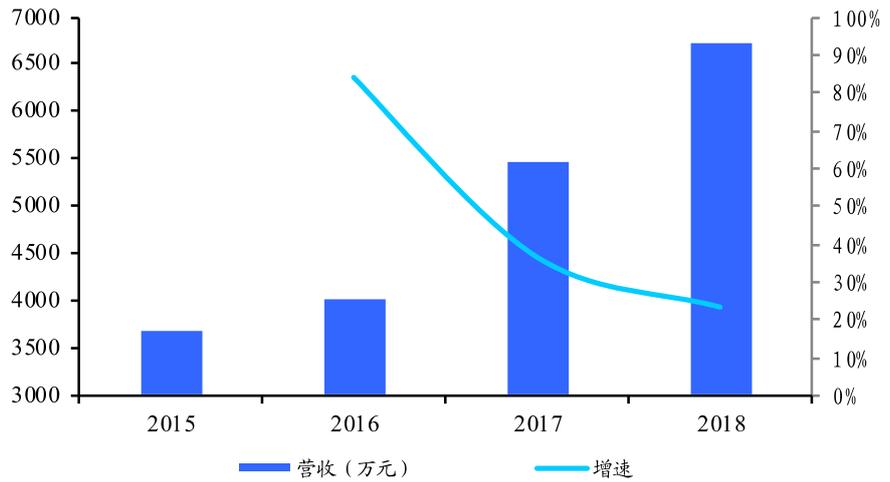


数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

### 3.2.3. 拥抱数字化阅读，广泛合作拓宽线上渠道

公司数字阅读服务业务规模保持稳定增长。公司向国际版权机构、优秀出版社、独立作者采购内容版权，将其策划为电子书、音视频栏目、课程等数字阅读产品，再通过外部电子阅读平台以及三大电信运营商进行合作，实现高品质数字内容的聚合、运营、分发，力争成为出版阅读领域数字阅读引领者。

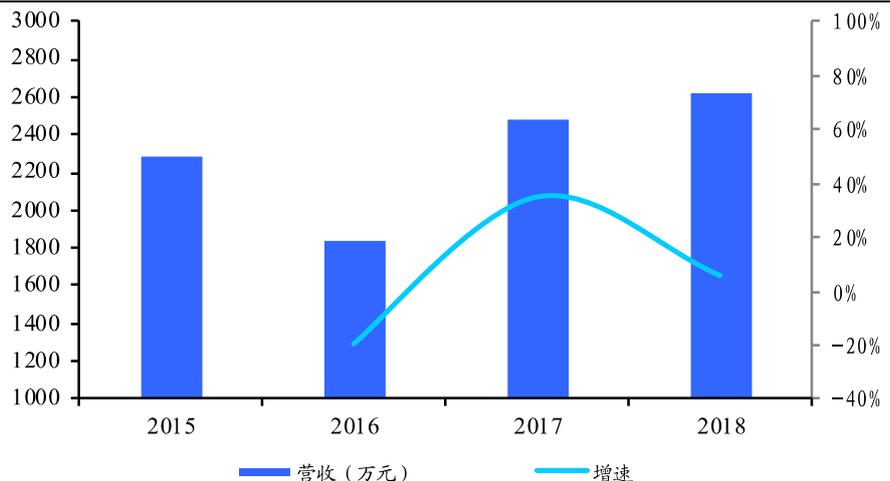
**图 35: 2015-2018 年公司数字出版营收保持高速增长**



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

**运营商阅读产包营收除2016年小幅下降外保持一定增长。**公司下属公司中信云科技通过向作者和版权代理商采购图书版权并编辑转换为电子书，再以内容提供商的身份向三大运营商的用户提供数字阅读产品包服务。公司根据终端用户在三大运营商处选购的数字阅读产品包情况与三大运营商进行收益分成。2016年收入有所下降，主要系互联网及其他新媒体数字阅读形式的发展，改变了消费者的阅读习惯，对运营商阅读产品包服务产生了一定冲击。2017年，运营商阅读产品包收入较2016年有所增加，主要系咪咕数字传媒有限公司的收入在2017年大幅增长所致，公司和中国移动在原“和阅读”产品的基础上，合作开展了“咪咕中信书店”。由于产品包含了纸质图书，客单价提高。另一方面，移动运营商为鼓励公司利用自身图书推广渠道进行客户导流，对公司渠道带来的用户收入对应的收入分成比例较高。

图 36: 2015-2018 年公司运营商阅读产品包营收维持稳定

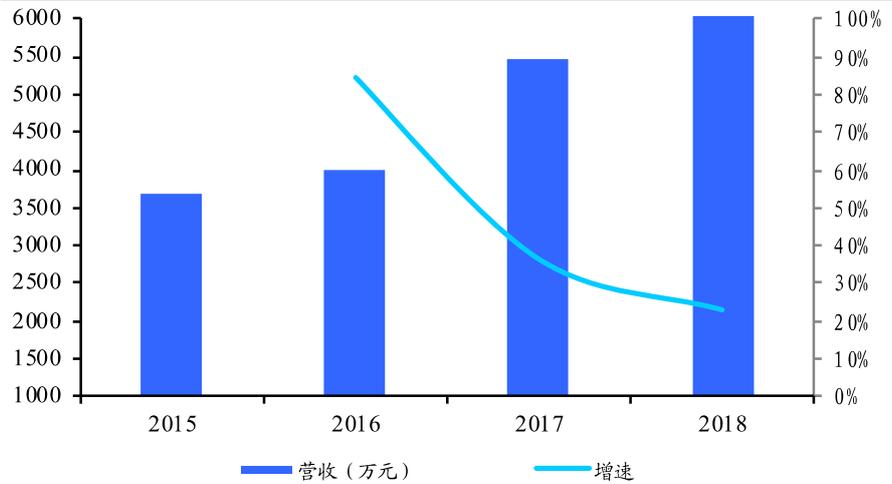


数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

**公司电子书销售收入也保持了持续增长。**近年来，数字媒体迅速发展，特别是互联网、手机等移动终端以及其他新媒体的发展，改变了人们阅读习惯，带动公司电子书销售收入的不断增长。公司通过向作者和版权代理商采购图书版权并编辑转换为电子书，再和电子阅读平台运营方进行合作，向其提供电子书内容供终端用户阅读下载，主要

收入来自终端用户按照电子书价格付费下载后的收益分成。公司主要的电子阅读平台合作方包括微信读书、亚马逊Kindle、掌阅iReader等。

图 37: 2015-2018 年公司电子书销售增速较快



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

### 3.2.4. 多领域加码内容开发运营, 打造内容+创意服务平台

公司将以内容的开发及运营为核心, 以 C 端用户体系建设、重度垂直化和可裂变化为手段, 缩短内容生产与用户消费的距离, 拉长内容价值链条, 通过内容产品化、文化消费、IP 运营等实现价值增值, 逐步建设成以“内容+”为核心的内容创意服务平台。

公司计划通过IPO募集资金, 投资6亿元进行“内容+”知识产权投资与运营平台建设项目。公司将进一步强化出版主业, 通过投资、购买等方式储备500项优质知识产权及40项全版权作者经济业务, 打造以“内容+”为核心的知识产权服务生态集群。知识产权将涵盖图书、视频、音频、动漫、游戏等多种形式, 覆盖少儿、文学、艺术、财经、社科文化以及科学研究等多个领域。未来建设的版权运营体系将包括纸质书、电子书、有声书、视频书、在线课堂等阅读领域, 以及影视、动漫、游戏、物化衍生品等泛娱乐领域的市场运营渠道。公司将完善图书及其他产品结构, 巩固在图书出版与发行领域的优势, 并利用自身内容优势, 加强与作者、读者的多平台多形式的互动, 加强对内容资源的挖掘、发现与布局, 另一方面强化内容的多渠道变现能力, 完善变现渠道和方式。

表 5: 公司此次 IPO 募投项目中拟投资 6 亿元用于内容+知识产权投资运营平台建设

| 经营目标  | 具体说明   |
|---|--|
| 大力发展内容创业产业平台: 公司将以内容的开发及运营为核心, 以 C 端用户体系建设、重度垂直化和可裂变化为手段, 缩短内容生产与用户消费的距离, 拉长内容价值链条, 通 | <p><b>出版业务</b></p> <p>公司将以内容的开发及运营为核心, 以 C 端用户体系建设、重度垂直和可裂变化为手段, 缩短内容生产与用户消费的距离, 拉长内容价值链条, 通过内容产品化、文化消费、IP 运营等实现价值增值, 逐步建设成以“内容+”为核心的内容创意服务平台。公司将通过构建以“平台+工作室”为特色的出版人平台和用户数据价值挖掘体系, 力争在非虚构、虚构、少儿三个垂直业务领域成为中国出版领域的主要内容平台之一。</p> |
|   | <p><b>数字阅读业务</b></p> <p>公司将致力于成为众媒体时代的知识产品生产和阅读服务平台, 建立“聚</p>  |

过内容产品化、文化消费、IP运营等实现价值增值，逐步建设成以“内容+”为核心的内容创意服务平台。

**进一步做大做强  
版权运营业务**

合、传播、编辑、复制”的内容出版新业态，通过构建智能化内容平台实现内容聚合、精准分发和共享，最大化提升内容价值；通过内容运营、投资终端，以“内容+终端”作为触达用户的入口，构建智能生态圈，实现客户服务增值。

公司将以作者运营为核心，在作者签约、作品及影视等衍生版权获取、技术知识产权投资等方面逐步做强，并且以国际市场为运营舞台，在跨媒介和跨领域方面形成综合运营实力，将本公司逐步打造成中国版权运营领域的领先企业。最终通过在内容创意价值链节点的强控制权，形成具有较强影响力的版权价值经营和内容价值运营平台，力争成为国内内容产业中真正的龙头企业。

数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

### 3.3. 持续拓展书店零售布局，打造智慧生活服务体系

为顺应移动互联时代人们工作和生活的界限逐渐模糊的新趋势，公司下属的中信书店定位于“品质工作、优雅生活”的无边界书店，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、收藏和装饰、家庭生活集市、运动产品等丰富内容的新业态店面，为公司客户和个体会员提供具有较高生活美学品味的高质量产品及服务。中信书店针对现代都市人群工作、休闲、出行方面的需求，在高端写字楼、大型商业综合体、机场等区域，分别打造了城市商务型、城市休闲型、交通枢纽型三种店型，截至2018年底，公司已拥有57家机场店、12家写字楼店、18家城市店，遍布全国共19个省市，为本公司积累了海量的用户群体。同时，随着移动互联网消费兴起，公司在报告期内积极开拓网上销售渠道，实现了实体书店、电商、社交媒体的全渠道布局，线上渠道销售的快速增长也是本公司书店零售业务收入增长的主要原因。

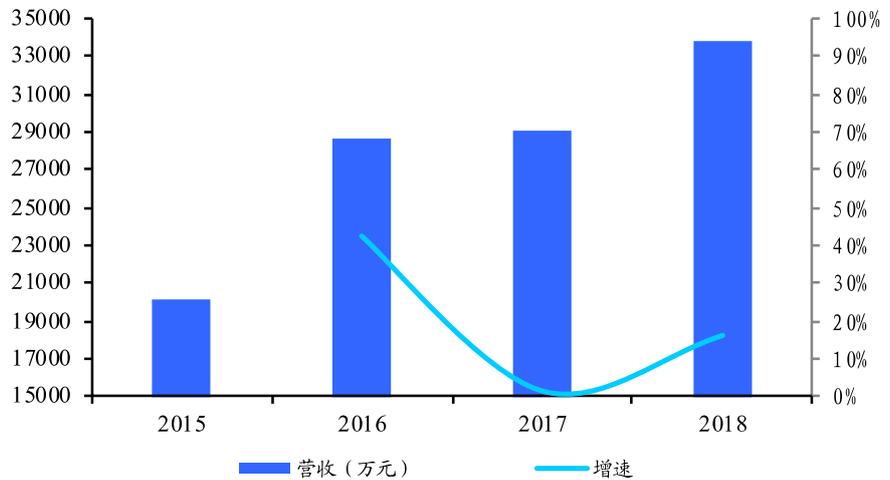
表 6:公司在多地根据不同场景布局不同类型书店

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

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 苏州 | -  | -  | 1  |
| 武汉 | -  | -  | 1  |
| 合计 | 57 | 12 | 18 |

数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

图 38: 除 2017 年外，公司书店零售业务收入维持较高增长



数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

公司计划通过IPO募集资金，投资3亿元进行智慧生活服务体系建设项目。随着消费升级和文化需求增长，公司力图进行产业格局调整，引入多元化业态。智慧生活服务体系将以“理想家总部”为龙头，集合主题店、城市生活店的多层次消费服务体系，构建新型阅读文化空间和盈利模式。

表 7: 公司拟以本次 IPO 募投资金依托线下各类门店布局快速构建智慧生活服务连锁网络

| 经营目标  | 具体说明  |
|---|---|
| 快速构建智慧生活服务连锁网络: 中信书店将在已有的交通枢纽店、网络直营店的基础上，将进一步扩展商务生活店、城市文化体验店和大型主题店三种店型。通过精准触达商务和知识人群，接入跨界商业资源，整合会员积分系统，扩展深度阅读数据，形成以垂直内容聚合人群的线上线下高信任度社交通道，让优质的内容不仅可以纸书的方式广泛传播。 | <b>交通枢纽店</b><br>交通枢纽店将以机场书店为主流，覆盖航空港城市和特色旅游城市，升级目前的机场书店生态，集合会员权益、餐饮、商务服务、智能互动等多种运营方式，推动机场书店尽快完成由图书期刊零售便利店向商务文化综合服务入口的转型。  |
|   | <b>商务生活店</b><br>商务生活店将突出本地化特色，让城市工作人群有一个便捷的了解和购买最新图书、商务礼品、生活杂货的去处，高品质和适当价位的产品选择足以在最方便的场所实现工作人群的最短消费路径。同时，商务生活店可以为入驻写字楼的办公机构提供阅读定制服务、图书借阅服务、公司培训服务、公司形象礼品服务、小型商务会议及茶歇、党建团建阅读服务和交流、午间公务轻餐、高科技产品首发定制服务等。 |
|   | <b>城市文化体验店</b><br>城市文化体验店以都市人的综合文化消费需求为出发点，打造独具文化特色的城市文化会客厅，以都市文化生活体验空间服务我国中产阶层的文化娱乐和生活消费需求。  |
|   | <b>大型主题店</b><br>大型主题店将以工作和生活场景为出发点，通过全球采集优质商品，以数据驱动货品流动，成为连接商业思想者、作家、艺术家、读者的超级容器，成为社会主流的精神食粮、前沿科技生活产品的展示场，以及发布知识和思想趋向的综合媒体。   |
|   | <b>网络直营店</b><br>网络直营店将抓住年轻客群的强交互性，以主题和话题粘合产品，利用强大的物流能力，为迅猛发展的互联网社群提供供应链服务，并为社群用户提供独特的重新阐释内容的延伸产品。   |

数据来源：中信出版招股书，国泰君安证券研究

### 3.4. 教育与知识付费等增值业务培育顺利

**联合知名教育服务商拓展金融教育领域布局。**2014年11月，公司与国际知名教育服务商 Kaplan 公司合资组建中信楷岚，标志着中信出版全面进军教育培训市场。中信楷岚作为 Kaplan 集团在中国大陆独家授权经营的教育培训平台，拥有 Kaplan 国际金融财会领域主要产品在中国大陆地区的独家经营权，包括 CFA、FRM、ACCA 及 CIMA 等。此外，作为布局教育培训市场的另一重要举措，2016年5月，公司战略投资上海财金通教育投资股份有限公司，与其在金融培训领域形成全面合作。

**借力知识付费，实现多方共赢。**中信出版集团借力互联网升级知识服务能力，赋能传统出版业，让优质离普罗大众更近。公司与逻辑思维等知识服务平台结盟，凭借其出色的内容阐释能力，多领域、跨平台的资源整合能力，以及在知识产品消费人群中的强大号召力，为图书产品制造更大影响力的社会议题：

- 公司携手罗振宇旗下逻辑思维和得到 App，打造了包括《疯狂的投资》《富兰克林传》《原则》《超级版图》《枢纽》等数十本热度极高的图书，促成了知识服务业与传统出版业的紧密协作；
- 2017 和 2018 年罗振宇在其热度极高的跨年演讲中先后推荐的《物演通论》《未来简史》《原则》《超级版图》等图书均为中信出版社的产品，其中《未来简史》在其跨年演讲后半个月内销量突破 15 万册，成为 2017 年最畅销书籍之一；
- 2018 年 8 月，得到 APP 为公司新书《今日简史》举办知识发布会，实现《今日简史》电子书在得到 APP 上首发，得到 App 发挥其在电视传播、强人格化内容背书与阐释以及聚焦式的大片级内容产品发布方面的优势，通过电视语言、电视技术和宏大舞美，出色地完成了对文字内容产品的口语化阐述和影像化传达；
- 此外，公司亦多方合作，通过 36 氪、凤凰读书、未读、一条、学术中国等知名新媒体渠道推广《未来简史》等战略级产品，陈筱明显，2017 年上半年《未来简史》销量突破 150 万册，码洋超 1 亿元。

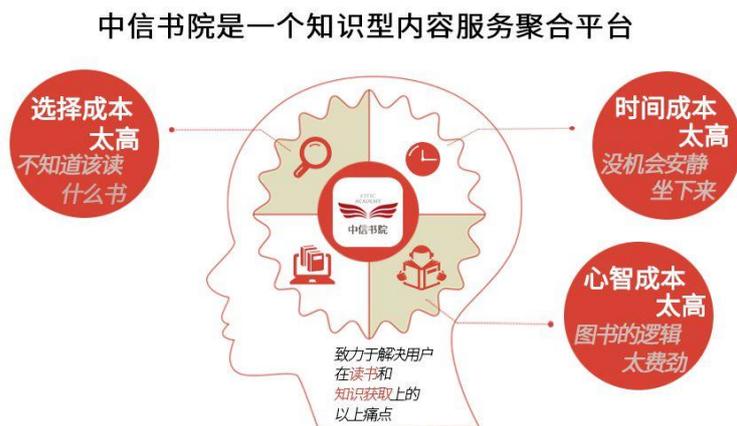
图 39: 公司与得到 APP 合作在其 APP 上首发《今日简史》电子书



数据来源: 北京晚报

**打破传统出版壁垒，建设知识性内容服务聚合平台。**中信书院的建设是中信出版逐步转型的另一大重要标志。随着移动互联网和人工智能及知识服务产业的高速成长，中信出版通过构建云科技知识服务平台、移动互联网业务、重塑面向 C 端客户的知识服务体系，把体系化、课程化和优质化的服务通过 APP 等多样化的路径提供给用户。中信书院打破出版社的围墙，开放共享的平台，在多家书店开设数字产品专架，与内容生态共享价值。中信书院秉持“知识交付，但不提供学习幻觉”的宗旨，目前 APP 已经上线数百部精品有声书、数千种电子书，原创的读书短视频节目累计播放量超过 200 万次，还通过跟国内外优秀作者合作，开拓了通识课堂、金融学院、亲子学园等课程。

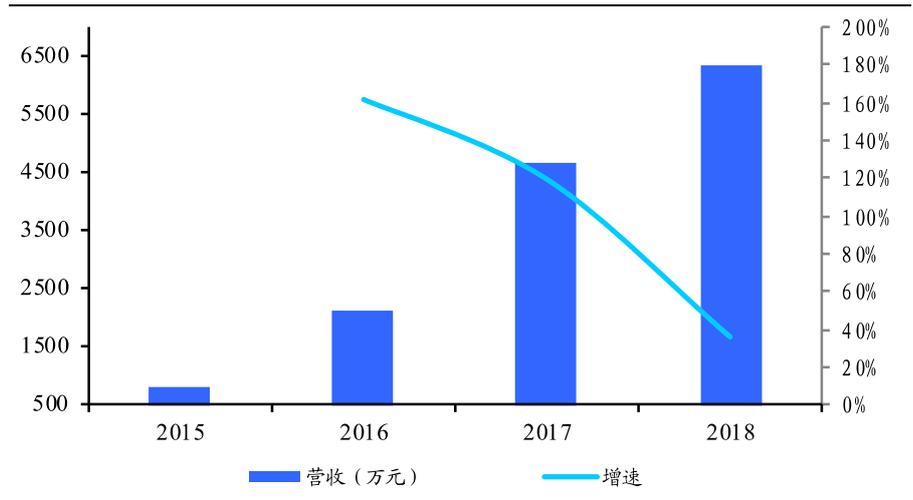
图 40: 中信书院打造知识型内容服务聚合平台



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

随着教育培训业务及对外合作的持续深入，公司的教育业务近年来保持高速扩张，2018年实现收入0.64亿元，同比增长36.3%，未来，公司将进一步整合已经打造的“中信书院”品牌，着力拓展职业教育、国际教育与留学以及相关学习类产品，并大力发展线上教育，以充分发挥中信出版的优质资源优势。

图 41: 2015-2018 年公司其他文化增值营收快速增长



数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

表 8: 公司拟以本次 IPO 募投资金持续拓展教育及其他领域布局

| 经营目标  | 具体说明   |
|---|--|
| 打造产业生态链并开展资本运营: 公司将以内容和知识服务为核心优势, 逐步在教育培训产业、泛娱乐产业等相关度较高的产业领域形成自己的具有独特竞争力的产业生态和资本运营能力。 | <b>教育培训领域</b><br>打造产业生态链并开展资本运营: 公司将以内容和知识服务为核心优势, 逐步在教育培训产业、泛娱乐产业等相关度较高的产业领域形成自己的具有独特竞争力的产业生态和资本运营能力。                                       |
|   | <b>其他相关产业领域</b><br>公司将充分对接外部资本和产业资源, 以“产业+资本+平台”的运营模式, 构建产业生态。本公司将围绕业务所涉及产业的上下游进行布局, 在国际优秀知识产权引进和深度运营、构建移动互联网时代的发行营销服务网络、打造新媒体业务板块等方面进行积极布局。 |

数据来源: 中信出版招股书, 国泰君安证券研究

## 4. 盈利预测及公司估值

### 4.1. 核心假设

**收入及毛利率:** 考虑到公司在经管类图书领域的绝对优势地位, 畅销书及长销书频出, 同时大力开拓少儿、社科等新品类, 预计公司图书出版业务有望维持较高增长, 毛利率有望维持较为稳定的水平。同时公司依托募投资金持续布局线下书店业务及以教育为主的其他文化增值服务业务, 预计线下书店业务及其他文化增值服务业务有望维持快速增长, 书店业务毛利率因上市前新开店逐步进入稳定期而有望持续回升, 其他文化增值服务业务预计毛利率稳定。

**期间费用率:** 考虑到公司出版业务的品牌优势和内容优势, 预计公司销售及管理费用基本维持稳定。

### 4.2. 盈利预测

根据我们的核心假设, 公司 2019-2021 年可实现的收入分别为 19.7 亿元、23.71 亿元和 28.44 亿元, 分别同比增长了 20.6%/20.3%/19.9%, 实现归属母公司净利润 2.43/3.00/3.53 亿元, 分别同比增长 17.4%/23.7%/17.7%,

对应 EPS 分别为 1.28/1.58/1.86 元。

**表 9: 预测利润表 (百万元)**

|                     | 2016       | 2017       | 2018       | 2019E      | 2020E      | 2021E        |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 营业总收入               | 977        | 1,271      | 1,634      | 1,970      | 2,371      | 2,844        |
| 增长率                 | —          | 30.1%      | 28.5%      | 20.6%      | 20.3%      | 19.9%        |
| 营业成本                | 553        | 755        | 971        | 1,185      | 1,445      | 1,731        |
| %销售收入               | 56.6%      | 59.4%      | 59.4%      | 60.1%      | 61.0%      | 60.9%        |
| <b>毛利</b>           | <b>424</b> | <b>517</b> | <b>663</b> | <b>786</b> | <b>926</b> | <b>1,113</b> |
| %销售收入               | 43.4%      | 40.6%      | 40.6%      | 39.9%      | 39.0%      | 39.1%        |
| 税金及附加               | 5          | 6          | 7          | 9          | 11         | 13           |
| %销售收入               | 0.5%       | 0.5%       | 0.4%       | 0.5%       | 0.4%       | 0.4%         |
| 销售费用                | 229        | 216        | 307        | 373        | 440        | 533          |
| %销售收入               | 23.4%      | 17.0%      | 18.8%      | 19.0%      | 18.6%      | 18.7%        |
| 管理费用                | 81         | 107        | 136        | 177        | 200        | 242          |
| %销售收入               | 8.3%       | 8.5%       | 8.3%       | 9.0%       | 8.5%       | 8.5%         |
| 研发费用                | 0.0        | 0.0        | 7.2        | 5.8        | 8.2        | 9.3          |
| %销售收入               | 0.0%       | 0.0%       | 0.4%       | 0.3%       | 0.3%       | 0.3%         |
| 财务费用                | -6         | -2         | -2         | -22        | -31        | -34          |
| %销售收入               | -0.6%      | -0.2%      | -0.1%      | -1.1%      | -1.3%      | -1.2%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>110</b> | <b>188</b> | <b>206</b> | <b>220</b> | <b>266</b> | <b>317</b>   |
| %销售收入               | 11.2%      | 14.8%      | 12.6%      | 11.2%      | 11.2%      | 11.1%        |
| 资产减值损失              | 12         | 18         | 39         | 19         | 17         | 20           |
| 信用减值损失              | 0          | 0          | 2          | 0          | 0          | 0            |
| 其他收益                | 0          | 11         | 37         | 20         | 20         | 20           |
| 投资收益                | 5          | 10         | -1         | 1          | 1          | 1            |
| %税前利润               | 3.6%       | 5.1%       | -0.7%      | 0.4%       | 0.3%       | 0.3%         |
| 净敞口套期收益             | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| 公允价值变动收益            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| 资产处置收益              | 0          | 0          | 0          | 1          | 1          | 1            |
| <b>营业利润</b>         | <b>108</b> | <b>192</b> | <b>201</b> | <b>246</b> | <b>302</b> | <b>353</b>   |
| 营业利润率               | 11.1%      | 15.1%      | 12.3%      | 12.5%      | 12.7%      | 12.4%        |
| 营业外收支               | 23         | 1          | 1          | 1          | 2          | 3            |
| 税前利润                | 131        | 193        | 202        | 247        | 304        | 356          |
| 利润率                 | 13.4%      | 15.2%      | 12.4%      | 12.5%      | 12.8%      | 12.5%        |
| 所得税                 | 2          | 6          | 6          | 8          | 9          | 11           |
| 所得税率                | 1.8%       | 3.2%       | 3.0%       | 3.0%       | 3.0%       | 3.0%         |
| 合并报表的净利润            | 128        | 187        | 196        | 239        | 294        | 345          |
| 少数股东损益              | 2          | 6          | -10        | -3         | -6         | -8           |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>126</b> | <b>181</b> | <b>207</b> | <b>243</b> | <b>300</b> | <b>353</b>   |
| 净利率                 | 12.9%      | 14.3%      | 12.6%      | 12.3%      | 12.7%      | 12.4%        |

数据来源: 国泰君安证券研究

### 4.3. 可比公司估值

我们选取出版行业及国有传媒领域代表性公司新经典、掌阅科技、视觉

中国、广电网络、人民网、芒果超媒与公司进行可比公司 PE 估值比较。根据可比公司估值，2019~2021 年同行业可比公司平均估值分别为 36.69/29.73/23.88 倍 PE，给予公司 2019 年行业平均估值 36.69 倍 PE，对应公司估值为 46.82 元。

表 10: 可比公司 PE 估值比较 (截止到 2019 年 7 月 22 日收盘价)

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) (wind 一致预期) |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|-------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            |             | 2019E               | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 603096.SH | 新经典  | 56.76      | 76.80       | 2.11                | 2.51  | 2.96  | 26.95 | 22.57 | 19.16 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 14.58      | 58.47       | 0.40                | 0.46  | 0.52  | 36.60 | 31.67 | 28.17 |
| 600831.SH | 广电网络 | 9.36       | 66.35       | 0.27                | 0.29  | -     | 34.73 | 32.52 | -     |
| 603000.SH | 人民网  | 16.04      | 177.35      | 0.30                | 0.41  | 0.55  | 54.12 | 39.45 | 29.11 |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 37.65      | 394.30      | 1.14                | 1.46  | 1.72  | 33.03 | 25.82 | 21.94 |
| 000681.SZ | 视觉中国 | 19.66      | 137.73      | 0.57                | 0.75  | 0.93  | 34.70 | 26.34 | 21.03 |
| 行业均值      |      | -          | -           | -                   | -     | -     | 36.69 | 29.73 | 23.88 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

#### 4.4. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司股票估值为 47.06 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 42: FCFF 模型核心假设

| 资产贴现率 $K_a$    |        | 股票贴现率 $K_e$ |          |
|----------------|--------|-------------|----------|
| 行业Beta         | 1.00   | 股本总额        | 190.15   |
| 无风险利率 $R_f$    | 2.25%  | 股价          | 39.41    |
| 风险溢价           | 6.00%  | 股本价值 $V_e$  | 7,493.87 |
| 资产贴现率 $K_a$    | 8.25%  | 债务总额 $V_d$  | 885.57   |
| 加权平均资本成本WACC   |        | 债务利率 $K_d$  | 5.00%    |
| 债务比率 $D/(E+D)$ | 10.57% | 实际税率 $T_c$  | 3.05%    |
| 权益比率 $E/(E+D)$ | 89.43% | 股票Beta      | 1.00     |
| WACC           | 7.89%  | 股票贴现率 $K_e$ | 8.25%    |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法，我们认为，公司在依托经管类图书的绝对领先地位，打造了强有力的内容策划编辑团队，依托灵活的人才激励机制快速拓展少儿、社科等其他图书品类，实现图书出版业务的持续扩张；全面布局线上线下的优质内容分发渠道，打造中信书店线下品牌和中信书院线上 APP，同时广泛对外合作实现知识付费和教育业务的快速布局，为公司打造新的业绩增长点。基于以上理由，我们首次覆盖中信出版，目标价 46.82 元，给予增持评级。

## 5. 风险提示

**政策及监管风险。**公司所属的新闻和出版业受到国家相关法律、法规及政策的严格监管。公司根据不同的产品类别设立了多个图书策划业务单

元，并建立了严谨的选题及内容策划业务流程和严格的质量控制体系，但公司出版的图书仍有可能由于违背相关行业政策法规而受到行业监管部门相应处罚，从而对本公司的业务经营造成不利影响。

**市场竞争风险。**公司主营业务收入来源仍主要以纸质媒介为主，而数字媒体的迅速发展，特别是移动终端以及其他新媒体的发展，改变了人们对媒介的传统认识和消费理念，也对传统出版物的生产方式、运作流程和销售收入造成了一定的冲击，线上图书销售规模呈现显著增长趋势，对线下书店的分流作用日益明显。如果今后公司在数字出版和新媒体应用方面的拓展跟不上社会新媒体的逐渐普及和图书出版数字化技术的变革，则可能对公司的经营造成一定不利影响，同时线上渠道对线下实体店销售规模的分流趋势可能将长期存在，有可能对本公司书店零售业务的线下销售渠道造成不利影响

**人才流失风险。**对于出版企业而言，优秀人才对内容创意和策划的效果，服务客户的质量、内部管理体系的顺畅运行均起着决定性的作用，如果优秀的策划创意人才、营销服务人才、技术开发人才和运营管理人才流失，则可能造成重大选题项目的策划定位不准确、内容不被市场接受和认可、内容宣传营销不到位，将可能对公司的财务状况及营运业绩构成不利影响。