

国内出版业的绝对龙头，业绩增长稳健

——中国出版（601949）深度报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2020年02月11日

证券分析师

姚磊

bhzqyao@sina.cn

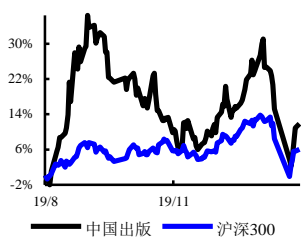
评级：

增持

最新收盘价：

6.04

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 中国出版是覆盖出版全产业链的国有龙头公司

中国出版是以图书、报纸、期刊等出版物出版为主业，是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司出版业务主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关的版权业务，拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社，其中下属人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、中国民主法制出版社等多家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。

● 公司业绩增速十分稳健，三费表现出色

由于公司业务以大众出版和专业出版为主，因此整体的业绩表现较为稳定，近五年来公司的营收增速与净利润增速表现稳健，14-18年营收复合增速为9.02%，归母净利润复合增速为7.56%。2014至今中国出版的销售费用和管理费用表现整体稳健，其中管理费用率持续降低表明公司的经营效率逐步优化，此外公司的财务费用率表现也很出色，源于公司出色的现金流及丰厚的资金储备水平。

● 业务细分来看，一般图书出版发行是公司的主要业务

从业务细分来看，2018年公司出版业务收入37.32亿元，占总收入比例为70%，处于绝对优势地位；其中一般图书收入27.97亿元。自编教材教辅业务收入5亿元，租型教材教辅业务收入1.73亿元。细化公司贡献度来看，商务印书馆、人民文学出版社是公司业绩的主要来源。2018年公司出版图书20000余种，其中新书8000余种，重印率为62.3%；销售5万册以上的新书143种，销售10万册以上的新书59种，单品的竞争优势十分明显。具体书目来看，其中《红星照耀中国》累计销售640万册，是公司的明星作品；《牛津高阶英汉双解词典（第9版）》销售172万册，《开学第一课》销售约80万册，《本源》销售30万册，《萤王》销售21万册。在重大工程方面，公司推出了《宋书》、《海德格尔文集》、《凯恩斯文集》等一批经典著作。

● 投资建议

公司作为国内图书出版行业的绝对龙头，旗下人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、三联书店、中版教材等子公司综合实力无出其右，在一般图书出版领域的竞争力极强。公司有望受益于我国图书出版行业整体空间巨大、增速韧性强的特点，在未来保持持续、稳步的成长性。此外公司作为国内出版物对外文化输出的重要单位，有望在海外市场获得又一增长驱动力。我们长期看好公司的发展，首次覆盖公司，给予“增持”的投资评级，预计公司2019-2021年

EPS 分别为 0.36、0.40 和 0.44 元/股，建议投资者保持长期关注。

● **风险提示**

市场政策风险，国内出版市场景气度低迷，国内人均阅读时长下滑，市场竞争持续加剧，电子书等其他介质替代风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	4696.56	5331.41	5779.81	6486.43	7135.07
(+/-)%	12.99%	13.52%	8.41%	12.23%	10.00%
息税前利润 (EBIT)	346.64	461.58	525.96	603.24	677.83
(+/-)%	37.71%	33.16%	13.95%	14.69%	12.37%
净利润	530.65	601.49	656.63	726.53	801.48
(+/-)%	-8.66%	13.35%	9.17%	10.65%	10.32%
每股收益 (元)	0.29	0.33	0.36	0.40	0.44

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4777	4561	5601	6467	7333	营业收入	4697	5331	5780	6486	7135
应收票据及应收账款	667	670	697	746	782	营业成本	3097	3559	3872	4352	4795
预付账款	335	347	387	435	527	营业税金及附加	35	34	40	45	50
其他应收款	46	57	54	59	63	销售费用	407	450	491	551	606
存货	2374	2789	2652	2862	3021	管理费用	782	793	838	928	999
其他流动资产	42	602	602	602	602	研发费用	28	34	12	6	7
流动资产合计	8241	9026	9993	11172	12328	财务费用	3	-11	-33	-41	-47
长期股权投资	7	6	6	6	6	资产减值损失	86	115	48	48	48
固定资产合计	1154	1091	1091	1091	1091	其他收益	214	188	100	90	90
无形资产	652	698	698	698	698	投资收益	94	115	100	100	100
商誉	51	48	48	48	48	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	51	50	50	50	50	资产处置收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	565	660	711	786	867
资产总计	10931	11725	12635	13766	14874	营业外收支	7	-7	0	-1	-2
短期借款	253	30	30	30	30	利润总额	573	653	711	785	865
应付票据及应付账款	1619	1728	1751	1968	2102	所得税费用	47	34	37	40	43
预收账款	417	525	578	649	714	净利润	526	619	674	745	822
应付职工薪酬	216	243	263	296	326	归母净利润	531	601	657	727	801
应交税费	102	87	92	104	114	少数股东损益	-5	17	18	19	21
其他流动负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.29	0.33	0.36	0.40	0.44
长期借款	2	224	224	224	224						
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4287	4628	4750	5136	5422	营收增长率	12.99%	13.52%	8.41%	12.23%	10.00%
股东权益	6643	7097	7885	8630	9452	EBIT 增长率	37.71%	33.16%	13.95%	14.69%	12.37%
						净利润增长率	-8.66%	13.35%	9.17%	10.65%	10.32%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售毛利率	34.05%	33.25%	33.00%	32.90%	32.80%
净利润	531	601	657	727	801	销售净利率	11.19%	11.60%	11.66%	11.49%	11.52%
折旧与摊销	125	135	0	0	0	ROE	9.26%	9.80%	9.50%	9.51%	9.50%
经营活动现金流净额	341	633	818	769	769	ROIC	15.08%	15.72%	19.70%	23.76%	27.22%
投资活动现金流净额	-133	-3786	109	99	98	BVPS	3.14	3.37	3.79	4.19	4.63
筹资活动现金流净额	1218	-147	113	-1	-1	资产负债率	39.22%	39.47%	37.60%	37.31%	36.45%
现金净变动	1426	-3300	1040	866	866	PE	25.79	13.30	15.02	13.57	12.30
期初现金余额	3325	4750	4561	5601	6467	PB	2.39	1.30	1.43	1.29	1.17
期末现金余额	4750	1451	5601	6467	7333	EV/EBITDA	19.43	6.20	8.58	6.04	4.10

目 录

1.公司简介：覆盖出版全产业链的国有龙头.....	6
实控人为国务院，股权集中度高.....	6
2.基本面：出版全产业链覆盖的龙头公司.....	7
2.1 业务构成：四大业务覆盖全产业链，结构合理.....	7
2.2 业绩增速稳定，三费表现优秀，商誉占比低.....	9
3.出版行业分析：稳步增长，少儿品类优势明显.....	11
4.分业务分析：出版业务是公司的核心业务.....	14
4.1 出版业务：旗下出版社的综合实力强.....	14
4.2 发行业务：营收占比相对不高.....	17
4.3 物资供应业务：纸张销售等业务为主.....	18
4.4 印刷业务：业务营收占比较低.....	18
5.投资建议及盈利预测.....	19
6.风险提示.....	20

图 目 录

图 1: 中国出版的主要股东结构 (截止 19 年三季报)	6
图 2: 公司的主要业务由四部分构成 (截止 18 年年报)	7
图 3: 出版业务是公司的营收贡献度最高	8
图 4: 中国出版的营收进入调整期	9
图 5: 中国出版的归母净利润增长稳健	9
图 6: 中国出版的销售费用率保持稳定	9
图 7: 中国出版的管理费用率持续优化	9
图 8: 中国出版的财务费用情况	10
图 9: 国内图书零售市场增长稳定	11
图 10: 网店渠道继续维持较高速度增长	11
图 11: 2019 年上半年图书细分品类占比	11
图 12: 2019 年上半年新书动销品种数下滑	12
图 13: 公司旗下主要出版公司	14
图 14: 公司的出版业务营收和毛利率稳步增长	16
图 15: 公司的发行业务营收占总收入比例相对不高	17
图 16: 公司的物资供应业务营收和毛利率稳步增长	18
图 17: 公司的印刷业务营收和毛利率稳步增长	18

表 目 录

表 1: A 股出版类上市公司商誉绝对值和相对值 (截止 19 年三季报)	10
表 2: 2018 年国内出版集团排名 (零售图书市场)	12
表 3: 全国各地地方开展全民阅读活动的相关文件	13
表 4: 公司主要控股出版子公司经营数据 (截止 18 年年报)	15
表 5: 公司旗下出版社的主要作品	15

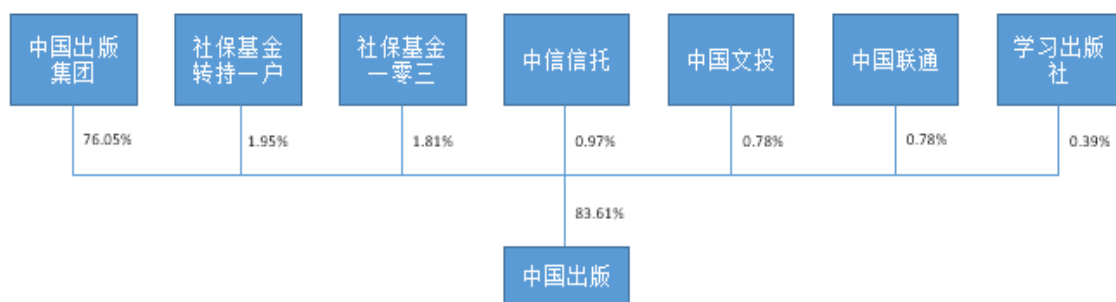
1. 公司简介：覆盖出版全产业链的国有龙头

中国出版是以图书、报纸、期刊等出版物出版为主业，是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司出版业务主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关的版权业务，拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社，其中下属人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、中国民主法制出版社等多家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。公司集中了一大批各类型中高级人才，特别是编辑、营销、管理等方面的人才，对出版行业的发展具有深刻的理解，在选题出版、企业管理、渠道建设、市场拓展等方面积累了丰富的经验，专业能力突出。公司以成为“国际著名出版集团”为战略目标，作为出版“国家队”，积极实施国际化战略，通过开展战略合作、打造明星产品、策划国际活动、组织海外报道等塑造“走出去”的中国品牌形象。公司充分发挥自身的品牌优势和资源优势，与众多国际著名出版企业和版权代理商强强联合，建立了比较深入的项目合作关系。

实控人为国务院，股权集中度高

目前中国出版集团是公司的控股股东，拥有公司 76.05% 的股份，实控人是国务院，持股比例很高；截止 2019 年三季报公司前十大股东持股比例为 83.61%，股权集中度很高。

图 1：中国出版的主要股东结构（截止 19 年三季报）



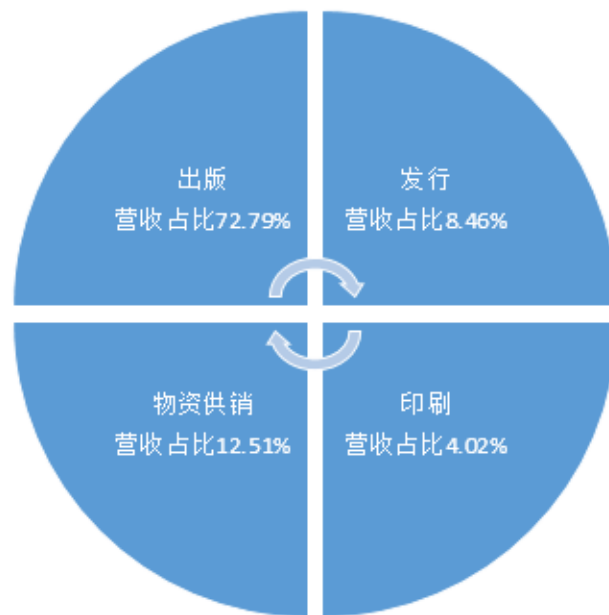
资料来源：wind，渤海证券

2. 基本面：出版全产业链覆盖的龙头公司

2.1 业务构成：四大业务覆盖全产业链，结构合理

中国出版是国内出版行业的绝对龙头，覆盖全产业链。公司以图书、报纸、期刊等出版物出版为主业，是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司出版业务主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关的版权业务。本公司拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社，主要包括人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、生活·读书·新知三联书店、中国民主法制出版社等，这7家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列，在国内同行业中具备极强的竞争力。

图 2：公司的主要业务由四部分构成（截止 18 年年报）

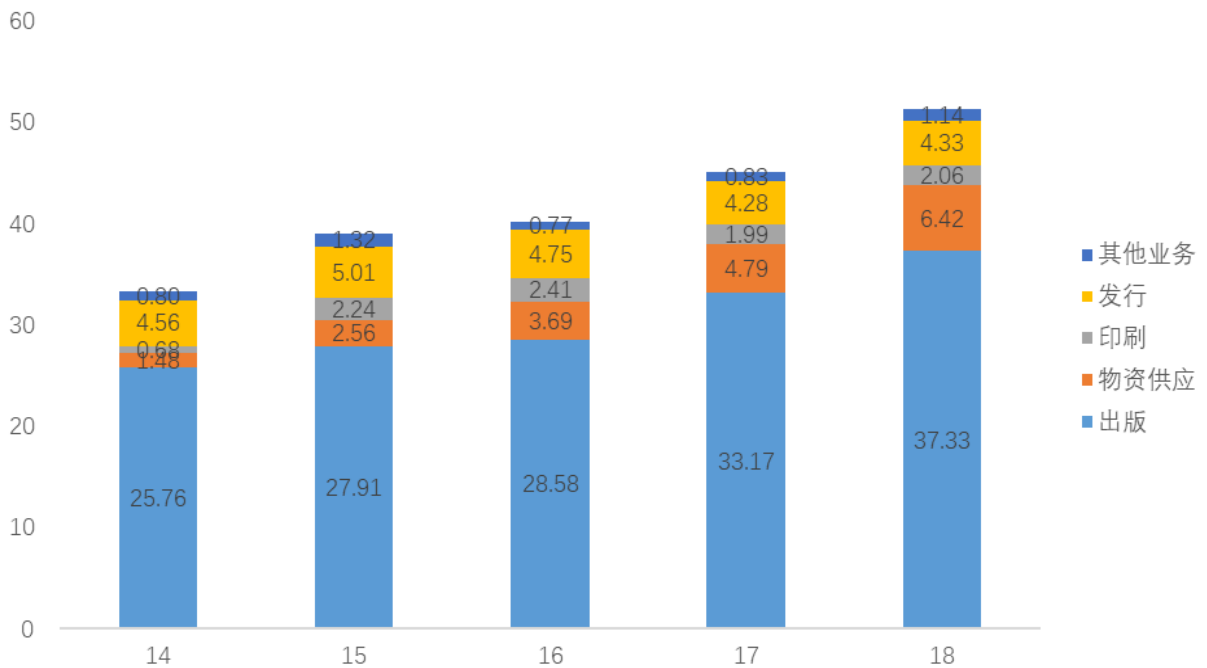


资料来源：公司公告，渤海证券

公司经营业务结构合理。公司的出版业务以大众出版和专业出版为主，同时涉及教育出版，出版品种丰富，涵盖工具书、文学、语言、学术、政治、古籍、法律、经济与管理、音乐、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、传记、动漫等多个细分领域，拥有庞大的作者资源和读者群体，在中国具有强大的文化影响力；发行业务主要通过下属子公司中版教材开展，主要包括人民音乐出版社、人民美

术出版社出版的教材发行业务及其他非本公司旗下教育出版单位的教材发行业务；物资供应业务通过下属子公司中版联物资开展，主要业务为向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品；印刷业务主要通过下属子公司新华印刷开展，主要业务为出版物及其他印刷品的印刷与装订。整体来看中国出版的四项经营业务都具备一定的稳定性，营收结构也较为合理，出版业务占公司整体的营收占比最大。

图 3：出版业务是公司的营收贡献度最高

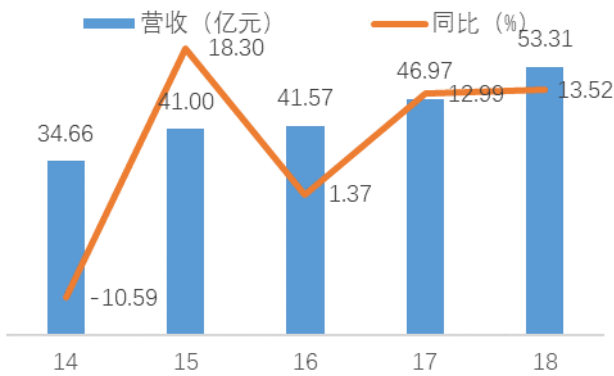


资料来源：wind，渤海证券

2.2 业绩增速稳定，三费表现优秀，商誉占比低

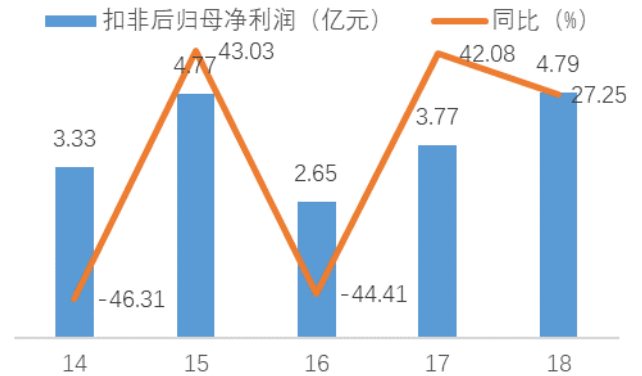
公司业绩增速稳健。由于公司业务以大众出版和专业出版为主，因此整体的业绩表现较为稳定，近五年来公司的营收增速与净利润增速表现稳健，14-18 年营收复合增速为 9.02%，归母净利润复合增速为 7.56%。

图 4：中国出版的营收进入调整期



资料来源：wind，渤海证券

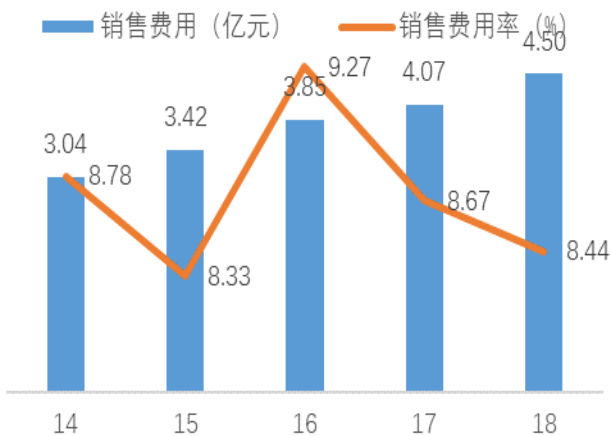
图 5：中国出版的归母净利润增长稳健



资料来源：wind，渤海证券

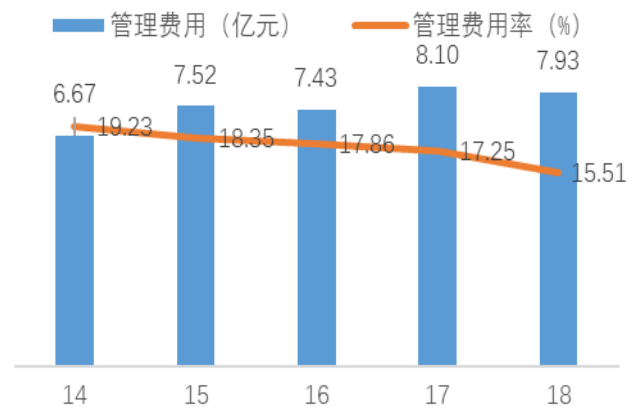
公司的三费情况表现优秀。2014 至今中国出版的销售费用和管理费用表现整体稳健，其中管理费用率持续降低表明公司的经营效率逐步优化，此外公司的财务费用率表现也很出色，源于公司出色的现金流及丰厚的资金储备水平。

图 6：中国出版的销售费用率保持稳定



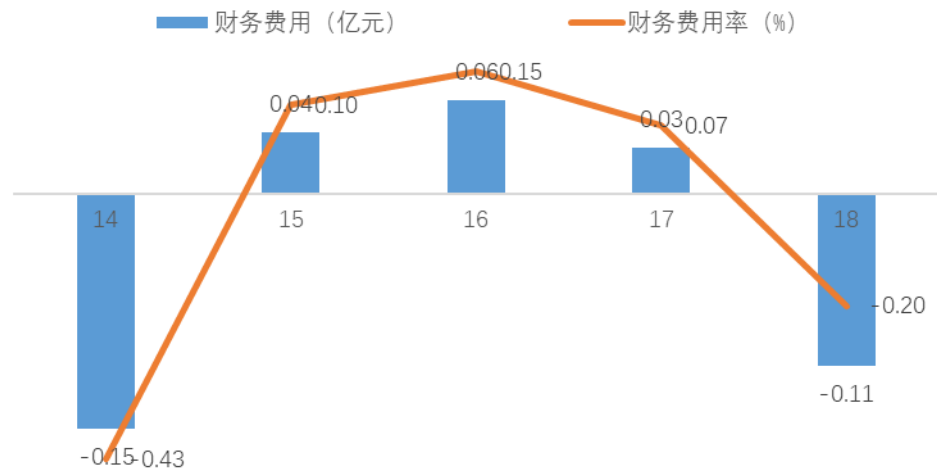
资料来源：wind，渤海证券

图 7：中国出版的管理费用率持续优化



资料来源：wind，渤海证券

图 8: 中国出版的财务费用情况



资料来源: wind, 渤海证券

公司的商誉绝对值和相对值均很低。截止 2019 年三季度, 公司共有 4800 万元商誉, 主要系公司旗下人民文学出版社于 2015 年 6 月收购上海九久读书人股权所致。整体从纵向比较来看, 公司商誉的绝对值和相对值均很低, 未来存在商誉减值的风险也非常小。

表 1: A 股出版类上市公司商誉绝对值和相对值 (截止 19 年三季度)

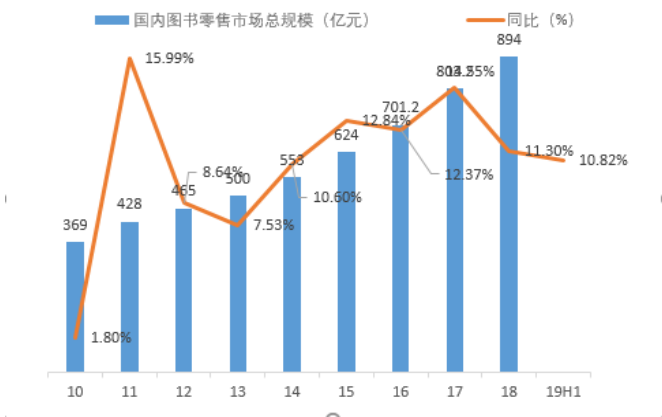
公司名称	商誉 (亿元)	商誉/净资产
新华传媒	2.94	11.59%
凤凰传媒	1.65	1.15%
皖新传媒	1.34	1.27%
中南传媒	0.62	0.44%
新经典	0.12	0.60%
山东出版	0.08	0.08%
城市传媒	0.24	0.91%
中国出版	0.48	0.66%

资料来源: wind, 渤海证券

3. 出版行业分析：稳步增长，少儿品类优势明显

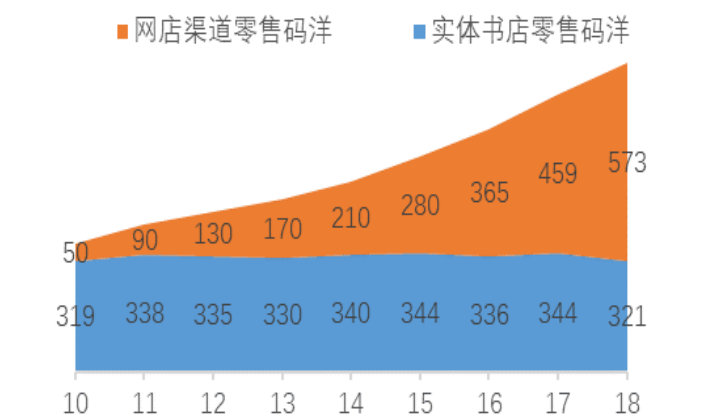
2019 年上半年国内图书零售市场维持稳步增长。2019 年上半年整个图书零售市场同比上升 10.82%，继续保持两位数的增长。网店渠道尽管增速有所放缓，但继续保持较高速度增长，同比上升了 24.19%，实体店继续呈现负增长态势，同比下降了 11.72%。

图 9：国内图书零售市场增长稳定



数据来源：开卷信息，渤海证券

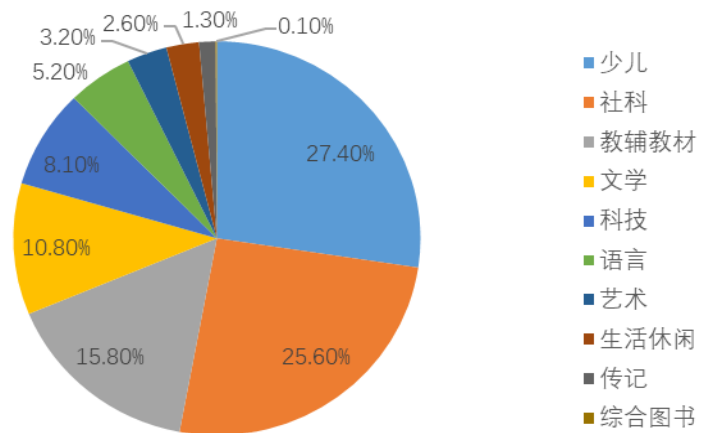
图 10：网店渠道继续维持较高速度增长



数据来源：开卷信息，渤海证券

细分看，少儿品类仍然是码洋比重最大的类别。2019 年上半年少儿品类码洋占比 27.4%，同比增长 1.22%，是细分占比最高的品类；社科品类占比 25.6%，同比增长 0.89%排名第二；而文学类码洋比重占比 10.8%，同比下滑 1.13%，是同比下降最大的品类。

图 11：2019 年上半年图书细分品类占比



资料来源：开卷信息，渤海证券

年度来看，新书码洋比重呈下降趋势。2019 上半年整体图书零售市场新书品种数为 9.09 万种，新书品种数较去年同期下降了 6.22%，进一步收缩。趋势上近些年新书对整体市场的贡献在不断下降，无论是新书码洋贡献还是新书册数贡献，在整体市场中所占的份额越来越小。

图 12: 2019 年上半年新书动销品种数下滑



资料来源: 开卷信息,渤海证券

大型出版集团的竞争力维持稳定。根据开卷信息的数据显示，18 年 36 家出版集团码洋占有率合计达到 51.77% (同比下滑 0.63%)，整体的竞争格局相对稳定。

表 2: 2018 年国内出版集团排名 (零售图书市场)

排名	出版集团
1	中国出版集团
2	中南出版
3	凤凰出版
4	中国国际出版
5	吉林出版
6	北京联合出版
7	中国工信出版传媒
8	中文传媒
9	中信出版
10	浙江出版联合

资料来源: wind, 渤海证券

全民阅读活动在国内广泛开展。自 2014 年起连续三年被写入政府工作报告，2016 年 12 月，国家新闻出版总局印发了我国首部国家级“全民阅读”规划——《全民阅读“十三五”时期发展规划》。截至 2017 年底，“全民阅读”连续四年被写入“政府工作报告”，在总局和各级政府大力倡导下，国民阅读热情高涨。同时，政府打击盗版力度空前，助力产业构建良性生态。2018 年总局印发了《关于开展 2018 年全民阅读工作的通知》，提出加快建立全民阅读推广服务体系，不断加大保障力度，掀起新时代全民阅读新热潮。截至 2018 年底全国共 29 个省（自治区、直辖市）地方政府响应号召提出促进阅读行业发展的地方政策，紧紧围绕“阅读点亮中国梦”这一主题，搭建起众多全民阅读公共服务平台，建立“政府引导、业界支持、社会参与、群众受益”的全民阅读推广体系，推出形式多样、内容丰富的大众阅读文化活动。

表 3: 全国各地开展全民阅读活动的相关文件

相关地区	活动名称	相关内容
北京市	“阅读春天”系列活动	陆续启动阅读马拉松、书香行走、名家进校园、儿童阅读周等多项书香西城特色阅读活动
上海市	《上海市全民阅读促进条例（草案）》	计划在上海市范围内开展重点阅读文化活动 120 余项，覆盖市民群众近 20 万人次
天津市	“书香天津·全民阅读”系列活动	活动主要包括：书香天津春季书展；读书月活动；书香天津全民阅读系列论坛分享会；全民阅读“七进”活动等
重庆市	《重庆市“十三五”时期全民阅读规划纲要》	“十三五”时期，提档升级现有公共图书馆和基层综合文化服务中心，推动重庆市少年儿童图书馆新馆建设，推动 43 个数字图书馆、1000 个数字农家书屋、20 个基层幸福书屋的建设。
安徽省	《安徽省全民阅读“十三五”发展规划》	《规划》中期目标：到 2020 年，我省全民综合阅读率达到 80% 至 82%，全民数字化阅读率达到 65% 至 73%，年人均图书阅读量达到 6 册至 6.82 册，年人均电子阅读量达到 5 册至 5.66 册，各项阅读指数力争高于全国平均水平
浙江省	《关于加快推进全民阅读建设书香浙江的意见》	加强阅读文化培育推广；实施阅读精品引领工程；建构阅读服务覆盖工程；推动数字阅读健康发展；完善阅读分众指导
新疆	“书香天山”全民阅读系列活动	活动主要包括：开展《新疆文库》、“建设美丽新疆，共圆祖国梦想”主题教育系列连环画、“新疆民族文学原创和民汉互译作品工程”等重大出版项目
内蒙古	《内蒙古自治区全民阅读中长期规划（2016-2025 年）》	《规划》长期目标为：2025 年让全民阅读成为国民生活方式重要内容，“书香内蒙古”建设成为全社会的自觉行为；自治区、盟市、旗县三级政府每年组织开展 2 次以上有持续时间、有活动深度、有积极效果的全民阅读活动，参与覆盖人口不少于 60%；蒙古文书报刊及数字出版产品免费覆盖 100% 蒙古文阅读人口

资料来源：渤海证券

4.分业务分析：出版业务是公司的核心业务

4.1 出版业务：旗下出版社的综合实力强

出版业务是公司的核心业务，公司的出版业务以一般图书为主，教育出版为辅，出版品种十分丰富，涵盖工具书、文学、语言、学术、政治、古籍、法律、经管、音乐、美术、科技、生活、少儿、教材教辅、传记、动漫等多个细分领域，拥有庞大的出版资源和读者群体，在国内的影响力无出其右。公司旗下人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、三联书店、中版教材等 8 家子公司贡献了主要的收入和利润来源。这些出版单位多次获得中国出版政府奖之先进出版单位奖、“全国新闻出版系统先进集体”称号、全国百佳图书出版单位等奖项；旗下出版物多次获得中国出版政府奖之图书奖、“五个一工程”奖、中华优秀出版物奖等国家奖项。

图 13：公司旗下主要出版公司

 人民文学出版社 PEOPLE'S LITERATURE PUBLISHING HOUSE	 中华书局 www.zhbc.com.cn
 商务印书馆 SINCE 1897 The Commercial Press	 中国大百科全书出版社 Encyclopedia of China Publishing House
中国美术出版总社  人民美术出版社 People's Fine Arts Publishing House  连环画出版社 Picture-story Publishing House	 人民音乐出版社 PEOPLE'S MUSIC PUBLISHING HOUSE
 生活·读书·新知 三联书店 SDX Joint Publishing Company	

资料来源：公司招股说明书,渤海证券

从业务细分来看，2018 年公司出版业务收入 37.32 亿元，占总收入比例为 70%，处于绝对优势地位；其中一般图书收入 27.97 亿元。自编教材教辅业务收入 5 亿元，租型教材教辅业务收入 1.73 亿元。细化公司贡献度来看，商务印书馆、人民文学出版社是公司业绩的主要来源。

表 4: 公司主要控股出版子公司经营数据 (截止 18 年年报)

子公司名称	主要业务	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营收 (亿元)	净利润 (亿元)
人民文学出版社	图书出版发行	7.89	3.09	6.73	1.26
商务印书馆	图书出版发行	28.51	19.38	10.00	2.77
中华书局	图书出版发行	10.97	3.88	3.23	0.41
中国大百科	图书出版	8.69	3.02	2.35	0.10
中国美术总社	图书出版	4.09	0.95	2.48	0.27
人民音乐出版社	图书出版	8.05	5.20	2.78	0.93
三联书店	图书出版发行	5.41	3.04	2.98	-0.09
中版教材	图书批发教材推广	6.95	4.58	3.98	0.58
合计	-	80.57	43.14	34.54	6.22

资料来源: 公司公告, 渤海证券

2018 年公司出版图书 20000 余种, 其中新书 8000 余种, 重印率为 62.3%; 销售 5 万册以上的新书 143 种, 销售 10 万册以上的新书 59 种, 单品的竞争优势十分明显。具体书目来看, 其中《红星照耀中国》累计销售 640 万册, 是公司的明星作品; 《牛津高阶英汉双解词典 (第 9 版)》销售 172 万册, 《开学第一课》销售约 80 万册, 《本源》销售 30 万册, 《萤王》销售 21 万册。在重大工程方面, 公司推出了《宋书》、《海德格尔文集》、《凯恩斯文集》等一批经典著作。

表 5: 公司旗下出版社的主要作品

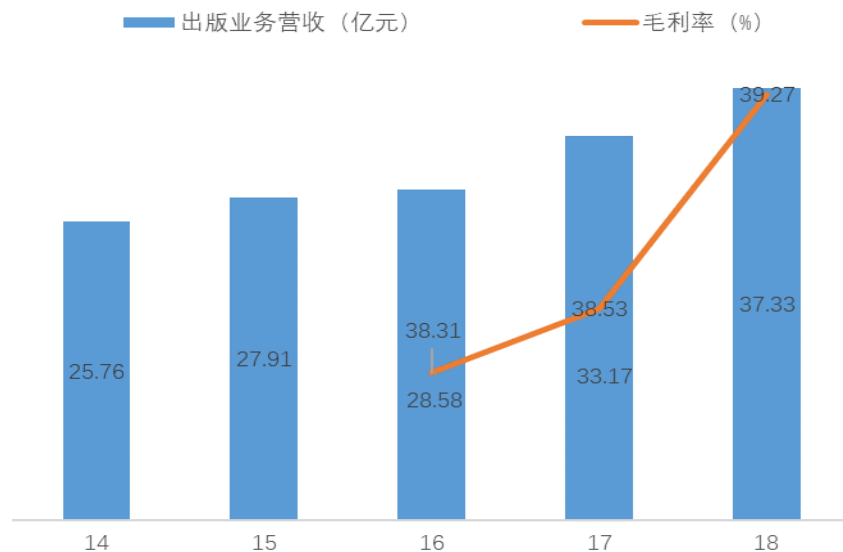
主打品类	出版公司	主要作品
马克思主义和哲学社会科学类	人民文学出版社	《中国文学史》、《欧洲文学史》
	中华书局	《孙中山全集》、《中国法律与中国社会》、《新编诸子集成》、《中国佛教典籍选刊》、《道教典籍选刊》、《朱子语类》(8 卷)、《中华大藏经 (汉文部分)》
	商务印书馆	《国际文化版图研究文库》、《中华现代学术名著丛书》、《东西方文化及其哲学》、《中国史学史》、《江村经济》、《江村经济》、《通货新论》、《中国俗文学史》
	三联书店	《百年佛缘》、《现代西方学术文库》、《文化生活译丛》、《三联经典文库》、《三联·哈佛燕京学术丛书》
主题出版	人民文学出版社	《毛泽东论文学和艺术》、《毛泽东最后七年风雨路》、《邓小平论文艺》、《长征》、《解放战争》、《朝鲜战争》、《1911》、《武昌城》、《天行者》、《国运-南方记事》
	中华书局	《走向辉煌》、《中国美德读本》
	商务印书馆	《中国道路丛书》、《丝瓷之路博览丛书》
	三联书店	《毛泽东的读书生活》、《邓小平时代》、《深入学习习近平同志关于宣传思想工作重要论述》、《当代中国经济改革二十讲》、《两藏今昔》
文化教育和语言类	人民文学出版社	《语文新课标必读丛书》
	中华书局	《于丹<论语>心得》、《古代汉语》、《汉语史稿》、《说文解字》、《康熙字典》、《王力古汉语字典》、《汉语方言大辞典》
	商务印书馆	《汉语图解词典》、《商务馆小学生辞书系列》、《精选外汉汉外词典》、《中国语言地图集》、《马氏文通》、《故训汇纂》、《成语大词典》、《新华字典》、《古汉语常用字典》、《词源》、

		《现代汉语词典》、《现代汉语学习词典》、《古代汉语词典》、《四角号码新词典》、《牛津高阶英汉双解词典》、《英华大辞典》、《新汉日词典》
文学类	人民文学出版社	《中国古代小说名著插图典藏系列》、《中国古典文学理论批评专著选辑》、《中国古典文学读本丛书》、《中国小说史料丛书》、《21 世纪年度最佳小说》、《朝内 166 人文文库》、《蓝星诗库》、《茅盾文学奖获奖作品全集》、《鲁迅全集》、《巴金全集》、《老舍全集》、《中华散文插图珍藏版》、《名著名译插图本》、《十九世纪文艺主流》、《外国文艺理论丛书》、《哈利·波特系列》
	中华书局	《中国古典文学基本丛书》、《庄学本全集》、《全上古三代秦汉三国六朝文》、《先秦汉魏晋南北朝诗》、《全唐诗》、《全宋词》、《全元散曲》、《诗词格律》、《诗文声律论稿》、《利玛窦中国札记》、《马可波罗行纪》
	三联书店	《美国自然文学经典译丛》、《我们仨》

资料来源：公司招股说明书，渤海证券

业绩上，公司的出版业务稳步增长，营收从 14 年的 25.76 亿元增长到 18 年的 37.33 亿元，毛利率也从 16 年的 38.31% 提升至 18 年的 39.27%，业务的成长性十分稳健。

图 14：公司的出版业务营收和毛利率稳步增长

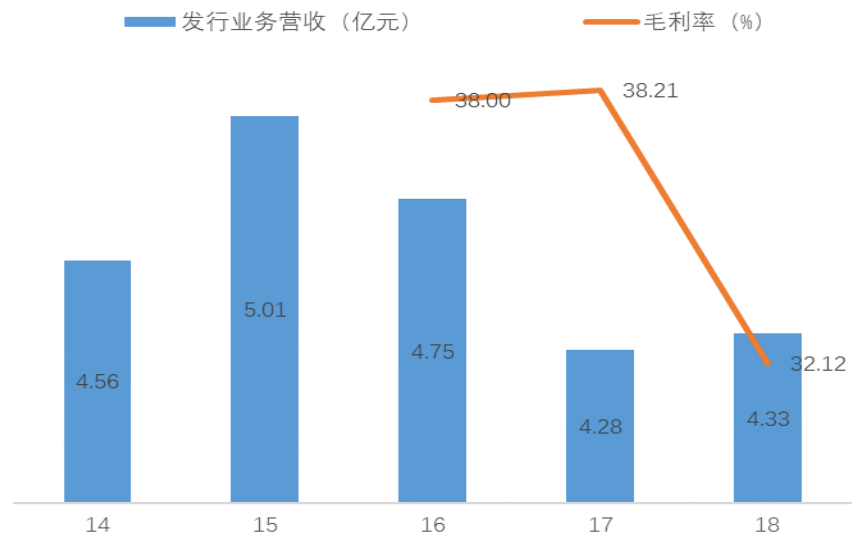


资料来源：wind, 渤海证券

4.2 发行业务：营收占比相对不高

公司发行业务分为教材教辅发行和一般图书发行两大类，其中教材教辅发行业务由中版教材开展，一般图书发行业务主要由人民文学出版社、商务印书馆、三联书店三家公司的下属子公司和中版教材开展。18年公司发行业务营收4.33亿元，占公司总营收比例为8.12%。其中教材教辅发行业务收入为3.14亿元，同比降低9.05%，一般图书发行业务收入为1.19亿元，同比增长43.21%；发行业务的整体收入规模占总收入的比例相对较小。

图 15: 公司的发行业务营收占总收入比例相对不高

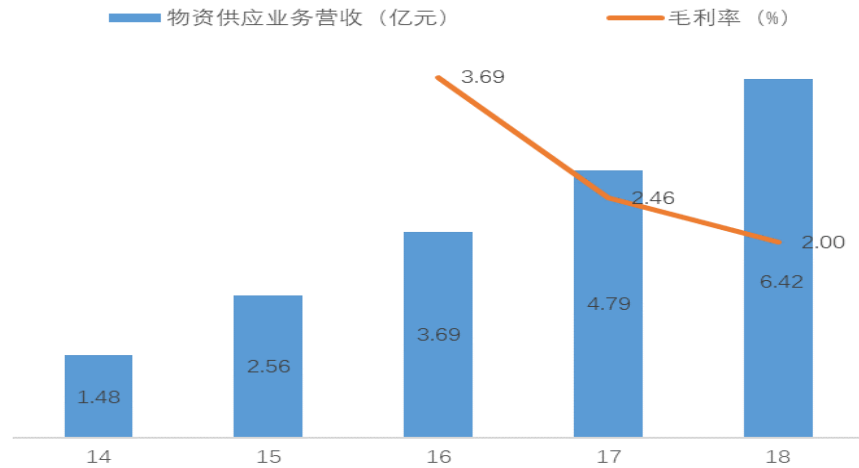


资料来源: wind,渤海证券

4.3 物资供应业务：纸张销售等业务为主

公司物资供应业务通过下属子公司中版联物资开展，主要业务为向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品，18年公司物资供应业务收入6.42亿元，同比增长34%，营收呈现稳步提升的趋势十分明显；毛利率2%，近年来有所下滑。

图 16：公司的物资供应业务营收和毛利率稳步增长

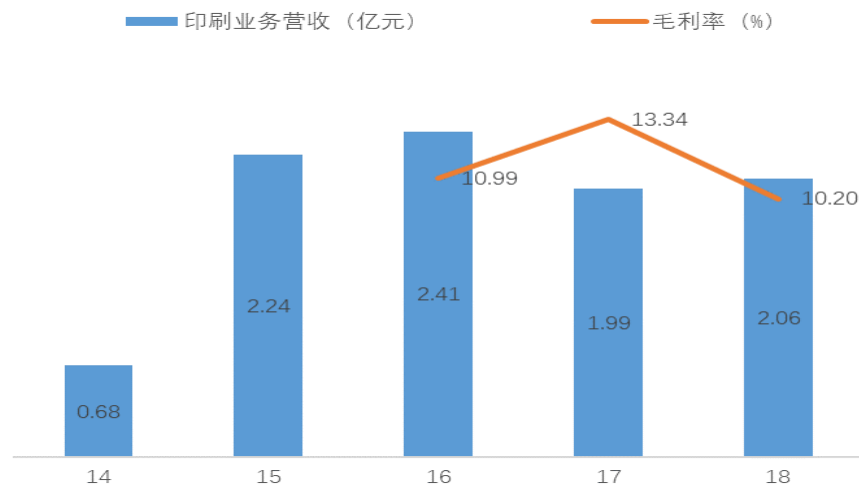


资料来源：wind,渤海证券

4.4 印刷业务：业务营收占比较低

公司的印刷业务主要是出版物及其他印刷品的印刷与装订，主要是通过下属子公司新华印刷开展。18年公司印刷业务营收2.06亿元，毛利率10.2%，业务的稳定性较强。

图 17：公司的印刷业务营收和毛利率稳步增长



资料来源：wind,渤海证券

5.投资建议及盈利预测

基本假设:

- 1、公司的出版、发行、印刷和物资供应四大业务经营维持稳健，不存在大幅度业务变动与经营风险；
- 2、图书出版行业的税收优惠政策不发生变动；
- 3、纸张价格不发生剧烈波动；

投资建议:

我们认为公司作为国内图书出版行业的绝对龙头，旗下人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、三联书店、中版教材等子公司综合实力无出其右，在一般图书出版领域的竞争力极强。公司有望受益于我国图书出版行业整体空间巨大、增速韧性强的特点，在未来保持持续、稳步的成长性。我们长期看好公司的发展，首次覆盖公司，给予“增持”的投资评级，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36、0.40 和 0.44 元/股，建议投资者保持长期关注。

6.风险提示

市场政策风险，国内出版市场景气度低迷，国内人均阅读时长下滑，市场竞争持续加剧，电子书等其他介质替代风险

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
滕飞
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

电子行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602
邓果一
+86 22 2383 9154

通信行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
朱林宁
+86 22 2387 3123
张婧怡
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
马丽娜
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061
陈菊
+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073
苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn