

科技出版“稳” 知识服务新业务“进”，业绩持续稳健且弹性增大

——中国科传首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

● 公司是国内最大的科技出版企业，受益于行业独特的高竞争壁垒，公司龙头地位稳固。

公司是中国科技出版的“国家队”，主要业务包括图书出版业务、期刊业务、出版物进口业务和知识服务等其他业务。图书出版业务是公司的核心业务，2018年营收占比为47.15%但净利润贡献达到八成。与教育、大众出版不同，专业出版对出版机构的专业性和编辑人员的知识构成要求均较高、进入门槛高、产品替代性不强，因此竞争壁垒较高。公司受益于此，龙头地位稳固。

● 业绩持续稳定增长，毛利率超30%且逐年上升，费用率不断下降。

2015-2018年公司净利润分别为2.52亿元、2.8亿元、3.71亿元、4.24亿元，同比增长分别为11.99%、10.87%、32.59%、14.37%，连续多年均实现了两位数增长。2015-2018年，公司综合毛利率分别为29.87%、30.27%、28.99%、30.44%，保持相对稳定较高状态，这主要是由于科技出版行业价格折扣很少，用户价格敏感性低。2015-2018年，公司期间费用率分别为14.14%、13.53%、13.46%、11.28%，呈现持续下降的趋势。公司规模优势得到体现。

● 公司积极向知识服务商转型，新业务增速超90%未来弹性空间大。

2018年我国知识付费市场规模165.8亿元，同比增长91.2%；用户规模2.7亿人，同比增长44.7%。中国科传利用自己的科技出版专业优势，积极推进知识服务商转型，目前已经在专业学科知识库、数字教育云服务、医疗健康大数据三大方向上进行布局，代表产品包括“科学文库”、“中科云教育平台”、“中科医库”。2018年，包括知识服务业务在内的其他业务营收1734.69万元，同比增长92.75%；营业成本779.98万元，同比增长122.50%。

● 看好公司科技出版稳健的基本盘以及知识服务新业务弹性空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

我们预测中国科传2019-2021年实现营收分别为24.88亿元、28.01亿元、32.27亿元，同比增长11.84%、12.57%、15.20%；实现归母净利润分别为5.13亿元、5.99亿元、7.13亿元，同比增长20.93%、16.72%、18.91%；对应2019-2021年EPS分别为0.65元、0.76元、0.90元。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：行业经营风险；国际竞争风险；技术风险。

财务摘要和估值指标

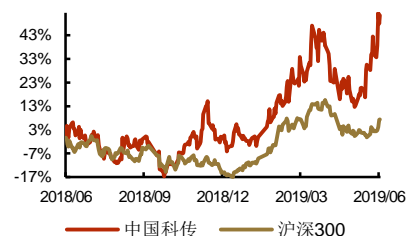
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2011	2,225	2,488	2,801	3,227
增长率(%)	11.85	10.65	11.84	12.57	15.20
净利润(百万元)	371	425	513	599	713
增长率(%)	32.59	14.37	20.93	16.72	18.91
毛利率(%)	28.99	30.44	31.19	32.26	33.57
净利率(%)	18.46	19.08	20.63	21.39	22.08
ROE(%)	10.97	11.94	12.88	13.35	13.96
EPS(摊薄/元)	0.47	0.54	0.65	0.76	0.90
P/E(倍)	28.7	25.1	20.8	17.8	15.0
P/B(倍)	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1

强烈推荐(首次评级)

市场数据 时间 2019.06.21

收盘价(元):	13.8
一年最低/最高(元):	7.36/14.67
总股本(亿股):	7.91
总市值(亿元):	109.09
流通股本(亿股):	1.91
流通市值(亿元):	26.29
近3月换手率:	350.7%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	27.0	24.51	38.25
绝对	31.55	24.44	44.96

相关报告

《业绩稳健增长，转型升级知识服务型出版》2017-08-28

目 录

1、 公司是国内最大的科技出版集团.....	4
2、 公司有四大业务板块，科技图书出版是核心业务.....	5
2.1、 出版业务——教材教辅为主要收入来源，增速加快.....	6
2.2、 期刊业务——销售稳定，毛利率提升.....	8
2.3、 图书进口业务——收入规模大，但毛利率低于5%.....	8
2.4、 知识服务业务——增速超过90%，未来前景看好.....	9
3、 公司业绩稳健，毛利率超30%，费用率不断下降.....	10
3.1、 业绩持续多年保持稳健增长.....	10
3.2、 业务独特性使毛利率持续稳定在30%左右.....	10
3.3、 费用控制较好，公司费用率持续下降.....	11
3.4、 应收账款占比显著低于同行水平.....	12
4、 专业出版壁垒高，知识服务市场广阔，公司持续受益.....	12
4.1、 专业出版规模逐渐增大.....	12
4.2、 专业出版竞争壁垒高，中国科传龙头地位稳固.....	13
4.3、 知识服务市场空间广阔，中国科传积极转型.....	14
5、 盈利预测及投资建议.....	15
5.1、 盈利预测.....	15
5.1.1、 公司营业收入预测.....	15
5.1.2、 毛利率、费用及净利润预测.....	16
5.2、 投资建议.....	17
6、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1： 公司股东结构.....	5
图 2： 2016-2018 年公司四类业务营收占比情况.....	5
图 3： 2016-2018 年公司教材教辅出版营收及增长率.....	6
图 4： 2016-2018 年公司教材教辅出版毛利率情况.....	6
图 5： 2016-2018 年公司教材教辅销售码洋及增长率.....	6
图 6： 2016-2018 年一般图书营业收入.....	7
图 7： 2016-2018 年一般图书业务毛利率情况.....	7
图 8： 2016-2018 年公司一般图书销售码洋及增长率.....	7
图 9： 2015-2018 年公司期刊业务营收及增长率.....	8
图 10： 2015-2018 年公司期刊业务毛利率.....	8
图 11： 2015-2018 年公司图书进口业务营收及增长率.....	9
图 12： 2015-2018 年公司图书进口业务毛利率情况.....	9
图 13： 2015-2018 年其他业务营收及增长率.....	10
图 14： 2015-2018 年其他业务毛利率情况.....	10
图 15： 2015-2018 年公司营收及增长率.....	10
图 16： 2015-2018 年公司净利润及增长率.....	10
图 17： 2015-2018 年公司分业务毛利率情况.....	11
图 18： 公司毛利率及净利率情况.....	11
图 19： 2015-2018 年公司期间费用率情况.....	11
图 20： 2015-2018 年公司应收账款及占流动资产比.....	12

图 21: 我国图书出版产业规模.....	13
图 22: 图书零售结构 (亿元)	13
图 23: 2015-2019E 中国知识付费市场规模及增速	14
图 24: 2015-2019E 中国知识付费用户及增速	14
表 1: 全国图书出版单位 TOP10	4
表 2: 科技图书出版单位 TOP10	4
表 3: 公司前十大股东 (截至 2019 年一季报)	5
表 4: 同行业上市公司应收账款占流动资产比例	12
表 5: 2018 年公司员工学历结构构成	14
表 6: 公司收入预测	15
表 7: 毛利率、费用及净利润预测	16

1、公司是国内最大的科技出版集团

公司的前身是成立于 1954 年的科学出版社，是中国科技出版的“国家队”。多年来，公司以中科院为依托，积累起丰厚的内容资源和强大的资源获取能力，在科技出版的核心内容资源方面形成了独到优势。2018 年公司出版新书 4300 多种，目前已累计出版图书品种超过 5 万种，出版领域涉及科学(S)、技术(T)、医学(M)、教育(E)、人文社科(H)多个学科，是国内学科分布最全、出版规模最大的综合性科技出版机构。

公司还是国家级的科技期刊出版基地，每年出版科技期刊 300 多种。2018 年，公司出版科技期刊 347 多种，其中英文期刊 125 种。SCI 收录期刊 59 种，占中国 SCI 期刊总数的 1/4。由中科院与国家自然科学基金委共同主办的《中国科学》系列和《科学通报》共有 17 种中英文期刊，是我国高水平科研成果的交流平台。此外，公司出版的《科学世界》杂志是一本立足院士平台的、国内最具影响力的高端科普期刊。

公司享有“科学家的出版社”的美誉，是中国科技出版的第一品牌。公司是家首批“全国优秀出版社”、“全国百佳图书出版单位”。根据原国家新闻出版广电总局按主营业务收入、资产总额、所有者权益和利润总额四项指标对全国图书出版单位总体经济规模进行的综合评价，公司在全国图书出版单位中排名第五，在科技图书出版单位中位居第二。

表1：全国图书出版单位 TOP10

名次	单位
1	人民教育出版社
2	高等教育出版社
3	人民卫生出版社
4	商务印书馆
5	科学出版社
6	知识产权出版社
7	人民邮电出版社
8	中国劳动保障出版社
9	教育科学出版社
10	中国地图出版社

资料来源：国家新闻出版广电总局，新时代证券研究所

表2：科技图书出版单位 TOP10

名次	单位
1	人民卫生出版社
2	科学出版社
3	人民邮电出版社
4	机械工业出版社
5	中国地图出版社
6	中国建筑工业出版社
7	电子工业出版社
8	人民交通出版社
9	化学工业出版社
10	中国轻工业出版社

资料来源：国家新闻出版广电总局，新时代证券研究所

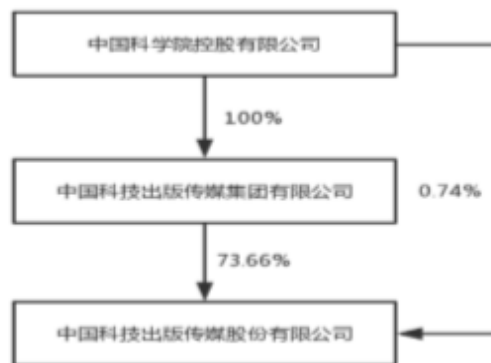
公司控股股东为中国科技出版传媒集团有限公司，实际控制人为中国科学院控股有限公司。

表3： 公司前十大股东（截至 2019 年一季报）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)
1	中国科技出版传媒集团有限公司	582,255,000	73.6600
2	人民邮电出版社有限公司	29,406,818	3.7200
3	电子工业出版社	29,406,818	3.7200
4	全国社会保障基金理事会转持一户	11,863,636	1.5000
5	上海高毅资产管理合伙企业(有限合伙)-高毅邻山1号远望基金	10,000,000	1.2700
6	中国科学院控股有限公司	5,881,364	0.7400
7	吕剑锋	4,800,000	0.6100
8	中国工商银行股份有限公司-华商新锐产业灵活配置混合型证券投资基金	2,200,000	0.2800
9	广东金豆子资产管理有限公司-金豆子厚德二号私募证券投资基金	1,258,700	0.1600
10	吕鸿标	1,000,000	0.1300

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图1： 公司股东结构

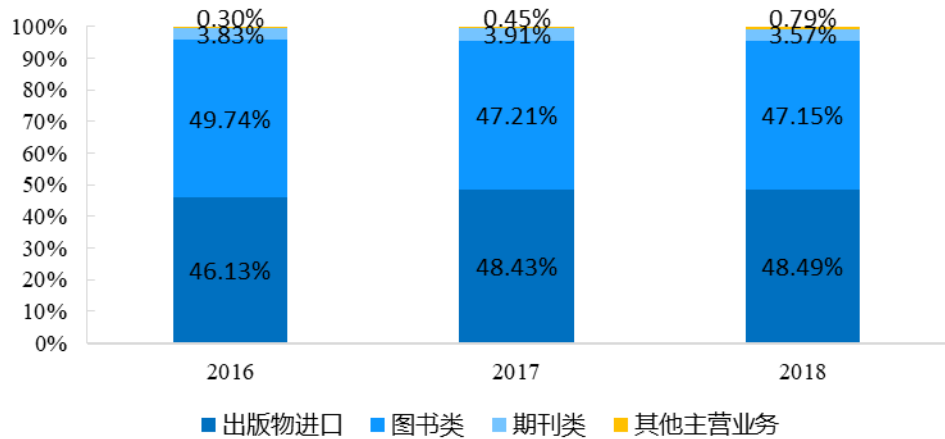


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、 公司有四大业务板块，科技图书出版是核心业务

公司的主要业务包括图书出版业务、期刊业务、出版物进口业务和知识服务等其他业务。2018年，公司这四类业务的营业收入分别为10.32亿元、0.78亿元、10.62亿元、0.17亿元，占总收入的比重分别为47.15%、3.57%、48.49%、0.79%。

图2： 2016-2018 年公司四类业务营收占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

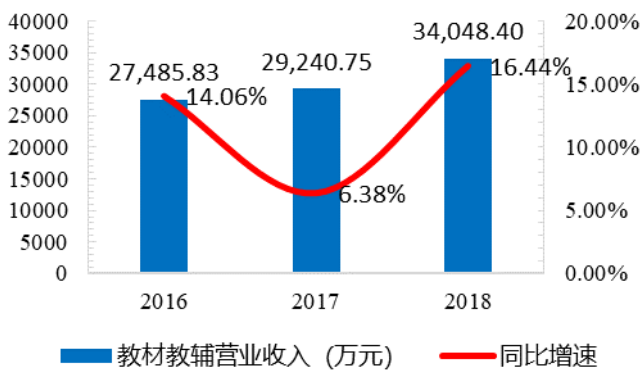
2.1、出版业务——教材教辅为主要收入来源，增速加快

公司的出版业务包括教材教辅出版、一般图书出版。

公司教材教辅出版业务主要面向学校，课本是教育出版领域最主要的产品类型，其市场需求与学生人数紧密相关。近年来公司在文化教育类图书市场占有率总体排名靠前。

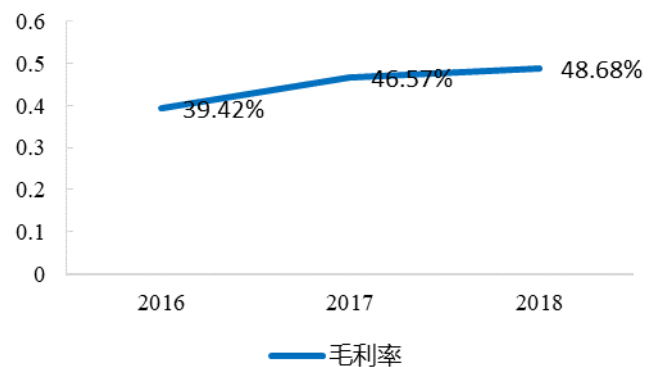
2018年，公司教材教辅销售码洋为186,139万元，同比增长32.59%；营业收入为34,048.40万元，同比增长16.44%；营业成本为17,472.85万元，同比增长11.83%；毛利率为48.68%，同比增加2.11个百分点。

图3：2016-2018年公司教材教辅出版营收及增长率



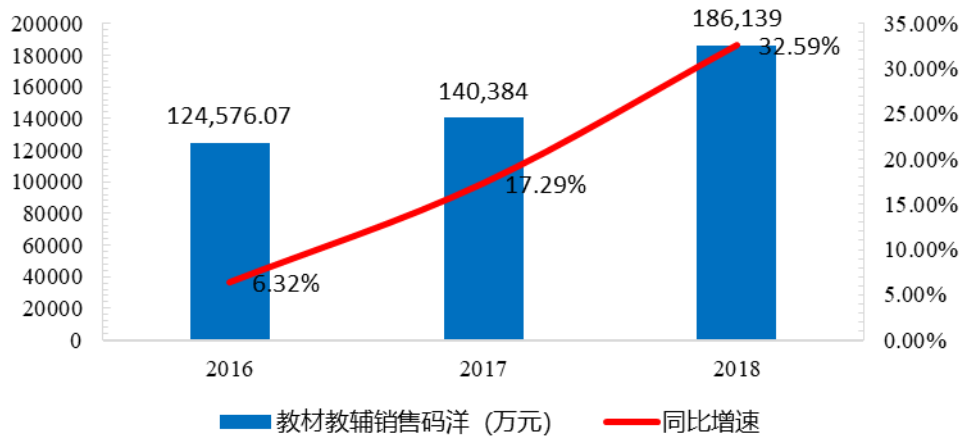
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4：2016-2018年公司教材教辅出版毛利率情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5：2016-2018年公司教材教辅销售码洋及增长率

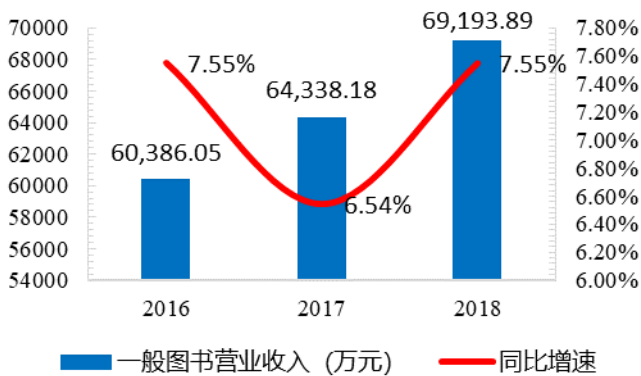


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司一般图书出版业务主要是指研究型科学著作、基本资料、科技工具书、国内智库研究报告等图书，主要面向在科学、技术、医学、社科等领域的本科级以上、在校大学生和研究生群体以及相关科研人员，此外还有一些面向一般读者的科普读物。

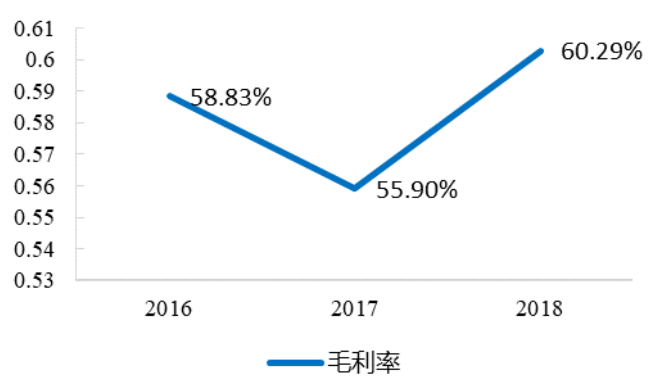
2018年，公司一般图书销售码洋为100,891万元，同比下降0.60%；营业收入为69,193.89万元，同比增长7.55%；营业成本为28,484.34万元，同比增长0.39%；毛利率为58.83%，同比增加2.93个百分点。

图6：2016-2018年一般图书营业收入



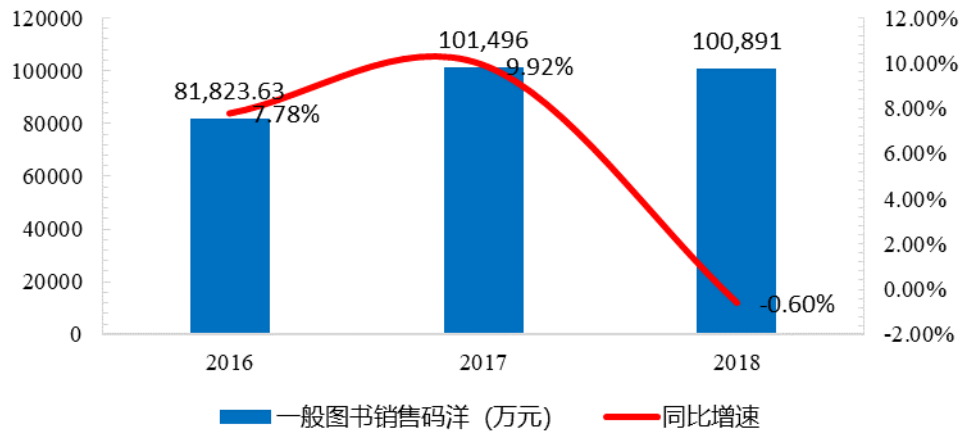
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图7：2016-2018年一般图书业务毛利率情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8：2016-2018年公司一般图书销售码洋及增长率



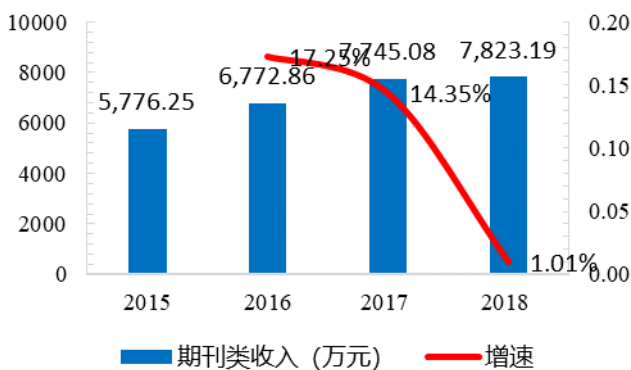
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、期刊业务——销售稳定，毛利率提升

公司及公司控股子公司《中国科学》杂志社有限责任公司、《科学世界》杂志社有限责任公司、北京中科期刊出版有限公司、北京科爱森蓝文化传播有限公司主要从事期刊出版及合作经营相关业务。其中，《中国科学》和《科学通报》（以下简称“两刊”）是我国自然科学基础理论研究领域里权威性的学术期刊，读者为国内外高水平科研人员，销售主要面向大学及科研单位图书馆。《科学世界》为科普杂志，《中国国家旅游》为旅游生活类杂志，主要面向大众读者。

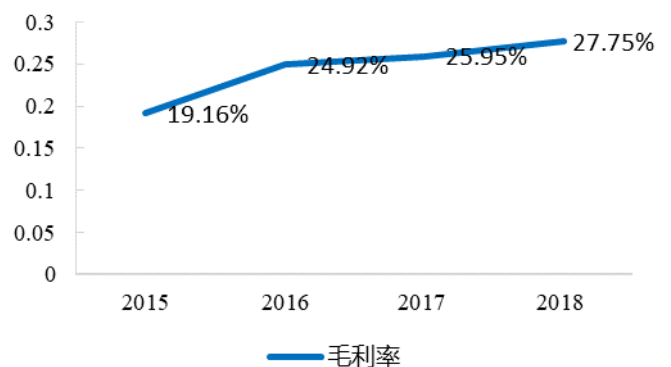
2018年，公司期刊业务营业收入为7823万元，同比增长1.01%；营业成本为5652.5万元，同比下降1.45%；毛利率为27.75%，同比增加1.8个百分点。其中，“两刊”系列营业收入为0.3亿元，占比达到38.4%，是最主要的期刊销售收入来源。

图9：2015-2018年公司期刊业务营收及增长率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图10：2015-2018年公司期刊业务毛利率

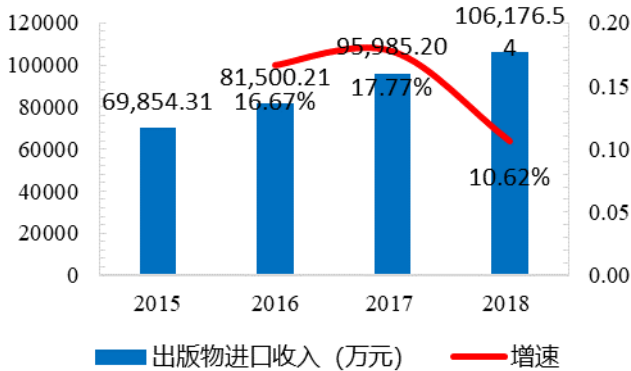


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

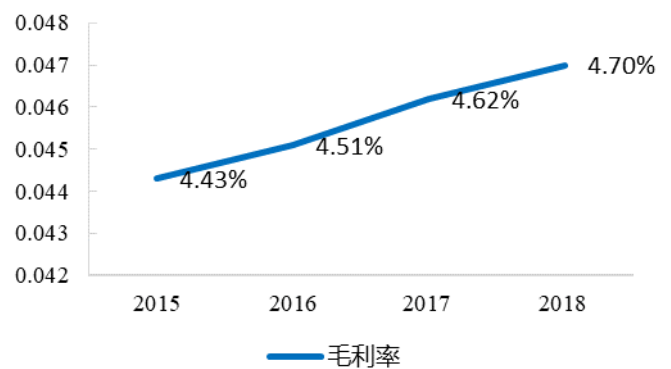
2.3、图书进口业务——收入规模大，但毛利率低于5%

公司全资子公司北京中科进出口有限责任公司具有出版物进出口经营资质，主要从事图书、期刊及相关数字出版物的进出口业务；主要客户为国内高校和科研机构，供应商则多为境外大型出版机构。多年来，公司与世界各国及港台地区数百家出版公司、学会、协会、书商建立了直接贸易往来，形成了稳定而快捷的出版物采购网络和传递渠道。

2018年,公司出版物进出口业务营业收入为106,176.54万元,同比增长10.62%;营业成本为101,190.96万元,同比增长10.53%;毛利率为4.7%,同比增加0.08个百分点。

图11: 2015-2018年公司图书进口业务营收及增长率


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图12: 2015-2018年公司图书进口业务毛利率情况


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.4、知识服务业务——增速超过90%，未来前景看好

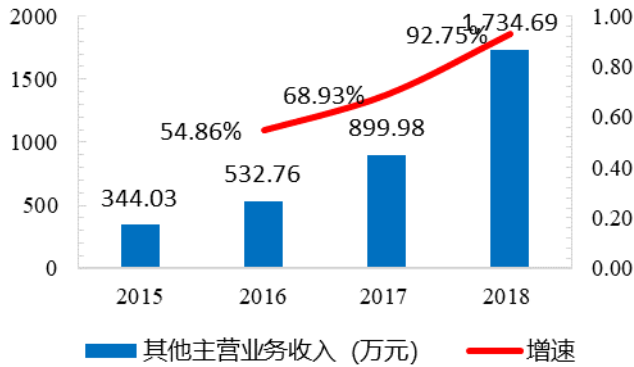
公司积极推进从传统出版向知识服务的转型,目前主要在专业学科知识库、数字教育云服务、医疗健康大数据三大方向上进行布局。

在专业学科知识库方面,公司打造的“科学文库”已汇聚我公司60余年来高质量科技专著,囊括4万余种电子书,为用户提供在线检索、浏览和下载阅读等服务。同时,公司建成了“科学智库”、“中国生物志数据库”等多个新产品。“科学智库”集成了大量中国科学院、中国工程院的咨询研究项目成果,汇集了各领域上千种研究报告,为各领域科研、决策和咨询研究者提供高端资源支撑和学术参考,目前已有30多家机构试用。“中国生物志库”作为我国生物、农林、药学等领域的高水平研究知识服务平台,包括“中国植物志数据库”和“中国动物志数据库”,以《中国植物志》等三套权威志书300多册的优质内容为基础,为用户提供一站式专业知识和解决方案服务,满足用户高效率的学习和科研需求。

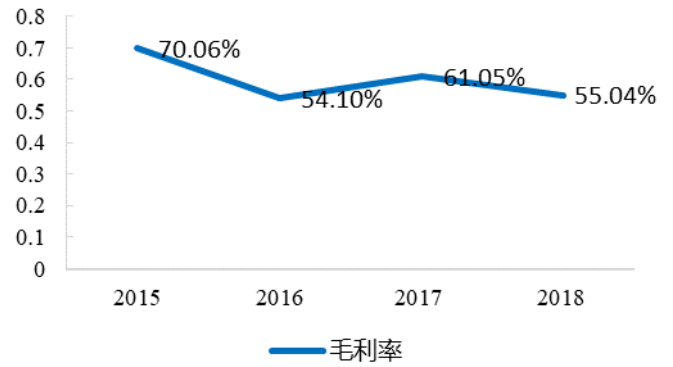
在数字教育云服务方面,公司积极开拓在线教育业务,完成了“中科云教育平台”、“爱一课移动端互动教学平台”以及“状元共享课堂”等多个数字平台。其中,“中科云教育平台”已建设完成在线课程学习、在线考试、在线培训、直播、资源商城等模块,上线课程200余门,配套题库几十万道,配套各学科的教学资源5000多种,为教师和学生提供在线教育服务。“爱一课移动端互动教学平台”是终端+教育内容+服务平台的一体化互动教学平台,主要面向卫生职业教育领域。“状元共享课堂”作为一款APP,以“黄冈小状元”系列图书资源为基础,提供“线下+线上”的整套学习解决方案,目前注册用户超过140万人。

在医疗健康大数据方面,公司打造的“中科医库”作为多媒体医学知识服务的云平台,聚集了北大医院等国内知名医院与专家的优质临床资源,目前已累计获取资源8000多例,发展机构用户上百家,为医护人员提供专业知识服务。公司还打造了“康复医学云平台”,该平台聚集了知名医院与专家的优质临床案例、规范治疗操作视频等内容,为用户提供全方位的医疗信息服务。

2018年,包括知识服务业务在内的其他业务营收1734.69万元,同比增长92.75%;营业成本779.98万元,同比增长122.50%;毛利率55.04%,同比下降6.01个百分点。

图13: 2015-2018年其他业务营收及增长率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

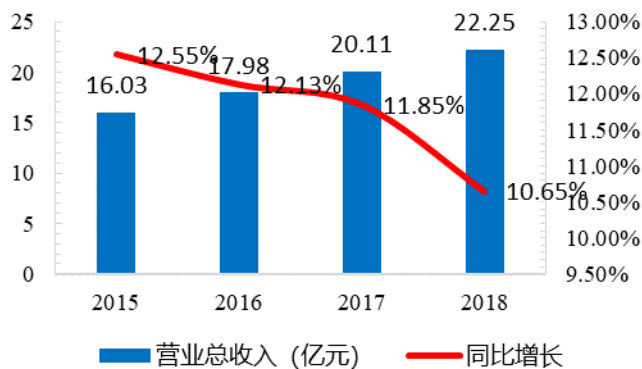
图14: 2015-2018年其他业务毛利率情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

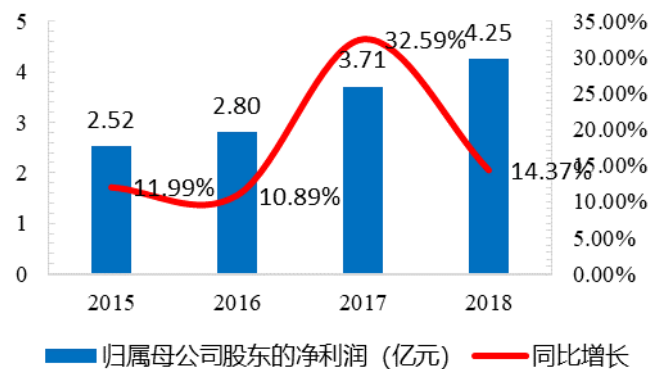
3、公司业绩稳健，毛利率超30%，费用率不断下降

3.1、业绩持续多年保持稳健增长

2015-2018年公司营业收入分别为16亿元、17.97亿元、20.1亿元、22.45亿元，同比增长分别为12.55%、12.13%、11.85%、10.65%；归属母公司股东净利润分别为2.52亿元、2.8亿元、3.71亿元、4.25亿元，同比增长分别为11.99%、10.89%、32.59%、14.37%。

图15: 2015-2018年公司营收及增长率

资料来源：wind，新时代证券研究所

图16: 2015-2018年公司净利润及增长率

资料来源：wind，新时代证券研究所

从上图可以看到，公司营业收入和净利润连续多年均实现了两位数增长，体现了公司业务经营的稳健性。这主要是由于公司的图书出版、期刊业务和图书进口业务等核心业务都基本保持了两位数增长，且持续多年都很稳健。

3.2、业务独特性使毛利率持续稳定在30%左右

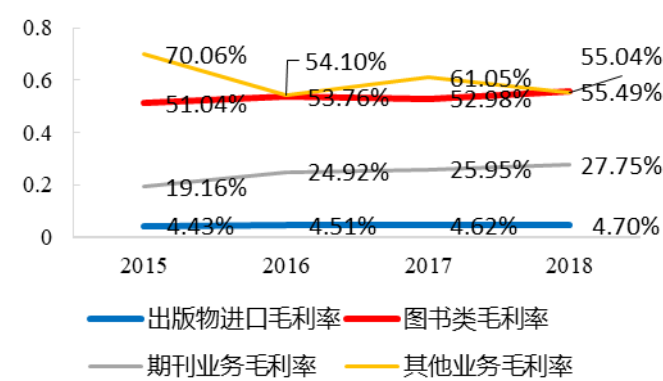
2015-2018年，公司综合毛利率分别为29.87%、30.27%、28.99%、30.44%，保持相对稳定较高状态。从上文公司业务介绍部分可知，公司图书出版毛利率最高，达到55%以上；期刊业务毛利率在26%-28%之间；图书进口业务毛利率最低，仅为4.7%左右。

公司经营的毛利率能维持稳定较高水平主要是由于公司所处的科技出版是一个相对专业的领域，受众主要是中小学、高校和科研机构人群，他们对价格敏感性低，且忠诚度高，因此公司出版科技图书相比其他大众图书，其价格折扣很少，能

稳定获得较高的毛利率。

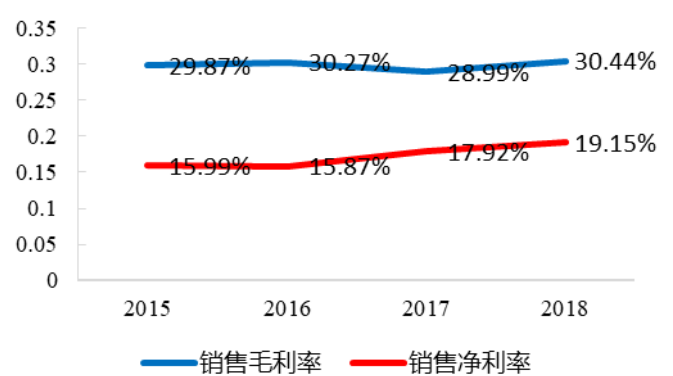
公司稳健的较高毛利率也带来了公司持续走高的净利率水平。2015-2018年，公司净利率分别为15.99%、15.87%、17.92%、19.15%。

图17: 2015-2018 公司分业务毛利率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图18: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

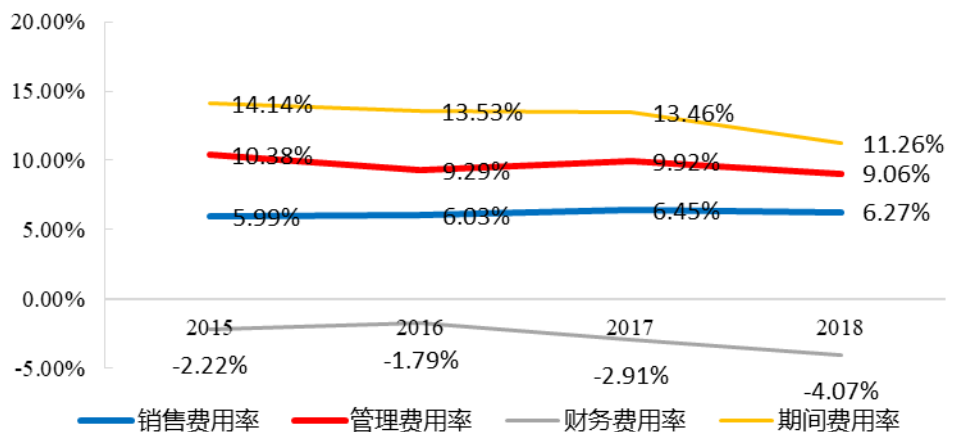
3.3、费用控制较好，公司费用率持续下降

2015-2018年，公司期间费用率分别为14.14%、13.53%、13.46%、11.28%，呈现持续下降的趋势。其中，销售费用率分别为5.99%、6.03%、6.45%、6.27%；管理费用率分别为10.38%、9.29%、9.92%、9.06%；财务费用率分别为-2.22%、-1.79%、-2.91%、-4.07%。

由此可以看出，公司的销售费用率在逐年上升，但2018年出现了下滑，开始出现趋稳的拐点；管理费用率在逐年下降，在2017年出现了短暂上升；财务费用率一直为负值，说明公司利息收入一直大于利息支出，负债率低。

公司销售费用不断增长，主要是公司销售人工成本、业务推广费及储运费用增加所致；管理费用增长主要是人工成本及研发增加所致。这都是公司业务规模扩大必然会出现的情况。但总体上，公司费用率下降也体现了公司费用控制较好，没有盲目扩张。

图19: 2015-2018 公司期间费用率情况

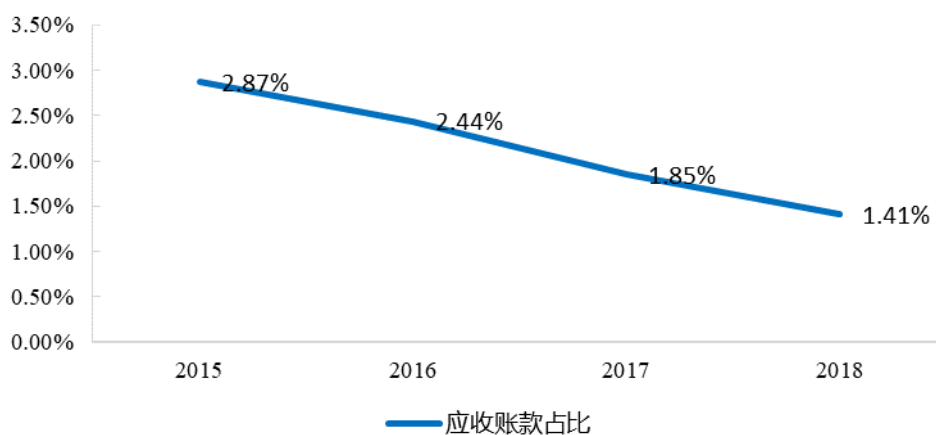


资料来源: wind, 新时代证券研究所

3.4、应收账款占比显著低于同行水平

由于公司的主要收入来源为图书销售，各类客户均存在账期，因此应收账款的回收非常关键。2015-2018年，公司应收账款分别为6801.85万元、6241.37万元、7448.23万元、6266.75万元，占流动资产的比例分别为2.87%、2.42%、1.84%、1.4%。

图20: 2015-2018公司应收账款及占流动资产比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

可以看到，公司的应收账款金额不高，占流动资产的比例也在持续下滑，从近3%下降到1.4%，这表明公司对应收账款回收管理非常重视。

同行业来看，我们选取中南传媒、凤凰传媒、新华文轩、中国出版等公司来比较，截止2018年底，上述上市公司应收账款占流动资产比例如下：

表4: 同行业上市公司应收账款占流动资产比例

公司简称	中南传媒	凤凰传媒	新华文轩	中国出版	中国科传
应收账款占流动资产比例	7.3%	6.27%	21%	7.38%	1.4%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

根据上表，中国科传应收账款占流动资产的比例显著低于可比上市公司平均水平，主要原因为：第一，公司建立了科学有效的销售、客户管理和应收款管理机制，对应收款的回款管理严格；第二，公司客户主要为新华书店、图书馆和学校，信誉较好，应收账款回收及时；第三，公司营业收入中，专著类图书作者购书占比较大，一般收取预收款，应收账款较少。

4、专业出版壁垒高，知识服务市场广阔，公司持续受益

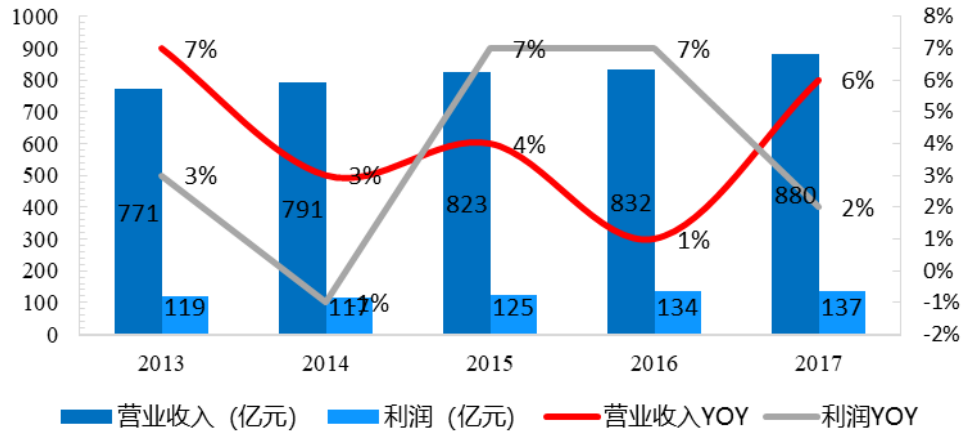
4.1、专业出版规模逐渐增大

图书出版行业一般分为教育出版、专业出版、大众出版三个领域，教育出版一直占据主要地位，其次是大众出版，专业出版最末。不过，面对未来的社会发展，科技出版的市场规模、发展潜力将会逐渐显现。

随着国家支持科技创新的政策逐步深入、科技进步带来的新科技、科技更新等快速增长，人们对科技类图书的需求在迅速增加。根据中国新闻出版研究院在2018年7月发布的《2017年新闻出版产业分析报告》显示，我国图书出版企业2017年

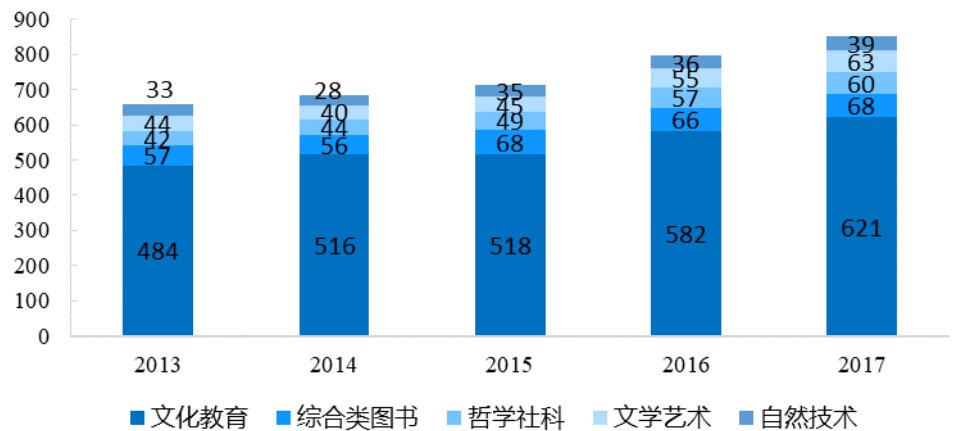
实现营业收入 880 亿元，同比增长 6%；净利润 137 亿元，同比增长 2%。但在图书零售市场，自然、技术类图书的销售规模在逐渐扩大，从 2014 年 28 亿元上升到 2017 年的 39 亿元。尽管自然、技术类图书总体规模还比较低，但其营收绝对值在稳步提升，未来还将继续提升。

图21: 我国图书出版产业规模



资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

图22: 图书零售结构（亿元）



资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

4.2、专业出版竞争壁垒高，中国科传龙头地位稳固

与教育出版、大众出版不同，专业出版对出版机构的专业性和编辑人员的知识构成要求均较高，尤其是科学、技术、医学类（即 STM）图书、期刊，其出版必须依靠在该领域拥有丰富经验的机构和大量专业技术型人才才能开展。专业出版的这个特点使得该领域进入壁垒相对较高。

目前，专业出版领域形成了以中央部委所属出版社为主，地方科技出版社、专业大学出版社和一些综合性出版社为辅的市场格局。但由于专业出版门类较多，涉及面较广，进入门槛较高，产品替代性不强，因此各专业门类的供给者和供应量也相对稳定，市场竞争相对温和。

专业出版还有一大特点，品牌壁垒也非常高。拥有知名品牌不仅是出版机构开

拓市场，吸引客户和最终读者的有力武器，同时也是吸引优秀出版资源、人才和控制成本的有效手段。尤其是在专业出版领域，替代产品相对较少，品牌在一定程度上代表着权威，该领域读者群的品牌认知度和忠诚度相对较高。而专业出版品牌的建立又与企业多年积累的专业经验和专业人才团队的建设密不可分，这都需要长期的积累才能形成，因而成为新进入者难以逾越的一个障碍。

对于中国科传来说，截至2018年12月31日，公司近一半员工具有硕士以上学历，超过一半员工具有中级以上职称，整体人才队伍具有较高的专业化水平。经过60多年的发展，公司已经汇集了一支覆盖科技各学科领域、年龄结构合理、富有朝气和战斗力的专业化出版人才队伍，其中也诞生了一大批科技出版的名编名家和行业领军人才。同时，公司在科技出版领域也形成了自己独特品牌优势，权威性和可靠性无可比拟。

作为科技出版的“国家队”，中国科传在科技出版的经济规模实力排名第二，其专业壁垒和品牌壁垒足够高，在未来的发展过程中，我们认为公司的行业龙头地位会更加凸显。

表5：2018年公司员工学历结构构成

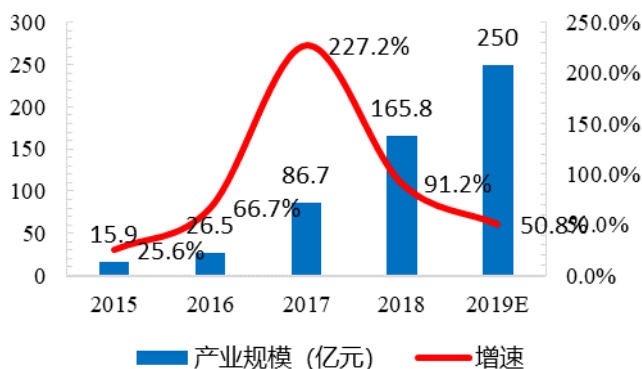
教育程度类别	数量(人)
博士研究生	90
硕士研究生	574
本科	500
大专	132
大专以下	97
合计	1393

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.3、知识服务市场空间广阔，中国科传积极转型

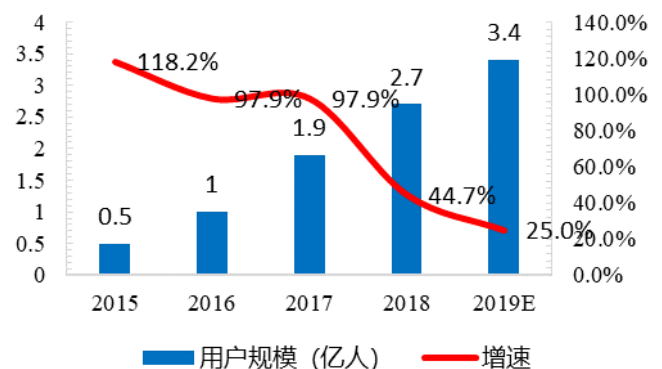
艾瑞咨询发布《2018年中国知识付费市场研究报告》显示，中国内容付费用户规模呈高速增长态势，2018年我国知识付费市场产业规模为165.8亿元，同比增长91.2%；用户规模为2.7亿人，同比增长44.7%。在知识付费快速发展的背景下，国内众多出版机构试图从纸质书生产商向知识付费内容生产商转型，目标定位也从传统的推动图书销售转变为对知识付费商业模式的深度探索。

图23：2015-2019E 中国知识付费市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询测算，新时代证券研究所

图24：2015-2019E 中国知识付费用户及增速



资料来源：艾瑞咨询测算，新时代证券研究所

中国科传在这方面利用自己的科技出版专业优势，积极推进知识服务商转型，目前已经在专业学科知识库、数字教育云服务、医疗健康大数据三大方向上进行布

局。2019年，公司将推动专业知识服务、数字教育服务、医疗健康大数据三大数字产品集群建设。专业知识服务将基于某一学科方向的现有内容资源优势，面向特定专业用户或某一垂直细分领域，打造专业纵深化、服务专业化、形式多元化的数字产品。数字教育服务将加快实现从教材建设向课程建设的转变。医疗健康大数据将立足若干个优势方向，对顶尖专家、顶尖医院的案例库、病例库、学术文献、手术视频、培训课程等资源，进行结构化、标准化、规范化处理，并利用大数据、人工智能等新兴技术，打造诊断辅助决策平台以及医疗健康专业知识服务产品。

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

5.1.1、公司营业收入预测

我们对公司的盈利预测基于特定财务数据的关键假设基础上，主要有如下几点：

(1)、公司图书出版业务一直比较稳健，近年来收入保持10%左右的增速。随着国家加强科技投入，以及科技出版需求增长、行业集中度提升内外利好因素叠加下，公司图书出版业务增速将加快，我们预计2019-2021公司图书出版业务增速为12.3%、12.8%、12.5%。

(2)、2018年公司期刊业务明显放缓，但随着宏观政策鼓励学术期刊，以及重视科普期刊的发展，市场需求增大，公司具有品牌和专业优势，未来增速将加快。我们预计未来3年期刊业务增速为15%、18%、16%。

(3)、图书进口业务也一直比较稳健，但随着中美摩擦增大，可能会影响科技图书期刊的进口，我们认为未来3年增速可能会回落到10%左右，2019-2021分别为10.5%、9%、10%。

(4)、知识服务业务是公司未来重点发展的业务，尽管目前基数低但增速快，过去3年增速从60%上升至90%。2019-2021年我们预计增速为105%、120%、150%。

(5)、其他业务近年来一直在下降，过去3年基本稳定在3000万左右。据此我们预计未来3年该业务仍然稳定在3000万左右。

表6：公司收入预测

(亿元人民币)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
图书出版业务	7.9	8.79	9.36	10.32	11.59	13.07	14.71
YOY		11.27%	6.48%	10.26%	12.30%	12.80%	12.50%
期刊业务	0.58	0.68	0.77	0.78	0.90	1.06	1.23
YOY		17.24%	13.24%	1.30%	15.00%	18.00%	16.00%
图书进口业务	6.98	8.15	9.6	10.62	11.74	12.79	14.07
YOY		16.76%	17.79%	10.63%	10.50%	9.00%	10.00%
其他主营业务	0.03	0.05	0.09	0.17	0.35	0.77	1.92
YOY		66.67%	80.00%	88.89%	105.00%	120.00%	150.00%
其他业务	0.53	0.31	0.28	0.35	0.3	0.3	0.3
YOY		-41.51%	-9.68%	25.00%	-14.29%	0.00%	0.00%
合计	16.02	17.98	20.1	22.24	24.87	27.99	32.22
YOY		12.23%	11.79%	10.65%	11.83%	12.54%	15.12%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

5.1.2、毛利率、费用及净利润预测

各业务毛利率预测假设如下：

(1)、图书出版业务毛利率一直在稳步上升。由于科技出版受众价格敏感性低，该业务毛利率较高。未来随着规模扩大，边际成本下降，毛利率预计缓慢提升，2019-2021 预计可以达到 56.5%、57%、57.2%。

(2)、期刊业务的毛利率也持续稳步提升，其用户的价格敏感性也低，但期刊发行量远低于图书，毛利率一般是图书的一半。按照此原则，未来 3 年期刊业务毛利率为 28.5%、28.9%、29.5%。

(3)、图书进口业务毛利率总体也在持续走高，但总体水平很低。未来 3 年我们预计该业务毛利率维持在 4.75% 左右。

(4)、知识服务业务目前是做大规模阶段，成本和费用会较高，因此毛利率不断走低。未来 3 年我们预计随着业务弹性扩大，毛利率会企稳回升，将逐步升至 55%、59%、60%。

(5)、其他业务规模在 3000 万左右，毛利率持续走高，达到 65% 以上。未来若该业务稳定，我们认为毛利率也将稳定在 65% 左右。

费用项目预测假设如下：

(1)、由于出版企业享受税收优惠，公司税金及附加较少，占营收比例逐年下降。随着公司业务规模扩大，我们预计 2019-2021 年该比例会继续下降到 0.45%、0.43%、0.42%。

(2)、随着公司规模扩大，销售费用率将下降。但新业务拓展会增加销售，不过新业务占比低，因此后两年销售费用率下降会减慢。我们预计 2019-2021 年为 6.01%、5.9%、5.9%。

(3)、公司管理费用率一直在持续下降，主要是规模扩大边际效应明显。未来也将延续这一趋势，但新业务拓展可能会减缓降幅。2019-2021 预计为 8.1%、7.8%、7.8%。

(4)、公司利息收入一直高于利息支出，随着理财规模增长，利息收入还将增加。2019Q1 已有体现。财务费用率 2019-2021 预计为 -4%、-3.8%、-3.8%。

(5)、参股公司投资收益、资产减值损失等预计会相对稳定，预计未来 3 年该项占营收比例为 1%、1.2%、1.5%。

(6)、公司营业外收入较大，主要是政府补助；支出很少。2019Q1 营业外收入同比增长 100 倍以上，而下半年又是政府补助高峰，2019 年预计营业外收支将达到 3500 万左右。

表7： 毛利率、费用及净利润预测

预测	项目名称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率								
	图书出版业务	51.01%	53.81%	52.99%	55.43%	56.50%	57.00%	57.20%
	期刊业务	18.97%	25.00%	25.97%	28.21%	28.50%	28.90%	29.50%
	图书进口业务	4.44%	4.54%	4.58%	4.71%	4.75%	4.76%	4.75%
	其他主营业务	66.67%	60.00%	61.11%	52.94%	55.00%	59.00%	60.00%
	其他业务	58.49%	48.39%	60.71%	65.71%	65.00%	65.00%	65.00%

预测	项目名称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	合计	29.84%	30.31%	28.98%	30.40%	31.15%	32.20%	33.48%
费用								
	税金及附加	0.11	0.12	0.13	0.12	0.11	0.12	0.14
	销售费用	0.96	1.08	1.30	1.40	1.49	1.65	1.90
	管理费用	1.66	1.67	2.00	2.02	2.01	2.18	2.51
	财务费用	-0.36	-0.32	-0.58	-0.91	-0.99	-1.06	-1.22
	其他成本	0.12	0.20	-0.60	0.40	0.25	0.34	0.48
	营业外收支	0.33	0.24	0.18	0.13	0.35	0.3	0.25
	利润总额	2.61	2.94	3.66	4.33	5.22	6.09	7.23
	所得税/利润总额	1.53%	3.06%	1.64%	1.62%	1.60%	1.58%	1.56%
	所得税	0.04	0.09	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11
净利润		2.57	2.85	3.6	4.26	5.14	5.99	7.12
			10.89%	26.32%	18.33%	20.64%	16.56%	18.80%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

5.2、投资建议

我们预测中国科传 2019-2021 年实现营收分别为 24.88 亿元、28.01 亿元、32.27 亿元，同比增长 11.84%、12.57%、15.20%；实现归母净利润分别为 5.13 亿元、5.99 亿元、7.13 亿元，同比增 20.93%、16.72%、18.91%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.65 元、0.76 元、0.90 元。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、风险提示

（1）行业经营风险

在国家环保严控和首都疏解等宏观政策下，出版行业可能面临着纸张成本波动较大、印刷产能供应不稳定等压力，给公司带来经营压力。

（2）技术风险

随着大数据、人工智能等新兴技术的飞速发展，文化与科技的融合不断加深，新兴技术的应用日渐普及，公司面临着产业变革带来的巨大机遇与挑战。

（3）国际竞争风险

科技出版领域属于出版行业竞争相对比较国际化的领域，国外的科技出版物可以较容易地通过纸质出版物或数字出版等形式进入国内市场。且相对于发达国家，中国的科技出版事业还处于发展过程中，公司面临一定的市场竞争压力。

（4）盗版风险

侵权盗版现象的存在，严重影响了出版业的健康发展，并给出版企业造成经济损失。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4022	4433	5080	5612	6526	营业收入	2011	2225	2488	2801	3227
现金	3150	3359	3939	4352	5136	营业成本	1428	1548	1712	1897	2143
应收账款	74	63	91	82	117	营业税金及附加	13	12	10	12	14
其他应收款	25	0	28	4	33	营业费用	130	140	150	165	190
预付账款	125	142	156	179	207	管理费用	200	202	202	218	252
存货	461	569	571	692	735	财务费用	-58	-91	-91	-109	-126
其他流动资产	185	301	294	304	298	资产减值损失	23	35	10	32	53
非流动资产	520	517	518	522	534	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	12	13	13	13	12
固定资产	210	196	208	221	242	营业利润	348	420	509	597	712
无形资产	75	74	65	56	47	营业外收入	20	16	17	16	17
其他非流动资产	235	247	246	246	246	营业外支出	1	3	2	2	2
资产总计	4541	4950	5598	6135	7061	利润总额	366	433	524	611	727
流动负债	1113	1225	1443	1472	1782	所得税	6	7	8	10	11
短期借款	7	0	0	0	0	净利润	360	426	515	601	715
应付账款	501	532	611	656	775	少数股东损益	-11	2	2	2	3
其他流动负债	605	693	832	816	1007	归属母公司净利润	371	425	513	599	713
非流动负债	142	155	155	155	155	EBITDA	296	355	436	510	610
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.47	0.54	0.65	0.76	0.90
其他非流动负债	142	155	155	155	155						
负债合计	1255	1381	1598	1627	1937	主要财务比率					
少数股东权益	34	37	39	41	44	成长能力					
股本	791	791	791	791	791	营业收入(%)	11.9	10.7	11.8	12.6	15.2
资本公积	784	784	784	784	784	营业利润(%)	28.7	20.8	21.1	17.4	19.3
留存收益	1670	1954	2346	2797	3342	归属于母公司净利润(%)	32.6	14.4	20.9	16.7	18.9
归属母公司股东权益	3252	3533	3961	4466	5080	获利能力					
负债和股东权益	4541	4950	5598	6135	7061	毛利率(%)	29.0	30.4	31.2	32.3	33.6
						净利率(%)	18.5	19.1	20.6	21.4	22.1
						ROE(%)	11.0	11.9	12.9	13.3	14.0
						ROIC(%)	8.2	8.9	9.9	10.4	11.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.6	27.9	28.5	26.5	27.4
						净负债比率(%)	-95.7	(94.1)	(98.5)	(96.6)	-100.2
						流动比率	3.6	3.6	3.5	3.8	3.7
						速动比率	3.2	3.2	3.1	3.3	3.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	29.4	32.4	32.4	32.4	32.4
						应付账款周转率	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.47	0.54	0.65	0.76	0.90
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.33	0.74	0.52	0.99
						每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.47	5.01	5.65	6.43
						估值比率					
						P/E	28.71	25.10	20.76	17.78	14.95
						P/B	3.28	3.02	2.69	2.39	2.10
						EV/EBITDA	25.53	21.1	15.9	12.7	9.4
现金流量表(百万元)											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
经营活动现金流	266	485	584	413	783						
净利润	360	426	515	601	715						
折旧摊销	24	23	22	24	26						
财务费用	-58	-91	-91	-109	-126						
投资损失	-12	-13	-13	-13	-12						
营运资金变动	186	-37	151	-91	180						
其他经营现金流	-233	177	0	0	0						
投资活动现金流	-182	-82	-9	-15	-26						
资本支出	9	10	1	4	12						
长期投资	-166	-74	0	0	0						
其他投资现金流	-339	-145	-8	-11	-14						
筹资活动现金流	811	-146	5	15	27						
短期借款	7	-7	0	0	0						
长期借款	0	0	-0	-0	(0)						
普通股增加	131	0	0	0	0						
资本公积增加	707	0	0	0	0						
其他筹资现金流	-34	-139	5	15	27						
现金净增加额	900	263	580	413	784						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>