

投资评级 优于大市 维持

# 精品图书出版战略, 新产业布局贡献业绩增长点

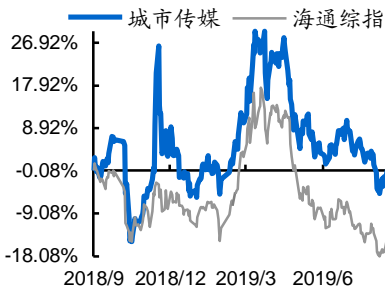
## 股票数据

08月30日收盘价(元)	7.19
52周股价波动(元)	5.90-9.62
总股本/流通A股(百万股)	702/702
总市值/流通市值(百万元)	5048/5048

## 相关研究

《图书业务增长稳健, 看好公司数字内容布局及产业链延伸》2019.04.17  
 《传统主营稳健增长, 转型升级成亮点》2018.04.20

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	-1.6	0.4
相对涨幅(%)	2.5	-0.9	-3.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郝艳辉

Tel: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

证书: S0850516070004

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@htsec.com

证书: S0850519070002

## 投资要点:

- 2019H1 营收、净利增长稳健。**2019年上半年公司实现营业收入11.15亿元, 同比增长6.62%, 归属于母公司股东的净利润2.21亿元, 同比增长37.98%, 毛利率为39.22%, 较上年同期增长0.84pct, 净利率为19.82%, 较上年同期增长4.5pct, 销售费用、管理费用分别占比10.89%、11.12%, 其中销售费用较上年同期下降1.26pct。19Q2公司实现营业收入5.61亿元, 同比增长0.81%, 归属于母公司股东的净利润1.27亿元, 同比增长57.15%。
- 实施精品出版战略, 加快转方式、调结构。**2019年上半年, 公司在新书出版品种同比压缩26%的情况下, 实现出版码洋同比增长8.5%, 综合重印再版率达到87.88%。报告期公司共有31种图书斩获41项省部级以上奖励, 《中国江河流域自然与人文遗产影像档案·黄河记忆》《中国改革开放通史》《中国恐龙足迹化石图谱》等项目入选国家出版基金。公司各出版板块继续面向市场打造精品, “宫西达也”系列、“少年读”系列、“小豌豆”“小蜜瓜”系列、“唤醒阅读力”系列、《燃烧吧! 大脑》系列、《情商: 一本给孩子的人生格局书》等多个产品都呈现畅销态势; 教育板块推出《考点清单》《新高考试卷》等上市市场的新项目新产品, 整体出版结构优化成果初现。我们认为公司优化选题、精简结构的出版战略将提高公司的盈利水平, 强化公司品牌效应。
- 推动新布局产业发展, 投资收益高速增长。**在产业布局方面, 2019H1公司新媒体业务进一步拓展, 《本色中国》VR项目在全国多地建立合作代销渠道, 该项目在虚拟现实领域的影响力持续提升。影视公司参投拍摄的电视剧《破冰行动》在多个平台热播, 市场反响热烈。公司的BCMIX品牌取得了腾讯全线IP形象授权, 开拓了新的合作领域。在投资方面, 随着公司投资4000万元美金继续参与喜马拉雅的E轮融资, 公司投资结构将进一步优化。
- 线下实体店转型升级, 线上合作关系持续推进。**新华书店在扎实做好党和国家重要文件文献、重点主题出版物发行工作, 强化“选书、荐书”团队建设的同时, 积极推进实体卖场转型升级, 以新型复合文化空间和形式多样、丰富多彩的文化活动与读者建立强关联, 推动了全民阅读工程落地, 扩大了一般图书销售。公司网络渠道销售业务收入同比增长22%, 与当当、京东、天猫等主流电商渠道的合作发展稳健, 社群营销效果显现, 成为公司业绩快速增长的新支点。

## 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1969	2170	2603	3084	3540
(+/-)YoY(%)	11.0%	10.2%	19.9%	18.5%	14.8%
净利润(百万元)	329	348	392	424	482
(+/-)YoY(%)	21.0%	5.7%	12.6%	8.1%	13.7%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.50	0.56	0.60	0.69
毛利率(%)	38.8%	39.1%	37.6%	37.3%	36.9%
净资产收益率(%)	14.2%	13.6%	13.9%	13.7%	14.2%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利预测与估值分析:** 我们认为,公司业务增长稳健,实施精品图书战略,优化出版图书的结构,拓宽公司业务产业布局,公司未来有望仍保持较高增速增长。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.56 元、0.60 元和 0.69 元,参考可比公司,我们给予公司 2019 年 14 倍-16 倍动态 PE 估值,对应合理价值区间为 7.84-8.96 元,维持优于大市评级。

**风险提示:** 传统出版主营下行风险,新业务开展不及预期风险。

表 1 城市传媒可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2019E	202 E	2021E	2019E	2020E	2021
中南传媒	601098	12.29	0.76	0.82	0.91	16	15	14
新华文轩	601811	12.12	0.88	0.99	1.11	14	12	11
新经典	603096	60.02	2.04	2.39	2.81	29	25	21
<b>平均</b>			<b>1.23</b>	<b>1.40</b>	<b>1.61</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>15</b>

注: 股价取自 2019 年 8 月 30 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 城市传媒主营业务各分项收入预测与假设 (亿元)

	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>21.70</b>	<b>26.03</b>	<b>30.84</b>	<b>35.40</b>	<b>毛利</b>	<b>8.48</b>	<b>9.80</b>	<b>11.51</b>	<b>13.06</b>
一般图书	16.19	18.62	22.34	25.69	一般图书	4.71	5.60	6.70	7.71
教材、教辅	6.43	7.07	7.78	8.56	教材、教辅	2.93	3.29	3.62	3.98
印刷物资	0.85	0.85	0.85	0.85	印刷物资	0.05	0.05	0.05	0.05
运输劳务	0.23	0.23	0.23	0.23	运输劳务	0.11	0.11	0.11	0.11
其他商品	3.51	3.86	4.25	4.67	其他商品	0.36	0.40	0.44	0.48
文化用品及其他	0.71	0.71	0.71	0.71	文化用品及其他	0.30	0.30	0.30	0.30
其他业务	0.55	0.55	0.55	0.55	其他业务	0.21	0.22	0.22	0.22
内部抵销	-6.76	-5.87	-5.87	-5.87	内部抵销	-0.18	-0.16	0.09	0.22
<b>成本</b>	<b>13.22</b>	<b>16.23</b>	<b>19.33</b>	<b>22.33</b>	<b>毛利率 (%)</b>	<b>39.09</b>	<b>37.65</b>	<b>37.32</b>	<b>36.91</b>
一般图书	11.48	3.02	15.65	17.98	一般图书	29.07	30.07	29.97	30.02
教材、教辅	3.5	3.78	4.16	4.57	教材、教辅	45.56	46.56	46.56	46.56
印刷物资	0.80	0.80	0.80	0.80	印刷物资	5.65	5.65	5.65	5.65
运输劳务	0.13	0.12	0.12	0.12	运输劳务	45.64	46.64	46.64	46.64
其他商品	3.15	3.46	3.81	4.19	其他商品	10.27	10.27	10.27	10.2
文化用品及其他	0.41	0.41	0.41	0.41	文化用品及其他	41.72	41.72	41.72	41.72
其他业务	0.33	0.33	0.33	0.33	其他业务	39.13	39.13	39.13	39.13
内部抵销	-6.59	-5.71	-5.96	-6.09	内部抵销	---	---	---	---

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

**盈利预测假设:** 1) 根据北京开卷发布的《2019 半年度中国图书零售市场分析报告》, 2019 上半年全国图书零售市场规模继续保持增长, 同比增长 10.82%。我们预计随着未来宏观经济的企稳, 2019-2021 年图书零售市场增速有望保持在 10%-15% 增速增长。公司作为行业内优秀的上市公司, 不断优化自身图书出版的结构, 拓宽销售渠道, 因此公司一般图书业务有望以超过行业平均增速增长 (15%-20%), 我们给予公司 2019-2021 年一般图书业务收入增速分别为 15%、20% 和 15%。2) 公司教辅教材业务需求相对刚性, 未来受宏观经济影响较小, 我们认为未来有望保持 10% 左右的恒定增速增长。3) 随着公司产业链的不断拓展和延伸, 转型业务布局不断深化, 公司其他商品业务有望保持 10% 收入增速。4) 公司其他业务 (印刷、运输、文化用品等业务) 未来预计会保持稳定的收入规模, 但毛利率水平随着低毛利率图书业务收入比例增加, 整体略有下降。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2170</b>	<b>2603</b>	<b>3084</b>	<b>3540</b>
每股收益	0.50	0.56	0.60	0.69	营业成本	1322	1623	1933	2233
每股净资产	3.65	4.00	4.41	4.84	毛利率%	39.1%	37.6%	37.3%	36.9%
每股经营现金流	0.47	0.97	0.87	0.87	营业税金及附加	18	20	23	28
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.25	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估(倍)</b>					营业费用	296	302	370	425
P/E	13.56	12.88	11.91	10.48	营业费用率%	13.6%	11.6%	12.0%	12.0%
P/B	1.84	1.80	1.63	1.48	管理费用	245	283	339	391
P/S	2.33	1.94	1.64	1.43	管理费用率%	11.3%	10.9%	11.0%	11.0%
EV/EBITDA	10.15	8.37	6.70	5.31	EBIT	290	375	418	463
股息率%	<b>3.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.5%</b>	财务费用	-5	-31	-44	-55
<b>盈利能力指标(%)</b>					财务费用率%	-0.2%	-1.2%	-1.4%	-1.6%
毛利率	39.1%	37.6%	37.3%	36.9%	资产减值损失	25	6	32	29
净利润率	16.0%	15.1%	13.7%	13.6%	投资收益	2	0	0	0
净资产收益率	13.6%	13.9%	13.7%	14.2%	<b>营业利润</b>	<b>351</b>	<b>400</b>	<b>431</b>	<b>489</b>
资产回报率	9.2%	9.3%	8.8%	9.0%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	19.2%	29.0%	35.0%	41.2%	<b>利润总额</b>	<b>352</b>	<b>400</b>	<b>431</b>	<b>489</b>
<b>盈利增长(%)</b>					EBITDA	374	437	488	544
营业收入增长率	10.2%	19.9%	18.5%	14.8%	所得税	4	4	4	5
EBIT 增长率	-0.1%	29.4%	11.5%	10.6%	有效所得税率%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%
净利润增长率	5.7%	12.6%	8.1%	13.7%	少数股东损益	0	5	3	3
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>348</b>	<b>392</b>	<b>424</b>	<b>482</b>
资产负债率	31.8%	33.2%	35.8%	36.4%					
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.1	<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	货币资金	1101	1569	1955	2335
现金比率	1.1	1.3	1.3	1.3	应收账款及应收票据	316	322	400	464
<b>经营效率指标</b>					存货	402	430	538	627
应收账款周转天数	51.0	45.2	47.4	47.9	其它流动资产	182	144	184	216
存货周转天数	109.1	96.8	101.6	102.5	流动资产合计	2001	2466	3078	3643
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	长期股权投资	11	11	11	11
固定资产周转率	4.3	5.1	5.5	5.9	固定资产	491	534	594	596
					在建工程	1	1	1	1
					无形资产	326	281	224	186
					非流动资产合计	1763	1761	1764	1729
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3764</b>	<b>4227</b>	<b>4842</b>	<b>5371</b>
净利润	348	392	424	482	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	5	3	3	应付票据及应付账款	696	874	1111	1275
非现金支出	108	67	101	109	预收账款	169	198	237	272
非经营收益	-21	9	9	9	其它流动负债	134	135	187	208
营运资金变动	-108	205	71	7	流动负债合计	999	1207	1535	1756
<b>经营活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>678</b>	<b>608</b>	<b>610</b>	长期借款	174	174	174	174
资产	-219	-60	-72	-46	其它长期负债	24	24	24	24
投资	54	0	0	0	非流动负债合计	198	198	198	198
其他	8	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>1197</b>	<b>1404</b>	<b>1733</b>	<b>1954</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-157</b>	<b>-60</b>	<b>-72</b>	<b>-46</b>	实收资本	702	702	702	702
债权募资	175	0	0	0	普通股股东权益	2560	2812	3095	3401
股权募资	3	0	0	0	少数股东权益	7	11	14	17
其他	-120	-150	-150	-185	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3764</b>	<b>4227</b>	<b>4842</b>	<b>5371</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>58</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>-185</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>229</b>	<b>468</b>	<b>386</b>	<b>380</b>					

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为08月30日

资料来源:公司年报(2018),海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒  
毛云聪 互联网及传媒  
孙小雯 互联网及传媒  
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 当代明诚,平治信息,光线传媒,顺网科技,中南传媒,IGG,华策影视,视觉中国,横店影视,完美世界,城市传媒,迅游科技,思美传媒,星辉娱乐,游族网络,分众传媒,浙数文化,中信出版,吉比特,中国电影,中文传媒,立思辰,三七互娱,新经典,万达电影,宝通科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。