

文化传媒行业

2019年图书行业总结：码洋稳定增长，营销渠道多元化

核心观点：

● **渠道端：线上渠道拉动 Q1 零售额增长 9%，新媒体渠道话语权增强**

2019年Q1，我国图书零售市场在渠道端的不变趋势在于：1) 线上渠道码洋同比增长 24.69%，维持 2017 年以来 25%左右的增速不变；2) 实体店渠道码洋同比下降 12.56%，降幅较 2018 年的 6.69%进一步扩大；3) 零售市场整体码洋规模同比增长 9.32%，实体店疲软拖累增幅较 2018 年的 11.33%下滑。变化趋势在于：从 2018 年 4 月至 2019 年 4 月，非虚构类图书在零售渠道销量与网店渠道销量的相关性显著减弱。

● **品类端：童书维持高码洋和高增速，文学类选题略有下滑**

2019年Q1，我国图书零售市场在品类端的不变趋势在于：少儿类图书仍旧是其中占比最高（占 25.31%的码洋份额）且增长幅度最大（码洋同比增长 13.71%、占比提升 0.99pct）的品类。变化趋势在于：1) 行业持续供给侧改革。2019 年 Q1 全国申报图书选题数量共计 5.29 万种，同比减少 4.36%；主题出版选题逆势增长，同比增长 10.69%。2) 文学类选题的占比从 2018 年 Q1 的 16.2%跌至 2019 年 Q1 的 15.0%，主要是因为长篇小说的选题数量因读者注意力分散同比下滑 20.96%。3) 中小学教辅类选题占比由 2018 年 Q1 的 19.14%回升至 2019 年 Q1 的 19.43%，部分原因是市场逐步消化 2017 年底以来的减负、整治教辅等政策影响。

● **竞争格局：上市公司头部图书占比提升，“知识付费平台”作家崛起**

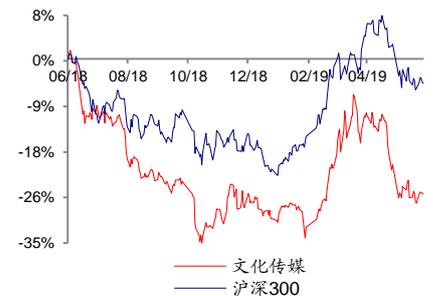
2019年Q1，我国图书零售市场在头部图书端的不变趋势在于：自 2018 年 1 月起，9 家出版类上市公司和拟上市公司中信出版稳坐开卷月度零售渠道畅销榜的六成以上席位。同时，对比 2018 年和 2019 年的同月度畅销榜单，其中上市公司（包括拟上市公司）的占比在 1 月至 4 月均呈现提升态势。变化趋势在于：2019 年 1-4 月同比 2018 年同期，头部图书作家中“知识付费内容创作者”的比例从 2%提升至 9%，“新作家”的比例从 6%下降至 3%。核心原因是知识付费产品的生产发行周期更短、流量聚集效应更强，在普适性内容领域发掘新内容产出者更容易。

投资建议：我们判断 2019 年我国图书行业总体将会延续稳定增长的态势，其中少儿类图书增速继续领跑全市场；知识付费平台冲击下出版机构发掘新作家的难度提升，现有头部出版集团以及头部图书的经济效益进一步凸显。总体来看，经过政策监管以及书号管控后，图书行业供给侧有所出清，龙头出版公司的地位得到进一步强化；需求端继续保持平稳增长，投资价值凸显。建议关注**新经典**（畅销书“洼地效应”明显，在中国头部图书市场稳居龙头，19 年少儿图书业务有望快速增长）、**中南传媒**（教育出版龙头，账面现金充裕+高分红率）、**中国出版**（出版社“国家队”，在全国图书零售市场的码洋连续 7 年位居首位，业绩确定性较强）。

风险提示：数字阅读、知识付费冲击纸质图书；电商渠道折扣下降；纸价波动风险；书号管控趋严。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-06-03

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

文化传媒行业：票房增速持续回落，行业短期承压	2019-04-03
文化传媒行业：《国家职业教育改革实施方案》发布，民办职业教育有望受益	2019-02-14
文化传媒行业：《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》发布，民办教育领域外商投资释放积极信号	2019-02-11

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
视觉中国	000681.SZ	人民币	18.19	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	25.26	18.95	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	39.83	2018/10/29	买入	-	2.30	3.04	17.35	13.11	9.6	6.6	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	18.91	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	25.55	22.51	15.1	13.4	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	84.33	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	37.74	28.73	32.0	23.6	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.18	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	18.17	13.06	10.3	6.8	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	25.58	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	15.42	13.40	11.11	8.61	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	205.00	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	17.69	15.67	11.2	9.3	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	12.57	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	14.52	2.34	11.0	8.2	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	21.48	2019/4/17	增持	24.4	0.47	0.65	45.40	33.05	25.3	19.9	11.90	14.90
科斯伍德	300192.SZ	人民币	9.64	2018/10/11	买入	-	0.50	0.68	19.17	14.26	9.59	6.00	13.12	14.90
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.56	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	19.40	15.50	15.7	11.1	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	58.19	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	26.82	21.79	20.8	16.0	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.99	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	17.32	15.65	5.0	3.6	9.10	9.10
猫眼娱乐	01896.HK	港元	10.24	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	17.07	11.91	6.7	4.9	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	60.55	2019/3/21	买入	62.4	0.18	0.25	-	243	-	74.0	-8.70	3.00
爱奇艺	IQ.O	美元	18.23	2019/5/18	买入	25.32	-1.72	-7.06	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	248.61	2019/5/17	买入	310	8.54	9.82	29.12	25.32	18.6	15.6	12.01	11.30
趣头条	QTT.O	美元	4.44	2019/5/31	买入	7.45	-0.97	-0.46	-	-	-	-	-176	-51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 1) 爱奇艺 2019 年预计亏损, 2019-2021 年参考 PS 估值分别为 2.92x、2.37x 和 1.99x ;
2) 网易的 EPS 分母为存托凭证 (ADR) 口径, ADR 和普通股的比例为 1: 25。

目录索引

一、中国图书零售市场的渠道趋势	5
(一) 不变: 网店零售继续增长+24.7%, 实体店零售继续下滑-12.6%	5
(二) 变化: 网店和实体店的相关性渐弱, 新媒体渠道的话语权增强	5
二、中国图书零售市场的品类趋势	8
(一) 不变: 童书维持高码洋和高增速, 4.23 助推童书销量	8
(二) 变化: 文学类选题减少, 中小学教辅企稳	9
三、中国图书零售市场的头部化趋势	12
(一) 不变: 上市公司头部图书占比持续提升	12
(二) 变化: “知识付费平台”作家崛起	14
投资建议	17
可比上市公司估值对比	18
风险提示	19

图表索引

图 1: 2013 至 2019Q1 我国图书零售市场分渠道的码洋增速	5
图 2: 抖音推荐“受益一生的 5 本书”书单	7
图 3: 抖音推荐“经典畅销励志书”书单	7
图 4: 2018 至 2019Q4 京东畅销榜的品类构成	9
图 5: 2018 至 2019Q4 当当畅销榜的品类构成	9
图 6: 2017Q1 至 2019Q1 图书申报选题数量	10
图 7: 2019Q1 主题出版的申报选题数量	11
图 8: 2018Q1 主题出版的申报选题数量	11
图 9: 2018Q1 至 2019Q4 图书零售榜的上市公司分布	12
图 10: 2019Q1 出版上市公司的营业收入及同比增速	13
图 11: 2019Q1 出版上市公司的净利润及同比增速	13
图 12: 2019Q1 至 2019Q4 开卷畅销榜的作者类型分布	15
图 13: 2019Q1 至 2019Q4 开卷畅销榜的作者类型分布	15
表 1: “零售渠道畅销书排行榜 TOP30”和“网店畅销书排行榜 TOP30”的重叠书目	5
表 2: 2019Q4 非虚构类图书在开卷、当当、京东畅销榜的排名情况	6
表 3: 2019Q1 我国图书零售码洋的构成	8
表 4: 2017Q1 至 2019Q1 图书分类别的申报选题数量	10
表 5: 2019Q1 出版类上市公司的主要财务数据	13
表 6: 2019Q1 出版行业上市公司的主要经营数据	14
表 7: 可比公司估值表	18

一、中国图书零售市场的渠道趋势

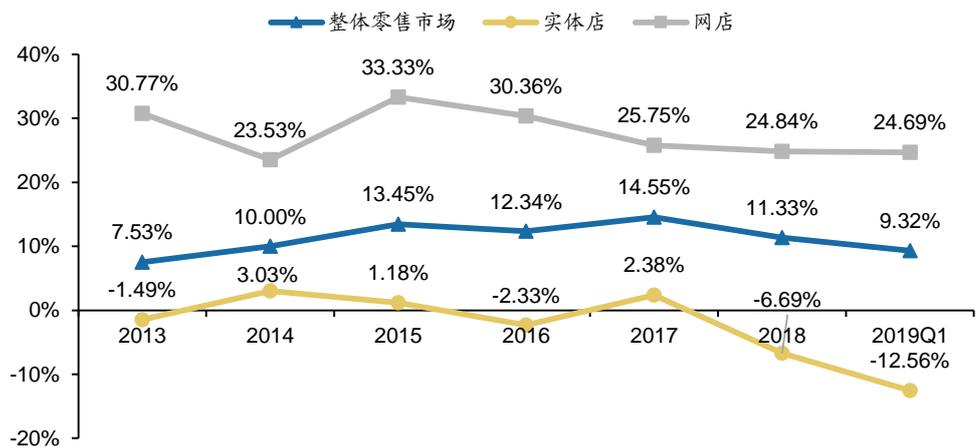
（一）不变：网店零售继续增长+24.7%，实体店零售继续下滑-12.6%

2019年Q1图书线上零售额和线下零售额的变化趋势不变。根据开卷信息的监控数据，2019年第1季度我国图书零售市场的码洋规模同比增长9.32%，增长主要由网店渠道驱动，但实体店渠道疲软拖累整体码洋增幅持续下滑，2017年/2018年整体码洋的同比增速分别为14.55%/11.33%。

1) 网店渠道的零售额增速维持在25%左右的水平。2017年/2018年/2019年Q1的码洋规模增速分别为25.75%/24.84%/24.69%，根据我们测算，2019年Q1网店渠道约占整体码洋的67%。同时，网店平台的打折频率和幅度都有明显提升，开卷信息2018年公布的网店渠道折扣为62折（其中不包括满减、满赠、优惠券等活动）。

2) 实体店渠道的零售额呈现跌幅扩大趋势，2017年/2018年/2019年Q1的码洋规模增速分别为2.38%/-6.69%/-12.56%。

图 1：2013至2019Q1我国图书零售市场分渠道的码洋增速



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

（二）变化：网店和实体店的相关性渐弱，新媒体渠道的话语权增强

对比2019年4月和2018年4月开卷信息发布的“零售渠道畅销书排行榜TOP30”和“网店畅销书排行榜TOP30”，我们发现一个有趣的变化：2018年4月共有16本非虚构类图书同时进入零售渠道和网店的畅销榜，而在2019年4月仅有11本非虚构类图书同时进入零售渠道和网店的畅销榜。事实证明，非虚构类图书在零售渠道的销量与网店渠道销量的相关性已经减弱。

表 1：“零售渠道畅销书排行榜TOP30”和“网店畅销书排行榜TOP30”的重叠书目

	虚构类	非虚构类	少儿类
201904	21	11	18
201804	23	16	17

资料来源：开卷信息，广发证券研究与发展中心

详细拆分2019年4月开卷信息公布的网店畅销书排行榜，30本上榜的非虚构类图书中有27本图书名列公众账号和大V的热门推荐书单，例如《狼道》、《墨菲定律》、《羊皮卷》、《鬼谷子》、《人性的弱点》等频频出现在抖音点赞数超过30万的“受益一生的X本书”系列视频中。而这些上榜图书在2019年4月当当畅销榜和京东畅销榜的排名表现大多并不出众，同时在这两个电商平台搜索上述图书时出现的产品许多带有“抖音推荐”标签，这说明越来越多的读者听从新媒体渠道的“意见领袖”来挑选图书，尤其是以励志、情感、科普等题材为主的非虚构类图书与新媒体平台年轻的用户画像吻合，因此导致新媒体渠道对非虚构类图书的引流能力很强。

新媒体渠道崛起是出版商争夺话语权的有利机会。近年来京东网、当当网等网店平台的高渗透率和高集中度倒逼出版商给予4折甚至更低的供货折扣，导致出版商面临高版税、高纸价的窘境。而新媒体渠道为“意见领袖”的多元化提供了平台，出版商得以有机会抢夺推荐图书的话语权。例如如果麦文化运营的抖音账号“好物博物馆”截止2019年6月2日已拥有206.7万粉丝，其《喧哗与骚动》、《玩坏这本书》、《微光尘埃》、《冯唐诗百首》、《观山海》等图书推荐视频的点赞数均超过30万。

表 2: 2019Q4非虚构类图书在开卷、当当、京东畅销榜的排名情况

书名	开卷信息网店畅销榜排名	当当畅销榜排名 TOP500	京东畅销榜排名 TOP100
口才三绝：会赞美会幽默会拒绝	1	n/a	n/a
为人三会：会说话会办事会做人	2	n/a	n/a
修心三不：不生气不计较不抱怨	3	n/a	n/a
狼道	4	n/a	n/a
墨菲定律	5	n/a	88
羊皮卷	6	n/a	n/a
鬼谷子	7	n/a	n/a
所谓情商高就是会说话	8	n/a	n/a
人性的弱点	9	428	n/a
九型人格	10	n/a	n/a
别输在不会表达上	11	n/a	n/a
墨菲定律	12	n/a	n/a
读心术	13	n/a	n/a
鬼谷子	14	n/a	n/a
董卿：做一个有才情的女子	15	37	n/a
正面管教（修订版）	16	12	38
微表情心理学	17	n/a	n/a
皮囊	18	20	32
方与圆的人生智慧课	19	n/a	n/a
浮生六记	20	16	8
人类简史：从动物到上帝（新版）	21	56	15
原则	22	102	16
观山海	23	182	68
人际关系心理学（平装）	24	n/a	n/a

好的孤独	25	303	n/a
半小时漫画中国史（2）	26	394	n/a
幽默与沟通（平装）	27	n/a	n/a
天才在左 疯子在右（完整版）（新版）	28	33	n/a
半小时漫画中国史（3）	29	n/a	n/a
薛兆丰经济学讲义	30	61	41

资料来源：开卷信息，当当网，京东网，广发证券研究与发展中心

图 2：抖音推荐“受益一生的5本书”书单



数据来源：当当网，广发证券发展研究中心

图 3：抖音推荐“经典畅销励志书”书单



数据来源：当当网，广发证券发展研究中心

二、中国图书零售市场的品类趋势

（一）不变：童书维持高码洋和高增速，4.23 助推童书销量

童书仍旧是我国图书零售市场中占比最高且增长幅度最大的品类。根据开卷信息统计数据，2019年第1季度我国图书零售码洋规模的前三名分别是少儿类图书、社科类图书、教辅类图书，分别占据25.31%、23.76%、18.16%的市场份额；零售码洋占比增幅的前三名分别是少儿类图书、科技类图书、社科类图书，分别同比提升0.99pct、0.83pct、0.49pct；零售码洋占比降幅的前三名分别是生活类图书、文学类图书、艺术类图书，分别同比减少0.56pct、0.52pct、0.46pct。

2019年Q1，童书的零售码洋同比增长13.71%，其中网店渠道的码洋规模同比增长24.55%，码洋占比为27.15%；实体渠道的码洋规模同比下降3.69%，码洋占比为17.45%，童书在实体店渠道的码洋占比相较网店渠道更低的原因之一是主题出版的影响。

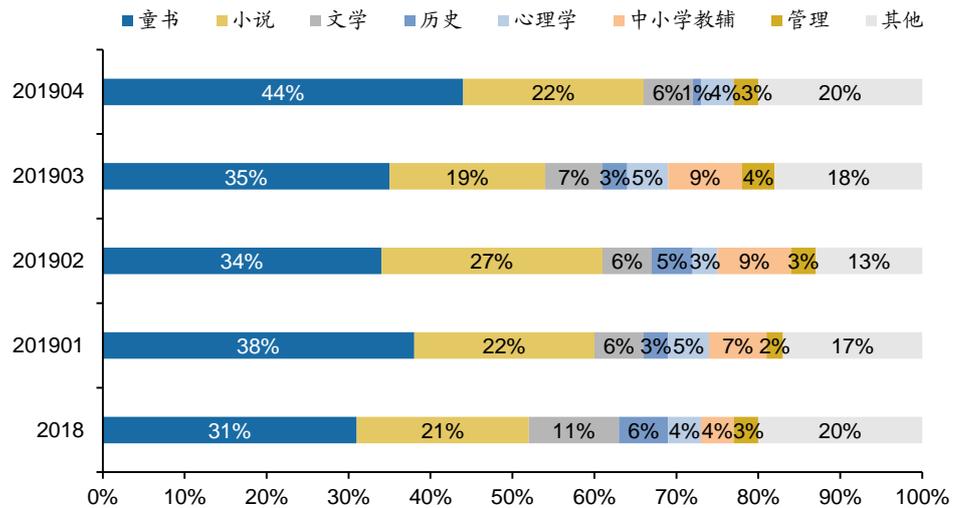
表 3：2019Q1我国图书零售码洋的构成

图书类别	2019Q1	2018Q1	同比变化
少儿类	25.31%	24.32%	+0.99 pct
社科类	23.76%	23.27%	+0.49 pct
教辅类	18.16%	18.07%	+0.09 pct
文学类	10.79%	11.31%	-0.52 pct
科技类	8.53%	7.70%	+0.83 pct
语言类	5.81%	6.23%	-0.42 pct
艺术类	3.11%	3.57%	-0.46 pct
生活类	2.25%	2.81%	-0.56 pct
传记类	1.19%	1.35%	-0.16 pct
其他	1.10%	1.20%	-0.10 pct

资料来源：开卷信息，广发证券研究与发展中心

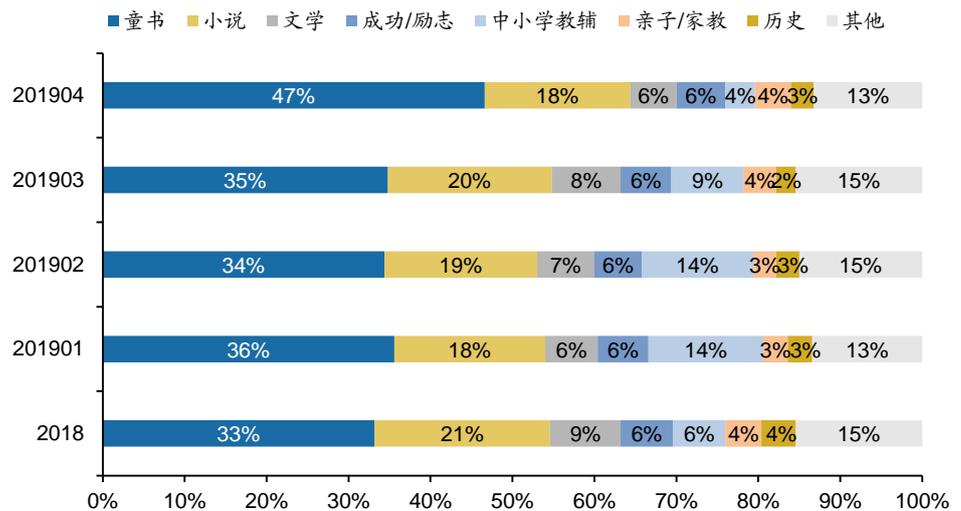
根据京东网和当当网公布的2018年至2019年4月的畅销书榜单：童书在京东畅销榜TOP100的比例从2018年全年的31%增长至2019年4月的44%，在当当畅销榜TOP500的比例从2018年全年的33%增长至2019年4月的47%，主要是因为京东网和当当网均于4.23世界读书日举办了大型促销活动，童书作为价格弹性偏高的品类促销优惠多、销量增长迅猛。

图 4：2018至2019Q4京东畅销榜的品类构成



数据来源：京东网，广发证券发展研究中心

图 5：2018至2019Q4当当畅销榜的品类构成

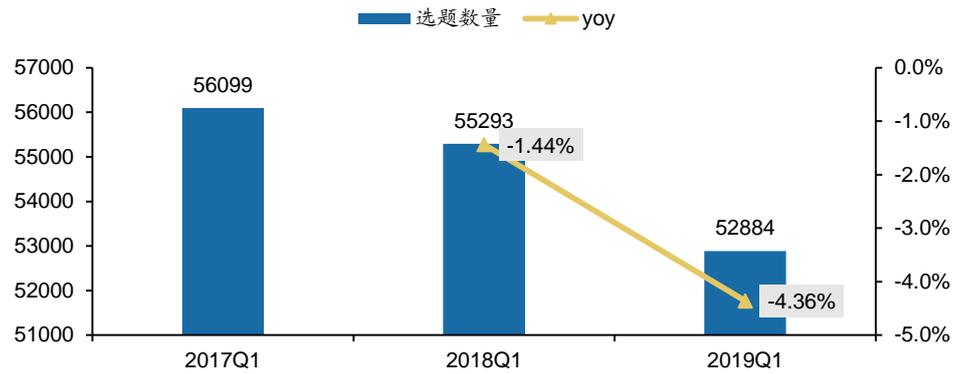


数据来源：当当网，广发证券发展研究中心

（二）变化：文学类选题减少，中小学教辅企稳

2019年Q1图书行业持续供给侧改革，申报选题数量降幅进一步扩大。根据CIP的统计数据，2019年第1季度全国各出版单位累计申报图书选题5.29万种，选题数量同比下降4.36%，降幅较2018年Q1的1.44%增大。

图 6: 2017Q1至2019Q1图书申报选题数量



数据来源: CIP, 出版商务周报, 广发证券发展研究中心

➤ 文学类图书的选题数量减少

2019年Q1文学类图书的申报选题共计7923种, 同比减少11.54%; 选题占比由2018年Q1的16.20%减少至2019年Q1的14.98%。

文学类图书的选题数量减少主要是因为长篇小说的选题数量因读者注意力分散而下滑。2019年Q1, 长篇小说的申报选题数量共计1677种, 同比减少20.96%, 约贡献文学类图书整体跌幅的66%。

➤ 中小学教辅的选题数量跌幅收窄

2019年Q1中小学教辅的选题数量共计1.03万种, 同比减少2.92%, 减幅小于2018年Q1的6.01%; 选题占比由2018年Q1的19.14%回升至2019年Q1的19.43%。中小学教辅选题占比回升的原因之一是2017年至2018年各级政府频频下发减负令、整治教辅市场等政策条例, 导致市场类教辅的销量同比下降, 而目前整治行动的政策影响已逐渐消化, 中小学教辅的选题数量开始企稳。

表 4: 2017Q1至2019Q1图书分类别的申报选题数量

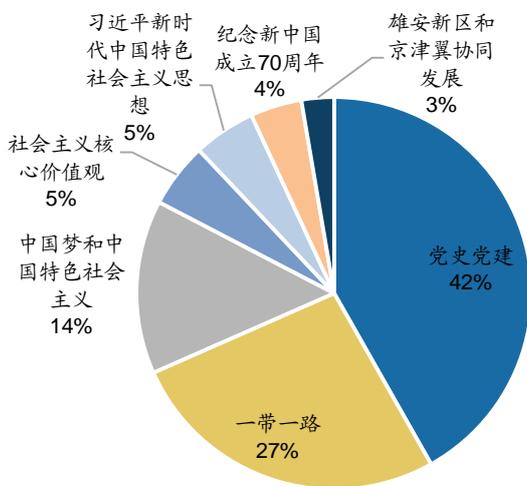
图书类别	2017Q1	占比	2018Q1	占比	2019Q1	占比
马克思主义、列宁主义、毛泽东思想、邓小平理论	70	0.1%	118	0.2%	86	0.2%
哲学、宗教	1685	3.0%	1470	2.7%	1312	2.5%
社会科学总论	698	1.2%	651	1.2%	632	1.2%
政治、法律	3094	5.5%	3146	5.7%	3210	6.1%
军事	269	0.5%	222	0.4%	208	0.4%
经济	4477	8.0%	4467	8.1%	4808	9.1%
文化、科学、教育、体育	16188	28.9%	15746	28.5%	14838	28.1%
语言、文字	2271	4.0%	2289	4.1%	2087	3.9%
文学	8694	15.5%	8957	16.2%	7923	15.0%
艺术	3761	6.7%	3754	6.8%	3333	6.3%
历史、地理	3153	5.6%	2877	5.2%	2681	5.1%
自然科学总论	131	0.2%	106	0.2%	76	0.1%
数理科学和化学	714	1.3%	665	1.2%	670	1.3%

天文学、地球科学	443	0.8%	455	0.8%	389	0.7%
生物科学	554	1.0%	425	0.8%	473	0.9%
医药、卫生	2938	5.2%	3016	5.5%	2840	5.4%
农业科学	751	1.3%	658	1.2%	597	1.1%
工业技术	4499	8.0%	4621	8.4%	4735	9.0%
交通运输	610	1.1%	594	1.1%	648	1.2%
航空、航天	85	0.2%	94	0.2%	112	0.2%
环境科学、安全科学	345	0.6%	333	0.6%	369	0.7%
综合性图书	669	1.2%	629	1.1%	857	1.6%

资料来源：CIP，出版商务周报，广发证券研究与发展中心

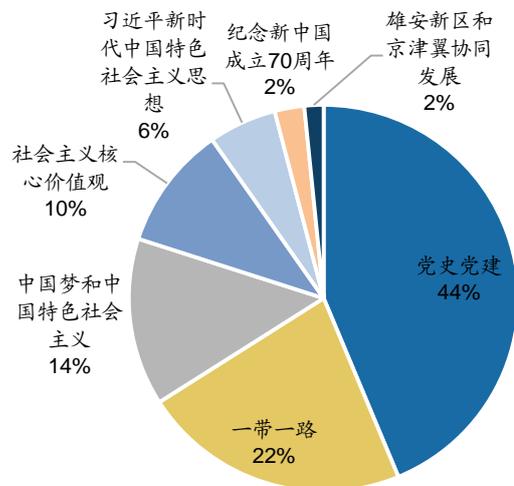
2019年是新中国成立第70周年，主题出版的选题数量在管控书号、供给侧改革的背景下继续增长。2019年Q1，主题出版的申报选题共计901种，同比增长10.69%，选题主要包括：1) 党史党建，约占总选题的42%；2) 一带一路，约占总选题的27%，在中美贸易战升温的影响下比2018年Q1的22%显著提升；3) 中国梦和中国特色社会主义，约占总选题的14%；4) 社会主义核心价值观，约占总选题的5%；5) 习近平新时代中国特色社会主义思想，约占总选题的5%；6) 纪念新中国成立70周年，约占总选题的4%；7) 雄安新区和京津冀协同发展，约占总选题的3%。

图 7：2019Q1主题出版的申报选题数量



数据来源：CIP，出版商务周报，广发证券发展研究中心

图 8：2018Q1主题出版的申报选题数量



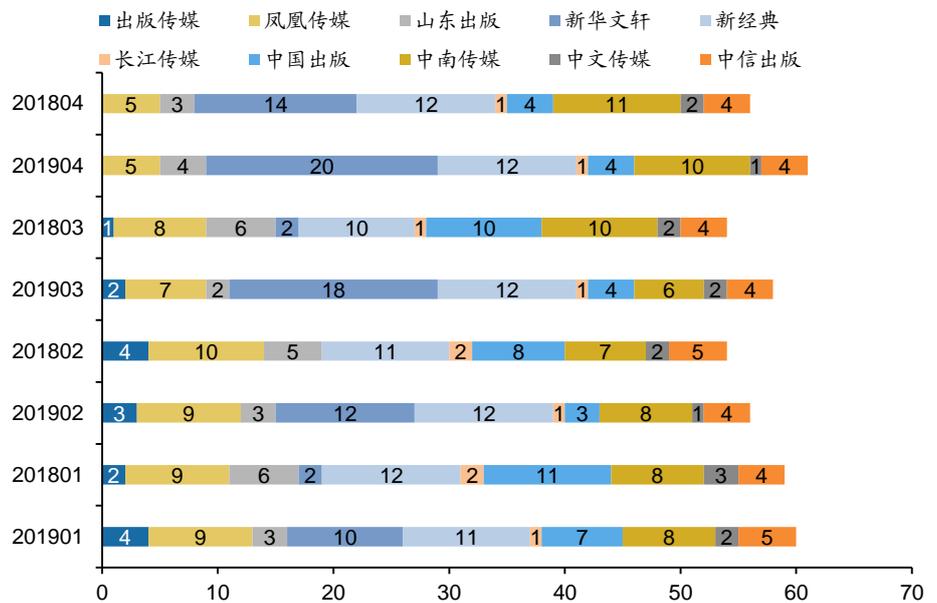
数据来源：CIP，出版商务周报，广发证券发展研究中心

三、中国图书零售市场的头部化趋势

(一) 不变：上市公司头部图书占比持续提升

2019年Q1，上市公司仍旧占据六成以上的头部图书。根据开卷信息于2018年1月开始发布的月度零售渠道畅销书排行榜，9家上市公司和拟上市公司中信出版稳坐六成以上的席位。对比2018年和2019年的同月度畅销榜，上市公司（包括拟上市公司）的头部图书占比在1月至4月均呈现提升态势，其中2019年4月的90本零售渠道畅销书中有68%由上市公司（包括拟上市公司）出版或出品。

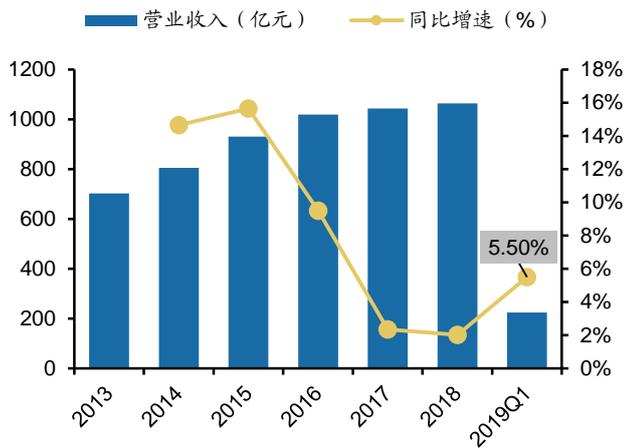
图 9：201801至201904图书零售榜的上市公司分布



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

2019年Q1出版类上市公司的合计营收和净利润的增速呈现回升态势。2019年Q1，出版类上市公司（具体包括表5所列的17家A股上市公司）的营业收入合计为223.68亿元，同比增速为5.50%，比2018年全年的2.02%提升3.48pct；净利润合计为28.30亿元，同比增速为6.09%，比2018年全年的5.14%提升0.95pct。

图 10: 2019Q1 出版上市公司的营业收入及同比增速



数据来源: 公司年报/一季报, 广发证券发展研究中心

图 11: 2019Q1 出版上市公司的净利润及同比增速



数据来源: 公司年报/一季报, 广发证券发展研究中心

从出版类上市公司 2019 年 Q1 的主要财务数据来看, 单家上市公司的营收增速分布在 -26.1% 至 32.1% 的区间内, 增速前三名分别为中国出版+32.1%、中国科传+20.8%、出版传媒+20.4%; 单家上市公司的利润增速差异较大, 中国出版和中国科传实现扭亏为盈, 增速前三名分别为南方传媒+62.8%、长江传媒+39.8%、新华文轩+28.3%。

表 5: 2019Q1 出版类上市公司的主要财务数据

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	毛利率	净利润 (亿元)	yoy
600373.SH	中文传媒	28.79	1.0%	37.1%	4.95	10.2%
601801.SH	皖新传媒	24.21	7.3%	20.9%	2.90	-56.4%
601928.SH	凤凰传媒	23.50	14.9%	41.1%	3.25	26.1%
601098.SH	中南传媒	18.40	12.4%	44.2%	3.20	11.0%
601019.SH	山东出版	17.49	-5.1%	37.1%	2.18	5.9%
601811.SH	新华文轩	17.09	7.9%	40.8%	2.21	28.3%
000719.SZ	中原传媒	16.95	6.8%	29.0%	0.88	12.1%
600551.SH	时代出版	16.88	14.3%	12.3%	1.19	0.3%
600757.SH	长江传媒	16.07	-26.1%	30.6%	2.38	39.8%
601900.SH	南方传媒	14.72	15.4%	28.4%	2.73	62.8%
601949.SH	中国出版	8.76	32.1%	33.0%	0.56	扭亏为盈
601999.SH	出版传媒	6.42	20.4%	22.8%	0.19	6.2%
600229.SH	城市传媒	5.54	13.2%	41.2%	0.94	18.9%
601858.SH	中国科传	3.67	20.8%	34.6%	0.09	扭亏为盈
600825.SH	新华传媒	2.48	8.6%	35.8%	0.06	-26.2%
603096.SH	新经典	2.21	5.5%	47.4%	0.57	0.9%
300654.SZ	世纪天鸿	0.51	14.9%	35.9%	0.03	-6.2%

资料来源: 公司 2019 一季报, 广发证券研究与发展中心

从出版类上市公司2019年Q1的主要经营数据来看,除中文传媒和对应业务体量较小的中南传媒、南方传媒之外,上市公司公布的销售码洋均实现正向增长,且涨幅分布在0.4%至36.4%的区间内。

表 6: 2019Q1出版行业上市公司的主要经营数据

证券简称	业务板块	销售码洋 (亿元)	yoy	营业收入 (亿元)	yoy	毛利率	同比变化
中文传媒	出版	15.73	-2.7%	7.79	0.9%	21.3%	-0.68pct
	发行	10.18	-1.3%	9.29	3.7%	38.1%	+1.57pct
皖新传媒	教材	5.93	12.2%	5.48	22.2%	23.6%	-1.83pct
	一般图书和音像制品	9.17	5.8%	7.79	15.3%	38.3%	-2.22pct
凤凰传媒	出版	18.30	8.7%	9.07	7.0%	33.9%	+2.87pct
	发行	23.55	10.3%	17.06	14.8%	31.7%	+1.10pct
中南传媒	一般图书出版	1.48	-6.9%	0.66	-8.9%	37.5%	+2.45pct
山东出版	一般图书出版	2.21	5.2%	0.81	-25.9%	29.1%	-15.25pct
新华文轩	教材及助学读物出版	9.42	10.1%	5.06	10.9%	35.9%	+0.69pct
	一般图书出版	5.23	12.7%	1.86	10.0%	34.3%	+5.90pct
时代出版	教材教辅出版	6.28	0.5%	3.49	0.2%	31.7%	+0.14pct
	一般图书出版	2.65	16.4%	0.82	15.9%	28.6%	-0.69pct
长江传媒	一般图书发行	0.85	8.2%	0.44	7.5%	12.1%	+0.16pct
	出版	8.70	11%	3.66	25.0%	35.7%	-0.20pct
南方传媒	发行	14.96	13%	9.13	11.0%	32.8%	+1.70pct
	一般图书出版	1.64	75.0%	0.47	77.3%	16.5%	+3.04pct
中国出版	一般图书	10.85	10.0%	4.47	17.7%	39.8%	+3.39pct
出版传媒	出版	4.97	27.94%	2.30	12.1%	30.9%	+3.64pct
	发行	2.88	10.76%	2.37	18.1%	24.4%	+1.40pct
城市传媒	出版	4.23	9.84%	2.44	9.1%	47.4%	+1.61pct
	发行	5.24	0.40%	4.46	9.4%	25.4%	+1.46pct
中国科传	图书	4.67	36.40%	1.04	50%	69.9%	+1.3pct
新经典	一般图书发行	3.72	3.61%	2.07	5%	46.3%	-2.74pct

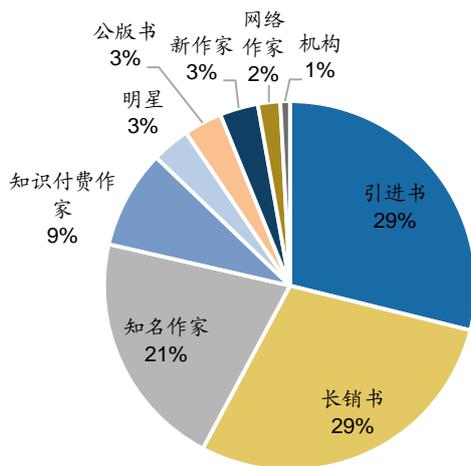
资料来源: 公司一季度经营数据公告, 广发证券研究与发展中心

(二) 变化: “知识付费平台”作家崛起

虽然图书畅销榜对应的出版社在1年内并没有大的变化,但是对应的头部内容产出者却发生了结构性改变。

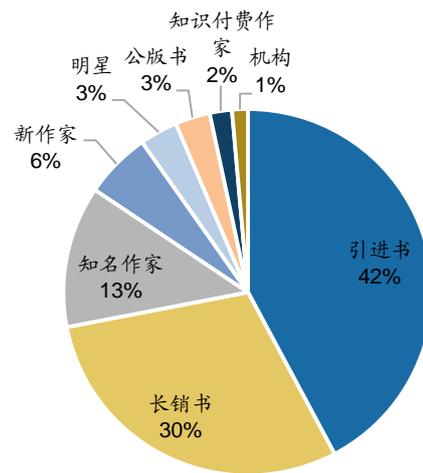
我们将开卷信息公布的零售渠道畅销榜根据作家类型分为以下9类: 1) 引进书, 图书由海外作家所著; 2) 公版书, 作家已过世超过50年的国内图书; 3) 长销书, 出版时间超过5年的国内图书及其再版图书; 4) 国内知名作家所著新书; 5) 国内明星所著新书; 6) 国内网络作家所著新书; 7) 国内知识付费的内容创作者所著新书; 8) 国内非知名作家(此前未出版过畅销书)所著新书; 9) 中央党校采访实录编辑室等机构出版的新书。

图 12: 2019Q1至2019Q4开卷畅销榜的作者类型分布



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图 13: 2019Q1至2019Q4开卷畅销榜的作者类型分布



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

➤ 从“新作家”到“知识付费内容创作者”

从2018年到2019年的一个明显变化是知识付费内容创作者的占比显著提升,从2018年1-4月的2%提升至2019年1-4月的9%。1) 薛兆丰于2017年在得到App上线《薛兆丰的经济学课》付费专栏课程,截止2019年6月2日该课程的订阅人数已超过40万;于2018年出版首部畅销作品《薛兆丰经济学讲义》。2) 复旦大学教授陈果的讲课视频于2010年走红网络,于2017年出版首部畅销作品《好的孤独》。3) 陈磊于2015年上线“混子曰”公众号,于2017年出版首部畅销作品《半小时漫画中国史》。

与之相对,“新作家”的占比从2018年1-4月的6%下降至2019年1-4月的3%,事实上自2016年后出版渠道几乎没有发掘出新的国内头部作家。细数畅销榜上出现的新国内作家: 1) 2013年出版首部作品《他们最幸福》的大冰; 2) 2014年出版首部作品《灵魂有香气的女子》的李筱懿; 3) 2015年出版首部作品《就喜欢你看不惯我又干不掉我的样子》的白茶; 4) 2017年出版代表作《房思琪的初恋乐园》的林奕含,但是该作品的走红在一定程度上是因为作家自杀引发的社会讨论热度; 5) 2017年出版首部作品《愿你迷路到我身旁》的蕊希,蕊希是原创电台《一个人听》(后更名为《蕊希电台》)的主持人,在出书前已经具备一定的粉丝基础。

传统渠道发掘新头部作家(或者说新的头部内容产出者)的难度在增大,这是因为知识付费降低了内容产出的门槛,使得不出名的内容产出者可以通过在线平台提供问答、视频课程等付费产品,在用户“用脚投票”的形式下筛选出创作能力出众且具备一定粉丝基础的内容产出者,之后再生产和发行图书等一系列付费内容产品和服务;与之相对,出版发行图书的试错成本、运营效率和内容产出门槛均远高于大多数知识付费产品。因此针对科普类、情感类等普适性内容,出版机构抢在知识付费平台前在国内发掘新头部内容产出者的难度明显增大。

➤ 国内童书市场仍大有可为

引进图书的比例从2018年1-4月的42%下降至2019年1-4月的29%,主要是因为2019年《哈利波特》、《小王子》等海外知名图书上榜少儿类零售渠道畅销榜的频率显著

降低，而《米小圈上学记》、《米小圈脑筋急转弯》、《米小圈漫画成语》等国内作家所著的系列童书霸榜频率增加，主要原因之一是国内作家创作童书的故事背景更加贴合我国儿童的生活环境。

投资建议

我们判断2019年我国图书行业总体将会延续稳定增长的态势，其中少儿类图书增速继续领跑全市场；知识付费平台冲击下出版机构发掘新作家的难度提升，现有头部出版集团以及头部图书的经济效益进一步凸显。

总体来看，经过政策监管以及书号管控后，图书行业供给侧有所出清，龙头出版公司的地位得到进一步强化；需求端继续保持平稳增长，投资价值凸显。建议关注**新经典**（畅销书“洼地效应”明显，在中国头部图书市场稳居龙头，19年少儿图书业务有望快速增长）、**中南传媒**（教育出版龙头，账面现金充裕+高分红率）、**中国出版**（出版社“国家队”，在全国图书零售市场的码洋连续7年位居首位，业绩确定性较强）。

可比上市公司估值对比

表 7: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	单位	市值/亿元	EPS (元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
新闻集团	NWS.O	美元	67.17	-2.60	0.36	0.42	—	27.54	26.18
RELX	RELX.N	美元	455.92	0.96	1.00	1.09	22.48	20.29	18.80
约翰威立-A	JW_A.N	美元	23.79	3.37	2.84	3.25	15.92	14.17	13.11

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自Bloomberg, 市值为截止至2019年6月2日行情。

风险提示

- 1) 数字阅读和知识付费平台的冲击下，纸质图书销量下降；
- 2) 电商的渠道折扣持续下降，倒逼出版发行机构的供货折扣下降；
- 3) 纸价波动风险；
- 4) 书号管控趋严，新书出版的不确定性风险增加；

广发传媒行业研究小组

旷实： 首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫： 分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷： 联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴桐： 联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14 楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。