

2019年07月04日

传媒

大众出版行业再添精兵：中信出版基本面梳理与同业比较

■中信出版社成立于1988年，隶属于中国中信集团有限公司，2008年改制为中信出版股份有限公司，2013年发展成为中信出版集团，具有国家新闻出版总署颁发的出版、发行、零售全牌照。经过二十多年发展，截至2018年旗下的中信出版社年出版收入规模超过10亿，年出版品种近千种，涵盖学术文化、商业财经、大众生活、少儿出版等十大领域。中信出版社打造了很多畅销品种，在财经类图书零售市场始终名列前茅，是有较强市场影响力的国有出版社。2010年，中信出版开始在全国主要城市机场及市中心标志性建筑开办连锁直营中信书店。截至2018年3月，中信书店遍布国内11个省市，共有69家机场店和15家城市店。

■图书出版与发行是公司的核心主营业务，渠道特色是公司同业的最大区别。公司一方面坚持与世界上最优秀的作者建立长期合作关系，另一方面重视发现与培育国内有潜力的优秀作者，将最优质、前沿的内容呈献给广大读者。吴敬琏、张五常、林毅夫、钱颖一、周其仁、韩毓海等著名学者，基辛格、格林斯潘、丹尼尔·卡尼曼等著名政治家、思想家，都有公司有过良好合作。作为服务最终客户的连锁书店品牌，中信书店是中信出版集团全资子公司，与线上直营书店共同组成中信出版特色的自有渠道。除图书出版与发行、书店零售业务之外，公司同时开拓文化增至服务，发挥业务之间的协同价值。

■对中信出版、中国出版与新经典三家公司进行比较，三者优势出版领域与销售渠道各有区别：其中中国出版在专业出版领域优势明显，销售码洋规模最大，业绩表现稳定；新经典在精良团队下打造精品长销书拥有较高净利率；中信出版ROE水平保持在较高水平，因渠道铺设与营销策略等原因同时拥有较高的销售费用率。

■投资建议：根据开卷数据2018年中国图书零售市场总规模894亿元，同比增长11.3%，其中中国出版2018年一般图书销售码洋64亿，市场份额为7.5%，位列市占率首位，反映出国内大众出版领域市场规模较大且稳定增长，但格局仍然较为分散。以中国出版、中信出版、新经典为代表的龙头公司在出版物细分领域与渠道优势上各有千秋，在行业版号总量控制头部集中时代来临的行业背景下有较强的竞争优势。

■风险提示：数字出版冲击、图书盗版风险、税收优惠政策到期变化风险。

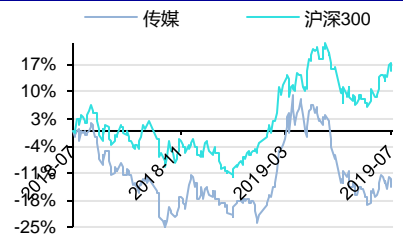
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.45	-6.59	-17.66
绝对收益	3.18	-11.25	-2.52

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

李雪雯

报告联系人

lixw3@essence.com.cn

相关报告

教育月观点07期：高中改革指向的综合素质评价，重视德育、长板 2019-06-30
教育月观点06期：BAT等巨头持续布局教育方向 2019-06-02

A股教育板块2018年年报总结及月观点05期：内生增速略超预期 2019-05-06

流媒体内容形态升级及云游戏发展模式探讨 2019-04-21

区块链技术赋能游戏研发，《一起来捉妖》成为现象级产品 2019-04-18

内容目录

1. 公司简介：以大众出版为基础，打造文化消费平台	4
1.1. 发展历程与股权结构.....	4
1.2. 主营业务与经营数据.....	5
2. 招股书梳理：以出版品牌为优势，自有渠道为特色	7
2.1. 产品：经管领域优势打下良好基础，拓展少儿与文学市场.....	7
2.2. 渠道：线下书店与线上直营共同组成特色自有渠道.....	11
2.3. 战略：在少儿、艺术、教育等方向充分挖掘内容资源价值.....	12
3. 同业比较：大众出版龙头上市公司各有千秋	13
3.1. 核心优势对比.....	13
3.1.1. 中国出版：历史品牌资源丰富，整体经营稳健.....	13
3.1.2. 新经典：以优质版权与编辑团队打造市场化竞争力.....	14
3.1.3. 优质作品与重点签约作家.....	14
3.2. 业务比较.....	16
3.2.1 市场策略比较.....	16
3.2.2 销售渠道比较.....	17
3.3. 财务数据对比.....	19

图表目录

图 1: 中信出版发展历程.....	4
图 2: 中信出版股权结构.....	5
图 3: 公司业务发展“三阶段”.....	6
图 4: 公司历年营业收入与增速.....	6
图 5: 公司历年净利润与增速.....	6
图 6: 公司历年主营收入构成情况.....	6
图 7: 公司历年费用率情况.....	7
图 8: 公司图书出版与发行业务中不同品类占比情况.....	8
图 9: 截至 2017 年末销量超过 100 万册的中信出版图书案例.....	11
图 10: 不同渠道销售占比情况.....	12
图 11: 公司旗下的品牌出版社.....	13
图 12: 新经典业务模式.....	14
图 13: 中信出版、新经典、中国出版图书种类占比.....	16
图 14: 中信出版销售渠道.....	18
图 15: 新经典官方旗舰店.....	19
图 16: ROE 对比 (%).....	19
图 17: 净利率对比 (%).....	19
图 18: 资产周转率对比.....	20
图 19: 权益乘数对比.....	20
图 20: 销售费用率对比.....	20
图 21: 管理费用率对比.....	20
表 1: 公司享受税收优惠情况.....	7
表 2: 出版物品种与再版率统计.....	8
表 3: 图书产品平均定价水平 (元/本).....	8
表 4: 公司内容版权支出.....	9
表 5: 第 25 届北京国际图书博览会中信出版展出“50 本经典”.....	9
表 6: 中信书店全国布局.....	11
表 7: 渠道销售折扣率.....	12
表 8: 募集资金用途.....	13
表 9: 核心作者资源.....	14
表 10: 2018 年开卷畅销书排行榜 (虚构类).....	15
表 11: 2018 年开卷畅销书排行榜 (非虚构类).....	15
表 12: 2018 年开卷畅销书排行榜 (少儿类).....	16
表 13: 平均单册码洋.....	17
表 14: 折扣率.....	17
表 15: 中信出版各销售模式退货率.....	18
表 16: 中信出版销售折扣情况.....	18

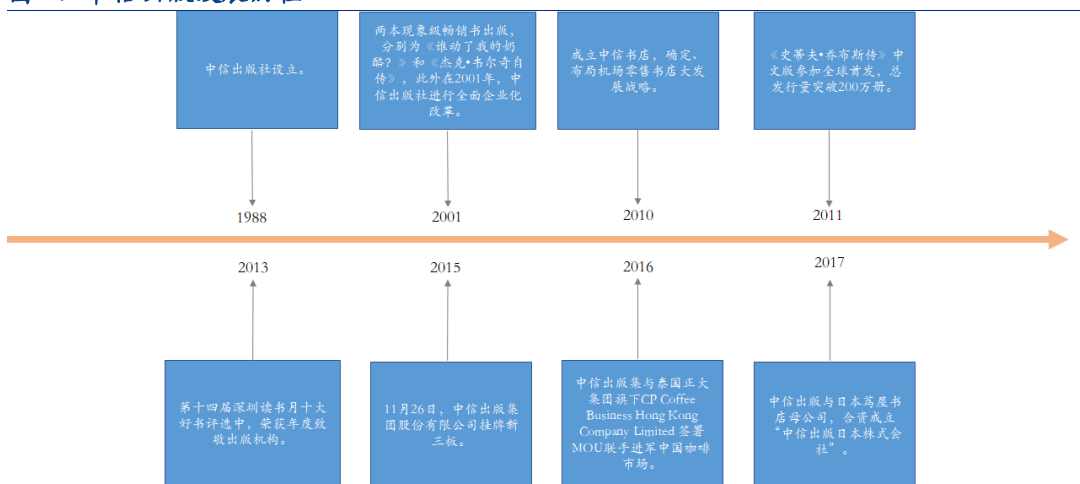
1. 公司简介：以大众出版为基础，打造文化消费平台

1.1. 发展历程与股权结构

中信出版社成立于1988年，隶属于中国中信集团有限公司，2008年改制为中信出版股份有限公司，2013年发展成为中信出版集团，具有国家新闻出版总署颁发的出版、发行、零售全牌照。经过二十多年发展，截至2018年旗下的中信出版社年出版收入规模超过10亿，年出版品种近千种，涵盖学术文化、商业财经、大众生活、少儿出版等十大领域。中信出版社打造了很多畅销品种，在财经类图书零售市场始终名列前茅，是有较强市场影响力的国有出版社。

2010年，中信出版开始在全国主要城市机场及市中心标志性建筑开办连锁直营中信书店。截至招股说明书更新至的2018年3月数据，中信书店遍布国内11个省市，共有69家机场店和15家城市店。2013年中信出版集团积极拥抱互联网时代，成立专注内容的互联网公司中信联合云科技，进入社会化阅读服务及数字业务领域。为担当时代赋予的文化使命，2017年设立日本子公司，使“中信出版”成为中国的思想文化、商业经济、创意生活等领域提供优质内容服务的新型国有文化品牌。

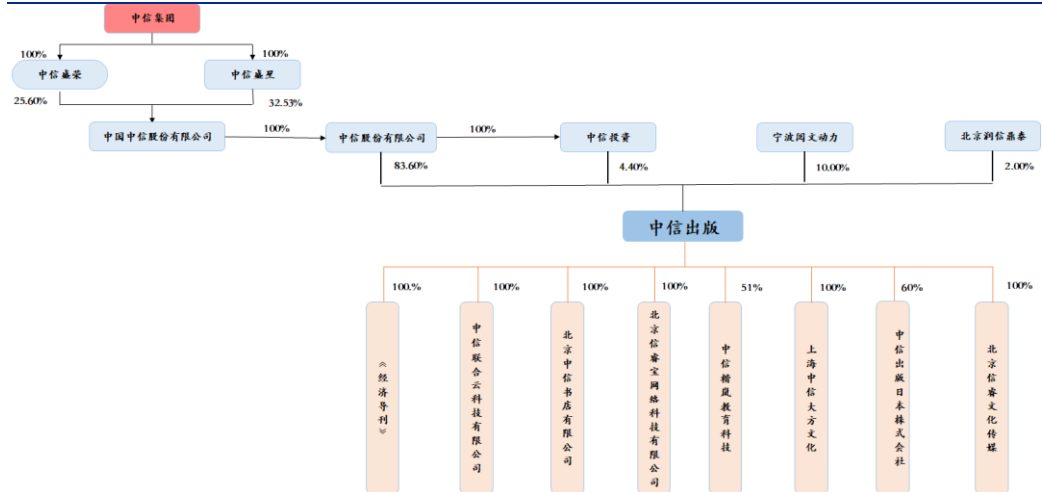
图1：中信出版发展历程



资料来源：公司网站，招股说明书，安信证券研究中心

中信集团通过其控股子公司中信有限和中信投资控股合计持有中信出版88%股份，为公司实际控制人。旗下拥有全资子公司《经济导刊》、中信联合云科技公司、大方文化等全资子公司，与中信出版日本株式会社等控股子公司。

图 2：中信出版股权结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 主营业务与经营数据

中信出版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，逐步发展成为中国具有较强影响力和较大规模的综合文化服务商。公司业务发展历程主要可分为三个阶段：

第一阶段，把握时代脉搏，确立主流内容出版品牌和口碑。公司在 2000 年前后的经济全球化趋势背景下确立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，用市场化方式运作图书选题，用国际化视角发掘财经题材，服务于高速发展的中国经济。在这个阶段，公司推出了《谁动了我的奶酪》、《杰克·韦尔奇自传》、《从优秀到卓越》、《基业长青》、《黑天鹅》等一系列代表作；

第二阶段，创新内容优化体系，形成大众出版领域优势。2005 年前后，公司确立了“我们提供知识，以应对变化的世界”的出版理念，不断求变、创新，坚持以国际视野为加速发展的中国经济提供和传播新知识，同时为不断变革的中国社会给予更多人文关怀。这个阶段，公司出版领域逐渐由经济与管理向综合大众化方向快速延伸，出版图书品类逐步覆盖了社科、文学、少儿、生活等领域，持续推出《史蒂夫·乔布斯传》、《从 0 到 1》、《重新定义公司》、《人类简史》、《未来简史》等畅销书。在这个阶段，公司的版权储备领先优势逐渐形成，先后与超过 9000 位国际国内优秀作者建立合作关系；

第三阶段，从传统出版企业向知识服务与创意传播公司转型。立足于已经在图书出版领域建立的内容储备优势，公司通过数字出版业务把握移动互联网蓬勃发展的机遇，力争成为有影响力的数字内容运营商；通过布局中信书店为现代都市人群的工作、休闲、出行需求提供更为多元化的文化消费服务，打造直接触达终端用户各类文化消费需求的流量入口；通过拓展教育培训、少儿演出、艺术策展等文化增值服务，以更多体验形式持续为社会大众提供更为优质的知识服务。

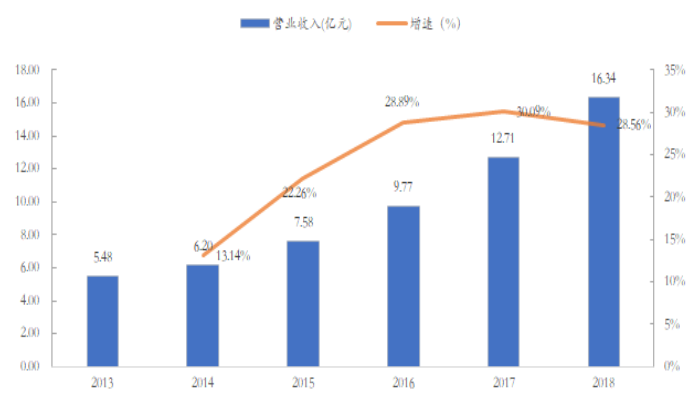
图 3：公司业务发展“三阶段”



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

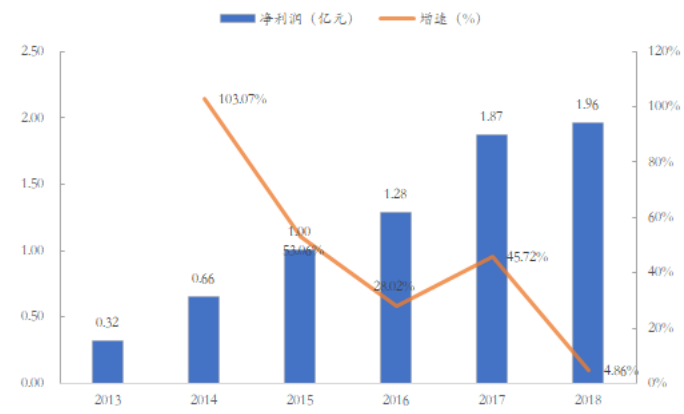
2013 年至 2018 年公司营业收入与净利润双双持续增长，2018 年营业收入达 16.34 亿元，净利润达 1.96 亿元。其中公司营业收入增速自 2015 年以来持续保持在 20% 以上，增速最高为 2017 年的 30% 以上，净利润增速方面，根据当年度出版发行图书畅销程度不同表现出合理范围内的波动。

图 4：公司历年营业收入与增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

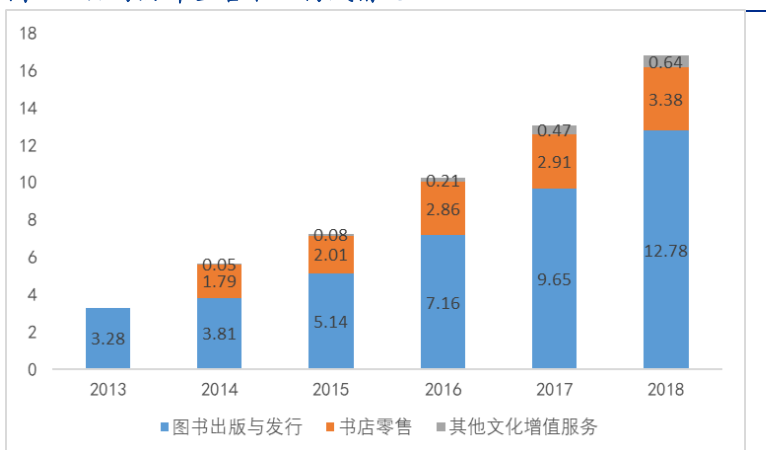
图 5：公司历年净利润与增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

随着公司发展阶段成熟，当前公司主营业务分为三大板块：图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务。其中图书出版与发行业务始终为公司营收占比最高的业务，2018 年图书出版与发行业务收入规模达到 12.78 亿元，书店零售业务占比持续增加，其他文化增值服务规模逐渐形成。

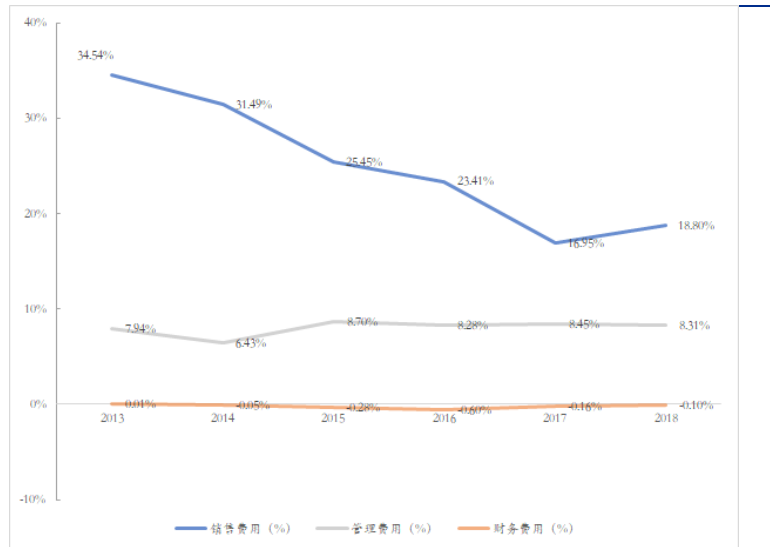
图 6：公司历年主营收入构成情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司具有业务相对稳定，现金流较为充足的经营特点，财务费用率保持在 0% 上下水平，销售费用率根据市场环境变化调整扩张和销售策略波动较为明显，发展至 2017 年之后公司销售费用明显下降，体现出前期版权储备充足的先发优势和产品市场竞争力，管理费用率相对稳定。

图 7：公司历年费用率情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

出版行业是国家政策扶持的重点行业，在财政、税收等方面享受国家统一制定的优惠政策。2018 年 6 月，财政部、税务总局发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》，明确在 2020 年底之前延续之前出版、发行环节的增值税优惠政策；2018 年 12 月，国务院办公厅印发了《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》，明确已完成转制的文化企业，自 2019 年起继续免征五年企业所得税。

表 1：公司享受税收优惠情况

项目	2015	2016	2017
利润总额	10071.59	13081.41	21673.69
所得税优惠金额	2487.16	3156.72	5403.57
增值税优惠金额	2013.34	2426.4	2397.22
税收优惠金额合并	4500.5	5583.12	7800.79
所得税优惠金额/利润总额	24.69%	24.13%	24.93%
增值税优惠金额/利润总额	19.99%	18.55%	11.06%
税收优惠总金额/利润总额	44.69%	42.68%	35.99%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 招股书梳理：以出版品牌为优势，自有渠道为特色

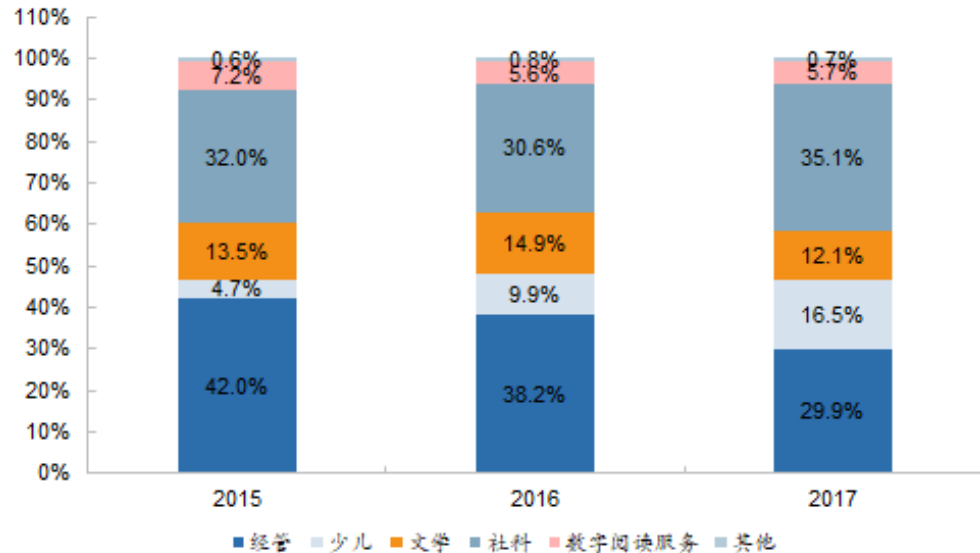
2.1. 产品：经管领域优势打下良好基础，拓展少儿与文学市场

一般图书出版与发行是公司的核心主营业务。公司一方面坚持与世界上最优秀的作者建立长期合作关系，另一方面重视发现与培育国内有潜力的优秀作者，将最优质、前沿的内容呈献

给广大读者。吴敬琏、张五常、林毅夫、钱颖一、周其仁、韩毓海等著名学者，基辛格、格林斯潘、丹尼尔·卡尼曼等著名政治家、思想家，都有公司有过良好合作。

在经济管理领域，公司巩固自身既有优势，积极出版具有最新管理思想，推动社会商业文化进步和认知革命的图书，包括《谁动了我的奶酪》、《基业长青》等；在学术文化领域，公司积极支持学术创新，密切关注社会思潮，努力引领社会思想议题，出版过《天下的当代性》、《文明是副产品》、《改革的逻辑》等作品；在文学和少儿领域，公司积极向核心目标读者提供有吸引力的作品，出版了《谁的青春不迷茫》、《疯狂动物城》等图书。

图 8：公司图书出版与发行业务中不同品类占比情况



资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

表 2：出版物品种与再版率统计

年份	出版物种类	出书总品种	新书品种	再版品种	再版率
2015	经管	267	198	69	25.84%
	社科	80	66	14	17.50%
	少儿	76	71	5	6.58%
	文学	261	212	49	18.77%
2016	经管	346	287	59	17.05%
	社科	253	229	24	9.49%
	少儿	82	74	8	9.76%
	文学	474	408	66	13.92%
2017	经管	350	298	52	14.86%
	社科	458	419	39	8.52%
	少儿	306	279	27	8.82%
	文学	228	214	14	6.14%

资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

表 3：图书产品平均定价水平（元/本）

	2015	2016	2017
经管	55.77	52.31	55.77
社科	60.73	53.51	60.73
少儿	61.2	60.43	61.2
文学	57.24	46.6	57.24

资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

报告期内，公司支付版税的价格保持稳定，版税率在 8%-18% 之间，年采购金额随着公司出版码洋的增长而相应提高。

表 4：公司内容版权支出

年份	价格情况	年采购金额 (万元)
	版税=定价*册数*版税率，版税率为	
2015	8%-18%	17776.41
	版税=定价*册数*版税率，版税率为	
2016	8%-19%	25268.91
	版税=定价*册数*版税率，版税率为	
2017	8%-20%	32319.7

资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

表 5：第 25 届北京国际图书博览会中信出版展出“50 本经典”

序号	书名	作者	序号	书名	作者
1	一篇读罢头飞雪，重读马克思	韩毓海	26	滚雪球：巴菲特和他的财富人生	[美]艾丽斯·施罗德
2	读懂中国经济	蔡昉	27	道路与梦想：我与万科(1983-1999)	王石
3	论中国	亨利·基辛格	28	原则	[美]瑞·达利欧
4	激荡十年，水大鱼大	吴晓波	29	从优秀到卓越(珍藏版)	[美]柯林斯
5	中国的坎：如何跨越“中等收入陷阱”	贾康 苏京春	30	赢(尊享版)	杰克·韦尔奇、苏茜·韦尔奇
6	一个国家的起飞：中国商用飞机的生死突围	刘济美	31	海底捞你学不会	黄铁鹰
7	中国历史的教训	习骅	32	下一个倒下的会不会是华为	田涛、吴春波
8	改革的逻辑	周其仁	33	海尔转型：人人都是 CEO(修订版)	曹仰锋
9	看世界	傅莹	34	互联网+：国家战略行动路线图	马化腾等著 张晓峰 杜军

					主编
10	千年金融史：金融如何塑造文明，从5000年前到21世纪	[美]威廉·戈兹曼	35	智能时代：大数据与智能革命重新定义未来	吴军
11	黑天鹅：如何应对不可预知的未来	[美]纳西姆·尼古拉斯·塔勒布	36	3D打印：从想象到现实	[美]胡迪·利普森，梅尔芭·库曼
12	爆裂：未来社会的9大生存原则	[美]伊藤穰一，杰夫·豪	37	智能革命：迎接人工智能时代的社会、经济与文化变革	李彦宏 等著
13	灰犀牛	米歇尔·渥克	38	第四次工业革命	克劳斯·施瓦布
14	自私的基因	理查德·道金斯	39	区块链革命：比特币底层技术如何改变货币、商业和世界	[加]唐塔普斯科特 [加]亚历克斯·塔普斯科特
15	海错图笔记	张辰亮 (@博物君)	40	数据之巅：大数据革命，历史、现实与未来	涂子沛
16	基因传	[美]悉达多·穆克吉	41	移动浪潮	[美]迈克尔·塞勒
17	规模：复杂世界的简单法则	[英]杰弗里·韦斯特	42	人机平台	安德鲁·麦卡菲、埃里克·布莱恩约弗森
18	情商：为什么情商比智商更重要	丹尼尔·戈尔曼	43	给孩子的古诗词·讲诵版	叶嘉莹 编著 北岛 主编
19	人类简史：从动物到上帝	[以色列]尤瓦尔·赫拉利	44	S.忒修斯之船	[美]J.J.艾布拉姆斯 [美]道格·道斯特
20	国家宝藏	中央电视台综艺频道出品 于蕾 吕逸涛 主编	45	背包十年：我的职业是旅行	小鹏
21	新编中国史系列	王子今等	46	人之彼岸	郝景芳
22	21世纪资本论	[法]托马斯·皮凯蒂	47	向前一步	[美]谢丽尔·桑德伯格
23	从0到1：开启商业与未来的秘密	[美]彼得·蒂尔，布莱克·马斯特斯 (Blake Masters)	48	新诗十讲	孙玉石
24	长尾理论：为什么商业的未来是小众市场	(美)安德森	49	旅行与读书	詹宏志
25	史蒂夫·乔布斯传	沃尔特·艾萨克森	50	咏而归	李敬泽

资料来源：中信出版官方公众号，安信证券研究中心

图 9：截至 2017 年末销量超过 100 万册的中信出版图书案例



资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

2.2. 渠道：线下书店与线上直营共同组成特色自有渠道

作为服务最终客户的连锁书店品牌，中信书店是中信出版集团全资子公司。中信书店以打造全国精品连锁书店优质品牌为目标，并以此为依托，建立国内一流的阅读俱乐部。

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、机场等领域，分别打造了城市商务型、城市休闲型、交通枢纽型三种店型。除实体书店外，中信书店通过建立网络直营店，以和实体书店形成互补。中信书店在网络直营店以内容主题特征，通过发挥独家产品、首发产品、定制产品的优势，网罗优质社群资源，优化读者与作者互动关系。

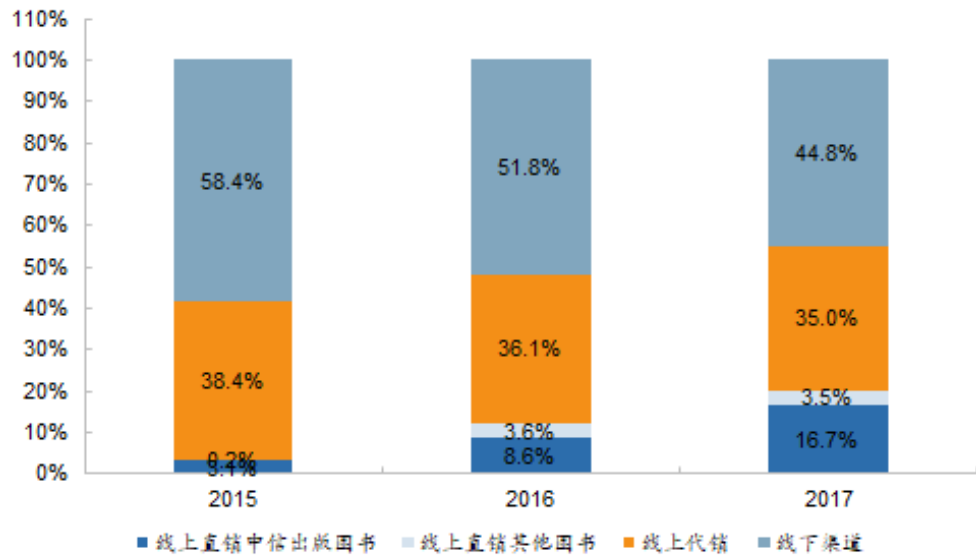
表 6：中信书店全国布局

地区	机场店	写字楼	城市店
北京	-	10	2
杭州	15	-	-
厦门	12	-	-
深圳	10	1	-
西安	5	-	-
大连	5	-	1
郑州	5	-	-
济南	4	1	-
合肥	3	-	-
海口	3	-	-
重庆	7	-	-

合计 69 12 3

资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

图 10：不同渠道销售占比情况



资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

表 7：渠道销售折扣率

	2015	2016	2017
线上代销模式	51.96%	51.97%	55.51%
线上直销模式	62.76%	60.82%	55.15%
线上小计	52.60%	53.64%	55.39%
线下代销模式	61.02%	59.05%	60.50%
线下直销模式	79.99%	80.45%	80.45%
线下小计	68.37%	66.24%	66.59%
合计	60.63%	59.54%	60.01%

资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

2.3. 战略：在少儿、艺术、教育等方向充分挖掘内容资源价值

除图书出版与发行、书店零售业务之外，公司同时开拓文化增至服务，发挥业务之间的协同价值。全资子公司信睿宝网络定位于国内优质版权投资平台，通过版权研究与投资、作者经纪、IP 衍生开发等方式进行多元化版权开发。

信睿文化主要业务为以少儿内容出品为基础，打造在线少儿知识服务、少儿培训、演出展览、玩具文创等产品与服务，旨在实现出版、展览和艺术的联系。在教育培训方面，公司和 Kaplan 教育集团成立合资公司中信楷岚，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 等。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。

表 8：募集资金用途

序号	项目名称	投资金额	项目简介
1	“内容+”知识 产权投资与 运营平台建 设	60000	通过投资、购买等方式储备有知识是产权并开展 版权运营，进一步强化和利用本公司的资深内容 优势。 构建以公司都市样板旗舰店“理想家总部”为龙头， 集合主题店，城市生活点的多层次消费终端服务 体系，打造多元化的消费链条，构建互联网时代
2	智慧生活服 务体系建设 项目	30000	新型阅读文化空间与盈利模式
3	管理运营体 系升级改造 项目	4000	建立完善的后台信息支撑体系和物流供应链体 系，提升公司管理以及运营效率。
4	补充流动资 金	2000	公司改善财务状况，提升经营效益和核心竞争力。
	合计	96000	

资料来源：中信出版招股书，安信证券研究中心

3. 同业比较：大众出版龙头上市公司各有千秋

3.1. 核心优势对比

全球出版业一般分为三大类：教育出版（如教材类图书）、专业出版（辞典等专业书籍）、及大众出版(包括文艺、少儿、社科、生活休闲等)，目前已经上市的 A 股出版公司中，中国出版以专业出版与大众出版为主营业务，二者合计在开卷零售图书销售榜单上市占率最高；新经典为优秀的民营出版商代表，以优质版权与编辑团队为核心竞争力；即将登陆创业板的中信出版是市场化程度较高的大众出版国有龙头。

3.1.1. 中国出版：历史品牌资源丰富，整体经营稳健

中国出版传媒集团有限公司成立于 2011 年 12 月，是以图书、报刊、电子音像等出版物出版为主业，集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司拥有一批历史悠久、知名度与行业地位较高的优秀出版社，其中人民文学出版社、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、三联出版社、中国民主法制出版社等 7 家出版社进入“中国百佳出版社”行列。公司体量较大，每年出版新书种类 6000 种，经营情况受单部作品影响较小。

图 11：公司旗下的品牌出版社

 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：中国出版招股书，安信证券研究中心

3.1.2. 新经典：以优质版权与编辑团队打造市场化竞争力

2002 年陈明俊成立新经典工作室，较早进入韩日文学版权拓展欧美、华语文学，外国文学优势明显。公司重视长线运营树立作者品牌，并专注高品质儿童类图书策划发行，竞争优势成功卡位大众出版行业增速最快的细分赛道（文学、少儿等）。企业文化积极，坚持打造“少而美”作品，每年上市纯新书 200 本，再版书 100~200 种，核心编辑团队经验丰富，具有精准判断作品市场价值的的能力，产品定位和设计能力。

图 12：新经典业务模式



资料来源：新经典招股书，安信证券研究中心

3.1.3. 优质作品与重点签约作家

根据开卷数据 2018 年中国图书零售市场总规模 894 亿元，较 2017 年的 803.2 亿元同比增长 11.3%，中国出版 2018 年一般图书销售码洋 64 亿，市场份额为 7.5%，位列市占率首位，反映出国内大众出版领域市场规模较大且稳定增长，但格局较为分散，不同出版社专业擅长领域与版权所有情况各有不同，长期运营的作家关系也各有侧重。

表 9：核心作者资源

中信出版	中国出版	新经典
罗伯特·希勒	鲁迅	加西亚·马尔克斯
托马斯·皮凯蒂	巴金	保罗·柯艾略
罗纳德·哈里·科斯	老舍	艾丽丝·门罗
保罗·罗宾·克鲁格曼	冰心	村上春树
丹尼尔·卡尼曼	金波	路遥
林毅夫	张之路	王小波
大前研一	常新港	余华
稻盛和夫	汤素兰	麦家
张维迎	吴敬琏	东野圭吾

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心（注：多数作者非独家签约，列表仅表示出版社特色或优势领域）

2018年开卷畅销书排行榜上，新经典《解忧杂货铺》、《平凡的世界》、《百年孤独》与中国出版《围城》位列虚构类图书前十；中国出版《红星照耀中国》、《我们仨》与中信出版《原则》位列非虚构类图书前十；新经典《窗边的小豆豆》位列少儿类图书畅销榜第六名。

表 10：2018 年开卷畅销书排行榜（虚构类）

排名	书名	出版社	作者	备注
1	活着	作家出版社	余华	
2	解忧杂货铺	南海出版公司	东野圭吾	新经典
3	三体	重庆出版社	刘慈欣	
4	三体II-黑暗森林	重庆出版社	刘慈欣	
5	三体III-死神永生	重庆出版社	刘慈欣	
6	平凡的世界（全三册）	北京十月文艺出版社	路遥	新经典
7	追风筝的人	上海人民出版社	卡了德·胡赛尼	
8	摆渡人	百花洲文艺出版社	克莱儿·麦克福尔	
9	百年孤独（50周年纪念版）	南海出版公司	加西亚·马尔克斯	新经典
10	围城	人民文学出版社	钱钟书	中国出版

资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

表 11：2018 年开卷畅销书排行榜（非虚构类）

排名	出名	出版社	作者	备注
1	梁家河	陕西人民出版社	《梁家河》编写组	
2	习近平的七年知青岁月（平装）	中共中央党校出版社	中央党校	
3	浮生六记	天津人民出版社	沈复	
4	红星照耀中国	人民文学出版社	埃德加·斯诺	中国出版
5	你坏	湖南文艺出版社	大冰	
6	原则	中信出版集团	瑞·达利欧	中信出版
7	天才在左 疯子在右（完整版）	北京联合出版有限公司	高铭	
8	目送（插图新版）	广西师范大学出版社集团	龙应台	
9	半小时漫画中国史（修订版）	江苏凤凰文艺出版社	二混子	
10	我们仨	三联书店	杨绛	中国出版

资料来源：北京开卷，安信证券研究中心

表 12: 2018 年开卷畅销书排行榜 (少儿类)

排名	书名	出版社	作者	备注
1	夏洛的网	上海译文出版社	E. B. 怀特	
2	草房子	江苏凤凰少年儿童出版社	曹文轩	
3	小猪唏哩呼噜 (上)	春风文艺出版社	孙幼军、裘兆明	
4	狼王梦	浙江少年儿童出版社	沈石溪	
5	小猪唏哩呼噜 (下)	春风文艺出版社	孙幼军、裘兆明	
6	窗边的小豆豆	南海出版公司	黑柳彻子、岩崎千弘	新经典
7	小王子	天津人民出版社	安托万·德·圣·埃克苏佩里	
8	笑猫日记-又见小可怜	明天出版社有限公司	杨红樱	
9	我爸爸	河北教育出版社	安东尼·布朗	
10	了不起的狐狸爸爸	明天出版社有限公司	罗尔德·达尔、昆廷·布莱克	

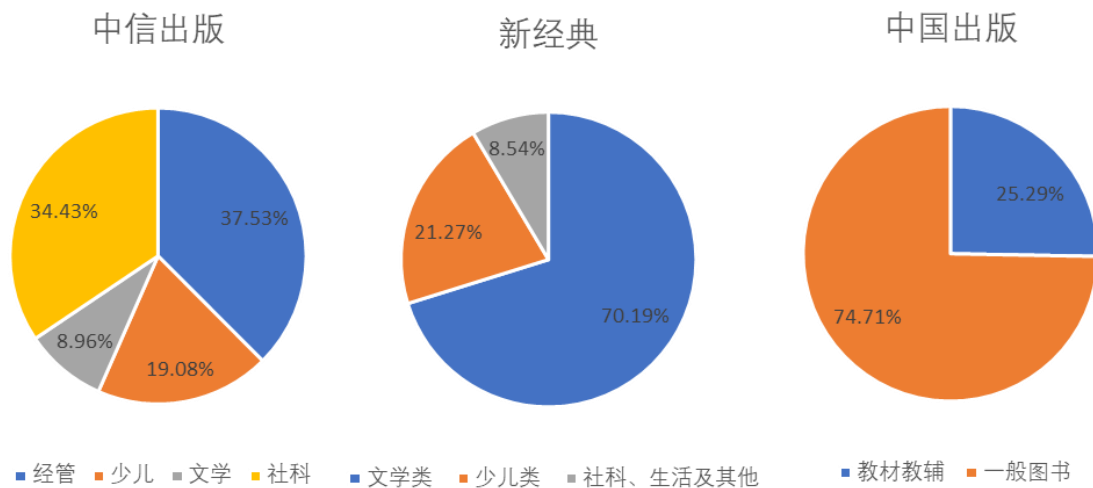
资料来源: 北京开卷, 安信证券研究中心

3.2. 业务比较

3.2.1 市场策略比较

中信出版坚持内容至上原则, 围绕“我们提供知识, 以应对变化的世界”的理念, 不断推出在经管、社科、少儿、文学等领域的精品阅读内容, 在经管、社科类图书市场有绝对优势。2018 年, 中信出版经管类书籍销售额占比为 37.53%, 同比上涨 5.6pct, 社科类书籍占比 34.43%, 同比下降 3.11pct。新经典在文学和少儿这两大传统板块中占有先机, 中国出版则奉行“一般图书为主, 教辅教材为辅”的运营策略。

图 13: 中信出版、新经典、中国出版图书种类占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

通过对比可以发现, 2016 年-2018 年中信出版的平均单册码洋分别为 52.45/58.79/65.49, 高于同期的新经典和中国出版, 且同比增长速度也较快, 说明其定价水平较高并且目标消费者对提价的敏感性较低, 未来仍有提升空间。从折扣率来看, 中信出版的折扣率位于新经典和中国出版之间, 且呈现逐年增高的趋势, 主要得益于随着公司的品牌与图书品质逐渐受到消费者认可, 给予当当网、京东、亚马逊等线上互联网电商平台运营商的促销返点有所下降, 因此折扣率有所上升。中信出版凭借其独特的图书种类选择、较高的市场定价能力以及居中的折扣水平, 建立起自身独特的市场策略。

表 13：平均单册码洋

	2016	2017	2018
中信出版（元）	52.45	58.78	65.49
同比增速（%）		12.1%	11.4%
新经典（元）	38.37	40.58	45.76
同比增速（%）		5.8%	12.8%
中国出版（元）	23.39	25.08	27.63
同比增速（%）		7.2%	10.2%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 14：折扣率

		2016	2017	2018
中信出版	码洋	138,631	182,509	241,402
	营业收入	67053.13	90370.21	120661.4
	折扣率	48.4%	49.5%	50.0%
新经典	码洋	-	178,440.77	166,799.23
	营业收入	-	95,928.40	90,823.48
	折扣率	52.5%	53.8%	54.5%
中国出版	码洋	676303	749644.06	920229.24
	营业收入	263040.1	287813.98	390341.9
	折扣率	38.9%	38.4%	42.4%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

注：折扣率=营业收入/码洋

3.2.2 销售渠道比较

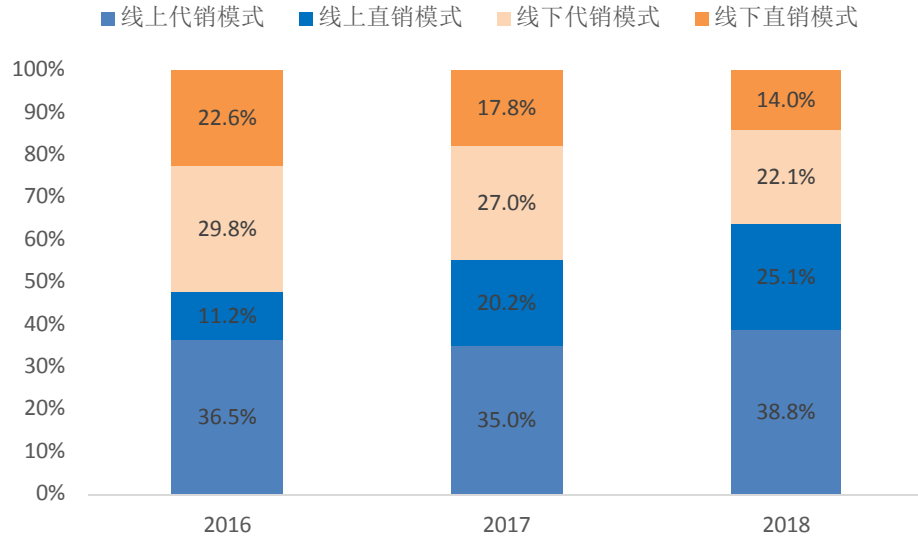
中信出版线上销售占比超过线下。为了迎合读者消费购买习惯的转变，中信出版在天猫、京东等互联网平台设立旗舰店及专营店，大力开展线上直销业务，带动线上直销模式的销售数量、收入及销售毛利均实现了较快增长，从而带动线上销售占比大幅提升，自 2017 年起已超过线下销售。**代销转直销，有利于进行存货和价格管理。**在直销模式下，图书的退货率要显著低于其他销售模式，并且公司有更大的主观能动性能够及时调整价格以及营销机制。公司在 2017 年继续加大各类促销活动的力度，积极参与电商平台的“6.18 大促日”、“双 11 购物狂欢节”等活动，提升了各旗舰店及专营店的客户规模及互联网知名度，但也因此导致销售折扣下滑，毛利率下降。

新经典的线下渠道主要包含新华书店系统及部分经销商，线上主要面向当当、京东等网上书店。公司于 2018 年在天猫分别开设了“新经典”与“爱心树”两家官方旗舰店，开辟了**直销模式**，形成对公司销售渠道的有益补充，也有益于公司直接了解读者的消费行为和偏好。在渠道管理方面，为了进一步提升销售团队的专业度，实现对产品的精细化管理，公司对销售团队进行了拆分，新经典发行主要负责文学及其他非少儿品类的图书发行，爱心树负责公司的童书发行，专业化运营有利于提高渠道效率，公司主营业务中少儿图书保持较好的增长。

中国出版在国内市场方面，中国出版在中华书局现有渠道的基础上，继续扩展二级渠道，并划分片区负责人，深入覆盖区域内的各种机构类型，在机构用户方面保证每个用户责任到人。**国外市场方面**，主要划分东亚、欧美两个片区，作为主要区域和对象。挑选优秀的渠道商分别进行独家代理销售。同时中国出版也在不断完善电子商务线上交易渠道，并招聘相关的专业人才进行线上销售流程规划与管控，实现线上的购买和支付，扩充个人用户的总体数量。

针对机构用户销售方面，国内主要采用直销方式，即通过电话、邮件、登门拜访等实现客户前期试用和最终购买。针对个人用户销售方面，则借助媒体和中华书局现有读者群进行合理的目标投放和宣传营销。

图 14：中信出版销售渠道



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 15：中信出版各销售模式退货率

项目	2016	2017	2018
线上代销模式	4.76%	5.80%	8.43%
线上直销模式	0.67%	0.84%	0.61%
线上小计	4.09%	4.15%	5.64%
线下代销模式	9.70%	13.91%	17.64%
线下直销模式	0.23%	0.60%	2.70%
线下小计	7.31%	10.90%	13.76%
合计	5.59%	7.16%	8.54%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 16：中信出版销售折扣情况

项目	2016	2017	2018
线上代销模式	51.97%	55.51%	52.82%
线上直销模式	60.82%	55.15%	53.34%
线上小计	53.64%	55.39%	53.01%
线下代销模式	59.05%	60.50%	59.75%
线下直销模式	80.45%	80.45%	80.40%
线下小计	66.24%	66.59%	66.24%
合计	57.20%	60.01%	59.54%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 15: 新经典官方旗舰店

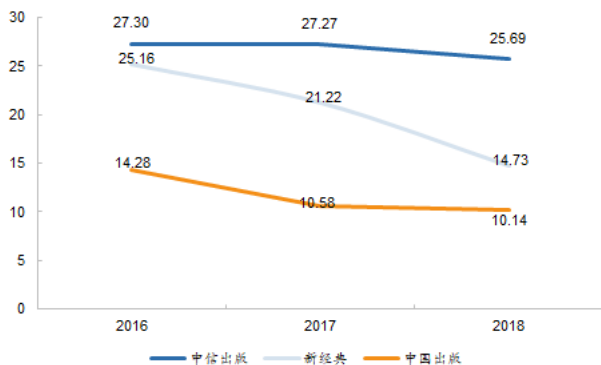


资料来源: 淘宝截图, 安信证券研究中心

3.3. 财务数据对比

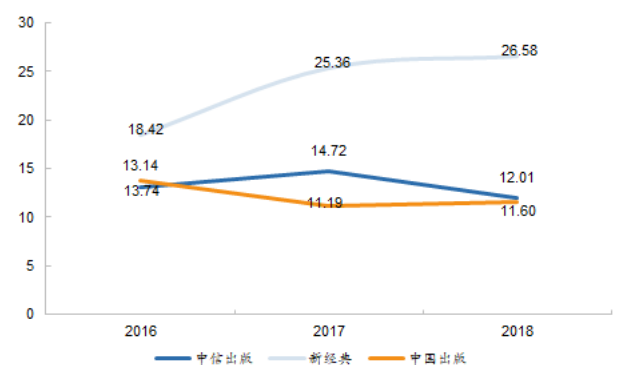
综合上述分析, 中信出版定价高但折扣率更高, 导致图书销售毛利率低于另外两家, 畅销书占比高以及与渠道关系更加密切导致周转率更高, 营运周期短。三家公司中, 中信出版 ROE 水平始终保持在较高水平, 主要由于公司较为平稳的净利率水平以及相对较高的资产利用效率和权益乘数所致; 新经典自有版权的高净利率水平使得公司销售净利率始终较高, 随着分销业务退出仍有提升空间; 中国出版 ROE 水平主要受到资产周转率水平较低拖累, 公司资产利用水平与资金利用效率有较大提升空间。

图 16: ROE 对比 (%)



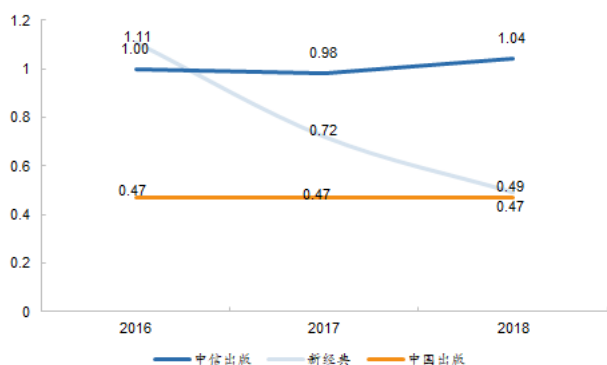
资料来源: wind, 安信证券研究中心 (注: 2016 年为三家公司上市前数据)

图 17: 净利率对比 (%)



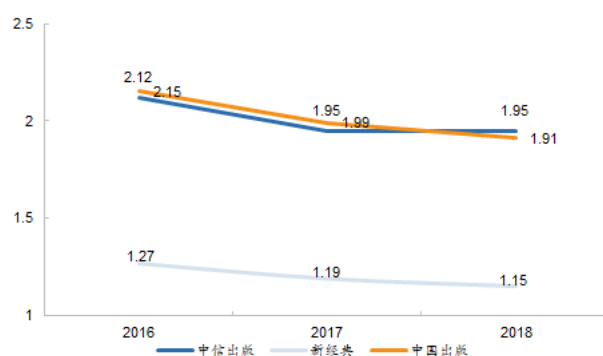
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 资产周转率对比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

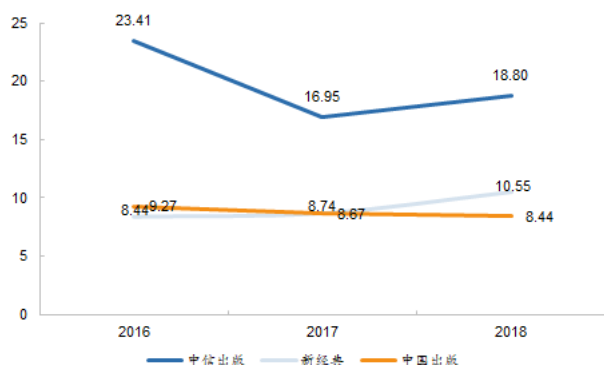
图 19: 权益乘数对比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

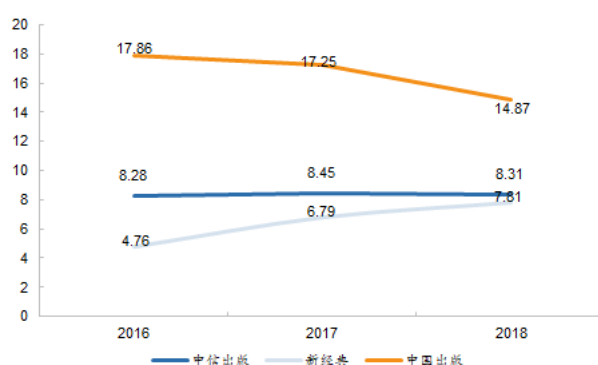
由于中国出版每年出版品种复版率高达 60% 以上, 新经典每年出版新品总量较小, 以及各家公司不同的销售策略导致中信出版销售费用率显著高于中国出版与新经典水平, 2016 年最高, 达到 23.41%, 2017 年最低, 为 16.95%; 三家公司中, 中信出版的管理费用率处居中间位置, 稳定在 8.2%-8.5% 之间。

图 20: 销售费用率对比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 21: 管理费用率对比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034