

研究所

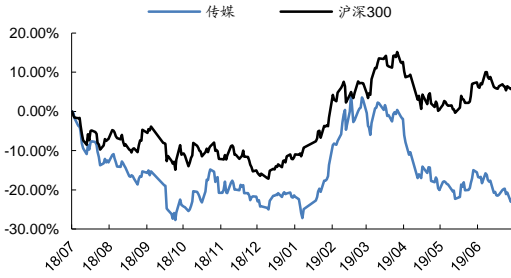
证券分析师:
021-50479967

朱珠 S0350519060001
zhuz@ghzq.com.cn

对比中外企业看大众图书消费行业新增量

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	-7.8	-20.6	-21.3
沪深300	-1.3	-6.0	5.8

相关报告

- 《传媒行业周报: Netflix 付费用户 1.52 亿 媒介演变下内容驱动是核心》——2019-07-21
- 《传媒行业周报: 2019 上半年图书零售增 10.82% 关注大众图书及中报业绩确定性标的》——2019-07-14
- 《传媒行业周报: 中信出版上市关注大众图书智慧广电仍可期》——2019-07-07
- 《传媒行业周报: 文化产业促进法意见稿出台 关注图书与广电板块》——2019-06-30
- 《传媒行业周报: 自上而下看主赛道 广电及融媒体正当时》——2019-06-23

投资要点:

- **行业角度, 海外看, 从美、英等国图书行业最新数据看, 下载音频增速高助推行业增速, 但纸质图书增速仍相对平稳** 美国, 2019 年一季度美国图书出版发行商收入 25 亿美元, 同比增加 6.7%(2018 年同期增速 6.2%), 少儿、宗教图书收入拉动行业增速, 同时, 下载音频图书收入增速达到 35.3%。英国, 2018 年英国出版业收入 60.2 亿英镑, 同比下滑 2%, 由于外部不稳定等因素, 学术类、教育类图书的出口出现下滑带来收入下滑, 但其中大众市场图书总收入较为稳定, 其中, 有声图书销售收入 6900 万英镑, 同比增速 (43%), 拉动行业增速数字销售收入的增加。
- **行业角度, 国内看, 中国图书零售市场 2019 年上半年达到 232.73 亿元 (同比增加 10.82%)** 高基数致线下书店码洋增速下滑 11.72%, 线上图书码洋受益折扣因素助推增速 24.19%; 2019 年上半年细分领域占比前四分别为少儿 (码洋占比 27.38%)、社科 (码洋占比 25.57%)、教辅教材 (码洋占比 15.79%)、文学 (码洋占比 10.84%), 对比 2018 与 2019 年上半年, 少儿及社科码洋占比提升。
- **公司角度, 国外看, 巴诺书店与哈珀柯林斯; 国内看新经典与中信出版** 国外看, 巴诺书店 (BKS) 美国较大书商之一, 经营 627 家书店并经营数字书店 Nook, 其扣非归母净利润从 2015 年的 0.37 亿美元减少至 2019 年的 0.04 亿美元 (对应最新市值下的 PE 为 122.5 倍), 目前巴诺书店拟被 Elliot Management Fund 以 6.83 亿美元 (6.5 美元/股) 收购, 凸显出专业的人做专业的事, 线下书店或将走向品牌化、规模化; 哈珀柯林斯 (Harper Collins) 世界第二大消费图书出版商, 2019 年一季度其收入增加 6% (EBITDA 增加 29%), 宗教类图书收入助推, 下载有声图书收入增加助推数字销售增加 (据 wind 一致预期 News Corporation 年度扣非归母净利润约为 3.6 亿美元, 对应市值 77.6 亿美元的 PE 为 22 倍)。国内看, 中信出版的破局之道是基于内容矩阵叠加渠道打通下的品牌树立; 新经典的独守经典之道是基于老书细水长流新书看点可期。
- **行业评级及投资策略** 给予行业“推荐”评级。从对比中外图书行业数据到其单个公司的财务数据、市值、估值及战略发展路径, 我们可以看出, 一方面, 从行业角度, 美国、英国等国的图书行业角度显示近三年来其图书行业增速中大众类图书仍较为稳定, 其中

下载音频已成为出版业增长的发动机，新崛起公司如从事图书流媒体的 Storytel 凸显出面对新媒介分流用户注意力维度下，借助纸质图书出版社挖掘内容的能力叠加新媒介的传播能力，有望带来图书内容消费新增量；

一方面，从公司角度，巴诺书店拟被收购凸显规模化是可行之道；图书出版(Harper Collins)其图书出版收入增加的主要原因是基督教类图书的销售强劲，凸显出善于某一细分领域图书的企业仍可带来强劲增量空间。回看国内，中信出版（社科经管）、新经典（文学少儿）均从事大众类图书，两家核心是挖掘优质内容的能力并将其持续的运营的能力，我们看好中信出版（300788）积极探索从传统图书出版向新媒体业态读者经营的方向进行战略转型；我们也看好新经典（603096）在图书细分的文学与少儿领域已成功推出多部长销作品，并具备打造长生命周期产品的能力（长生命周期产品利于潜在稳定现金流的发展），竞争优势在于“精品化”战略。

- **风险提示：** 政策监管风险、行业竞争风险、新媒体冲击风险、实体书店销售码洋下降风险、选题及纸张涨价风险、人才流失的风险、知识产权保护不力及版权到期不能续约的风险、技术创新创新、书店快速扩张风险、新业务拓展风险、子公司门店租赁风险、存货及应收账款的风险、募集资金无法实现预期目标的风险、税收政策变动风险、宏观经济波动风险、中外图书行业不具有完全可比性，相关资料仅供参考。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-07-24 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300788.SZ	中信出版	43.56	1.45	1.31	1.66	30.04	33.25	26.24	买入
601900.SH	南方传媒	9.17	0.73	0.8	0.9	12.56	11.46	10.19	买入
603096.SH	新经典	58.71	1.78	2.08	2.55	32.98	28.23	23.02	买入
601811.SH	新华文轩	11.17	0.76	0.85	0.94	14.70	13.14	11.88	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 2019年上半年海外图书行业与企业情况	5
1.1、 2019年上半年海外图书消费行业特点	5
1.2、 美国篇：2019年1-4月图书出版发行商收入33.6亿美元 同比增速4.5%	5
1.3、 英国篇：2018年图书出版增速下滑2% 但数字图书收入增加3%	8
1.4、 德国篇：图书统一定价 实体书店为主要销售渠道	11
1.5、 2019年上半年海外图书企业发展情况：BKS、 NWS	12
2、 2019年上半年中国图书消费行业情况	15
2.1、 中国图书零售市场2019年上半年达到232.73亿元（同比增加10.82%）	16
2.2、 2017-2019年上半年中少儿、社科、教辅教材码洋保持增加	18
3、 中信出版的破局之道：内容矩阵 渠道打通 品牌树立	19
3.1、 中信出版：内容矩阵 品牌梳理 渠道打通	21
3.2、 中信出版线上+线下渠道打通：线上渠道50.6%增速拉动整体增速明显	22
3.3、 中信出版估值角度看：Sum of the parts valuation	24
4、 新经典的独守经典之道：老书细水长流+新书看点可期	30
4.1、 新经典：打造产品的长生命周期，竞争优势在于“精品化”战略	30
4.2、 新经典（603096）估值角度看：DCF	32
5、 图书消费行业新媒介下的新增量	34
5.1、 国内看：图书带热读书节目 节目共鸣度深下观众忠诚度高	34
5.2、 国外看：瑞典Storytel有声书流媒体 图书出版+流媒体	36
6、 行业评级及投资策略	38
7、 风险提示	39

图表目录

图 1: 2014-2018 年美国图书出版收入及同比增速	6
图 2: 2018 年英国图书出版收入及同比增速 (左)、总营收及英国国内与出口图书收入 (右)	9
图 3: 2014-2018 年英国图书纸质、数字、国内及出口的收入及同比增速	9
图 4: 2014-2018 年英国数字图书各类格式收入及同比增速 (上)、各类格式图书市场占比 (下)	10
图 5: 2017 年德国图书市场各渠道西销售额、占比及环比变化	11
图 6: 2015-2019 年巴诺书店年报营收及扣非归母净利润、同比增速	12
图 7: 美国巴诺书店官网	13
图 8: 美国 News Corporation 集团 2019 年一季度财报	14
图 9: 美国 News Corporation 集团股价走势 (左) 及其官网 (右)	15
图 10: 2015-2019 年美国 News Corporation 集团扣非归母净利润	15
图 11: 2016-2019 上半年中国图书零售市场码洋、网店码洋以及同比增速	16
图 12: 2018 上半年中国图书零售市场码洋、网店码洋以及同比增速	17
图 13: 对比 2016 与 2018 年中国图书行业数据 (少儿+社科占比较大)	17
图 14: 2016-2019 年上半年全国图书零售市场中大众出版主要细分门类码洋市场占比	19
图 15: 中信出版投资要点梳理	20
图 16: 中信出版成长历史	21
图 17: 中信出版图书出版收入占比为主 (社科+经管类为主)	22
图 18: 2013-2018 年中信出版营业总收入 (上)、内容版权采购金额 (下) 及同比增速	25
图 19: 2018 年 5-8 月各频道及节目收视率情况	35
图 20: 2019 年 3-4 月《一本好书》观众忠诚度情况	35
图 21: Storytel 的官网 (左)、Storytel 的五年股票走势 (右)	36
表 1: 2017-2018 年美国大众类图书营收及同比增速	6
表 2: 2017-2018 年美国各类图书格式的收入及同比增速	7
表 3: 2018-2019 年一季度美国大众类图书中主要三类收入及同比增速	7
表 4: 2018-2019 年 4 月单月美国大众类图书出版收入及细分品类收入、同比增速	8
表 5: 2018-2019 年 4 月单月美国图书出版各个格式图书收入及同比增速	8
表 6: 2017-2019 年上半年大众图书主要类标数据	18
表 7: 截至 2018 年中信出版累计发行超过 100 万图书及其码洋	22
表 8: 2013-2021 年中信出版图书部分收入及成本 (含预测)	23
表 9: 2015-2018 年中信出版图书线上与线下销售收入及占比	24
表 10: 2013-2021 年中信出版图书部分收入及成本 (含预测) (上)、行业数据占比 (下)	26
表 11: 2016-2021 年中信出版图书部分经管、社科、少儿三大类码洋、收入及占比 (含预测)	27
表 12: 2013-2021 年中信出版图书中经管、社科码洋、收入及占比 (含预测)	28
表 13: 2016-2022 年中信出版图书及书店业务收入及盈利预测	29
表 14: 2018-2019 年单季度中信出版营收、归母净利润的同比及环比	29
表 15: 2018-2019 年 1-5 月新经典开卷上榜图书名次情况	32
表 16: 新经典少儿与文学中自有版权独家发行长销书代表 (长生命周期销售超过 10 年)	33
表 17: 新经典 DCF 估值模型下 10%/15% 增速下的估值假设	34
表 18: 2019 年第二季度 Storytel 财务数据	37

1、2019 年上半年海外图书行业与企业情况

1.1、2019 年上半年海外图书消费行业特点

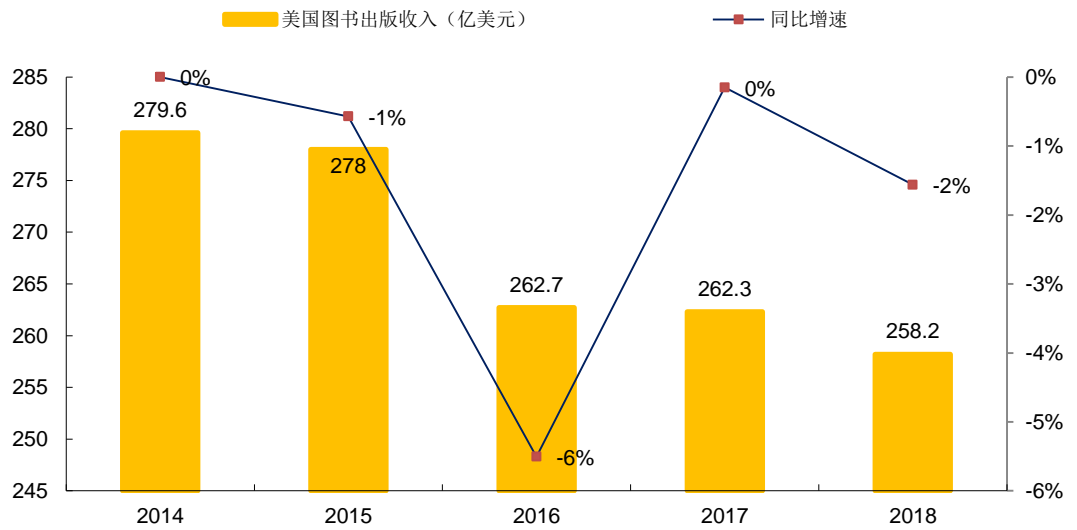
我们在 2019 年 4 月发布行业深度研究报告《从全球图书出版公司年报看行业发展与估值》中提及，全球出版业主要细分为教育出版、大众出版及专业出版三大领域，中国各级各类出版社主要业务领域与国际一致，中国出版行业形成了以综合出版集团为主体、地方出版集团以及民营特色发行企业。从全球看，图书出版仍呈现的特征如市场规模集中度不高、市场发展较为成熟进而整体增长性不高、美国、英国等部分国家的数字图书推动市场增长。在上篇报告中，我们从法国第一大图书出版阿歇特出版公司、默多克的 News Corp 集团旗下的全球第二大消费图书出版商 Harper Collins、美国从事 STM 专业教育类出版公司 John Wiley 等海外公司的商业模式、估值看中国企业的特点及发展。**海外看**，图书出版企业属于集团产业链某一环节，例如，大众类图书出版公司 Harper Collins 属于 NewsCorp 集团重要一环，借助其全球化布局平滑业务风险能力；**国内看**，2019 年 7 月 5 日，中信出版上市后带热大众图书消费，本篇将从中外行业数据到单个公司的特色看图书消费的新增量。

1.2、美国篇：2019 年 1-4 月图书出版发行商收入 33.6 亿美元 同比增速 4.5%

➤ 2019 年 1-4 月美国图书出版发行商收入 33.6 亿美元，其中宗教+少儿+音频等大众类图书均持续增长

从 2014 年到 2018 年，美国出版业总收入减少 7.7%，但其中，儿童和青少年图书增长 38.5%。据 AAP（Association of American Publishers 美国出版商协会）数据显示，2014-2018 年美国图书出版整体市场规模在 260 亿美元左右，近五年看，美国整体图书出版收入规模相对稳中微降，2014-2018 年美国图书出版业总收入减少 7.7%，但其大众图书市场销售额增长 4.6%，其中，成人非小说收入增长 22.8%，儿童和青少年图书增长 38.5%。

图 1: 2014-2018 年美国图书出版收入及同比增速



资料来源: AAP、国海证券研究所

细分领域中, 2018 年美国大众市场规模营收 78.36 亿美元, 同比增加 (4.6%), 成人图书、童书、宗教等细分大众图书均实现收入增长。如下图, 2018 年美国成人小说 (非虚构) 同比增加 (5.1%), 少儿图书出版收入增加 (3.3%), 宗教类图书收入增加 (4.5%); 各类图书格式角度, 2018 年美国图书出版下载音频类收入增加 (37.1%), 自 2013 年开始图书出版下载音频是美国大众图书细分市场增速的发动机。

表 1: 2017-2018 美国大众类图书营收及同比增速

2017-2018 大众图书营收 (亿美元)	2017	2018	同比增速
成人小说 (非虚构)	48.83	51.31	5.1%
少儿	20.43	21.12	3.3%
宗教	5.68	5.94	4.5%
综合	74.95	78.36	4.6%

资料来源: AAP、国海证券研究所

表 2: 2017-2018 美国各类图书格式的收入及同比增速

2017-2018年年度美国 各类图书格式的收入 (亿美元)	2017	2018	同比增速
精装本	28.61	30.58	6.9%
平装本	26.44	26.74	1.1%
电子书	10.54	10.16	-3.6%
下载音频	3.42	4.69	37.1%
物理音频	0.06	0.05	-21.5%
纸板书(儿童)	1.47	1.51	2.5%
其它	3.89	4.23	8.8%
总额	74.42	77.95	4.7%

资料来源: AAP、国海证券研究所

- 据 AAP 月度数据显示, 2019 年 1-4 月美国出版商总收入约 33.6 亿美元, 同比增加 4.5% (2019 年一季度美国图书出版 25 亿美元 同比增加 6.7%)

2019 年一季度, 美国图书出版发行商收入 25 亿美元, 同比增加 6.7% (2018 年一季度美国图书出版商收入增速 6.2%), 其中少儿、宗教、成人小说类收入增速分别为 9.7%/20.6%/2.4%; 图书表现方式中音频增速强劲 (2019 年一季度图书下载音频收入增速 35.3%)。

表 3: 2018-2019 年一季度美国大众类图书中主要三类收入及同比增速

	Jan. - Mar. 2019	Jan. - Mar. 2018	Percent Change
Adult Fiction/Non-Fiction	\$1008.0	\$984.2	2.4%
Children's/YA	\$428.0	\$390.2	9.7%
Religious Presses	\$174.5	\$144.7	20.6%
Total Trade	\$1,610.5	\$1,519.1	6.0%

资料来源: AAP、国海证券研究所

单月看, 2019 年 4 月美国出版商面向用户端的净收入 5.851 亿美元, 与去年同期基本持平, 其中, 宗教类出版内容收入增长 9.5%, 为细分内容增速冠军, 其次为儿童与青少年书籍增长率 6.7%。

表 4: 2018-2019 年 4 月单月美国大众类图书出版收入及细分品类收入、同比增速

美国2019年4月图书收入（亿美元）	2018年4月	2019年4月	同比增速
成人小说（非虚构）	3.919	3.748	-4.4%
少儿	1.464	1.561	6.7%
宗教	0.495	0.542	9.5%
综合	5.878	5.851	-0.5%

资料来源：AAP、国海证券研究所

通过对比 2018-2019 年 4 月单月的图书格式，平装本收入 2 亿美元，同比增速 1.5%，下载音频收入 0.38 亿美元，同比增加 28.7%，有声读物仍为较快增长领域。

表 5: 2018-2019 年 4 月单月美国美国图书出版各个格式图书收入及同比增速

美国2019年4月各类图书格式的收入（亿美元）	2018年4月	2019年4月	同比增速
精装本	2.226	2.103	-5.5%
平装本	2.034	2.064	1.5%
电子书	0.86	0.839	-2.5%
下载音频	0.381	0.491	28.7%
物理音频	0.037	0.031	-16.4%
纸板书（儿童）	0.087	0.092	6.4%
其它	0.252	0.231	-8.4%
总额	5.877	5.851	-0.5%

资料来源：AAP、国海证券研究所

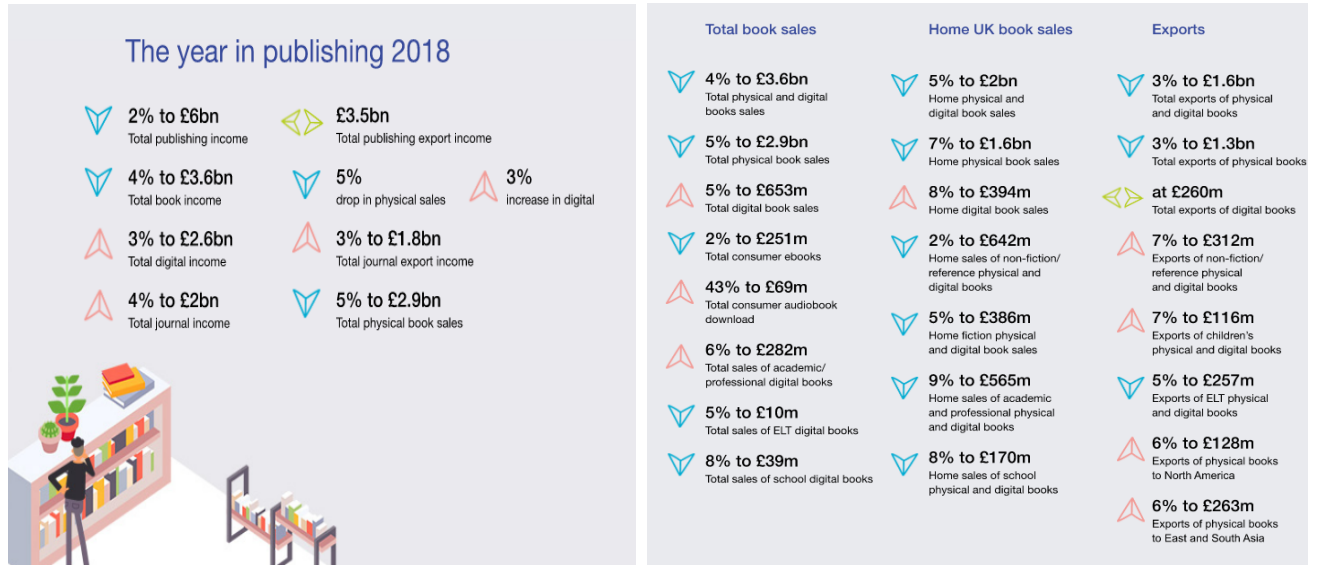
1.3、英国篇：2018 年图书出版增速下滑 2% 但数字图书收入增加 3%

- 英国 2018 年图书出版收入增速下滑 2%，主要由于纸质图书收入增速下滑，但其中数字图书增加 3%，其数字图书的增速主要由于下载音频图书收入增速 42.8% 的拉动

据 PA（Publishers Association）数据显示，英国 2018 年出版业收入 60.2 亿英镑，同比下滑 2%，由于外部不稳定等因素，学术类、教育类图书的出口出现下滑带来收入下滑，但其中大众市场图书总收入较为稳定（19 亿英镑，基本持平）。

细分领域，数字图书销售收入 6.53 亿英镑，同比增速（5%）、有声图书销售收入 6900 万英镑，同比增速（43%），拉动行业增速数字销售收入的增加；2018 年英国童书收入达到 3.68 亿英镑，同比增加 3%。

图 2: 2018 年英国图书出版收入及同比增速 (左)、总营收及英国国内与出口图书收入 (右)



资料来源: PA、国海证券研究所

图 3: 2014-2018 年英国图书纸质、数字、国内及出口的收入及同比增速

NB: % changes calculated prior to rounding

	Total £m	Physical £m	Digital £m	Home £m	Export £m
2014	5082	n/a	n/a	n/a	n/a
2015	5218	3174	2044	n/a	n/a
2016	5900	3425	2474	2373	3321
2017	6159	3615	2544	2434	3530
2018	6052	3423	2630	2350	3541
% change in sales					
2015/2014	+2.7	n/a	n/a	n/a	n/a
2016/2015	+13.1	+7.9	+21.1	n/a	n/a
2017/2016	+4.4	+5.5	+2.8	+2.6	+6.3
2018/2017	-1.7	-5.3	+3.4	-3.4	+0.3
2018/2014	+19.1	n/a	n/a	n/a	n/a

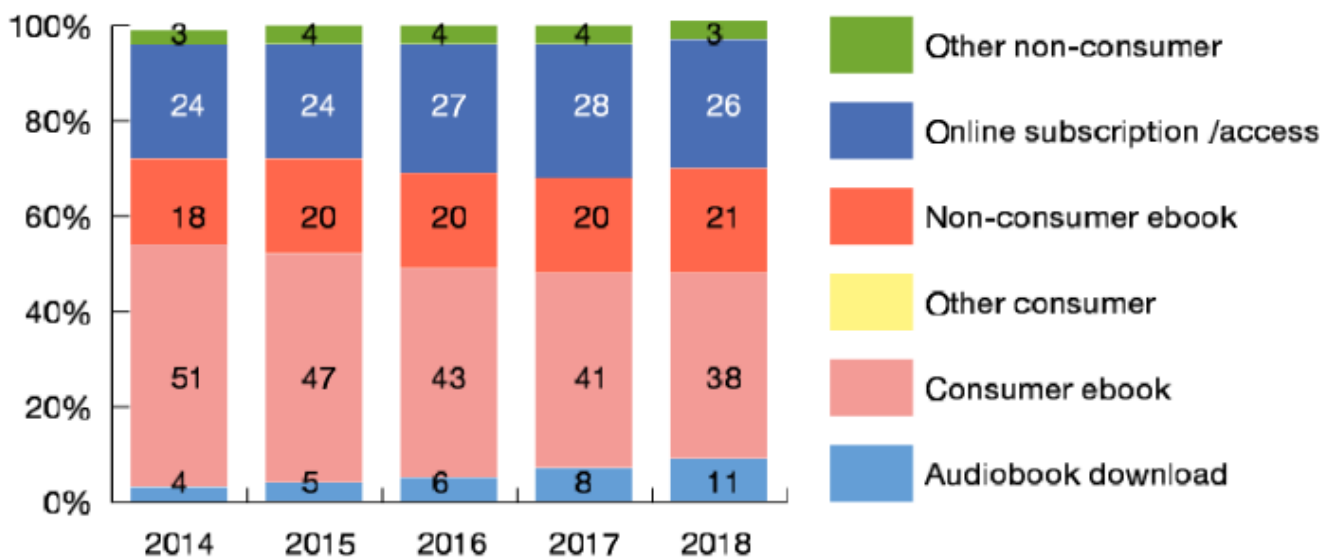
资料来源: PA、国海证券研究所

2014-2018 年, 英国图书收入从 50.82 亿英镑增加至 2018 年的 60.52 英镑, 增速分别为 13.1%/4.4%/-1.7%, 五年合计增加 19.1%, 2018 年英国图书收入呈现负增速主要由于纸质图书收入增速下滑 (2015-2018 年纸质图书增速分别为 7.9%/5.5%/-5.3%), 数字图书同比增速分别为 21.1%/2.8%/3.4%, 数字化图书收入保持三年增长。

下载音频增速拉动数字图书领域增长。如下图，2014-2018年，英国数字图书收入分别为6.16亿英镑/6.31亿英镑/6.37亿英镑/6.25亿英镑/6.53亿英镑，2015-2018年总体数字图书收入同比增速分别为2.4%/1%/-1.9%/4.6%，其中下载音频类虽市场占比2018年为11%，低于同年电子书市场占比的38%，但其增速在2015-2018年分别为29.2%/27.9%/24.5%/42.8%，电子书收入同比增速分别为-4%/-7.8%/7.2%/-2%，市场规模占比较大的电子书的收入增速呈现负增长。

图4：2014-2018年英国数字图书各类格式收入及同比增速（上）、各类格式图书市场占比（下）

	Total	Consumer audiobook download	Consumer ebook	Consumer other	Non-consumer ebook	Online subscription /access	Other non-consumer ⁷
	£m	£m	£m	£m	£m	£m	£m
2014	616	23	312	2	112	148	19
2015	631	30	299	2	124	152	23
2016	637	39	276	3	126	171	23
2017	625	48	256	2	122	172	24
2018	653	69	251	2	139	171	22
% change in sales							
2015/2014	+2.4	+29.2	-4.0	+33.1	+10.8	+2.8	+18.4
2016/2015	+1.0	+27.9	-7.8	+16.3	+1.6	+12.5	-1.3
2017/2016	-1.9	+24.5	-7.2	-11.5	-2.9	+0.4	+6.6
2018/2017	+4.6	+42.8	-2.0	-18.5	+13.7	-0.8	-8.1
2018/2014	+6.0	+193.7	-19.5	+11.8	+24.3	+15.1	+14.4



资料来源：PA、国海证券研究所

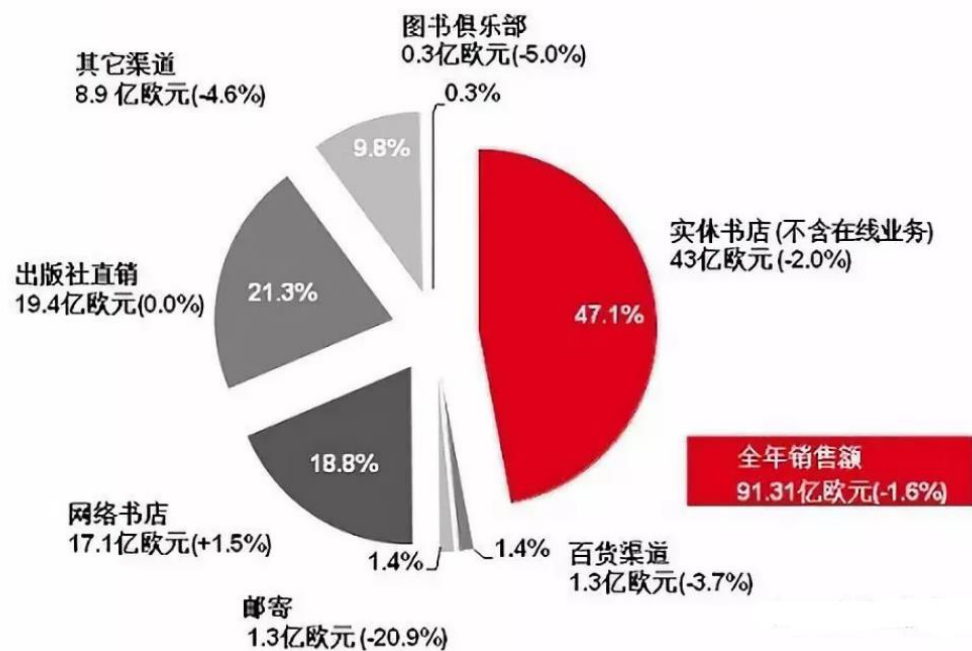
1.4、德国篇：图书统一定价 实体书店为主要销售渠道

德国是仅次于美国和中国的全球第三大图书市场，也是全世界目前人均书店密集度较高国家，约 1.7 万人/书店。2019 年 6 月德国出版商及书商协会发布行业数据显示，2018 年成为德国图书市场的重要转折点，德国人均购书量自 2012 年首次实现增长，10 岁以上民众中，有 0.299 亿人至少购买一本书，较 2017 年新增 30 万人。

渠道端，实体书店为主要图书销售渠道。德国 2018 年实体书店销售额为 42.7 亿欧元（约 334.43 亿元），占图书零售市场总份额的 46.8%（如下图，2017 年实体店占图书零售市场总份额为 47.1%），是德国主要图书分销渠道，线上渠道（包括实体书店的线上业务）销售额继续增加，达 17.8 亿欧元（约 139.41 亿元），比 2017 年增加 4%。

图 5： 2017 年德国图书市场各渠道西销售额、占比及环比变化

2017 图书市场各渠道销售额、占比及环比变化



资料来源：同济大学德国研究在线、德国书商与出版商协会、国海证券研究所

*德国书商与出版商协会 Der Borsenverein des Deutschen Buchhandels 成立于 1825 年，协会把与书籍有关的所有商业环节都包容在其名下，成为在德国出版业占主导地位的综合协会，德国的 8000 家出版社中有将近 1/4 是协会的会员

图书细分角度看，2018 年德国图书市场的新书数量持续下降。数据显示，新书数量从 2017 年的 72499 种下降到 71548 种，电子书市场份额占比 5%，电子书的销售额占比、销售数量、购买人数都在增加。

定价角度看，目前全球图书定价主要分为两种，一是“自由定价制度”，即图书根据市场规则自由定价，销售商决定图书售价，代表国家有美国、瑞典、芬兰、比利时、澳大利亚等；二是“统一定价制度”，又称“固定价格制度”或“转售

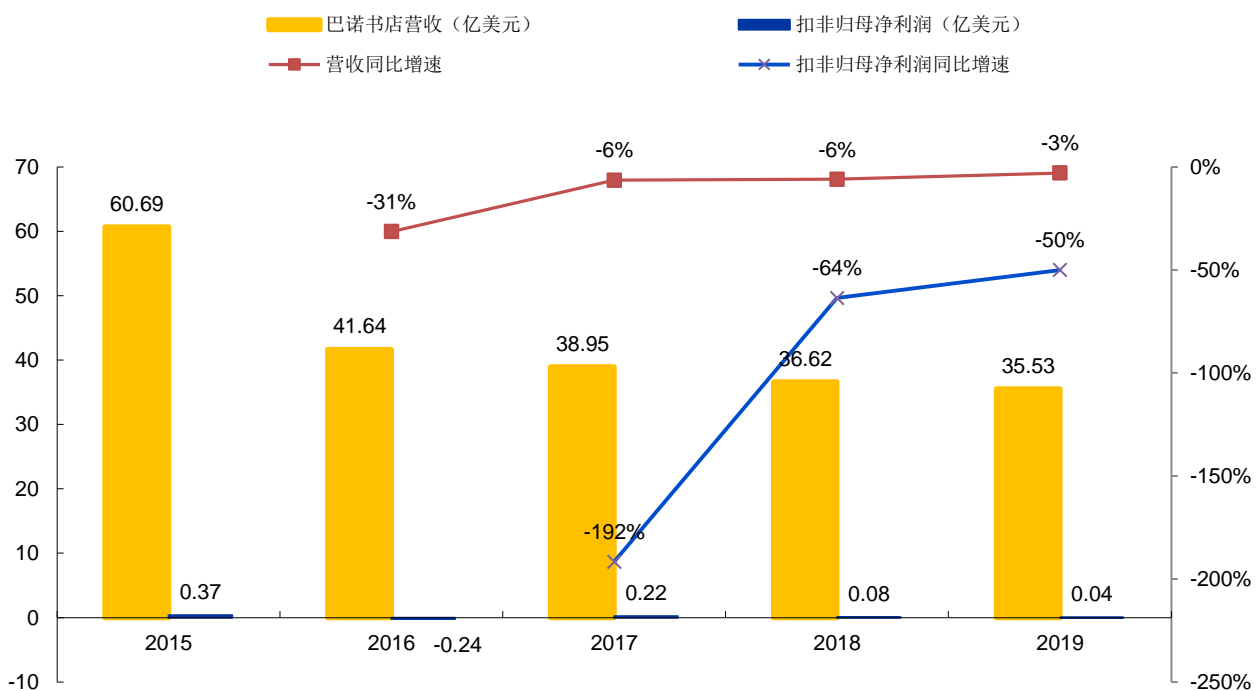
价格维持制度”，指的是图书销售商按照出版商规定的价格或在一定折扣范围内销售新出版的图书，代表国家是法国、德国、意大利、荷兰、日本等。德国以法律形式实行后者，即图书统一定价制，德国实行图书定价销售体系的主要依据是，书店不仅仅是商店，也是文化场所。通过定价销售，中小出版社以及领域较偏的专业出版社也可生存。德国实行图书统一定价后，书店可用销售畅销书获得的利润反补其他种类书籍。同时，德国的**统一定价制度**下避免了电子书对传统纸质书市场的大规模冲击，由于德国出版商的限价策略，市场中的电子书打折后的价格也仅是纸质书的8折到7.5折，同时，纸质与电子书的征税标准分别为7%与19%，**纸质图书的税收优惠以及定价策略**均保护了德国的纸质图书市场。

1.5、2019 年上半年海外图书企业发展情况：BKS、NWS

1.5.1、美国：巴诺书店 BKS 线下零售与线上数字书店商

巴诺书店（BARNES & NOBLE INC）是美国较大书商之一，截至2019年一季度公司在美国的50个州经营627家书店，并经营数字书店Nook。巴诺书店借助零售优势，并结合数字业务，满足客户在任何时间、任何地点、任何形式的书籍。伴随销售下滑趋势，公司切入提高客户的会员价值来增厚主业。巴诺书店营业收入从2015年的60.69亿美元减少至2019年的35.53亿美元，对应最新市值（2019年7月21日4.9亿美元）下的PS为7.25；扣非归母净利润从2015年的0.37亿美元减少至2019年的0.04亿美元，对应最新市值（2019年7月21日4.9亿美元）下的PE为122.5倍。

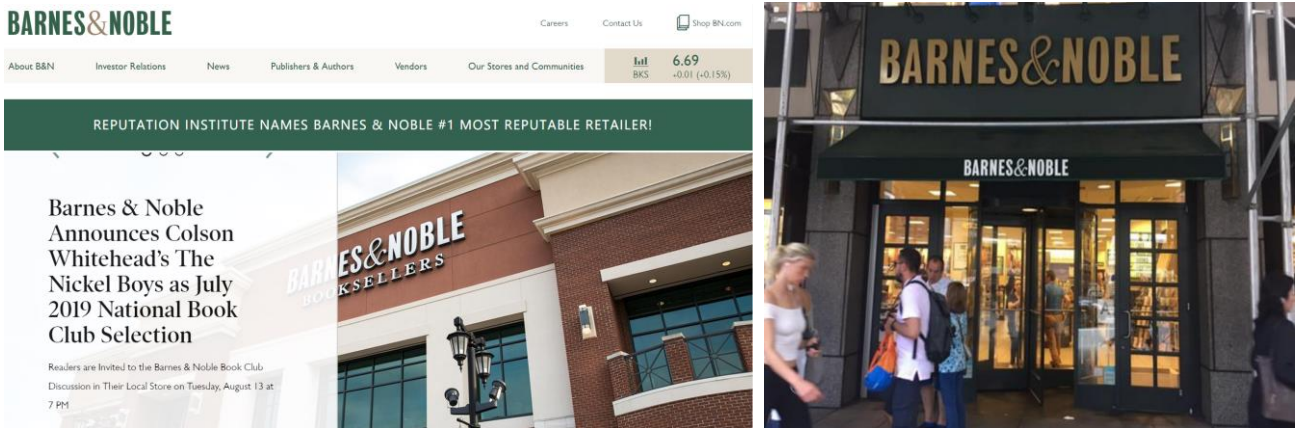
图 6：2015-2019 年巴诺书店年报营收及扣非归母净利润、同比增速



资料来源：wind、国海证券研究所

专业的人做专业的事，线下书店走向品牌化、规模化。目前巴诺书店拟被艾里奥特基金（Elliot Management Fund）以 6.83 亿美元（6.5 美元/股）收购，该基金也是 waterstone 的控股股东，waterstone（水石书店）目前拥有 283 家书店遍及爱尔兰、荷兰、比利时等地，并将水石书店打造成年收入超过 4 亿英镑的规模，也是英国连锁书店冠军企业。Elliot Management Fund 本次接手巴诺书店后，借助水石书店运营案例，艾里奥特基金旗下的巴诺书店业绩有望改善。

图 7：美国巴诺书店官网



资料来源：巴诺书店官网、国海证券研究所

1.5.2、NWS.AX 新闻集团：2019 年一季度 Harper Collins 收入增加 6%（EBITDA 增加 29%）宗教类图书收入助推 下载有声图书收入增加助推数字销售增加

➤ 据 wind 一致预期 News Corporation 年度扣非归母净利润约为 3.6 亿美元，对应市值 77.6 亿美元（截至 2019 年 7 月 19 日）的 PE 为 22 倍

News Corporation（NWS.AX 新闻集团）成立于 2012 年，法人为默多克。公司从事多元化的媒体和信息服务业务，主业设有五个领域：新闻和信息服务，数字有线网络规划，房地产服务，图书出版，及其他；核心业务涉足电影、电视节目制作和发行、无线电视和有线电视广播、报纸、杂志、书籍出版以及数字广播、加密和收视管理系统开发。公司总部位于纽约，主要在美国，澳大利亚和英国运营，其内容在全球范围内分销和消费。

News Corporation 的图书出版业务是由世界第二大消费图书出版商 Harper Collins（哈珀柯林斯）组成，业务遍及 17 个国家，在一般小说、非小说、儿童和宗教出版方面具有独特内容挖掘优势。哈珀柯林斯拥有 120 多个品牌出版标签，包括哈珀、威廉莫罗、哈珀柯林斯儿童图书、哈莱金和基督教出版商宗德文和托马斯尼尔森，并出版著名作家如哈珀李、奇普和乔安娜盖恩斯、瑞克沃伦、莎拉杨和阿加莎克里斯蒂，以及畅销图书如 晚安月亮，杀死一只知更鸟等。

2019 年一季度财报显示 News Corporation 的图书出版(Harper Collins)收入 4.21 亿美元，同比增加 5.8%，占公司总收入 17%，图书出版收入增加的主要原因是基督教出版类别的销售强劲，同时，数字销售收入增加约 5% 主要由于下载

有声书的增加。

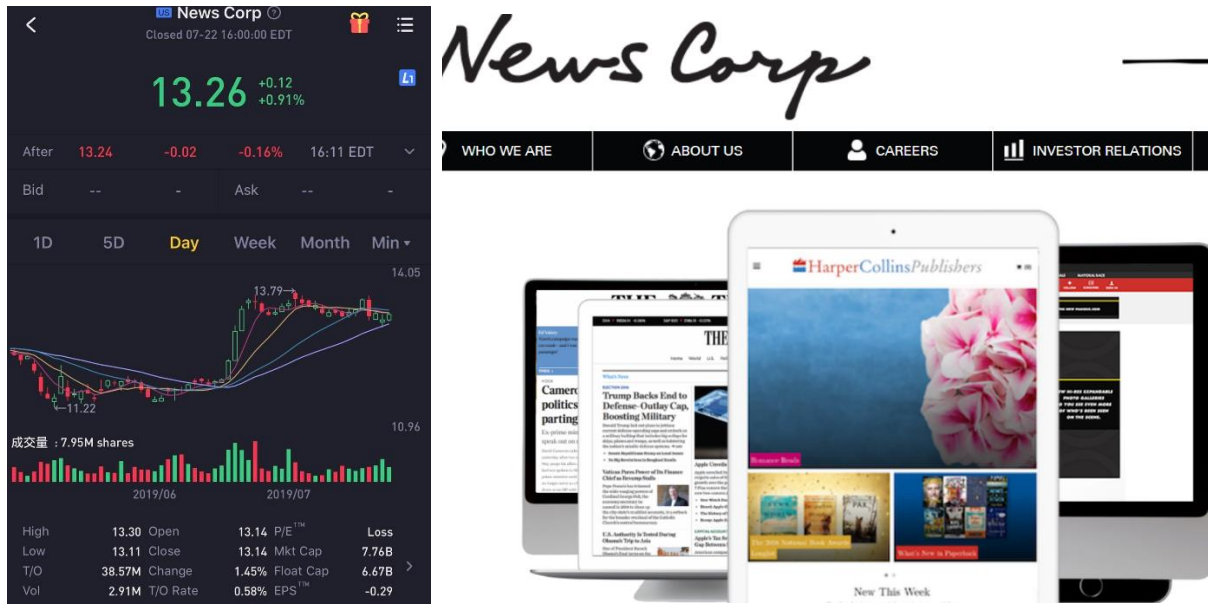
图 8: 美国 News Corporation 集团 2019 年一季度财报

	For the three months ended March 31,		For the nine months ended March 31,	
	2019	2018	2019	2018
(in millions)				
Revenues:				
News and Information Services	\$1,224	\$ 1,286	\$3,729	\$ 3,825
Subscription Video Services	539	129	1,666	394
Book Publishing	421	398	1,335	1,268
Digital Real Estate Services	272	279	876	842
Other	1	1	2	2
Total revenues	\$2,457	\$ 2,093	\$7,608	\$ 6,331
Segment EBITDA:				
News and Information Services	\$ 73	\$ 87	\$ 309	\$ 302
Subscription Video Services	98	16	295	76
Book Publishing	53	41	209	167
Digital Real Estate Services	74	88	300	302
Other	(51)	(51)	(138)	(90)
Depreciation and amortization	(168)	(100)	(494)	(297)
Impairment and restructuring charges	(34)	(246)	(71)	(273)
Equity losses of affiliates	(4)	(974)	(13)	(1,002)
Interest (expense) income, net	(14)	2	(45)	9
Other, net	3	30	30	9
Income (loss) before income tax expense	30	(1,107)	382	(797)
Income tax expense	(7)	(3)	(112)	(292)
Net income (loss)	\$ 23	\$ (1,110)	\$ 270	\$ (1,089)

资料来源: News Corporation 财报、wind、国海证券研究所

图书出版部分的 EBITDA 在 2019 年一季度为 5300 万美元 (占总 EBITDA 2.47 亿美元的 21.5%), 较 2018 年一季度增加了 1200 万美元, 同比增加 29%, 主要由于宗教类图书收入的增加。截至 2019 年 3 月 31 日的 9 个月维度, 数字销售收入增加 10% 主要由于下载有声图书的增加。

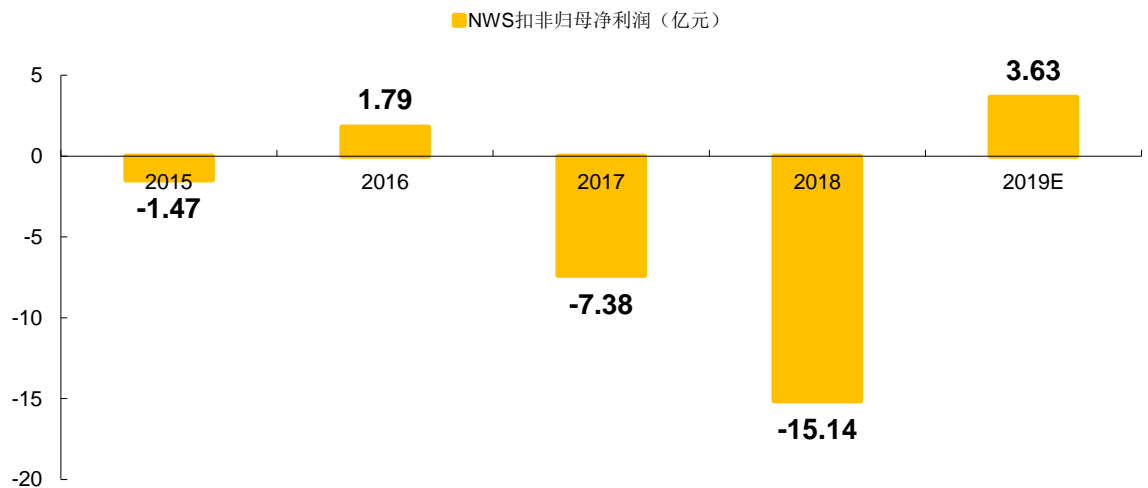
图 9: 美国 News Corporation 集团股价走势 (左) 及其官网 (右)



资料来源: News Corporation 官网、wind、国海证券研究所

News Corporation 在经历了 2017-2018 年亏损之后,2019 年 3 月净利润转正至 2.06 亿美元 (9 个月维度), 同比增加 118% (在净利润亏损后, 如下图股价也随之反弹), 据 wind 一致预期 News Corporation 年度扣非归母净利润约为 3.6 亿美元, 对应市值 77.6 亿美元 (截至 2019 年 7 月 19 日) 的 PE 为 22 倍, 2019 年 7 月 16 日公司公告称图书出版公司 Harper Collins (哈珀柯林斯) 将于索尼达成合作伙伴, 该项目主要将 Harper Collins (哈珀柯林斯) 的文学内容进行影视化。

图 10: 2015-2019 年美国 News Corporation 集团扣非归母净利润



资料来源: News Corporation 官网、国海证券研究所

2、2019 年上半年中国图书消费行业情况

2.1、中国图书零售市场 2019 年上半年达到 232.73 亿元（同比增加 10.82%）

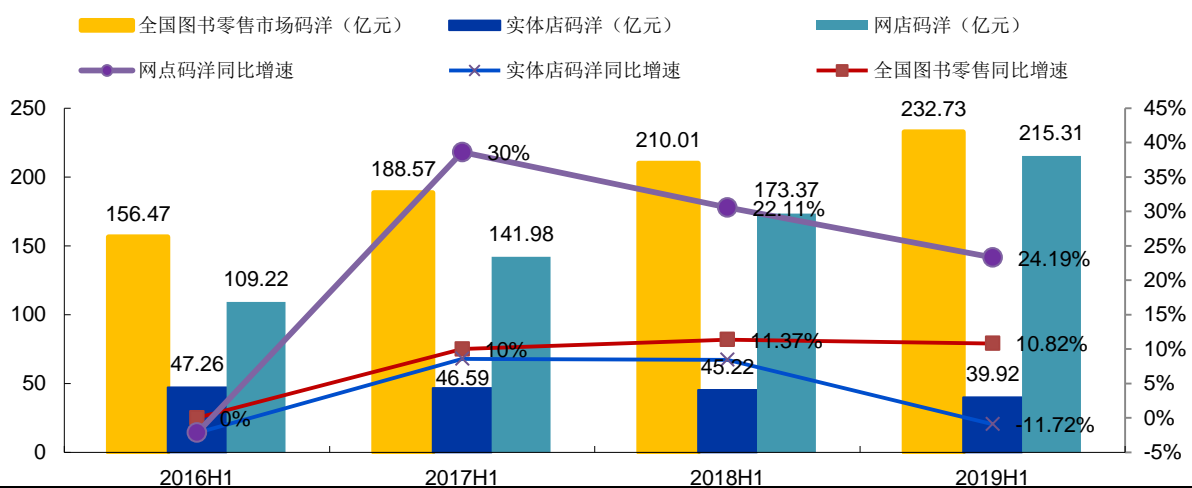
- 高基数致线下书店码洋增速下滑 11.72%，线上图书码洋受益折扣因素助推增速 24.19%

2019 年 7 月 12 日开卷发布图书行业零售数据，2019 年上半年中国图书零售市场达到 232.73 亿元，同比增加 10.82%，连续三年图书零售市场码洋增速超过 10%，2019 年上半年图书零售市场增速跑赢全国电影市场增速。

- 渠道端看，线上图书码洋增速增加 24.19% vs 线下图书码洋增速下滑 11.72%

线上网店渠道增速放缓但同比增速为 24.19%（网店渠道从 2008 年开始崛起随后呈现快速增长态势，其中推高的主要原因来自折扣，2019 年上半年网店渠道的折扣为 60%）；线下实体店增速同比下降 11.72%（实体店下滑的主要原因是 2017 年以来实体店的政策性读物、主题出版图书影响明显，2018 年销售趋高拉动 2018 年实体店码洋，高基数下，2019 年上半年该政策现象逐渐稀释后导致 2019 年上半年实体店码洋增速呈现明显负增长）。实体书店中仅教辅教材保持正增速，网店渠道除生活类外其它细分内容均保持正增长。

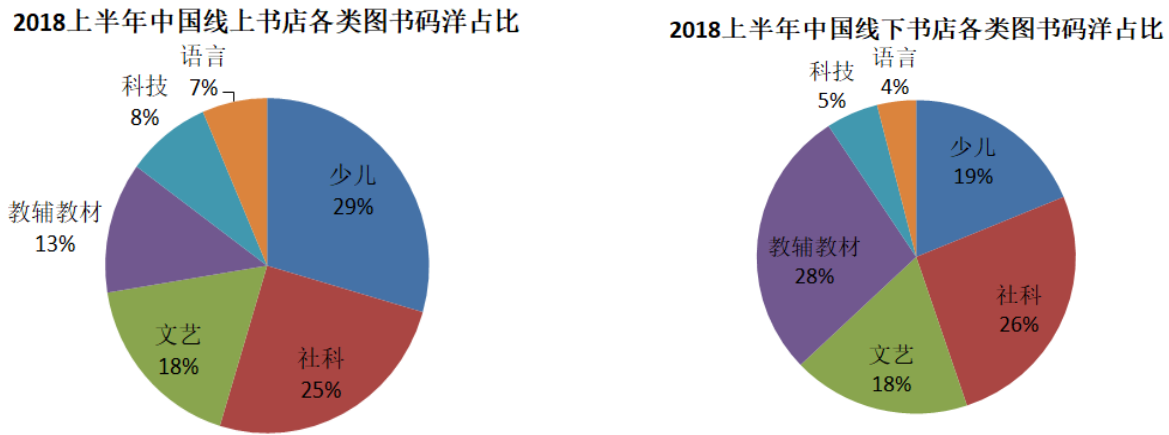
图 11：2016-2019 上半年中国图书零售市场码洋、网店码洋以及同比增速



资料来源：开卷、国海证券研究所

从渠道细分类占比看，2018 年上半年中国线上与线下书店各类图书码洋占比中，线上少儿占比 29%，线下少儿占比 19%，与少儿教育相关的教辅教材书籍购买方为父母，进而偏向线下渠道选购，但较为休闲的少儿文学书籍，线上渠道较为便捷进而占比比例较高。线上图书码洋从增速与规模两个角度均大于线下书店，但从用户购买习惯、体验经济角度看，线下渠道是不可或缺的。

图 12: 2018 上半年中国图书零售市场码洋、网店码洋以及同比增速

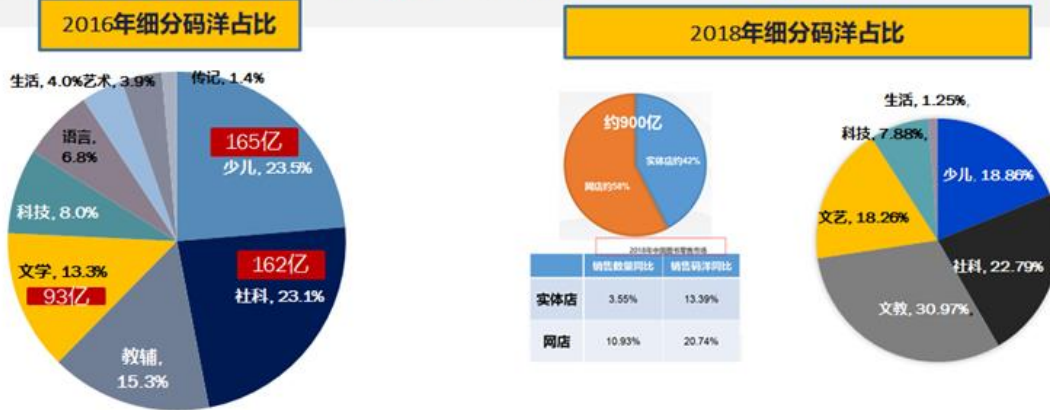


资料来源: 开卷、国海证券研究所

图 13: 对比 20116 与 2018 年中国图书行业数据 (少儿+社科占比较大)

行业角度: 少儿+社科市场规模占比大

- 开卷显示, 2016年少儿 (23.5%) +社科 (23%) +文学占比较高, 少儿165亿/社科162亿/文学93亿 其中, 公司少儿码洋占少儿行业 (1.49亿元/0.9%) +社科码洋占社科行业 (4.52亿元/2.8%)
- 奥示显示 2018年社科 (23%) +少儿 (19%) +文教占比较高, 少儿170亿/社科205亿/文艺文教 74/91亿 元 其中, 公司少儿码洋占少儿行业 (5.11亿元/3%) +社科码洋占社科行业 (8.22亿元/4%)



资料来源: 开卷、国海证券研究所

- 细分内容看, 2019 年上半年细分领域占比前四分别为少儿 (码洋占比 27.38%)、社科 (码洋占比 25.57%)、教辅教材 (码洋占比 15.79%)、文学 (码洋占比 10.84%)

回看 2018 年上半年图书码洋细分领域占比前三分别为少儿 (码洋占比 26.25%)、社科 (码洋占比 24.57%)、教辅教材 (码洋占比 15.38%), 对比 2018 与 2019 年上半年, 少儿及社科码洋占比提升 (少儿在网店渠道码洋占比 28.85%, 网店码洋占比冠军)(如下表)。2019 年 1-6 月综合零售市场虚构类畅销书榜的有《三体》《红岩》《追风筝的人》《平凡的世界》《解忧杂货店》《流浪地球》《围城》等。

上半年引进版热度下降，引进版精品《追风筝的人》《解忧杂货店》等从畅销转为常销；《三体》《平凡的世界》等获奖作品热度不减；受学生课外阅读推荐书目影响，《红岩》《围城》等名著经典依然畅销。

表 6：2017-2019 年上半年大众图书主要类标数据

半年度数据		少儿	社科	教辅教材	文学	科技
2017H1	码洋比重	25.54%	22.37%	14.50%	13.91%	8.99%
	码洋（亿元）	48.16	42.18	27.34	26.23	16.96
	码洋同比增速	21.18%	16.88%	15.21%	12.94%	45.45%
	码洋占比变化（百分点）	0.14	-0.69	-0.67	-0.93	-10.29
	动销品种数					
	动销品种比重					
2018H1	码洋比重	26.25%	23.77%	15.08%	12.03%	8.48%
	码洋（亿元）	55.13	49.92	31.66	25.92	17.80
	码洋同比增速	14.47%	18.34%	15.80%	-1.21%	4.95%
	码洋占比变化（百分点）	0.71	1.40	0.59	0.59	-0.46
	动销品种数	239504	388831	277687	141127	279196
	动销品种比重	14.85%	24.12%	17.22%	8.75%	17.32%
2019H1	码洋比重	27.38%	25.57%	15.79%	10.84%	8.07%
	码洋（亿元）	63.72	59.51	36.75	25.23	18.78
	码洋同比增速	15.59%	19.21%	16.07%	-2.65%	5.51%
	码洋占比变化（百分点）	1.13	1.80	0.72	-1.19	0.57
	动销品种数	256860	400569	291559	148270	291084
	动销品种比重	15.37%	23.97%	17.45%	8.87%	17.42%

资料来源：开卷、国海证券研究所整理

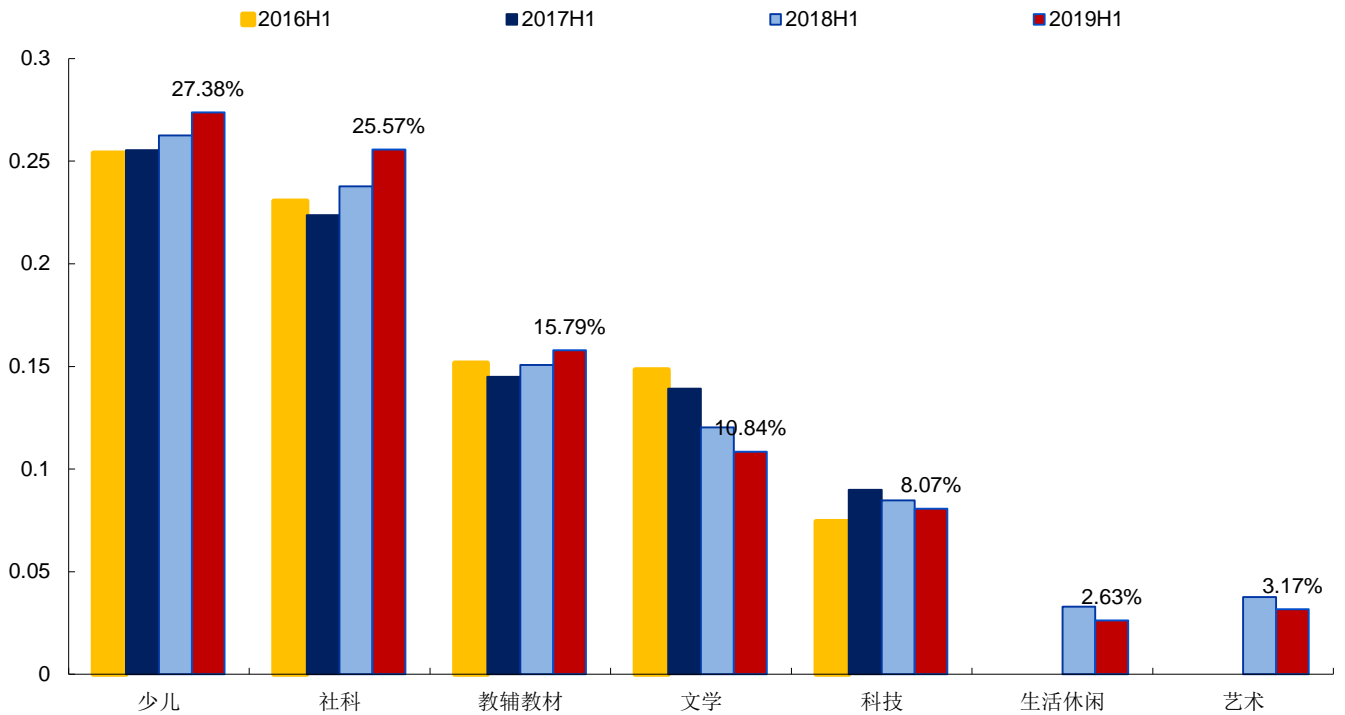
2.2、2017-2019 年上半年中少儿、社科、教辅教材码洋保持增加

- 从 2017-2019 年上半年维度看文学、少儿、社科、教辅教材码洋增速：少儿、社科码洋、教辅教材码洋保持增加 文学类码洋略有下滑

从 2017-2019 年上半年维度看细分码洋同比增速，文学类码洋同比增速分别为 12.94%/-1.21%/-2.65%，少儿类码洋同比增速 21.18%/14.47%/15.69%，社科码洋同比增速 16.89%/18.33%/19.22%，教辅教材码洋同比增速 15.2%/15.79%/16.07%，科技码洋同比增速 45.42%/4.96%/5.53%，如上表，三

年维度下，文学类码洋同比增速自 2018 年上半年进入负增速，2019 年上半年延续负增速，但总体跌幅较小；社科类码洋保持持续增加，少儿类在 2018 年上半年码洋增速较 2017 年上半年有所减速，但 2019 年上半年仍在 15.69%。同时。畅销书角度，2019 年上半年虚构类畅销书种，新经典出品的《平凡的世界》《解忧杂货店》位列前十；少儿部分新经典的《窗边小豆豆》位列第二名。

图 14: 2016-2019 年上半年全国图书零售市场中大众出版主要细分门类码洋市场占比



资料来源：开卷、国海证券研究所

3、中信出版的破局之道：内容矩阵 渠道打通 品牌树立

我们在 2019 年 6 月深度报告《中信出版 (300788) | 深度报告：头部综合文化服务商的进击》中指出公司优势与特色为线上+线下价值共振，且具有牌照+渠道+规模化的内容矩阵的优势。中信出版已成为经济与管理图书市场中的头部品牌，在该领域码洋市场占有率长期保持首位，同时，公司出版的传记类、学术文化类、心理自助类图书也保持市场占有率前五名，同时，中信出版具有国家新闻出版总署颁发的出版、发行、零售全牌照，本次中信出版从新三板驶进 A 股后，有望助力公司打造“内容+”的优质知识产权服务生态集群，进击的综合文化服务商。

图 15: 中信出版投资要点梳理

投资要点

- 1、中信出版打造“内容+”的优质知识产权服务生态集群
- 2、公司优势与特色：线上+线下价值共振（牌照+渠道+不依靠单一IP的规模化内容品牌矩阵）；中信出版线上渠道收入占比55%，线上增速51%拉动整体公司图书出版发行销售增速
- 3、同行业对比，中信出版社科（4.15亿/24.72%）与经管（4.53亿/26.94%）类图书收入为主，新经典文学类图书为主，各具特色
- 4、我们预计2019-2020年公司市值为59亿元/74亿元/95亿元
(上市14.85元*1.9亿股=28亿元 pe 15x)

预计中信出版在2019-2021年的归母净利润分别为2.5亿元/3.15亿元/4.01亿元
(YOY为21%/26%/27%)，若以95亿市值为基数对应2019年PE分别为38x/30x/24x

资料来源：中信出版招股书、wind、国海证券研究所绘制

➤ 中信出版：三步走

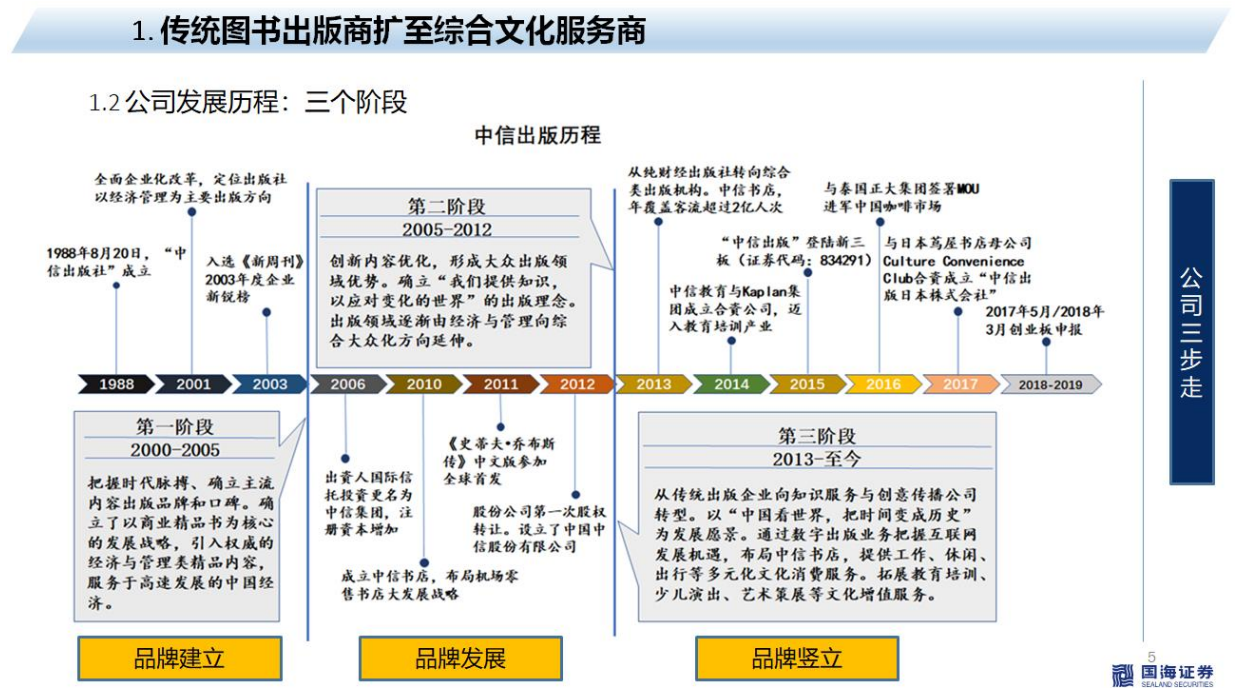
借力 2000 年经济全球化建立公司发展战略，2005 年公司经营范围从经管内容拓展至大众内容，2012 年从传统出版步入知识服务及创意传播。中信出版主要经历三个阶段：

第一阶段（2000-2005 年）公司借力 2000 年经济全球化的趋势建立了以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，推出了《谁动了我的奶酪》等作品奠定公司在经济与管理类图书领域的品牌优势；

第二阶段（2005-2012 年）公司步入 2005 年确定了“我们提供知识，以应对变化的世界”的出版理念，推出了《未来简史》等作品，公司逐渐从经济与管理向综合大众方向延申，版权储备优势逐渐凸显，与超过 9000 位国内外优秀作者建立合作关系，并建立了一套从全球内容资源中挖掘优质内容的流程体系，中信出版的品牌影响力进一步巩固；

第三阶段（2013 年-至今）公司从传统出版企业向知识服务服务与创意传播企业转型。将“从中国看世界，把时间变为历史”作为未来发展愿景，继续将品牌、创意、内容、技术相融合，打造为中国具有影响力的规模化的综合文化服务提供商。

图 16: 中信出版成长历史



3.1、中信出版：内容矩阵 品牌梳理 渠道打通

截至 2018 年年度，中信出版发行量超过 100 万图书如《史蒂夫·乔布斯传》《从 0 到 1》《激荡三十年》、《水煮三国》、《人类简史》、《未来简史》、《海底捞你学不会》、《请给我结果》、《货币战争》等，我们梳理后，将发行量 100 万册成立定价得出码洋，再计算出头部书籍码洋占超 100 万发行量图书总码洋的比例，间接得出人类简史系列、瑞达利欧的《原则》、吴晓波的激荡系列位列前三。

- 1、规模化：** 2018 年 36 家出版集团年码洋占有率合计 51.77%，大型传媒集团成为发展趋势；中信出版的市占率不断提升，2017-2018 年中信出版码洋占中国整体图书码洋比例 2.37%/2.47%；
- 2、内容矩阵精品化：** 经管+社科（高品牌影响力+高市占率），其中，经管类码洋（线上）2017-2018 年占比 16.26%/15.3%，位列第一；经管类（线下）码洋 2018 年占比 20%；

图 17: 中信出版图书出版收入占比为主 (社科+经管类为主)

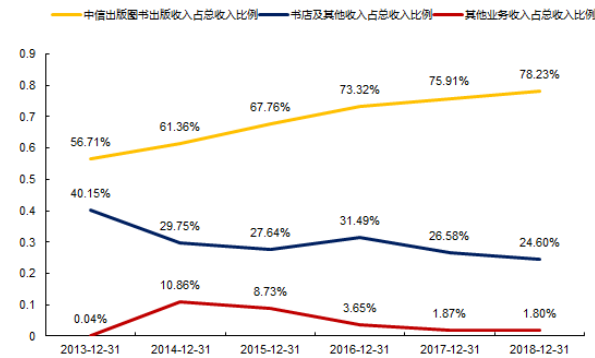
3、主营财务数据: 图书出版收入占总收入78% 经管+社科类图书为主

3.2、分类看收入占比: 2017年 (社科类收入 > 经管类)

2018年 (经管类收入 > 社科类)

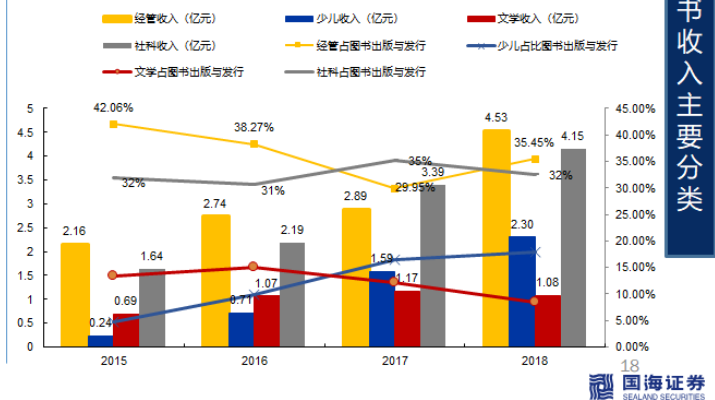
总体看

- 2013-2018年图书出版收入占总收入比例不断提升 (2013 VS 2018 56.71% VS 78.23%)
- 书店及其它收入占总收入比例略微下滑 (2013 VS 2018 40.15% VS 24.6%)



公司图书出版与发行收入: 经管+社科+少儿+文学收入

- 经管类收入在2015-2018年为2.16/2.74/2.89/4.53亿元, 占公司图书出版与发行收入比例为42.06%/38.27%/30%/35%;
- 社科类收入在2015-2018年为1.64/2.19/3.39/4.15亿元, 占图书出版与发行收入比例为32%/31%/35%/32%;



公司图书收入主要分类

资料来源: 中信出版招股书、wind、国海证券研究所绘制

表 7: 截至 2018 年中信出版累计发行超过 100 万图书及其码洋

图书	出版时间	作者	出版社	价格 (元)	ISBN 编码	销售累计 100 万册的码洋 (亿元)	码洋占比	头部图书码洋占比
1 史蒂夫·乔布斯传	2011/10/24	沃尔特·艾萨克森	中信出版社	68.00	9787508630069	0.68	8.38%	
2 杰克·韦尔奇自传	2004/5/1	杰克·韦尔奇 (Jack Welch) 约翰·拜恩	中信出版社	29.00	9787508601915	0.29	3.57%	
3 从0到1	2015/1/1	彼得·蒂尔 布莱克·马斯特斯	中信出版股份有限公司	45.00	9787508649719	0.45	5.55%	
4 激荡三十年 (上)	2007/1/1	吴晓波	中信出版社 浙江人民出	35.00	9787508607719	0.35	4.31%	9.49%
5 激荡三十年 (下)	2008/1/1	吴晓波	中信出版社 浙江人民出	42.00	9787508610610	0.42	5.18%	
6 水煮三国	2008/10/1	成君忆	中信出版社	35.00	9787508612492	0.35	4.31%	
7 人类简史	2017/2/1	尤瓦尔·赫拉利	中信出版社	68.00	9787508660752	0.68	8.38%	16.76%
8 未来简史	2017/2/1	尤瓦尔·赫拉利	中信出版社	68.00	9787508672069	0.68	8.38%	
9 海底捞你学不会	2011/3/1	黄铁鹰	中信出版社	39.00	9787508626482	0.39	4.81%	
10 请给我结果	2006/1/1	姜汝祥	中信出版社	22.00	9787508605388	0.22	2.71%	
11 货币战争	2007/6/1	宋鸿兵	中信出版社	38.00	9787508608686	0.38	4.68%	
12 世界因你不同	2009/9/1	李开复 范海涛	中信出版社	29.80	9787508616780	0.298	3.67%	
13 谁动了我的奶酪?	2001/9/1	斯宾塞·约翰逊	中信出版社	16.80	9787800733666	0.168	2.07%	
14 谁的青春不迷茫	2012/12/1	刘同	中信出版社	35.00	9787508636207	0.35	4.31%	9.22%
15 你的孤独, 虽败犹荣	2014/7/1	刘同	中信出版社	39.80	9787508645056	0.398	4.91%	
16 别相信任何人	2011/10/1	S. J. 沃森	中信出版社	29.00	9787508628332	0.29	3.57%	
17 从优秀到卓越	2006/7/1	吉姆·柯林斯	中信出版社	39.00	9787800735547	0.39	4.81%	
18 赢	2005/5/1	杰克·韦尔奇, 苏茜·韦尔奇	中信出版社	35.00	9787508603995	0.35	4.31%	
19 原则	2018/1/1	瑞·达利欧	中信出版社	98.00	9787508684031	0.98	12.08%	12.08%
						8.114	4.8684	

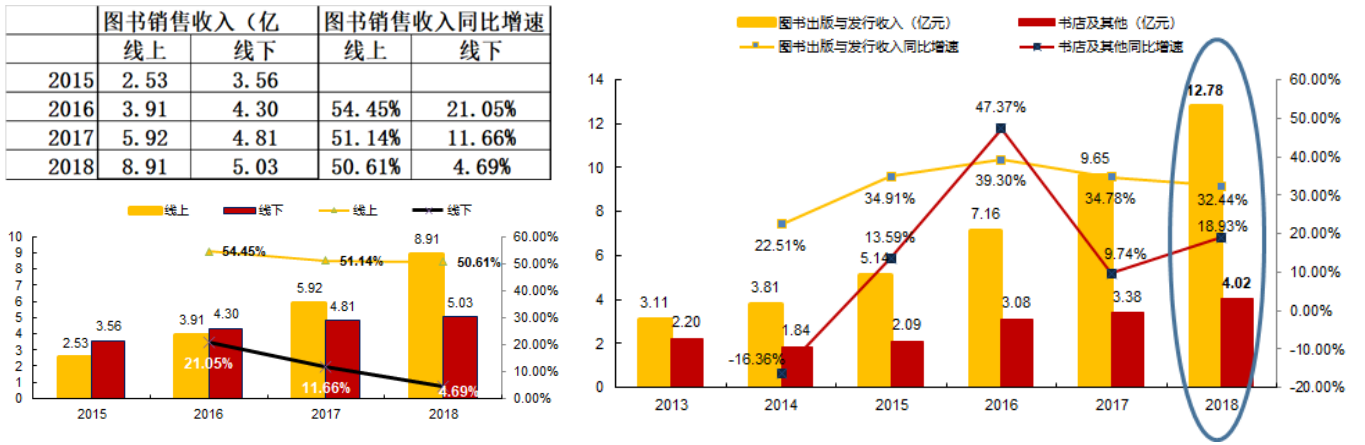
资料来源: 中信出版招股书、wind、豆瓣读书、国海证券研究所

3.2、中信出版线上+线下渠道打通: 线上渠道 50.6% 增速拉动整体增速明显

2013-2018 年中信出版的图书出版收入从 2013 年的 3.11 亿元增加至 2018 年的 12.78 亿元, 同比增速从 2014 年的 22.51% 增加至 2018 年的 32.44%; 书店收

入端，2018年4亿元，同比增加18.9%，增速经历2017年下滑后，2018年反弹回升。图书销售收入中，线上渠道与线下渠道在2018年的图书销售收入同比增速分别为50.6%、4.69%，线上渠道50.6%增速拉动整体增速明显。

表 8: 2013-2021 年中信出版图书部分收入及成本 (含预测)



资料来源：中信出版招股书、wind、国海证券研究所整理

- **中信出版线下部分**（中信书店-线下图书出版与发行零售立体化全渠道，虽短期线下书店亏损，但潜在广告收入可期）

中信书店是国内率先面向智慧生活服务转型的连锁书店之一，城市商务型+城市休闲型+交通枢纽型店型，截至2018年公司子公司中信书店拥有87家分公司（已拥有57家机场店、12家写字楼店、18家城市店，遍布全国共19个省）；主要向中信出版、亚马逊卓越、新经典发行、北京磨铁图书、中南博集天卷采购；2015-2018年中信书店总资产分别为1.47/1.72/1.87/2.23亿元，营收总收入2.44（租金占比6%）/3.67/3.06/4亿元，净利润分别为125.37万元/237.98万元/-2095.41万元/-2953万元；2018年城市店占总比例提升较快。

- **中信出版线上部分**，数字阅读平台、职业在线培训及IP运营、文学类图书IP运营，公司在数字出版领域以“中信书院”为核心产品，打造数字出版和知识服务产品矩阵；

A、上海大方:文学类图书，2016-2018年上海大方营业总收入分别为48.09万元/2759.78万元/3663万元，净利润分别为20.96万元/211.17万元/98.5万元；

B、信睿文化:少儿类、财经类版权资源，2016-2018年营收198万元/2385亿元/5547.5亿元，净利润分别为-278万元/130万元/44.76万元；

C、中信云科技:数字阅读产品整合分销等，2015-2018年中信云科技营业总收入0.37亿元/0.50亿元/1.8亿元/3.1亿元，净利润171.54万元/-360.4万元/485.39万元/-207.8万元。

D、中信楷岚:职业教育及国际教育服务。2015-2017年营业总收入分别为109万元/1926.17万元/3801.65万元/4844万元，净利润分别为-150.4万元/416.76万元/1181.93万元/1672万元。

除上述中信出版的四家分支之外，我们也梳理公司中信出版旗下 14 家工作室，如新思主要致力于历史新知等内容，文艺社主要从事艺术内容，墨菲专业图书工作室主要从事商业财经，红披风从事儿童家长内容，小满工作室从事女性修养，中信出版前沿社、见识城邦等搭建了中信出版底层内容矩阵。

3.2.1、中信出版销售渠道（线上为主 64%+线下 36%）

- 销售方式分为直销+代销，其中，线上+线下均以代销为主

2018 年中信出版的图书销售线上渠道收入占比超过线下渠道销售收入（线上渠道收入占比为 64%，线下渠道销售收入占比 36%），其中，线上代销与直销占比分别为 61%与 39%，线上代销为主；

线上直销占线上图书销售比例中，中信出版图书线上直销收入占比从 2015 年的 8%（0.2 亿元销售收入）增加至 2018 年的 39%（3.51 亿元销售收入），线上渠道收入的快速增加受益于移动互联网的快速发展

线下部分，线下代销收入为主（线下代销收入占比从 2015 的 52%提升至 2018 年的 61%， 线下直销收入占比从 2015 年的 48%下降至 2018 年的 39%。

表 9：2015-2018 年中信出版图书线上与线下销售收入及占比

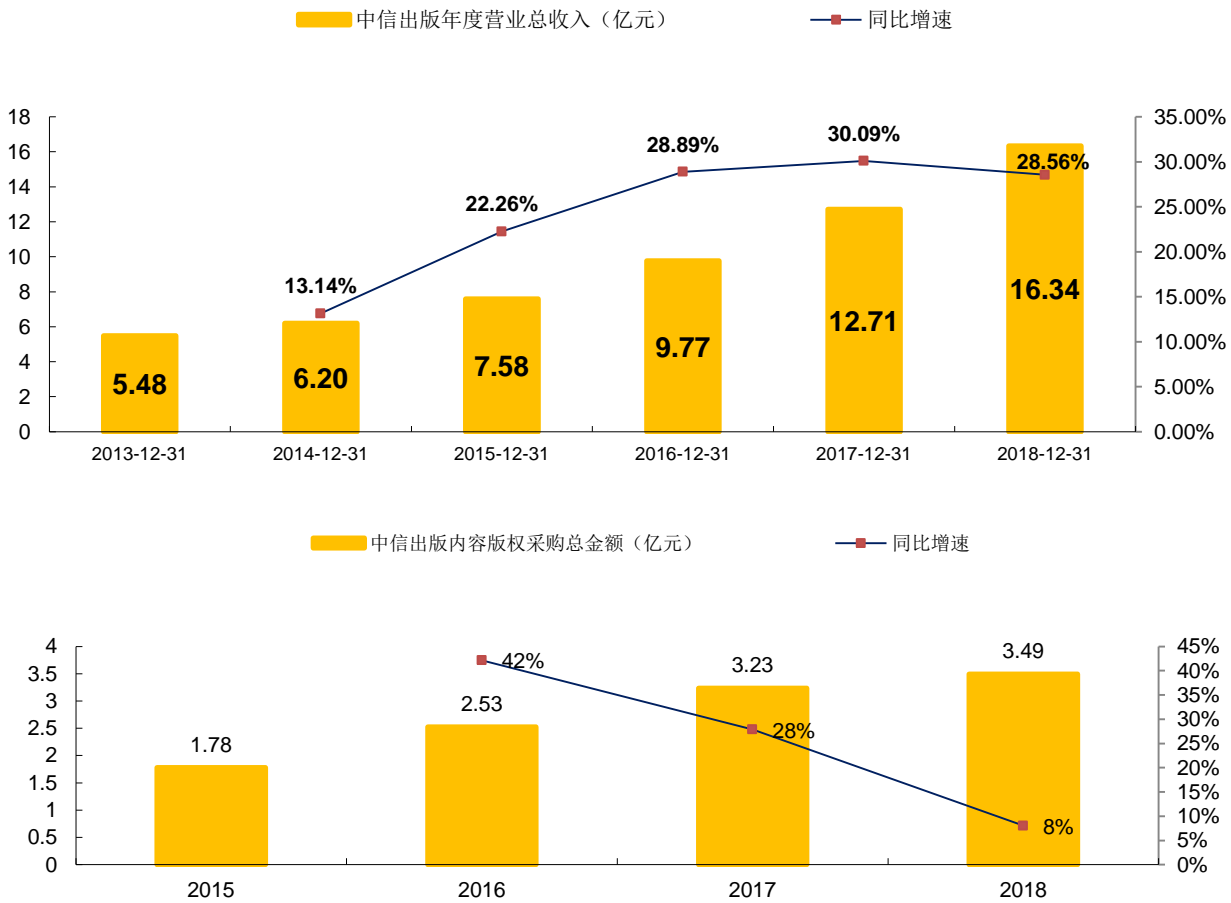
销售产品分类	中信出版图书线上销售收入（亿元）						中信出版图书线下销售收入（亿元）						图书销售合计（亿元）
	线上代销	线上代销占比	线上直销	线上直销占比	线上小计	线上占比	线下代销	线下代销占比	线下直销	线下直销占比	线下小计	线下占比	
2015	2.34	38%	0.20	3%	2.54	42%	1.86	30.4%	1.70	27.9%	3.56	58%	6.09
2016	3.00	36%	0.92	11%	3.91	48%	2.45	29.8%	1.86	22.6%	4.30	52%	8.22
2017	3.75	35%	2.16	20%	5.92	55%	2.89	27.0%	1.91	17.8%	4.81	45%	10.72
2018	5.41	39%	3.51	25%	8.91	64%	3.08	22.1%	1.95	14.0%	5.03	36%	13.94
	线上代销占线上比例		线上直销占线上比例				线下代销占线下比例		线下直销占线下比例				
2015	92%		8%			2015	52%		48%				
2018	61%		39%			2018	61%		39%				

资料来源：中信出版招股书、wind、国海证券研究所整理

3.3、中信出版估值角度看：Sum of the parts valuation

总体看，中信出版总收入 5 年复合增速 24%，2017 年总营收破 10 亿元，2018 年达到 16.34 亿元，同比增加 28.56%；收入端，图书出版收入占总收入比例不断提升，2018 年以 12.78 亿元收入占总收入 78%；成本端，图书出版为内容版权（39%）+印刷（23%）+纸张（18%），其中，纳入图书出版内容版权成本 2018 年达到 3 亿元，内容版权成本的支出也凸显其图书内容的产能储备能力。

图 18: 2013-2018 年中信出版营业总收入（上）、内容版权采购金额（下）及同比增速



资料来源：中信出版招股书、wind、国海证券研究所

*版权合同使用期限通常 2-6 年，多数 5 年，图书版税率 8-18%，预付版税或首付版税全部计入首印批次图书成本（公司 2016-2017 支出首印版税较多）；

3.3.1、分类加总估值法（Sum of the parts valuation）角度看：

1、中信出版图书部分(2019-2021 年中信出版图书业务净利润预计分别为 2.09 亿元/2.66 亿元/3.44 亿元，增速分别为 26%/27%/29%，PE 取 26 倍（三年平均增速 27%），对应的中信出版的图书出版业务的市值 2019-2021 年分别为 54 亿/69 亿/89 亿)：

2015-2018 年公司图书出版收入增速分别为 35%/39%/35%/32.4%，图书出版收入从 2015 年的 5.13 亿元增加至 2018 年的 12.78 亿元，我们从公司 2017 年的码洋占比 2.37%，得出公司 2017 年码洋，进而倒推出 2017 年公司图书收入占码洋的比例约为 60%，若假设 2019-2022 年，中信出版图书码洋市占率从 2.5% 增加至 2022 年的 2.9%，码洋从 24.59 亿增加至 2022 年的 39.5 亿，若按照图书收入占码洋的比例为 60-78% 占比计算，2019-2021 年的中信图书的收入分别为 16.1 亿元/20.48 亿元/26.44 亿元，净利润率取 13% 计算（如下表 13，对比新经典、南方传媒、中南传媒等净利润率，我们剔除净利润率头部和尾部的的新经典、南方传媒的 26.58%、11.84%，得出中信出版、中南传媒、凤凰传媒三家

净利润率的均值为 13%), 进而得出 2019-2021 年中信出版图书业务净利润分为 2.09 亿元/2.66 亿元/3.44 亿元, 增速分别为 26%/27%/29%, PE 取 26 倍 (三年平均增速 27%), 对应的中信出版的图书出版业务的市值 2019-2021 年分别为 54 亿/69 亿/89 亿;

表 10: 2013-2021 年中信出版图书部分收入及成本 (含预测) (上)、行业数据占比 (下)

中信出版300788主要业务 (人民币百万)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1. 图书出版 (最主要收入)									
收入	310.95	380.54	513.58	716.41	965.09	1,278.40	1,610.33	2,048.04	2,644.62
YOY		22.38%	34.96%	39.49%	34.71%	32.46%	25.96%	27.18%	29.13%
占总收入比例	56.71%	61.36%	67.76%	73.32%	75.91%	78.23%	81.54%	82.40%	83.20%
成本	208.67	244.31	317.99	446.13	597.12	784.49	972.27	1,225.77	1,579.62
YOY		17.08%	30.16%	40.30%	33.84%	31.38%	23.94%	26.07%	28.87%
毛利	102.28	136.23	195.59	270.28	367.97	493.91	638.06	822.28	1,065.00
毛利率 (%)	32.89%	35.80%	38.08%	37.73%	38.13%	38.64%	39.62%	40.15%	40.27%
1.1 经管图书出版与发行									
收入		161.93	215.79	273.72	288.53	452.79	588.63	771.10	1025.56
YOY			33.26%	26.85%	5.41%	56.93%	30.00%	31.00%	33.00%
占图书出版收入比例		42.55%	42.02%	38.21%	29.90%	35.42%	36.55%	37.65%	38.78%
占总收入比例	0.00%	26.11%	28.47%	28.01%	22.69%	27.71%	29.81%	31.02%	32.26%
成本		102.64	126.02	156.97	156.54	259.21	334.38	428.01	564.97
YOY			22.8%	24.6%	-0.3%	65.6%	29.0%	28.0%	32.0%
毛利		59.29	89.77	116.75	131.99	193.58	254.25	343.09	460.59
毛利率 (%)		36.61%	41.60%	42.65%	45.75%	42.75%	43.19%	44.49%	44.91%
1.2 社科图书出版与发行									
收入		125.39	164.46	219.48	339.22	415.41	498.49	603.18	735.87
YOY			31.16%	33.45%	54.56%	22.46%	20.00%	21.00%	22.00%
占图书出版收入比例		32.95%	32.02%	30.64%	35.15%	32.49%	30.96%	29.45%	27.83%
占总收入比例		20.22%	21.70%	22.46%	26.68%	25.42%	25.24%	24.27%	23.15%
成本		82.12	104.54	138.02	209.24	258.68	310.42	378.71	467.70
YOY			27.3%	32.0%	51.6%	23.6%	20.0%	22.0%	23.5%
毛利		43.27	59.92	81.46	129.98	156.73	188.08	224.47	268.17
毛利率 (%)		34.51%	36.43%	37.11%	38.32%	37.73%	37.73%	37.21%	36.44%
经管+社科类合计收入		287.32	380.25	493.20	627.75	868.20	1087.12	1374.28	1761.44
经管+社科类合计收入占公司图书出版收入比例		75.50%	74.04%	68.84%	65.05%	67.91%	67.51%	67.10%	66.60%

年度	中国图书零售市场(亿元)	中国图书零售市场同比增速	线下图书零售额(亿元)	线上图书零售市场(亿元)	线上渠道同比增速	线下图书零售同比增速	少儿图书(亿元)	少儿图书占比	少儿图书同比增速	中信出版占总图书零售比例	中信出版码洋(亿元)	中信出版(图书)收入(亿元)	中信出版图书收入占码洋比例
2010	369		319	50									
2011	428	15.99%	338	90	80.00%	5.96%	89.70	20.96%					
2012	465	8.64%	335	130	44.44%	-0.89%	93.93	20.20%	4.71%				
2013	500	7.53%	330	170	30.77%	-1.49%	100.15	20.03%	6.63%			3.1095	
2014	553	10.60%	343	210	23.53%	3.94%	110.38	19.96%	10.21%			3.8054	
2015	624	12.84%	344	280	33.33%	0.29%	126.05	20.20%	15.63%			5.1358	
2016	701	12.34%	336	365	30.36%	-2.33%	163.26	23.29%	28.84%			7.1641	
2017	803	14.55%	344	459	25.75%	2.38%	197.86	24.64%	21.18%	2.37%	19.03	9.65	51%
2018	894	11.33%	321	573	24.84%	-6.69%	226.49	25.33%	14.47%	2.47%	22.08	12.78	58%
2019e	983.4	10.0%								2.50%	24.59	16.10	66%
2020e	1091.6	11.0%								2.68%	29.25	20.48	70%
2021e	1217.1	11.5%								2.80%	34.08	26.44	78%
2022e	1361.9	11.9%								2.90%	39.50	30.81	78%

资料来源：中信出版招股书、wind、开卷、国海证券研究所整理

如上图，我们预计 2019-2021 年中信出版的图书业务收入预计分别为 16.1 亿元/20.48 亿元/26.44 亿元，如下图，我们将图书收入划分三大主要类别，分类看，预计中信出版社的经管类收入分别为 5.89 亿元/7.71 亿元/10.26 亿元(占公司总图书收入比例分别为 37%/38%/39%)；社科类图书收入预计分别为 4.98 亿元/6.03 亿元/7.36 亿元(占公司总图书收入比例分别为 31%/29%/28%)；中信出版少儿收入预计分别为 3.22 亿元/4.48 亿元/6.27 亿元(占公司总图书收入比例分别为 20%/21.9%/23.7%)。

表 11：2016-2021 年中信出版图书部分经管、社科、少儿三大类码洋、收入及占比(含预测)

年度	中信出版经管类码洋(亿元)	中信出版经管类收入(亿元)	中信出版经管类图书收入占码洋比例	经管类收入占总图书出版收入	中信出版社社科类码洋(亿元)	中信出版社社科类收入(亿元)	中信出版社社科类图书收入占码洋比例	社科类收入占总图书出版收入	中信出版少儿类码洋(亿元)	中信出版少儿类收入(亿元)	中信出版少儿类图书收入占码洋比例
2016	5.69	2.74	48%	38%	4.52	2.19	49%	31%	1.49	0.71	47%
2017	5.68	2.89	51%	30%	6.77	3.39	50%	35%	3.78	1.59	42%
2018	8.67	4.53	52%	35%	8.11	4.15	51%	33%	5.22	2.30	44%
2019e	11.54	5.89	51%	37%	9.97	4.98	50%	31%	7.86	3.22	41%
2020e	15.12	7.71	51%	38%	12.06	6.03	50%	29%	10.93	4.48	41%
2021e	19.72	10.26	52%	39%	14.72	7.36	50%	28%	15.30	6.27	41%

资料来源：中信出版招股书、wind、开卷、国海证券研究所整理

表 12: 2013-2021 年中信出版图书中经管、社科码洋、收入及占比 (含预测)

中信出版300788主要业务 (人民币百万)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1.图书出版 (最主要收入)									
收入	310.95	380.54	513.58	716.41	965.09	1,278.40	1,610.33	2,048.04	2,644.62
YOY		22.38%	34.96%	39.49%	34.71%	32.46%	25.96%	27.18%	29.13%
占总收入比例	56.71%	61.36%	67.76%	73.32%	75.91%	78.23%	81.54%	82.40%	83.20%
成本	208.67	244.31	317.99	446.13	597.12	784.49	972.27	1,225.77	1,579.62
YOY		17.08%	30.16%	40.30%	33.84%	31.38%	23.94%	26.07%	28.87%
毛利	102.28	136.23	195.59	270.28	367.97	493.91	638.06	822.28	1,065.00
毛利率 (%)	32.89%	35.80%	38.08%	37.73%	38.13%	38.64%	39.62%	40.15%	40.27%
1.1 经管图书出版与发行									
收入		161.93	215.79	273.72	288.53	452.79	588.63	771.10	1025.56
YOY			33.26%	26.85%	5.41%	56.93%	30.00%	31.00%	33.00%
占图书出版收入比例		42.55%	42.02%	38.21%	29.90%	35.42%	36.55%	37.65%	38.78%
占总收入比例	0.00%	26.11%	28.47%	28.01%	22.69%	27.71%	29.81%	31.02%	32.26%
成本		102.64	126.02	156.97	156.54	259.21	334.38	428.01	564.97
YOY			22.8%	24.6%	-0.3%	65.6%	29.0%	28.0%	32.0%
毛利		59.29	89.77	116.75	131.99	193.58	254.25	343.09	460.59
毛利率 (%)		36.61%	41.60%	42.65%	45.75%	42.75%	43.19%	44.49%	44.91%
1.2 社科图书出版与发行									
收入		125.39	164.46	219.48	339.22	415.41	498.49	603.18	735.87
YOY			31.16%	33.45%	54.56%	22.46%	20.00%	21.00%	22.00%
占图书出版收入比例		32.95%	32.02%	30.64%	35.15%	32.49%	30.96%	29.45%	27.83%
占总收入比例		20.22%	21.70%	22.46%	26.68%	25.42%	25.24%	24.27%	23.15%
成本		82.12	104.54	138.02	209.24	258.68	310.42	378.71	467.70
YOY			27.3%	32.0%	51.6%	23.6%	20.0%	22.0%	23.5%
毛利		43.27	59.92	81.46	129.98	156.73	188.08	224.47	268.17
毛利率 (%)		34.51%	36.43%	37.11%	38.32%	37.73%	37.73%	37.21%	36.44%
经管+社科类合计收入		287.32	380.25	493.20	627.75	868.20	1087.12	1374.28	1761.44
经管+社科类合计收入占公司图书出版收入比例		75.50%	74.04%	68.84%	65.05%	67.91%	67.51%	67.10%	66.60%

资料来源: 中信出版招股书、wind、开卷、国海证券研究所整理

2、中信出版的书店零售部分:

我们取台湾诚品书店的线下书店与零售的销售净利润率来做参考值,因为成立于2005年的台湾诚品书店(诚品生活股份有限公司)是以文化创意为发展根基,坚持连锁而不复制的经营模式,首创规模化的线下书店零售与体验经济相结合的模式,且打造出具有品牌标识的头部企业,2014-2017年诚品生活(2926.TWO台湾诚品书店)的专柜销货收入占比73%/71%/75%/72%,其销售净利润率分别为10.5%/10.8%/9.9%/9.9%,四年均值为10.25%;

同时,以新华文轩为例,公司在2018年“振兴实体书店”背景下打造“文选BOOKS”,在北京及四川等地部署200余家智能书店实现销售6.62亿元,同比增加8.06%,我们也看到新华文轩(四川代表)2016-2018年销售净利润分别为9.91%/12.48%/11.32%;南方传媒(广东代表)借助线下广东新华发行集团旗下书店的渠道,2016-2018年南方传媒的销售净利润率分别为10.22%/12.37%/11.84%,通过将行业内三家的线下具有代表性的书店品牌企业的经营数字进行梳理,我们假设取书店零售行业的净利润率约为10%,中信出版的书店零售业务的净利润在2019-2021年分别为0.41亿元/0.48亿元/0.58亿元,增速分别为2%/18%/19%,PE取10倍(三年平均增速13%),对应的中信出版的书店零售及增值业务的市值2019-2021年分别为4.09亿/4.85亿/5.77亿,进而两部分主业合计的市值2019-2021年分别为59亿元/74亿元/95亿元。

表 13: 2016-2022 年中信出版图书及书店业务收入及盈利预测

	1、中信出版图书业务收入(亿元)	中信出版图书业务净利润(亿元)	中信出版图书业务净利润同比增速	中信出版图书业务市值(亿元)按平均26倍PE	2、中信出版书店零售业务收入(亿元)	中信出版书店零售业务净利润(亿元)	中信出版书店零售业务净利润同比增速	中信出版书店零售业务市值(亿元)按平均10倍PE	两部分主业市值合计(含预测)(亿元)	中信出版利润合计(亿元)	中信出版总利润同比增速	中信出版图书收入占总收入比例	中信出版书店收入占总收入比例	中信出版图书利润占比
2016	7.16	0.93		24.21	3.08	0.33		3.29	28	1.26		70.0%	30.0%	74%
2017	9.65	1.25	35%	32.62	3.38	0.56	70%	5.59	38	1.81	44%	74.1%	25.9%	69%
2018	12.78	1.66	32%	43.20	4.02	0.40	-28%	4.02	47	2.06	14%	76.1%	23.9%	81%
2019e	16.10	2.09	26%	54.43	4.09	0.41	2%	4.09	59	2.50	21%	79.7%	20.3%	84%
2020e	20.48	2.66	27%	69.22	4.85	0.48	18%	4.85	74	3.15	26%	80.9%	19.1%	85%
2021e	26.44	3.44	29%	89.35	5.77	0.58	19%	5.77	95	4.01	28%	82.1%	17.9%	86%
2022e	30.81	4.00	17%	104.13	6.63	0.66	15%	6.63	111	4.67	16%	82.3%	17.7%	86%
	2019-2022年净利润率假设				2019-2022年净利润率									
	图书出版发行 13%				图书零售 10%									

同行业对比	销售毛利率%					销售净利率%				
	中信出版	新经典	中南传媒	凤凰传媒	南方传媒	中信出版	新经典	中南传媒	凤凰传媒	南方传媒
2013-12-31	46.68	31.76	39.24	37.82	27.69	5.87	12.78	14.09	12.84	7.77
2014-12-31	47.18	29.06	40.67	36.75	28.14	10.57	12.72	16.91	12.82	7.96
2015-12-31	47.11	31.23	41.10	37.99	30.28	13.23	15.49	17.64	11.49	9.77
2016-12-31	43.45	36.60	41.08	38.70	29.48	13.14	18.42	17.11	11.47	10.22
2017-12-31	40.64	43.70	38.96	37.81	30.68	14.72	25.36	15.57	10.95	12.37
2018-12-31	40.57	46.33	38.72	36.30	31.51	12.01	26.58	14.32	11.79	11.84

资料来源: wind、中信出版招股书、开卷、国海证券研究所整理

3.3.2、中信出版 2019 年第二季度归母净利润增速 29%

据中信出版招股书显示, 2019 年一季度公司净利润、归属于母公司股东的净利润及扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润较 2018 年同期下降, 主要原因是发挥国有文化企业的优势, 将社会效益放在首位, 从 2019 年初全面梳理出版计划、重新配备出版资源, 安排社会效益高图书优先出版, 部分图书延迟到一季度末或二季度出版; (2) 控股子公司中信楷岚 CFA、FRM 等教材业务受完稿时间延迟和进口报关时间延后的影响, CFA 等财经图书销售及其配套在线产品等的销售延迟, 版权收入较去年同期下降较多; (3) 书店零售板块新开门店的影响, 使得 2019 年一季度本公司销售费用较 2018 年同期增长较快。但, 2019 年二季度中信出版预计归母净利润增速达到 29%。

表 14: 2018-2019 年单季度中信出版营收、归母净利润的同比及环比

中信出版300788	营业收入(亿元)	营收环比增速	同比增速	归属于发行人股东净利润(亿元)	归母净利润环比增速	归母净利润同比增速	扣非后净利润	扣非后净利润环比增速	扣非后净利润同比增速
2018年一季度	3.85			0.64			0.63		
2018年二季度	3.72	-3%		0.52	-19%		0.44	-30%	
2018中报	7.57			1.15			1.07		
2018年三季度	3.50	-6%		0.29	-44%		0.28	-35%	
2018年四季度	5.27	51%		0.62	116%		0.51	81%	
年化	16.34			2.07			1.86		
2019年一季度	3.90	-26%	1.1%	0.57	-9%	-11%	0.56	10%	-10%
2019年二季度	4.44	14%	19%	0.59	3%	14%	0.56	0.22%	29%
2019中报	8.33		10%	1.16			1.1		5.8%

资料来源：wind、中信出版招股书、国海证券研究所整理

基于审慎、客观原则，我们认为，2019年上半年实体书店行业角度已出现下滑态势，2015-2018年中信书店总资产分别为1.47/1.72/1.87/2.23亿元，营收总收入2.44（租金占比6%）/3.67/3.06/4亿元，净利润分别为125.37万元/237.98万元/-2095.41万元/-2953万元，2017-2018年中信出版的书店已亏损，若公司在2019年其书店零售未扭亏下，我们剔除线下书店业务后，预计中信出版2019-2021的市值分别为**54亿/69亿/89亿**，即使短期亏损，但我们仍看好其线下零售渠道助力公司品牌营销。

4、新经典的独守经典之道：老书细水长流+新书看点可期

我们在2017年8月报告《新经典的匠人精神助推主业稳步增长》，2018年12月我们发布《复盘2017-2018年为什么2019年仍看好》，我们指出大众出版的上游有较大投资性价比（上游，图书策划环节包括内容生产、内容策划。主要包括作者和图书策划机构，在其过程中，内容策划业务包括“选题—策划—编辑—制作”四个具体环节，市场参与主体包括两类：一类为民营图书公司、独立工作室及个人，结合市场需求进行内容开发、创作，为出版社提供内容服务；另一类为出版社通过策划、编辑团队进行自主的内容开发制作），而新经典即具备了上游的内容策划环节。

上游的壁垒主要体现在优质内容的创作、优秀作者的发掘能力，如新经典，初期市场格局较为分散但伴随优质图书版权成本提升，经典作家作品版权为存量市场，先进入者有先发优势。中游主要为政策壁垒，出版社仍然为国家管控行业，因此出版资源仍然供给不平衡且需满足相关出版社的审核要求；下游壁垒主要为用户壁垒，即其渠道越强或掌握越多的读者，其议价能力便越强。总体来看，我们认为出版行业中大众出版的上游有较大的投资性价比，以及头部网络书店渠道（目前已基本形成综合型电商平台）具有较大的优势。

4.1、新经典：打造产品的长生命周期，竞争优势在于“精品化”战略

新经典文化股份有限公司成立于2009年8月，主要从事图书策划与发行、图书分销、数字图书等业务。内容端，主要专注于文学、少儿等大众图书领域的内容策划与发行，推出经典的《窗边的小豆豆》、《百年孤独》、《撒哈拉的故事》、《倾城之恋》、《解忧杂货店》等一系列有市场影响力的作品。作为读者与作家的桥梁，新经典立足全球视角挖掘世界优质内容，打造“畅销与长销”精品图书作品，2011年公司首次将马尔克斯的《百年孤独》正式版引入中国六年累计单本发行超过600万册。同时，数字图书部分公司2012年设立数字图书部分，积极储备优质电子版权，与当当读书、掌阅等主流数字阅读平台建立了稳固合作关系。渠道端，公司取得图书总发行资质，线上渠道当当网、京东等，2018年8月线上渠道新

增天猫；线下部分为新华书店系统以及民营图书分销商。

● **文学与少儿细分领域的已经建立新经典自有品牌属性。**

新经典自有版权图书策划与发行收入从2012年的2亿元增加至2017年6.94亿元（增速从2013年的21.5%增加至2017年的38%），五年复合增速28%，其中文学类收入从2012年的1.3亿元增加至2017年的5.05亿元（增速从2013年的20.8%增加至2017年的46%），五年复合增速31%，少儿类收入从2012年的0.43亿元增加至2017年的1.33亿元，五年复合增速25%。

● **调结构，再发展**

为进一步整合公司优质资源继续提升内容创意核心业务竞争优势、增强盈利能力，公司对发展战略进行相应调整，进一步增加内容创意业务的投入，同时减少对图书分销业务的投入，2015年公司将南京分销公司60%股权、2016年将西安分销公司60%股权、重庆分销公司56.53%股权、湖北分销公司56.47%股权、河南分销公司60%股权、北京分销公司80%股权等进行转让，进而公司总营业收入自2014年的70.29%增速下滑至2017年的10.67%，2015-2017年公司总营收的增速下滑主要由于主动收缩低毛利率的图书分销业务所致，而非公司经营能力的下滑，2018年中报公司图书分销业务收入已经收缩至0.2亿元，同比减少70.15%，图书分销业务的主动收缩带来的收入减少在2019年已企稳。

● **新作品，再亮剑**

2019年4月新经典推出麦家的《人生海海》两个月销售60万册，销售5万以上就是畅销标准，公司更注重作品的市场价值，立足读者需求，市场化程度更高；与其他图书公司相比，公司较少涉足网络文学等轻阅读，专注中外经典图书作品，出发点是打造产品的长生命周期，竞争优势在于“精品化”战略。公司作为优质民营图书企业机制灵活，在图书策划与发行成熟的经验下具备了持续挖掘优质内容的能力，继东野圭吾后，2019年4月推出麦家新书《人生海海》，上线两个月销售达到60万册，销售5万以上就是畅销标准，预计《人生海海》已有望从畅销书步入“长销书”之列；同时，我们也看到新经典年报中预付版税近1亿元，凸显新经典对后续图书销售的信心。

表 15: 2018-2019 年 1-5 月新经典开卷上榜图书名次情况

【Sealand 国海传媒】2018Q1 VS 2019Q1 新经典开卷图书排名	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2018Q1 VS 2019Q1	2018年4月	2018年5月	2019年4月	2019年5月
虚构类											
解忧杂货店	1	1	3	11	9	10	排名下滑	2	2	7	9
平凡的世界(全三册)	16	17	16	7	8	13	排名上升	12	17	16	8
嫌疑人X的献身	17	19	17	25	24	21	排名下滑	16	18	5	24
白夜行(2017版)	20	18	19	20	18	15	排名上升	14	15	10	15
百年孤独(50周年纪念版)	21	24	11	21	17	16	排名上升	4	10	9	17
恶意(2016版)	22	26	20	30	26	22	排名下滑	24	16	18	23
活着	25	22	26	18	11	12	排名上升	8	8	17	11
骆驼祥子	28	5	24	26	无	无	排名下滑	无	无	无	无
假面山庄	29	无	无	无	无	无	排名下滑	无	无	无	无
霍乱时期的爱情(2015精装版)	无	29	18	29	28	26	排名下滑	18	30	15	无
平凡的世界(普及本)	无	27	无	16	22	无	排名上升	无	无	无	无
放学后(2017版)	无	无	无	无	无	25	排名上升	27	无	24	无
新参者	无	无	无	无	无	30	排名上升	无	无	无	无
人生海海	无	无	无	无	无	无	无变化	无	无	21	18
人生	无	无	无	无	无	无	无变化	无	无	29	无
非虚构类											
撒哈拉的故事	20	14	22	30	29	29	排名下滑	21	25	无	无
一只特立独行的猪	26	无	无	无	无	无	排名下滑	17	23	无	无
偶遇	28	无	无	无	无	无	排名下滑	无	无	无	无
人生最美是清欢	无	无	无	无	23	无	排名上升	无	无	无	无
少儿类											
窗边的小豆豆	1	1	1	5	无	无	两个版本分开统计，合计销量趋势未知	7	5	无	
窗边的小豆豆(2018版)	无	无	无	无	2	5		无	无	4	5

资料来源：开卷、国海证券研究所

4.2、新经典(603096)估值角度看：DCF

鉴于新经典打造“畅销与长销”精品图书作品，其少儿与文学部分图书上市日期可追溯至 2003 年/2004 年/2008 年，其长销书已销售超过 10 年，进而，我们用 DCF 估值角度看，2012-2018 年新经典的归母净利润过去五年从 0.6 亿元增加至 2.41 亿元，复合增速为 32%，我们将其合理增长率设为 10%/15%，第 11 年以后增长率为 5%，贴现率分别设为 9%，由于 2017-2018 年扣非净利润约分别 2 亿元，进而自由现金流取 2 亿元，我们预计新经典 10 年后的永续现值分别为 79 亿元（悲观）至 118 亿元（中性）。

表 16: 新经典少儿与文学中自有版权独家发行畅销书代表 (长生命周期销售超过 10 年)

新经典推出的自有版权+非自有版权 (独家发行)									
上市时间	图书	CIP	ISBN	版次	售价 (元)	销售量 (万本)	实洋 (万元)	占总码洋比	
儿童绘本	2004/6/1	《可爱的鼠小弟》 绘本	2005029975 2013128791	97875442309029787544265266	2005年10月第1版; 2009年6月第8次印刷 2013年8月第1版; 2017年3月第8次印刷	138.0	883.09	121866.42	
	2003/1/1	《窗边的小豆豆》		9787544250580.00	2003年1月第1版 2011年1月第2版; 2017年6月第143次印刷	25.0	966.31	24157.75	
							累计儿童绘本合计码洋及占总码洋比例	146024.17	40.51%
文学作品	2014/5/1	《解忧杂货店》	2014061528	7544270874, 9787544270878	2014年5月第1版; 2014年6月第2次印刷	39.5	396	15642	
	2008/9/1	《白夜行》	2012041482	9787544258609, 7544258602	2008年9月第1版 2013年1月第2版; 2016年11月第69次印刷	29.8	311	9267.8	
	(2017年版)	《白夜行》		9787544291163.00	2017年7月第1版	39.5			
	2009/2/1	《平凡的世界》			2009年1月第1版 2013年5月第2版	28.0	1206.03	33768.84	
	2011/6/1	《百年孤独》	2011050284	9787544253994, 7509535972, 7544253996	2011年6月第1版第1次印刷	39.5	529	20895.5	
							累计国内外文学作品合计码洋及占畅销书总码洋比例 头部作品合计码洋 (万元)	79574.14 225598.31	22.08% 63%

资料来源: 新经典招股书、豆瓣读书、国海证券研究所

表 17: 新经典 DCF 估值模型下 10%/15%增速下的估值假设

新经典603096	DCF计算 内在价 值	由于2017-2018年扣非净利润 约分别2亿元，进而自由现金 流取2		新经典603096	DCF计算内在价 值	由于2017-2018年扣非 净利润约分别2亿元， 进而自由现金流取2	
	假设未来10年的10%增速				假设未来10年的15%增速		
	增长率	自由现金流 (亿元)	贴现率		增长率	自由现金 流(亿 元)	贴现率
(0) 2018	10%	2	9.00%	(0) 2018	15%	2	9.00%
(1) 2019	10%	2.20	2.02	(1) 2019	15%	2.30	2.11
(2) 2020	10%	2.42	2.88	(2) 2020	15%	2.65	3.14
(3) 2021	10%	2.66	2.06	(3) 2021	15%	3.04	2.35
(4) 2022	10%	2.93	2.07	(4) 2022	15%	3.50	2.48
(5) 2023	10%	3.22	2.09	(5) 2023	15%	4.02	2.61
(6) 2024	10%	3.54	2.11	(6) 2024	15%	4.63	2.76
(7) 2025	10%	3.90	2.13	(7) 2025	15%	5.32	2.91
(8) 2026	10%	4.29	2.15	(8) 2026	15%	6.12	3.07
(9) 2027	10%	4.72	2.17	(9) 2027	15%	7.04	3.24
(10) 2028	10%	5.19	2.19	(10) 2028	15%	8.09	3.42
2029年以后	5%	148.43	57.52	2029年以后	5%	231.51	89.72
总计			79	总计			118

资料来源: wind、国海证券研究所

5、图书消费行业新媒介下的新增量

5.1、国内看：图书带热读书节目 节目共鸣度深下观众 忠诚度高

从央视到地方，全民学习热度下均在尝试从文化类节目中寻找突破口，进而出现了诗歌、朗诵、读书类相关文化读书节目。央视端的《朗读者》，卫视端的江苏卫视《一本好书》、黑龙江卫视的《见字如面》，视频端，梁文道的读书节目《一千零一夜》在优酷独播，传统主流媒体与新媒体均在读书类节目中摸索创新的表现手法，《朗读者》第二季共十二期，每期收视率均保持在同时段排名前三，其中，共七期节目稳居同时段收视第一，其节目关注度及收视结果也凸显了观众对其模式的认可。

图 19: 2018 年 5-8 月各频道及节目收视率情况

第二季第一期			第二季第二期			第二季第三期			
项次	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率
1	中央五套	现场直播-世乒赛团体赛女团决赛	4.16	中央四套	海峡两岸(2030)	3.02	中央一套	朗读者	3.27
2	湖南卫视	快乐大本营	3.33	湖南卫视	快乐大本营	2.92	中央四套	海峡两岸(2030)	3.17
3	中央一套	朗读者	3.10	中央一套	朗读者	2.85	湖南卫视	快乐大本营	3.01
第二季第四期			第二季第五期			第二季第六期			
项次	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率
1	中央一套	朗读者	3.11	中央四套	海峡两岸(2030)	3.09	中央五套	2018年俄罗斯世界杯阿根廷-冰岛	9.00
2	中央四套	海峡两岸(2030)	2.99	中央一套	朗读者	3.04	中央一套	朗读者	2.75
3	湖南卫视	快乐大本营	2.78	湖南卫视	快乐大本营	2.54	中央八套	初婚	2.69
第二季第七期			第二季第八期			第二季第九期			
项次	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率
1	中央五套	2018年俄罗斯世界杯比利时-突尼斯	7.68	中央一套	朗读者	3.30	中央一套	朗读者	3.35
2	中央一套	朗读者	2.69	中央四套	海峡两岸(2030)	2.69	中央四套	海峡两岸(2030)	2.78
3	湖南卫视	快乐大本营	2.25	湖南卫视	快乐大本营	2.51	湖南卫视	快乐大本营	2.40
第二季第十期			第二季第十一期			第二季第十二期			
项次	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率	频道	节目主要描述	收视率
1	中央一套	朗读者	3.31	中央一套	朗读者	3.16	中央一套	朗读者	3.55
2	湖南卫视	快乐大本营	2.73	湖南卫视	快乐大本营	2.65	湖南卫视	快乐大本营	2.71
3	中央四套	海峡两岸(2030)	2.60	中央四套	海峡两岸(2030)	2.35	中央四套	海峡两岸(2030)	2.64

资料来源: 尼尔森、国海证券研究所

*数据区间: 2018 年 5-8 月

在当下综艺节目努力希望通过创新方式留存用户时, 读书类静态节目在动态热闹节目中脱颖而出, 在图书原有粉丝之外, 读书类节目的收视粘性相对较高。读书类文化节目, 基于对书本深度解读, 更易与观众产生较多情感和思想共鸣, 也更能让观众“念念不忘”。比如, 江苏卫视《一本好书》多期节目的观众收视忠诚度和总体忠诚度均具有代表性。如下图, 尼尔森网联海量融源收视率(全国网)数据显示, 《一本好书》每期中重度观众占比均达到九成以上, 凸显其观众粘性相对较高。

图 20: 2019 年 3-4 月《一本好书》观众忠诚度情况



资料来源: 尼尔森、国海证券研究所

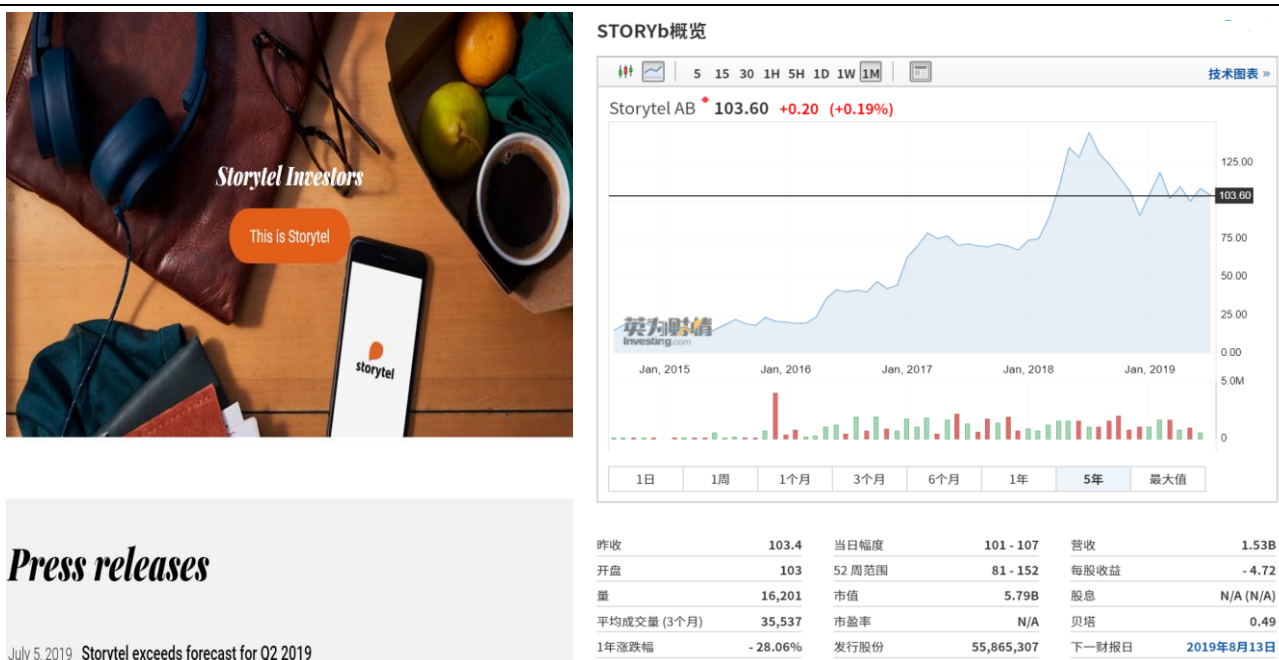
*数据区间：2019年3-4月 22: 24: 00

在卫视与视频端均在努力获取用户关注度及粘性时，内容的传创新性也成为各家关注点，作为文化节目分支的读书类节目，观众在学习提高的同时也获得放松娱乐的平衡，通过新媒介的诠释也为用户反向购买图书带来图书行业的增量。

5.2、国外看：瑞典 Storytel 有声书流媒体 图书出版+流媒体

Storytel 成立于 2005 年的瑞典，与 Massolit F rettsgrupp 合并后在 2015 年登陆股票市场 AKTietorget（类似中国新板的证券交易市场，专为小型且具备成长性企业设立的交易市场），2018 年年报每股收益-4.72 瑞典克朗，亏损下最新市值仍达到 57.8 亿瑞典克朗，凸显市场对其商业模式的认可。Storytel 主要由两部分业务构成，出版与流媒体，其电子书流媒体业务是基于订阅的服务也类似于音乐流媒体 Spotify，Storytel 的流媒体主要是提供有声读物及电子书，业务主要覆盖在瑞典、丹麦、芬兰、挪威、俄罗斯、西班牙、印度等地。2017 年 3 月 Storytel 收购丹麦人民出版社进而强化其出版部门职能，并可优先出版其有声读物帮助出版社探索新市场寻找合适读者，同时，将有声第五与实体书同步出版扩大双方影响力，同时借助丹麦的再版图书带来 Storytel 新选题的增量。

图 21: Storytel 的官网（左）、Storytel 的五年股票走势（右）



资料来源：Storytel 官网截图、investor 英为财经、国海证券研究所

Storytel 在 2019 年 7 月发布二季度财报，2019 年第二季度公司拥有 88.75 万付费用户，较一季度新增 5.32 万用户，进一步巩固其在北欧地区的图书流媒体服务。收入端，2019 年第二季度 Storytel 的流媒体收入 320 MSEK（瑞典克朗），格式每年收入增加 37%。2018 年年底 Storytel 推出家庭订阅服务带来用户增量。Storytel 拟在 2019 年登陆巴西或者韩国资本市场。

表 18: 2019 年第二季度 Storytel 财务数据

Key performance indicators for Storytel Streaming

Currency: thousand SEK	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q2 2019
Streaming Total						Forecast	Actual
Revenue	222,133	239,139	279,979	291,315	295,994	313,000	320,034
Contribution Profit ¹	24,079	25,045	22,063	30,444	31,372		
Contribution Margin	10.8%	10.5%	7.9%	10.5%	10.6%		
Paying Subscribers	577,900	621,200	720,900	768,700	834,300	880,000	887,500
ARPU ² (SEK/Month)	128	128	129	126	118	119	120
Streaming Nordic³							
Revenue	205,987	218,714	253,081	259,256	258,288	270,000	276,347
Contribution Profit	56,584	57,986	62,327	82,645	75,329		
Contribution Margin	27.5%	26.5%	24.6%	31.9%	29.2%		
Paying Subscribers	503,200	530,200	595,400	616,300	645,500	660,000	669,200
ARPU (SEK/Month)	136	138	142	140	133	136	138
Streaming Non-Nordic							
Revenue	16,146	20,424	26,898	32,059	37,706	43,000	43,687
Contribution Profit	-32,505	-32,941	-40,264	-52,200	-43,957		
Contribution Margin	-201.3%	-161.3%	-149.7%	-162.8%	-116.6%		
Paying Subscribers	74,700	91,000	125,500	152,400	188,800	220,000	218,300
ARPU (SEK/Month)	72	75	71	70	67	65	67

资料来源: Storytel 官网、国海证券研究所整理

Storytel 的出版业务通过 Norstedts、Massolit、StorySide、Printz 出版、People's Press、Rabén& Sjgren、B.Wahlströms 和 Norstedts Kartor 出版社开展。自 2019 年 1 月起, 订阅的报纸和杂志的数字阅读流媒体服务, 成为 Storytel 的一部分。

全球看, 近三年看图书行业增速中有声读物已成为出版业增长的发动机, 从美国、德国、英国的图书行业数据显示, 数字图书中下载音频图书增速拉动数字图书收入增速。同时, 国内的得到、中信书院为代表的专业有声书及电子书 app 也取得用户及资本的认可, 面对新媒介的分流用户注意力, 借助纸质图书出版社挖掘内容的能力叠加新媒介的传播能力, 有望带来图书内容消费新增量。

6、行业评级及投资策略

给予行业“推荐”评级。从对比中外图书行业数据到其单个公司的财务数据、市值、估值及战略发展路径，我们可以看出，一方面，从行业角度，美国、英国等国的图书行业角度显示近三年来其图书行业增速中大众类图书仍较为稳定，其中下载音频已成为出版业增长的发动机，新崛起公司如从事图书流媒体的 Storytel 在利润亏损下其市值增加至 57.8 亿瑞典克朗，凸显其商业模式被市场认可，面对新媒介分流用户注意力维度下，借助纸质图书出版社挖掘内容的能力叠加新媒介的传播能力，有望带来图书内容消费新增量；

一方面，从公司角度，巴诺书店拟被收购凸显规模化是可行之道，拥有线上与线下书店的巴诺书店拟被收购，其收购方 Elliot Management Fund 为 Waterstone 的控股股东 Waterstone（水石书店）目前拥有 283 家书店遍及爱尔兰、荷兰、比利时等地，Elliot Management Fund 将水石书店打造成年收入超 4 亿英镑，也是英国连锁书店冠军企业，该事件凸显出规模化叠加专业运营是可行之道；News Corporation 集团旗下的图书出版(Harper Collins) 2019 年一季度营业收入 4.21 亿美元，同比增加 5.8%，其图书出版收入增加的主要原因是基督教类图书的销售强劲，凸显出善于某一细分领域图书的企业仍可带来强劲增量空间。

回看国内，中信出版、新经典均从事大众类图书，但其战略布局、运营方式、内容挖掘、渠道布局、品牌定位均有所差异，但核心是挖掘优质内容的能力并将其持续的运营的能力。我们看好中信出版（300788）积极探索从传统图书出版向新媒体业态读者经营的方向进行战略转型，并开发数字出版、音频产品等 IP 内容运营，为公司的规模化经营、跨越式发展、指数级增长奠定坚实基础；我们也看好新经典（603096）在图书细分的文学与少儿领域已成功推出多部长销作品，新经典出发点是打造产品的长生命周期（长生命周期产品利于潜在稳定现金流的发展），竞争优势在于“精品化”战略，同时，新经典作为优质民营图书企业机制灵活，在图书策划与发行成熟的经验下具备了持续挖掘优质内容的能力。

重点公司 代码	股票 名称	2019-07-24 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300788.SZ	中信出版	43.56	1.45	1.31	1.66	30.04	33.25	26.24	买入
601900.SH	南方传媒	9.17	0.73	0.8	0.9	12.56	11.46	10.19	买入
603096.SH	新经典	58.71	1.78	2.08	2.55	32.98	28.23	23.02	买入
601811.SH	新华文轩	11.17	0.76	0.85	0.94	14.70	13.14	11.88	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

7、风险提示

- 1) 政策监管风险、行业竞争风险;
- 2) 新媒体冲击风险、实体书店销售码洋下降风险;
- 3) 选题及纸张涨价风险、人才流失的风险;
- 4) 知识产权保护不力及版权到期不能续约的风险、技术创新创新、书店快速扩张风险;
- 5) 新业务拓展风险、子公司门店租赁风险;
- 6) 存货及应收账款的风险、募集资金无法实现预期目标的风险;
- 7) 税收政策变动风险、宏观经济波动风险;
- 8) 中外图书行业不具有完全可比性,相关资料仅供参

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。