

平面媒体

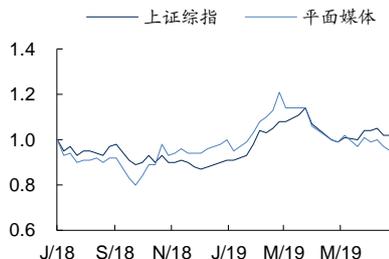
大众图书行业专题之同业对比

中性

(维持评级)

2019年08月01日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《电影市场快评: 低线观影人次下滑显著, 建议关注暑期档向上机会》——2019-07-08
 《传媒行业 2019 年中期投资策略: 底部蓄力, 推荐行业龙头及广电板块》——2019-06-25
 《广电行业专题: 康卡斯特离我们有多远?》——2019-06-14
 《海外个股财报点评: 陌陌, 营收超预期, 陌陌社交龙头地位稳固》——2019-05-31
 《2018 年及 2019Q1 互联网中概股业绩总结: 细分赛道暖春仍在, 视频及直播居前》——2019-05-28

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 侯帅楠

电话: 021-60875168
 E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

文化消费必需品, 积极关注大众图书龙头投资机会

● 大众图书行业: 文化消费必需品, 双位数增长呈现强抗周期性

2018 年中国图书零售市场码洋总额为 894 亿元, 较 2017 年增长 11.30%。全国图书零售市场规模连续五年回归双位数增长, 中观层面上来看, 我国图书阅读渗透率基本稳定, 行业增长主要由存量用户消费增长驱动, 体现大众图书消费的抗周期性; 微观层面上来看, 大众图书龙头公司也呈现出业绩增速稳健、高 ROE、高现金流、高分红率的消费行业属性。

● 新经典、中信出版、读客文化三家公司经营特色不同, 各具亮点

2018 年中信出版、新经典、读客文化码洋占有率分别为 2.47%、1.01%、0.83%, 均位居行业 TOP5。

业务层面: 1) 中信出版产品最具消费属性, 社科类图书占比高: 中信出版销量过百万册的图书以经管和社科(成功励志)类型为主(合计占比达 52%), 其图书作品紧跟时代潮流, 且受众非常大众化; 同时, 从定价和折扣方面, 中信出版定价高、价格敏感度非常低, 也展现出强“消费属性”优势。**2) 新经典产品最具“长销”属性, 高成长的少儿领域布局领先:** 新经典再版率高达 90%, 公司经典文学图书亦持续占据开卷年度榜单 TOP10 位置, 因而新经典图书最具“长销”性质。同时, 新经典在高成长的少儿领域布局领先, 成立“爱心树”单独负责公司的童书发行, 专业化运营有利于提高渠道效率, 充分享受少儿图书高成长赛道红利。**3) 读客文化品效突出, 其社科类图书“畅销”属性最为突出:** 读客文化近三年平均品种效率达到 16, 特别是公司社科类图书(2018 年社科类图书码洋占比为 33%)品种效率近三年均值高达 25。因此, 虽然新经典和中信出版头部品种上榜率均较高, 但从全部品种的品效来看, 读客文化图书更具“畅销”属性。

财务层面: 1) 中信出版在高资产周转率、高权益乘数下 ROE 始终保持领先水平, 高税率下中信毛利率在三家中最低, 中信除了享受增值税优惠政策外还享受企业所得税减免政策。**2) 新经典**在高折扣率、低版税成本下毛利率水平较高, 且伴随非自有版权业务和分销业务的退出下毛利率持续提升。**3) 读客文化**读客文化毛利率最高且保持稳定, 但经营规模较小下读客管理费用率显著高于同业。

● 投资建议: 积极关注大众图书板块投资机会

当前阶段大众图书公司陆续(拟)登陆资本市场, 回顾新经典上市以来市场表现来看, 公司历史 PE-TTM 均值为 39 倍, 最高值达 54 倍, 最高涨幅达 138%。近期“出版+大众图书”龙头中信出版以及民营大众图书公司读客文化陆续步入上市进程, 建议积极关注大众图书板块投资机会, 重点标的为中信出版、新经典。

● 风险提示: 行业监管风险、版权风险、经营不达预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(亿元) | EPS(元) | | PE | |
|-----------|------|------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 603096.SH | 新经典 | 买入 | 60.27 | 81.55 | 2.11 | 2.51 | 29 | 24 |
| 300788.SZ | 中信出版 | 买入 | 41.98 | 79.83 | 1.27 | 1.54 | 33 | 27 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 前言：优质大众图书公司陆续步入上市时代 | 5 |
| 大众图书：文化消费必需品，双位增长彰显抗周期性 | 6 |
| 行业概览：民营图书公司主导大众图书出版行业 | 6 |
| 特征 1：图书消费展现较强抗周期性 | 8 |
| 特征 2：“二八效应”放大，“畅销+长销”为王 | 9 |
| 特征 3：少儿、社科类两大细分市场成长性领先 | 10 |
| 业务深度对比：三家图书公司特色不同，各具亮点 | 12 |
| 市场地位：码洋占有率均位居前列，中信品牌优势更为突出 | 12 |
| 核心业务比较：特色不同，各具亮点 | 13 |
| 业务拓展比较：分别布局实体书店及新媒体领域 | 21 |
| 财务深度对比：高周转率+高权益乘数下中信出版 ROE 高于同业 | 23 |
| 基本财务指标分析 | 23 |
| 杜邦分析 | 26 |
| 投资建议：积极关注大众图书板块投资机会 | 28 |
| 风险提示 | 28 |
| 国信证券投资评级 | 29 |
| 分析师承诺 | 29 |
| 风险提示 | 29 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 新经典上市以来 PE-Band | 6 |
| 图 2: 国内图书出版行业参与者 | 7 |
| 图 3: 中国图书出版发行产业链 | 7 |
| 图 4: 2010-2018 中国图书零售市场总规模及增速 | 8 |
| 图 5: 图书阅读率与数字化阅读率变化 | 8 |
| 图 6: 图书零售市场增长驱动因素分解 | 8 |
| 图 7: 近五年图书零售市场增速持续高于 GDP 增速 | 9 |
| 图 8: 2018 年图书零售市场增长贡献分解 | 9 |
| 图 9: 2011-2018 动销书品种数及增速 | 10 |
| 图 10: 2011-2018 新书品种数及增速 | 10 |
| 图 11: 2014-2018 中国图书零售市场头部码洋占比情况 | 10 |
| 图 12: 2018 中国图书零售市场细分领域码洋占比情况 | 11 |
| 图 13: 国内图书行业细分市场增速比较 | 11 |
| 图 14: 2014-2018 少儿类图书在零售市场的码洋比重 | 11 |
| 图 15: 三家公司线上图书销售收入占比变化 | 13 |
| 图 16: 2016-2018 中信出版各类渠道销售收入变化 | 13 |
| 图 17: 2018Q1-2019Q1 中国图书行业细分市场增速比较 | 14 |
| 图 18: 2018 年中信出版各类图书收入分布 | 15 |
| 图 19: 2018 年读客文化各类图书码洋分布 | 15 |
| 图 20: 2018 年新经典各类图书收入分布 | 15 |
| 图 21: 总品种数量对比 | 17 |
| 图 22: 码洋品种效率对比 | 17 |
| 图 23: 新品种数量对比 | 17 |
| 图 24: 再版率对比 | 17 |
| 图 25: 平均单册码洋对比 | 18 |
| 图 26: 平均单册收入对比 | 18 |
| 图 27: 平均折扣率对比 | 18 |
| 图 28: 版税采购金额/营业收入对比 | 19 |
| 图 29: 版权成本占收入比重对比 | 19 |
| 图 30: 纸张成本占收入比重对比 | 19 |
| 图 31: 线上销售占比 | 20 |
| 图 32: 中信出版各类销售模式收入占比 | 20 |
| 图 33: 中信出版各类销售模式收入及增速 (万元) | 20 |
| 图 34: PAGEONE 北京坊店 | 22 |
| 图 35: 读客文化新媒体业务收入及增速 (万元) | 22 |
| 图 36: 2018 年读客文化各项收入分布 | 22 |
| 图 37: 2016-2018 三家公司营收 | 23 |
| 图 38: 2016-2018 三家公司归母净利润 | 23 |
| 图 39: 2016-2018 三家公司营收增速 | 23 |
| 图 40: 2016-2018 三家公司归母净利润增速 | 23 |
| 图 41: 2016-2018 三家公司净利率 | 24 |
| 图 42: 2016-2018 三家公司毛利率 | 24 |
| 图 43: 2016-2018 三家公司应收账款周转率 (倍) | 26 |
| 图 44: 2016-2018 三家公司存货周转率 (倍) | 26 |
| 图 45: 2016-2018 三家公司资产周转率 (倍) | 27 |
| 图 46: 2016-2018 三家公司权益乘数 | 27 |
| 图 47: 2016-2018 三家公司净利率 | 27 |
| 图 48: 2016-2018 三家公司 ROE | 27 |
| 表 1: 图书出版行业公司上市日期及实控人一览 | 5 |
| 表 2: 图书产业链各环节码洋分配 | 7 |
| 表 3: 图书行业前 50 单位码洋占有率 | 8 |
| 表 4: 大众图书与食品饮料行业各项财务指标对比 | 9 |
| 表 5: 2018 年码洋占有率 TOP10 | 12 |
| 表 6: 图书市场分类 | 14 |
| 表 7: 中信出版、读客文化、新经典累计销量超过百万图书类型统计 | 16 |

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 8: 中信出版各类图书的码洋品种效率..... | 17 |
| 表 9: 读客文化各类图书的码洋品种效率..... | 17 |
| 表 10: 中信书店在全国的布局情况..... | 21 |
| 表 11: 毛利率影响因素分解..... | 24 |
| 表 12: 2016-2018 三家公司期间费用..... | 25 |
| 表 13: 优惠政策比较..... | 25 |
| 表 14: 三家公司税收优惠对比..... | 26 |

前言：优质大众图书公司陆续步入上市时代

民营大众图书公司陆续登陆资本市场。早期登陆资本市场的图书出版公司以地方性教育出版公司以及报刊杂志类出版公司为主。伴随国家关于推动文化产业市场化改革，民间资本不断涌入行业，民营大众图书公司凭借机制灵活、对市场变化反应迅速，市场地位、品牌知名度和认可度不断提升；在此背景下，近年来民营大众图书公司陆续登陆资本市场。

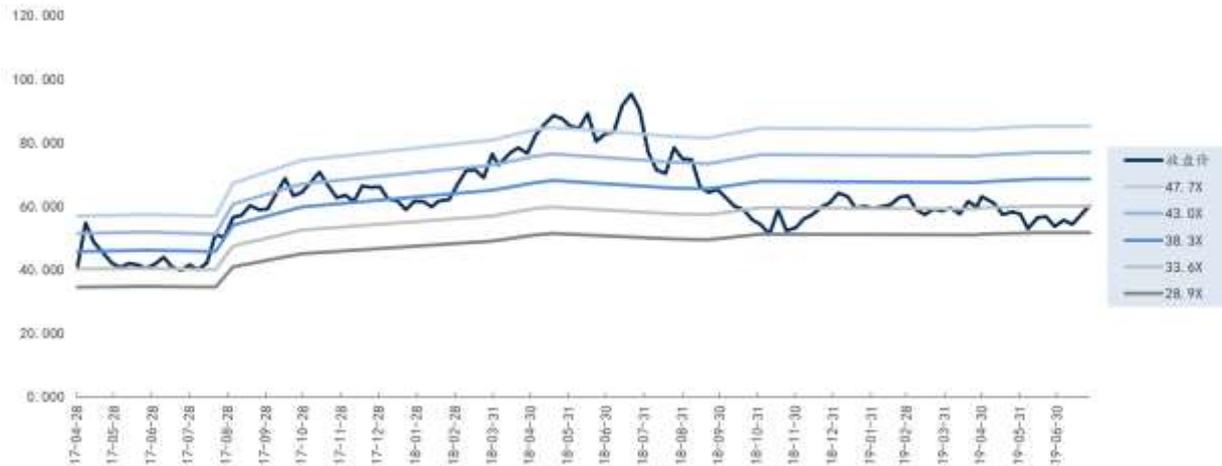
表 1：图书出版行业公司上市日期及实控人一览

| 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 | 实际控制人名称 | 实际控制人属性 | 上市板 |
|------------------|-------------|-------------------|---------------------------|-----------|--------------|
| A19347.SZ | 读客文化 | 递交上市申请 | 华楠,华彬 | 个人 | 创业板 |
| 300788.SZ | 中信出版 | 2019-07-05 | 中国中信集团有限公司 | 中央国有企业 | 创业板 |
| 601019.SH | 山东出版 | 2017-11-22 | 山东出版集团有限公司 | 地方国有企业 | 主板 |
| 300654.SZ | 世纪天鸿 | 2017-09-26 | 任志鸿 | 个人 | 创业板 |
| 601949.SH | 中国出版 | 2017-08-21 | 中华人民共和国中央人民政府 | 中央国家机关 | 主板 |
| 603096.SH | 新经典 | 2017-04-25 | 陈李平,陈明俊 | 个人 | 主板 |
| 601858.SH | 中国科传 | 2017-01-18 | 中国科学院控股有限公司 | 中央国有企业 | 主板 |
| 601811.SH | 新华文轩 | 2016-08-08 | 四川省人民政府国有资产监督管理委员会 | 地方国资委 | 主板 |
| 601900.SH | 南方传媒 | 2016-02-15 | 广东省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 603999.SH | 读者传媒 | 2015-12-10 | 甘肃省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 601928.SH | 凤凰传媒 | 2011-11-30 | 江苏省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 002599.SZ | 盛通股份 | 2011-07-15 | 栗延秋 | 个人 | 中小企业板 |
| 300148.SZ | 天舟文化 | 2010-12-15 | 肖志鸿 | 个人 | 创业板 |
| 601098.SH | 中南传媒 | 2010-10-28 | 湖南省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 601801.SH | 皖新传媒 | 2010-01-18 | 安徽省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 601999.SH | 出版传媒 | 2007-12-21 | 辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会 | 地方国资委 | 主板 |
| 002181.SZ | 粤传媒 | 2007-11-16 | 广州市国有经营性文化资产监督管理办公室 | 地方政府 | 中小企业板 |
| 600551.SH | 时代出版 | 2002-09-05 | 安徽省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 600373.SH | 中文传媒 | 2002-03-04 | 江西省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 600229.SH | 城市传媒 | 2000-03-09 | 青岛市财政局 | 地方政府 | 主板 |
| 000793.SZ | 华闻传媒 | 1997-07-29 | 和融浙联实业有限公司,中国国际广播电台 | 中央国家机关;其他 | 主板 |
| 000719.SZ | 中原传媒 | 1997-03-31 | 河南省人民政府 | 地方政府 | 主板 |
| 600757.SH | 长江传媒 | 1996-10-03 | 湖北省国有文化资产监督管理与产业发展领导小组办公室 | 地方政府 | 主板 |
| 600880.SH | 博瑞传播 | 1995-11-15 | 成都市人民政府国有资产监督管理委员会 | 地方国资委 | 主板 |
| 600825.SH | 新华传媒 | 1994-02-04 | 上海市人民政府国有资产监督管理委员会 | 地方国资委 | 主板 |
| 600633.SH | 浙数文化 | 1993-03-04 | 浙江日报报业集团 | 地方国有企业 | 主板 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

新经典作为民营大众图书龙头公司上市第一股，在上市以来市场表现优异，历史 PE-TTM 均值为 39 倍，最高值达 54 倍，最高涨幅达 138%。近期“出版+大众图书”龙头中信出版以及民营大众图书公司读客文化陆续步入上市进程，我们将深度对比分析三家公司业务和财务情况。

图 1: 新经典上市以来 PE-Band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

大众图书: 文化消费必需品, 双位增长彰显抗周期性

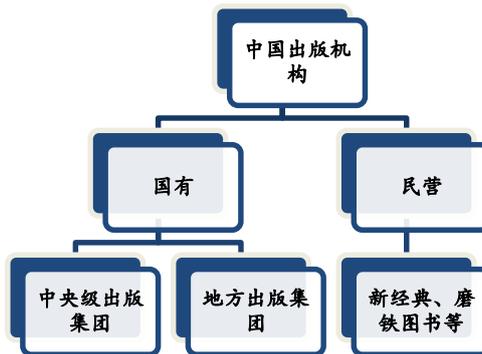
行业概览: 民营图书公司主导大众图书出版行业

全球图书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, 国内图书出版业公司主要业务领域与国际一致, 但国内出版行业又可以分为国有和民营两大类。

国有出版企业地域性特点强, 拥有教育出版领域及专业出版领域优势。教育出版中的垄断优势在于制定出版中小学教材的机构。具备较高进入门槛, 新进入者竞争较小。中央级主要有三大出版集团: 出版集团、中国教育出版集团、中国科技传媒出版集团。地方出版集团数量多, 各省均有代表性出版集团。主要公司有: 中南出版(湖南)、新华文轩(四川)、江苏凤凰出版传媒、中文传媒(江西), 时代出版(安徽)等。

民营出版企业市场敏锐度高, 擅长出版大众出版类作品, 市场格局分散。大众图书公司主要竞争优势在于优质作品策划能力, 行业内主要公司有: 新经典(已上市)、中信出版(已上市)、读客文化(已递交上市申请)、磨铁图书、博集(中南传媒持股 38.53%)等。

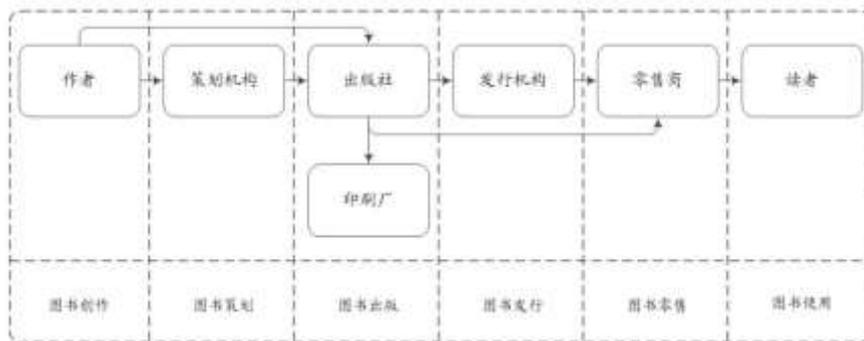
图 2: 国内图书出版行业参与者



资料来源: 国信证券经济研究所整理

出版行业产业链主要经过策划、出版印刷、发行分销、零售四个环节，主要参与方包括国有出版社（出版集团）及民营图书公司。由于国有图书出版社仍然掌控书号，因此出版印刷环节仍由国有出版社（出版集团）把控，而民营图书发行公司主要图书策划、发行分销等环节。

图 3: 中国图书出版发行产业链



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

从产业链各环节码洋分配上来看，图书策划环节、出版环节、印刷环节、发行分销环节、零售环节码洋分配比例分别为 10%、10%、20%和 30%。

表 2: 图书产业链各环节码洋分配

| | 图书策划 | 出版+印刷 | 发行分销 | 零售 | 其他费用 |
|-------|--------|-------------|--------|-----|------|
| 占码洋比例 | 10% | 10%+20% | 20% | 30% | 10% |
| 参与方 | 民营图书公司 | 国有出版社（出版集团） | 民营图书公司 | | |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

市场格局来看，由于民营大众图书公司主要从事图书策划、发行分销等环节，因而在图书行业市场化程度较一般行业低的情况下，图书策划环节和发行环节市场化程度非常高，市场参与者众多，竞争格局较出版环节更为分散，2018 年 TOP50 大众图书公司合计码洋占有率仅为 16.19%，而 TOP50 出版社码洋占有率为 48.61%。

表 3: 图书行业前 50 单位码洋占有率

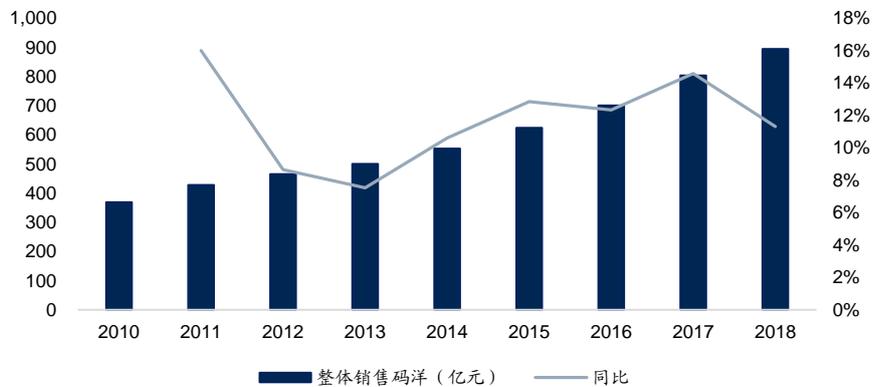
| 类别 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 前 50 出版社 | 48.64% | 49.04% | 48.61% |
| 前 50 大众图书公司 | 17.95% | 17.74% | 16.19% |

资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

特征 1: 图书消费展现较强抗周期性

全国图书零售市场规模连续五年回归双位数增长。2018 年中国图书零售市场码洋总额为 894 亿元, 较 2017 年增长 11.30%; 相比 2001 年的 165 亿元, 复合年增长率为 10.45%; 2018 年我国图书零售市场增长率高于 2001-2018 年化复合增长率。

图 4: 2010-2018 中国图书零售市场总规模及增速



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

国民阅读率已基本稳定, 行业双位数增长体现图书消费抗周期性。根据中国新闻出版研究院发布的《第 16 次全国国民阅读调查》, 2018 年我国国民综合阅读率和图书阅读率分别为 80.8% 和 59.0%, 均与 2017 年基本持平; 数字化阅读方式的接触率为 76.2%, 较 2017 年上升 3pct。图书阅读渗透率基本稳定, 行业增长主要由存量用户消费驱动, 体现大众图书消费的抗周期性。

图 5: 图书阅读率与数字化阅读率变化



资料来源: 中国新闻出版研究院, 国信证券经济研究所整理

图 6: 图书零售市场增长驱动因素分解



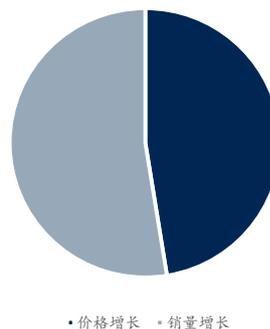
资料来源: 中国新闻出版研究院, 国信证券经济研究所整理

图 7：近五年图书零售市场增速持续高于 GDP 增速



资料来源：开卷信息、wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2018 年图书零售市场增长贡献分解



资料来源：中国新闻出版研究院，国信证券经济研究所整理

微观层面，大众图书行业也体现出较强的消费行业属性。1) 消费行业公司微观财务特征体现为：a) 经济平稳周期下，业绩增速依然保持 30%左右的稳健区间（抗周期性）；b) 净利率、ROE 水平较高；c) 经营性净现金流量/利润总额比例高；d) 较高的分红率。2) 大众图书行业上市公司来看，a) 中信出版和新经典近三年业绩复合增速分别为 27%和 23%，读客文化近两年业绩复合增速为 20%；b) 三家大众图书公司净利润水平在 12%-27%区间，ROE 在 14%-24%区间，显著高于 A 股传媒板块中值水平，达到部分食品饮料龙头水平；c) 三家大众图书公司经营性净现金流量/利润总额比例高达 79%-90%，与食品饮料龙头公司非常接近；d) 新经典上市以来分红率为 33%，显著高于 A 股传媒板块中值水平，达到部分食品饮料龙头水平。

表 4：大众图书与食品饮料行业各项财务指标对比

| 证券代码 | 证券简称 | 营业收入近3年复合增速% | 净利润近3年复合增速% | 毛利率% | 净利率% | ROE% | ROA% | 经营活动净现金流/利润总额(%) | 上市以来总分红率 | PE-TTM | PE-2019E | PE-2020E | 总市值(亿元) |
|-----------|------|--------------|-------------|------|------|------|------|------------------|----------|--------|----------|----------|---------|
| 600519.SH | 贵州茅台 | 32 | 31 | 91 | 51 | 31 | 35 | 101 | 42 | 33 | 29 | 25 | 12,560 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 23 | 29 | 74 | 35 | 21 | 22 | 99 | 36 | 34 | 29 | 24 | 5,039 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 24 | 33 | 78 | 27 | 21 | 21 | 98 | 57 | 32 | 27 | 22 | 1,244 |
| A19347.SZ | 读客文化 | - | - | 50 | 19 | 15 | 17 | 90 | - | - | - | - | - |
| 300788.SZ | 中信出版 | 29 | 27 | 41 | 12 | 24 | 13 | 82 | - | 20 | 17 | 14 | 41 |
| 603096.SH | 新经典 | 2 | 23 | 46 | 27 | 14 | 17 | 79 | 33 | 31 | 26 | 22 | 75 |
| A股传媒板块 | | 15 | -9 | 32 | 6 | 5 | 4 | 46 | 19 | 21 | 20 | 17 | 54 |

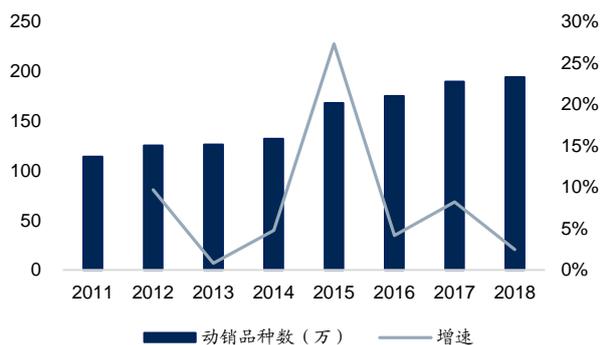
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

特征 2：“二八效应”放大，“畅销+长销”为王

动销品种增速放缓，由扩大规模转向提升品种效率。2018 年，中国图书市场动销品种数为 194 万，同比增长 2.5%，增速放缓；新书品种数为 20.3 万，新书品种继续小幅收缩，但总体来说基本维持稳定。说明图书行业经营思路由数量导向转向质量导向，由扩大品种规模转向提高品种效率，由粗放式扩张转向精细化增长。

新书对整体市场的贡献力在不断下降。2017-18 年新书品种数持续下降；从畅销榜单来看，新书的影响力也在不断减弱，2018 年虚构榜中 TOP10 均为“老书”，非虚构榜 TOP10 中仅有 2 本新书（《梁家河》和《你坏》），少儿榜 TOP10 仅有 1 本新书（“笑猫日记”系列的最新册《又见小可怜》），进入年度榜单的新书也基本均为畅销作者或畅销系列的新作。

图 9：2011-2018 动销书品种数及增速



资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

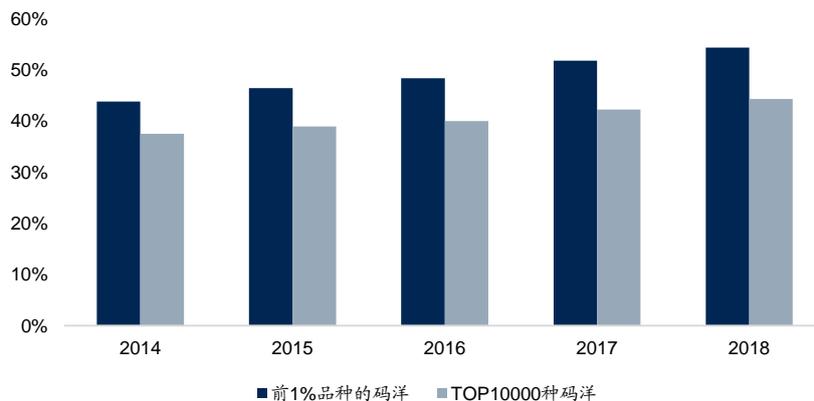
图 10：2011-2018 新书品种数及增速



资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

市场份额向畅销书集中，品种效率重要性提升。近些年，图书出版行业整体规模稳中趋升，但市场“二八效应”愈发明显，文艺类、少儿类等各领域畅销书对图书整体码洋占比不断提升。根据开卷信息对地面书店销售监测数据显示，2018年度，销量排名前1%的图书品种为零售市场贡献了54.36%的市场销售码洋，这种现象在线上销售渠道中表现更为明显。畅销书在图书发行公司利润来源中越来越重要，增加品类带来的增长越来越微弱，而**图书品效则成为更重要的因素，图书行业资源向“精品”书籍集中。**

图 11：2014-2018 中国图书零售市场头部码洋占比情况

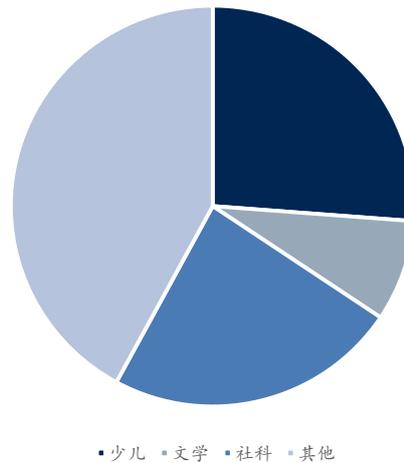


资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

特征 3：少儿、社科类两大细分市场成长性领先

据开卷信息统计，国内图书市场细分格局趋于稳定，社科、文艺和少儿等大众图书码洋占据主体，2018年社科、文艺、少儿3大类图书合计占据图书销售总码洋的57.92%，相较2017年的56.96%略有提高。

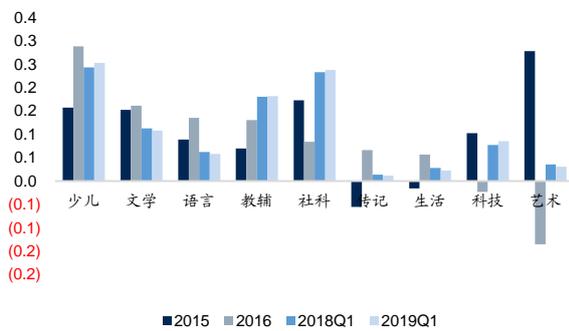
图 12: 2018 中国图书零售市场细分领域码洋占比情况



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

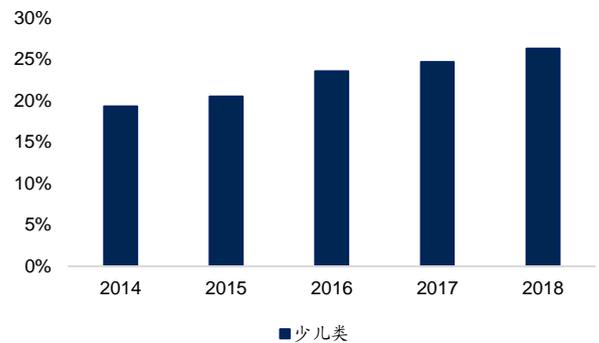
图书零售市场增长较为显著的是少儿类和社科类。2018Q1 及 2019Q1 少儿和社科类图书码洋规模增速均在 23%-26%区间, 2018 年少儿图书码洋比重已达到 26.2%左右。文学类图书码洋增长区间在 10%-15%左右。传记、生活、科技、艺术类图书增速波动较大。

图 13: 国内图书行业细分市场增速比较



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2014-2018 少儿类图书在零售市场的码洋比重



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

业务深度对比：三家图书公司特色不同，各具亮点

市场地位：码洋占有率均位居前列，中信品牌优势更为突出

三家公司码洋占有率位居前列。根据开卷信息监测的 2018 年度码洋占有率情况，2018 年中信出版、新经典、读客文化码洋占有率分别为 2.47%、1.01%、0.83%，均位居行业 TOP5。国有出版单位码洋占有率前三的是北京联合出版有限责任公司、中信出版集团股份有限公司和世界图书出版有限公司，国有出版单位码洋占有率整体高于行业内其他企业。除国有出版单位外，行业内大众图书公司主要进行图书的策划与发行业务中，新经典文化股份有限公司码洋占有率排名第三，读客文化位列第五。

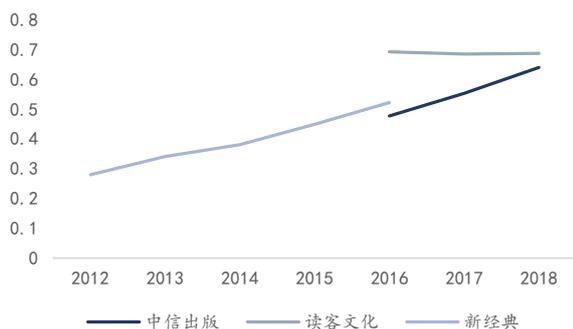
表 5：2018 年码洋占有率 TOP10

| 排名 | 出版社 | 码洋占有率 | 大众图书公司 | 码洋占有率 |
|----|---------------------|-------|--------------------|-------|
| 1 | 北京联合出版有限责任公司 | 2.62% | 中南博集天卷文化传媒有限公司 | 1.35% |
| 2 | 中信出版集团股份有限公司 | 2.47% | 北京磨铁图书有限公司 | 1.30% |
| 3 | 世界图书出版有限公司 | 2.08% | 新经典文化股份有限公司 | 1.01% |
| 4 | 机械工业出版社 | 1.53% | 北京华章图文信息有限公司 | 0.89% |
| 5 | 商务印书馆有限公司 | 1.45% | 读客文化股份有限公司 | 0.83% |
| 6 | 人民文学出版社有限公司 | 1.38% | 荣信教育文化产业发展股份有限公司 | 0.81% |
| 7 | 人民日报出版社有限责任公司 | 1.36% | 海豚传媒股份有限公司 | 0.76% |
| 8 | 外语教学与研究出版社有限责任公司 | 1.28% | 果麦文化传媒股份有限公司 | 0.68% |
| 9 | 湖南文艺出版社有限责任公司 | 1.26% | 湖北惠成出版传媒有限公司 | 0.64% |
| 10 | 教育科学出版社有限公司 | 1.22% | 广州开心教育科技股份有限公司 | 0.37% |

资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

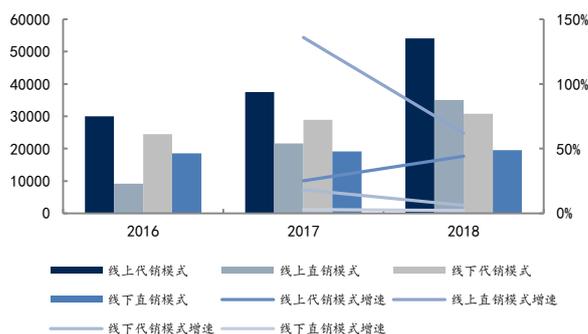
中信出版“直销”模式领先，品牌树立效应强。三家公司均已形成以线上为主的销售模式，但中信线上直销模式开展领先，新经典已开设线上直销旗舰店，读客尚未开启直销业务：**1）中信出版**在天猫、京东等互联网平台设立旗舰店及专营店，大力开展线上直销业务，2016 年中信已实现线上直销模式销售收入 9,174.51 万元，2017 年和 2018 年，线上直营店延续了强劲的增长势头，线上直销模式销售收入分别较上一年增长了 135.92% 和 61.97%；**代销转直销利于品牌树立**，同时有利于进行存货和价格管理，在直销模式下中信图书的退货率显著低于其他销售模式，并且公司有更大的主观能动性能够及时调整价格以及营销机制。**2）新经典**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，也开始发力直销模式，形成对公司销售渠道的有益补充，并发挥品牌树立、消费者偏好管理等左右。**3）读客文化**销售模式仍全部为代销模式。

图 15: 三家公司线上图书销售收入占比变化



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2016-2018 中信出版各类渠道销售收入变化



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

核心业务比较: 特色不同, 各具亮点

我们前文总结到, 当前国内大众图书行业具备三大特征: 1) 图书消费展现较强抗周期性: 而从“刚需”消费角度, “大众化”的图书消费属性更为显著。2) 图书市场“二八效应”放大, “畅销+长销”为王: 2018 年销量排名前 1% 的图书品种贡献了 54.36% 的销售码洋, 新书数量和新书上榜率也在不断下降。3) 少儿、社科类两大细分市场成长性领先: 2018Q1 及 2019Q1 少儿和社科类图书码洋规模增速均在 23%-26% 区间, 文学类图书码洋增长区间在 10%-15% 左右。传记、生活、科技、艺术类图书增速波动较大。

从行业三大特征出发, 我们认为新经典、中信出版、读客文化三家公司各具特色:

1) 中信出版产品最具消费属性, 社科类图书占比高: 中信出版销量过百万册的图书以经管和社科 (成功励志) 类型为主, 合作作家包括吴敬琏、张五常、林毅夫等, 传记类合作包括王健林、马化腾、马云、史蒂夫·乔布斯, 其图书作品紧跟时代潮流, 且受众非常大众化; 同时, 从定价和折扣方面, 中信出版定价高, 价格敏感度非常低, 也展现出“消费属性”优势。相比之下, 新经典擅长名家文学作品策划、文化属性非常强, 读客文化擅长的“历史性”“影视原著”的文学作品类型属性居中。2018 年中信出版经管类 (社科子类) 和社科类图书收入占比分别高达 27% 和 25%, 能够充分享受社科类图书高成长性。

2) 新经典产品最具“长销”属性, 高成长的少儿领域布局领先: 2018 年新经典、中信出版、读客文化新增品种数量分别为 396、1310 和 226 种, 再版率分别为 90%、9% 和 79%, 中信出版图书品种迭代非常快, 这也是中信出版版税成本占比较高的重要原因, 而新经典图书最偏重“长销”。同时, 新经典在高成长的少儿领域布局领先, 2018 年公司少儿类图书经典作品《窗边的小豆豆》《一粒种子的旅行》《鸭子骑车记》《小黑鱼》《编程真好玩》《爱心树》等销量均达 10 万册以上, 并成立“爱心树”单独负责公司的童书发行, 专业化运营有利于提高渠道效率, 充分享受少儿图书高成长赛道红利。

3) 读客文化品效突出, 社科类图书“畅销”属性最为突出。品种效率表示公司以百分之一的品种份额, 创造了百分之几的码洋份额, 虽然三家图书公司品种效率均高于行业平均水平; 新经典、中信出版、读客文化近三年平均品种效率分别为 6.82、5.93 和 15.54, 读客文化品种效率突出, 特别是公司社科类图书 (2018 年社科类图书码洋占比为 33%) 品种效率近三年均值高达 25。因此, 虽然新经典和中信出版头部品种上榜率均较高, 但从全部品种的品效来看, 读客文化图书更具“畅销”属性。

图书属性：中信偏“消费”，新经典偏“文化”

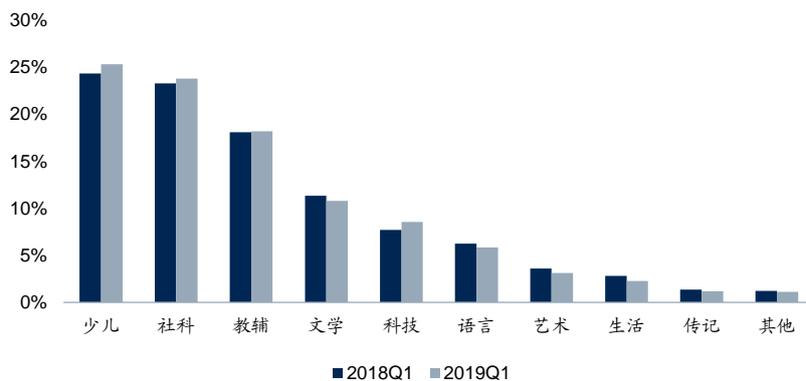
参照开卷信息以及当当网分类方法，我们将图书市场按照内容与功能区分为少儿、社科、经管、教辅教材、文学、科技、语言、艺术、生活、传记共 10 个细分市场，各细分市场的产品特点、消费群体、竞争程度、市场周期都有所不同，伴随着图书出版行业市场化改革进一步深入，文化消费升级以及新媒体的发展，图书市场细分格局趋于稳定，社科、文艺和少儿等大众图书码洋占据主体。

表 6：图书市场分类

| | |
|------|---------------------------------------|
| 少儿 | 科普/百科、绘本、少儿文学 |
| 社科 | 历史、古籍、哲学/宗教、文化、政治/军事、法律、社会科学、心理学、成功励志 |
| 经管 | 经济管理、投资理财 |
| 教辅教材 | 教材、外语、考试、中小学教辅、工具书 |
| 文学 | 文集、中国古诗词、名家作品、小说、青春文学 |
| 科技 | 科普、建筑、医学、计算机、农林、自然科学、工业 |
| 语言 | - |
| 艺术 | 艺术理论、书法、影视/媒体艺术、戏剧艺术/舞台艺术、音乐、舞蹈、摄影 |
| 生活 | 育儿、亲子/家教、保健、运动、美妆、手工、美食、旅游、休闲家居、风水 |
| 传记 | 财经人物、历代帝王、领袖首脑、军事人物、政治人物、历史人物 |

资料来源：开卷信息、当当网，国信证券经济研究所整理

图 17：2018Q1-2019Q1 中国图书行业细分市场增速比较



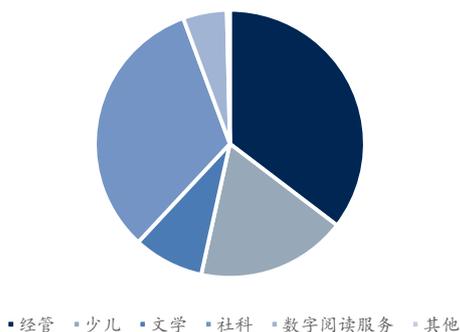
资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

中信出版：2018 年经管类图书收入占比高达 27%，其次为社科类收入占比为 25%，少儿和文学类图书收入占比分别为 14%和 6%。

读客文化：2018 年文艺类图书码洋占比高达 57%，其次社科类码洋占比为 33%，少儿类占比为 9%。

新经典：2018 年文学类图书收入占比高达 70%，其次为少儿类收入占比为 21%，社科、生活及其他类收入占比额为 9%。

图 18: 2018 年中信出版各类图书收入分布



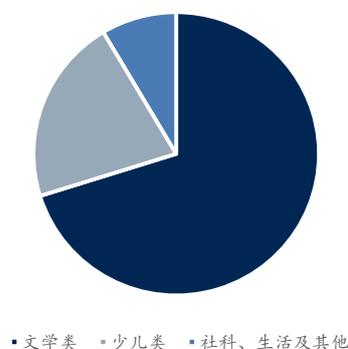
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2018 年读客文化各类图书码洋分布



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2018 年新经典各类图书收入分布



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

从三家图书公司具体畅销书目来看:

中信出版: 销量过百万册的图书以**经管和社科(成功励志)**类型为主, 合作作家包括吴敬琏、张五常、林毅夫等, 传记类合作包括王健林、马化腾、马云、史蒂夫·乔布斯, 其**图书作品紧跟时代潮流, 且受众较为大众化**; 契合公司“我们提供知识, 以应对变化的世界”的出版理念, **主要引领和满足大众读者多样化的知识与文化消费需求。**

读客文化: 销量过百万册的图书以**文学**类型为主, 社科和少儿图书销量也较为优秀; 公司定位于“全版权”运营商, 以“**激发个人成长**”为宗旨, 其文学类图书产品以“**百科全书式**”“**历史性**”“**影视原著**”等**细分类型**为主。

新经典: 销量过百万册的图书以**文学(名家名作)**和**少儿绘本(偏高端)**为主。其中文学领域除了**合作大量国内现当代作家经典作品外, 对国外优秀作家作品挖掘和策划能力也较强**: 国内合作作家包括: 老舍、张爱玲、三毛、余华、王安忆、安妮宝贝、张小娴等; 国外合作作家包括: 加西亚·马尔克斯、V.S.奈保尔、川端康成、爱丽丝·门罗、村上春树、东野圭吾等。

表 7: 中信出版、读客文化、新经典累计销量超过百万图书类型统计

| 中信出版 | 类型 | 读客文化 | 类型 | 新经典 | 类型 |
|---------------------|-----------|--------------------------------|---------|----------------------------|---------|
| 特征: 紧跟时代潮流, 受众较为大众化 | | 特征: 以“百科全书式”“历史性”“影视原著”等细分类型为主 | | 特征: 以名家名作文学为主, 包罗国内外著名文学作家 | |
| 《史蒂夫·乔布斯传》 | 传记 | “藏地密码”系列 | 文学 (华语) | 《撒哈拉的故事》 | 文学 (华语) |
| 《杰克·韦尔奇自传》 | 传记 | 《微微一笑很倾城》 | 文学 (华语) | 《梦里花落知多少》 | 文学 (华语) |
| 《从 0 到 1》 | 经管 | “战国纵横”系列 | 文学 (华语) | 《倾城之恋》 | 文学 (华语) |
| 《激荡三十年》 | 经管 | 《岛上书店》 | 文学 (外国) | 《小团圆》 | 文学 (华语) |
| 《水煮三国》 | 经管 | “银河帝国”系列 | 文学 (外国) | 《雨季不再来》 | 文学 (华语) |
| 《人类简史》 | 文学 | “教父”系列 | 文学 (外国) | 《百年孤独》 | 文学 (外国) |
| 《未来简史》 | 文学 | “半小时漫画”系列 | 社科 | 《解忧杂货店》 | 文学 (外国) |
| 《海底捞你学不会》 | 经管 | “知行合一王阳明”系列 | 社科 | 《白夜行》 | 文学 (外国) |
| 《请给我结果》 | 经管 | 《好妈妈胜过好老师 2》 | 社科 | 《德川家康》 | 文学 (外国) |
| 《货币战争》 | 经管 | “最美最美的中国童话”系列 | 少儿 | 《1Q84》 | 文学 (外国) |
| | 社科 (成功励) | | | | |
| 《世界因你不同》 | 志) | “皮特猫”系列 | 少儿 | 《窗边的小豆豆》 | 少儿 |
| 《谁动了我的奶酪》 | 文学 | “梅格时空大冒险”系列 | 少儿 | 《可爱的鼠小弟》 | 少儿 |
| 《谁的青春不迷茫》 | 社科 (成功励志) | | | 《可爱的身体》 | 少儿 |
| 《你的孤独, 虽败犹荣》 | 社科 (成功励志) | | | 《爱心树》 | 少儿 |
| 《别相信任何人》 | 文学 | | | 《斯宾塞育儿经》 | 少儿 |
| 《从优秀到卓越》 | 经管 | | | | |
| 《赢》 | 经管 | | | | |

资料来源: 各公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

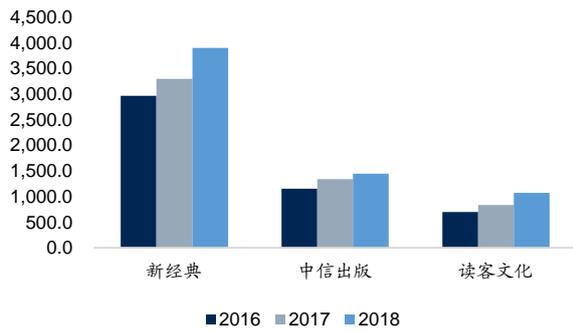
品种效率: 读客文化品种效率突出, 新经典偏“长销”。

品种数量来看: 新经典总品种数最高, 读客文化总品种增速最快。2018 年新经典品种数量高达 3900 种, 中信出版为 1447 种, 读客文化为 1071 种。三家图书公司品种数均保持增长, 2018 年新经典、中信出版、读客文化品种数量增速分别为 18%、8% 和 28%, 新经典和读客文化总品种数量增长较快。

品种效率来看: 读客文化品种效率突出。品种效率表示公司以百分之一的品种份额, 创造了百分之几的码洋份额, 该指标高于 1 说明超过行业平均水平。三家图书公司品种效率均高于行业平均水平; 新经典、中信出版、读客文化近三年平均品种效率分别为 6.82、5.93 和 15.54, 读客文化品种效率突出, 主要源于读客的品种效率较高的社科类图书占比非常高 (57%), 且公司社科类品种效率也非常领先, 近三年均值高达 25。

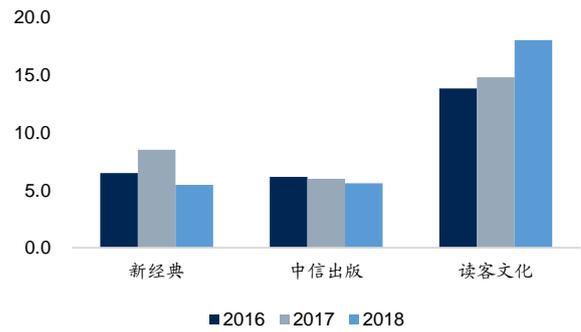
新增品种和再版率来看: 中信出版再版率低、迭代快, 新经典图书非常“长销”。2018 年新经典、中信出版、读客文化新增品种数量分别为 396、1310 和 226 种, 再版率分别为 90%、9% 和 79%, 中信出版再版率非常低, 新经典和读客文化再版率高。因此可以看到, 中信出版图书品种迭代非常快, 这也是中信出版版税成本占比较高的重要原因, 而新经典图书最偏重“长销”。

图 21: 总品种数量对比



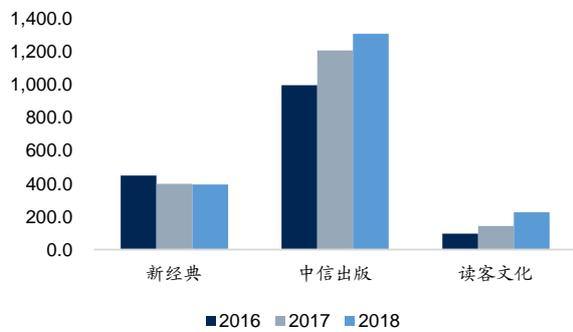
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 22: 码洋品种效率对比



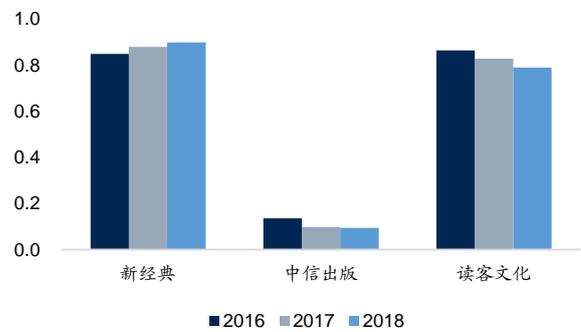
资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

图 23: 新品种数量对比



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 24: 再版率对比



资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

表 8: 中信出版各类图书的码洋品种效率

| 时间 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------|-------|-------|-------|
| 经济与管理 | 8.62 | 7.70 | 8.87 |
| 传记 | 6.17 | 4.33 | 4.21 |
| 少儿 | 3.96 | 3.01 | 3.02 |
| 文学 | 5.97 | 3.99 | 3.56 |
| 学术文化 | 10.82 | 14.89 | 10.83 |
| 心理自助 | 2.75 | 3.48 | 2.58 |
| 生活 | 5.47 | 5.68 | 6.67 |
| 艺术 | 6.97 | 4.96 | 4.52 |
| 总体 | 6.16 | 6 | 5.61 |

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表 9: 读客文化各类图书的码洋品种效率

| 时间 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-------|-------|-------|
| 文艺 | 11.71 | 13.84 | 14.94 |
| 社科 | 28.75 | 25.33 | 20.00 |
| 少儿 | 7.50 | 8.67 | 10.00 |
| 总体图书 | 13.83 | 14.80 | 18.00 |

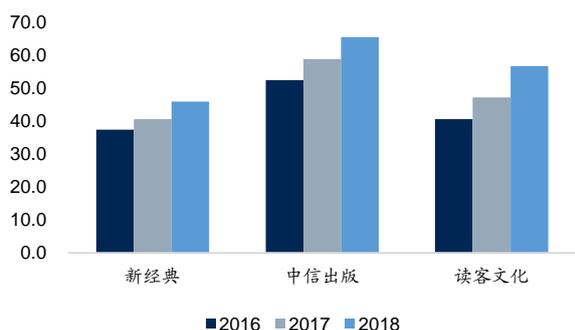
资料来源: 开卷信息, 国信证券经济研究所整理

定价和折扣率：中信价格敏感度最低，读客文化走“平价策略”

单册码洋（定价）来看：中信出版单册码洋显著高于新经典和读客文化，读客文化单册码洋增速较高。2018年新经典、中信出版、读客文化单册码洋分别为46、65和57元，单册码洋增速分别为13%、11%和20%。

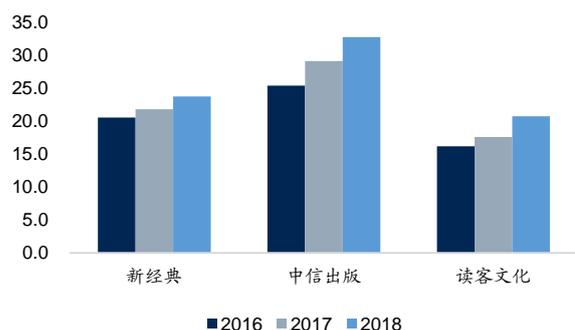
折扣率来看：新经典折扣率最高，读客文化折扣率显著最低、且持续下降。2018年新经典、中信出版、读客文化图书平均折扣率分别为52%、50%和37%，中信出版折扣率基本稳定，新经典和读客文化折扣率趋于下降。因此可以看出，较低的定价叠加较大力度的折扣是读客文化品种效率较高的主要原因。

图 25：平均单册码洋对比



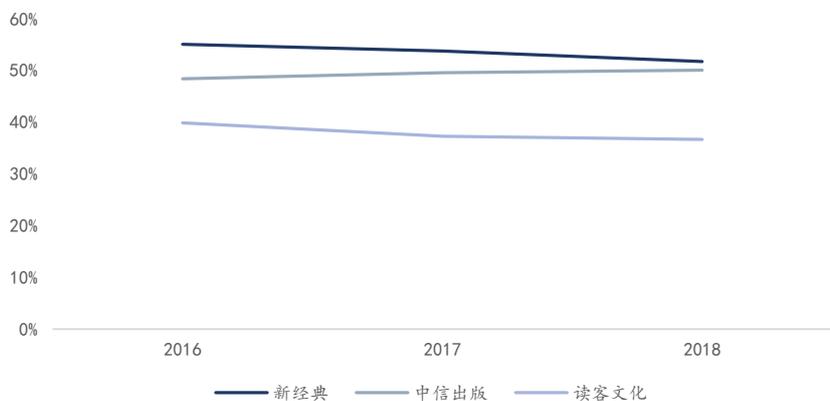
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 26：平均单册收入对比



资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

图 27：平均折扣率对比

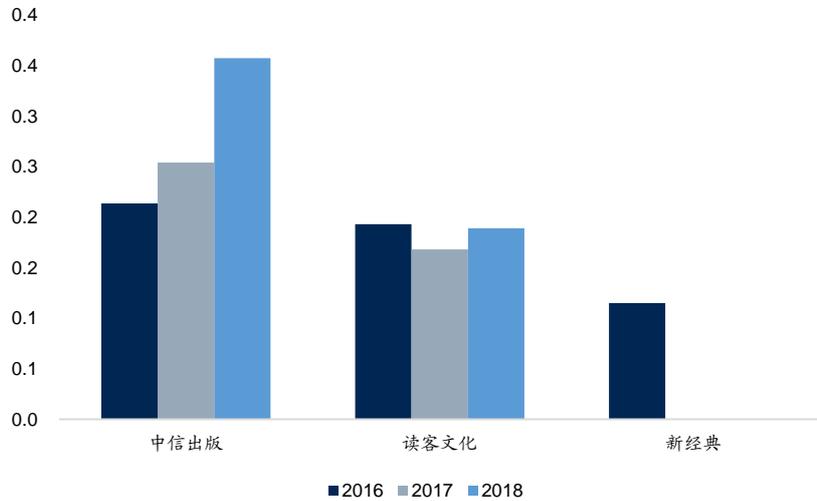


资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

版税和成本构成：中信版权成本占比最高，读客版权成本占比最低

2016-18 年，中信出版版税率为 8%~18%，读客文化版税税率（部分披露项目）约 8%左右，新经典版税税率在 3%-17%之间。

图 28：版税采购金额/营业收入对比

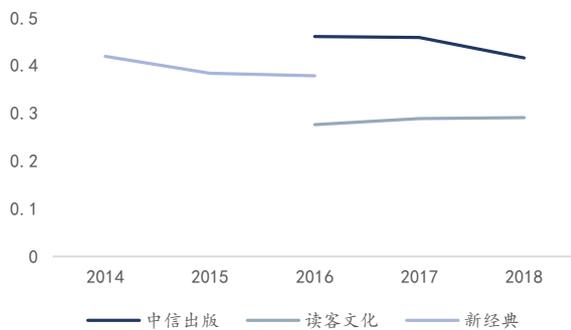


资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

图书出版与发行业务成本主要构成为以下几类：**版权成本（版税及稿酬）、纸张成本（纸张材料费）、出版成本、策划成本（编辑经费）、制造费用**。其中版权成本、纸张成本占比较大；对于读客文化和新经典，由于不具备出版社资格，因此出版成本占比也较大（约 25%-28%）。

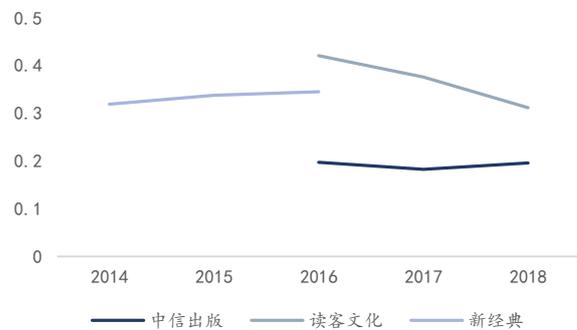
中信出版版权成本占比较高，读客文化版权成本占比最低。中信出版 2016-18 年版权成本占比分别为 46.02%、45.81%和 41.54%，占比较高、逐年呈下降趋势；读客文化 2016-18 年版权成本占比分别为 27.56%、28.83%和 29.06%，占比较低、稳中有升；新经典 2016 年版权成本占比为 38%，2014-16 年间呈下降趋势。**版税率与作家的市场认可度及议价能力相关性很高，中信出版较高的版权成本比重是其签约作家很多为紧跟时代潮流的商界名人相关；新经典凭借海外文学名家挖掘能力，版权成本居中。**

图 29：版权成本占收入比重对比



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 30：纸张成本占收入比重对比

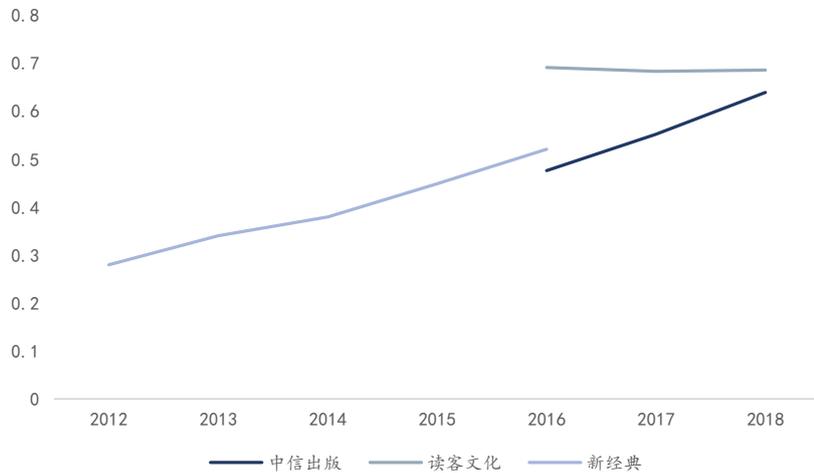


资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

销售渠道：线上销售占比均过半，中信线上直营模式开展领先

线上 vs 线下：读客文化线上销售占比稳定在 68%-69%左右，中信出版和新经典线上销售比例持续增长，2018 年中信出版线上销售比例高达 64%，2016 年新经典线上销售比例已过半。

图 31：线上销售占比



资料来源：各招股说明书，国信证券经济研究所整理

直销vs代销：直销模式对于品牌树立、消费者数据积累和反哺均有较大裨益。中信出版直销模式开展较早，2016-18年线上直销模式收入占比分别为11%、20%和25%，2017-18年增速分别为136%和62%；线下直销模式收入占比分别为23%、18%和14%，2017-18年增速分别为3%和2%。

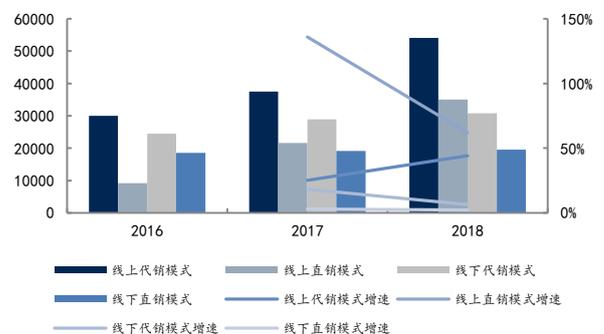
新经典于 2018 年在天猫分别开设了“新经典”与“爱心树”两家官方旗舰店，形成对公司销售渠道的有益补充，也有益于公司直接了解读者的消费行为和偏好。读客文化销售模式均为代销及买断，其中以代销模式为主，2016-18年代销收入占比均在99.5%以上。

图 32：中信出版各类销售模式收入占比



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 33：中信出版各类销售模式收入及增速（万元）



资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

业务拓展比较：分别布局实体书店及新媒体领域

中信书店率先转型面向智慧生活服务。作为一家具有内容出版基因的连锁书店，中信书店以高品质的图书精准定义并聚拢服务人群，在中高端商务人群中已形成了良好的口碑和信誉。截止招股书签署日，公司已有57家机场店、12家写字楼店、18家城市店，遍布北京、深圳、杭州、厦门、大连、西安、济南、合肥、海口、重庆、哈尔滨、呼和浩特、天津、上海、广州、苏州、武汉等全国大中型城市以及雄安新区。除了拥有中信书店这一自有零售渠道外，公司与全国新华书店和图书批发市场、独立书店、图书馆馆藏渠道建立了长期深入的合作关系。

表 10: 中信书店在全国的布局情况

| 地区 | 机场店 | 写字楼店 | 城市店 |
|------|-----|------|-----|
| 北京 | - | 7 | 12 |
| 杭州 | 4 | - | - |
| 厦门 | 12 | - | - |
| 深圳 | 8 | 1 | - |
| 西安 | 5 | - | - |
| 大连 | 5 | - | 1 |
| 郑州 | 5 | - | - |
| 济南 | - | 1 | - |
| 合肥 | 3 | - | - |
| 海口 | 3 | - | - |
| 重庆 | 7 | - | - |
| 哈尔滨 | - | 1 | - |
| 雄安 | - | 1 | - |
| 呼和浩特 | 5 | - | - |
| 天津 | - | - | 1 |
| 上海 | - | 1 | 1 |
| 广州 | - | - | 1 |
| 苏州 | - | - | 1 |
| 武汉 | - | - | 1 |
| 合计 | 57 | 12 | 18 |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

2017年8月新经典通过全资收购 PageOne 书店，初探实体书店新模式。2017年11月，PAGEONE 北京坊店试营业，当即吸引大批消费者，稳居大众点评（北京）热门书店好评第一。2017年，短短2个月的图书零售实现营收298.68万元。图书零售业务的持续经营会为新经典的未来发展搭建更优质的平台。2018年，公司图书零售业务实现营业收入2,064.72万元，占比主营业务收入2.23%。Pageone 北京坊店正式运营，三里屯店改造完成。作为内容与受众发生联结的空间，Pageone 除了传统图书零售相关业务以外，还举办了音乐会、

文学奖、艺术展览、跨年夜等多种创意活动，尝试更多的可能性。

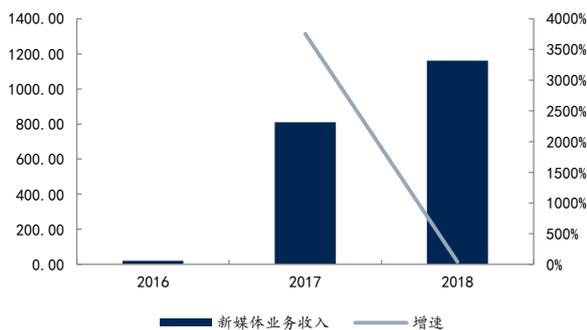
图 34: PAGEONE 北京坊店



数据来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

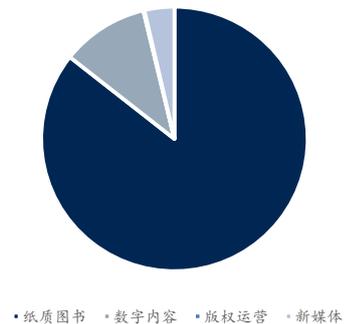
读客文化在新媒体领域另辟蹊径，通过建立新媒体账号渠道梳理品牌形象和粉丝粘性。公司经营“书单来了”（截至 2018 年末拥有 499 万粉丝）、“影单来了”（截至 2018 年末拥有 198 万粉丝）等微信公众号以及“读客熊猫君”新浪微博账号等各大社交网络平台账号，进行公司的品牌建设。一方面，公司经营的新媒体账号，通过优质原创内容吸引大众，并与粉丝双向沟通，打造公司品牌形象，促进公司图书销售；另一方面，公司熊猫君和书单狗形象拥有大量粉丝，为公司开展文化增值服务提供了基础。2018 年，公司新媒体增值业务收入 1,161.43 万元，增长 43.26%，占收入比重为 3.63%，微信公众号形象“书单狗”、“影单猫”均产生一定影响力。公司以“书单狗”为主题，以“书单来了”推送内容为主体策划了《成功的聪明人太多了，我必须为笨蛋争口气》一书，2018 年 10 月发行后，截至 2018 年末发行量超过 4 万册。

图 35: 读客文化新媒体业务收入及增速（万元）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 36: 2018 年读客文化各项收入分布



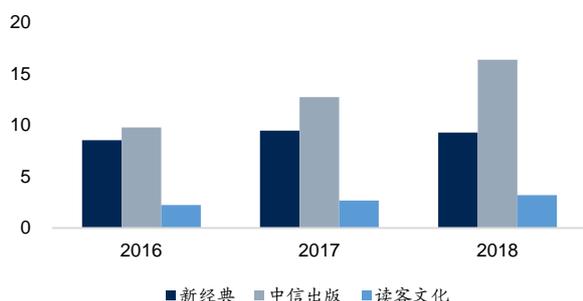
资料来源：开卷信息，国信证券经济研究所整理

财务深度对比：高周转率+高权益乘数下中信出版 ROE 高于同业

基本财务指标分析

收入\净利润规模：收入方面中信出版营收规模最大，净利润方面中信与新经典利润规模相当。新 2018 年新经典、中信出版、读客文化收入规模分别为 9.26 亿、16.34 亿和 3.20 亿元，中信出版营收规模最大；归母净利润分别为 2.41 亿、2.07 亿和 0.60 亿，中信与新经典利润规模相当，读客文化净利润规模较小。

图 37：2016-2018 三家公司营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

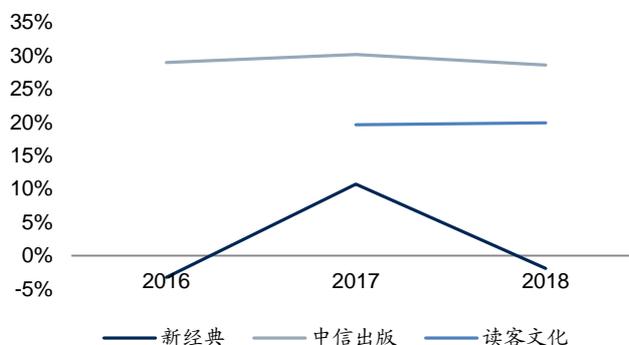
图 38：2016-2018 三家公司归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

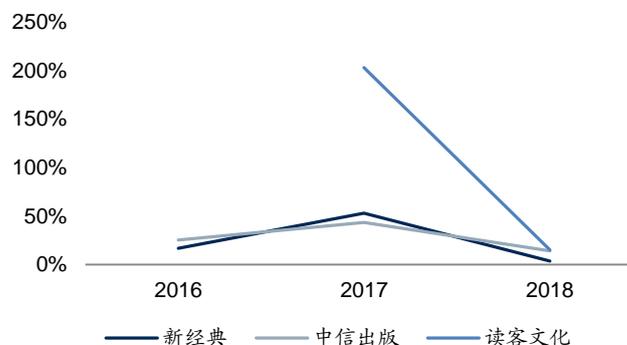
收入\净利润成长性：中信\读客收入及净利润增长稳健，新经典 18 年业绩增速下滑显著。2016-2018 年，新经典营收从 8.53 增至 9.26 亿元 (CAGR4.2%)，中信出版营收从 9.77 增至 16.34 亿元 (CAGR29.3%)，读客文化营收从 2.23 增至 3.2 亿元 (CAGR19.7%)。2016-2018 年，新经典归母净利润从 1.52 增至 2.41 亿元 (CAGR25.9%)，中信出版归母净利润从 1.26 增至 2.07 亿元 (CAGR27.9%)，读客文化归母净利润从 0.17 增至 0.6 亿元 (CAGR86.6%)。新经典 18 年收入及净利润增速下滑显著主要原因是 17 年《解忧杂货店》《白夜行》《嫌疑人 X 的献身》受影视内容热播带动销量基数较大影响，18 年该三部作品合计收入降幅约 40%。

图 39：2016-2018 三家公司营收增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

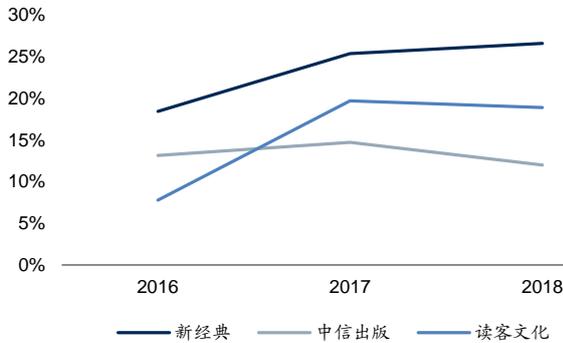
图 40：2016-2018 三家公司归母净利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

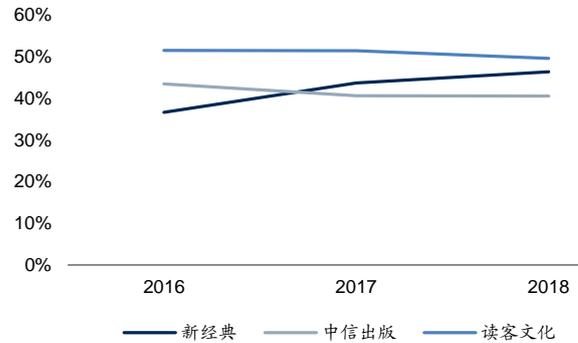
毛利率：读客文化毛利率较高、基本稳定；新经典毛利率逐年提升显著，主要受益公司非自有版权业务和图书分销业务的持续收缩，而较高的定价、最高的折扣率、较低的版税使得新经典自有图书出版与发行业务毛利率水平较高；**中信出版毛利率在三家中最低**，高版税率是导致图书销售毛利率低于另外两家的主要原因。

图 41：2016-2018 三家公司净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 42：2016-2018 三家公司毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 11：毛利率影响因素分解

| | | 新经典-2016 | 中信出版-2018 | 读客文化-2018 |
|---------|--------|----------|-----------|-----------|
| 毛利率= | 收入端 | 平均定价 | 37 | 65 |
| | | 折扣率 | 55% | 50% |
| | 成本端 | 平均单册收入 | 20 | 33 |
| | | 平均版税成本 | 7 | 18 |
| 1-成本/收入 | 平均纸张成本 | 7 | 9 | |

数据来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

期间费用率：1) 新经典 2016-18 年度期间费用分别为 31.69 亿元、25.4 亿元和 27.55 亿元，占公司营业收入的比重分别为 31.7%、25.4%和 27.6%。2) 中信出版 2016-18 年度期间费用分别为 3.04 亿元、3.21 亿元和 4.41 亿元，占公司营业收入的比重分别为 31%、25%和 27%。3) 读客文化 2016-18 年度期间费用分别为 0.75 亿元、0.64 亿元和 0.83 亿元，占公司营业收入的比重分别为 34%、24%和 26%。

中信出版销售费用率显著高于新经典和读客文化，中信出版 2016 -2018 年分别为 23.4%、17.0%、18.8%，显著高于另外两家的主要原因一方面是中信出版人员职工薪酬占收入比较高(约高出 3pct)，另一方面是公司旗下中信书店的经营场所均通过租赁取得，导致报告期内计入销售费用的租赁费用较高。若剔除房屋租赁费用影响，2016 年、2017 年和 2018 年本公司销售费用率分别为 13.58%、12.07%和 13.71%。

读客文化管理费用率显著高于新经典和中信出版，读客文化 2016 年-2018 年分别为 22%、13%、14%，另外两家公司有效控制在 10%以下，原因主要在于读客文化营业收入规模相对较小以及读客文化咨询费率(融资及上市前准备工作相关财务顾问费、审计、律师费用增加)较高所致。

表 12: 2016-2018 三家公司期间费用

| 销售费用率: | 新经典 | 中信出版 | 读客文化 |
|--------|--------|--------|--------|
| 2016 | 8.44% | 23.44% | 12.11% |
| 2017 | 8.74% | 16.99% | 11.43% |
| 2018 | 10.55% | 18.79% | 12.51% |
| 管理费用率: | 新经典 | 中信出版 | 读客文化 |
| 2016 | 4.76% | 8.28% | 21.72% |
| 2017 | 6.79% | 8.45% | 12.79% |
| 2018 | 7.81% | 8.31% | 13.62% |
| 财务费用率: | 新经典 | 中信出版 | 读客文化 |
| 2016 | 0.08% | -0.60% | -0.28% |
| 2017 | -0.21% | -0.16% | -0.17% |
| 2018 | -0.13% | -0.10% | -0.29% |

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

税收政策: 新经典、中信出版、读客文化均享受免征图书批发、零售环节增值税的优惠政策, 中信出版另外企业所得税免税政策。根据财政部、税务总局《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》(财税[2018]53号)相关规定, 自2018年1月1日起至2020年12月31日, 新经典、中信出版、读客文化均享受免征图书批发、零售环节增值税的优惠政策。此外, 根据财政部、国家税务总局、中宣部《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》(财税[2019]16号)的规定, 经营性文化事业单位转制为企业, 自转制注册之日起五年内免征企业所得税。中信出版自2019年1月1日至2023年12月31日, 继续享受企业所得税免税政策。

表 13: 税收政策比较

| | 企业所得税减免政策 | 最新期限 | 宣传文化增值税优惠政策 | 最新期限 |
|------|-------------|---------------------------|---|---------------------------|
| 政策简介 | 享受企业所得税免税政策 | | 1.公司下属各分公司和子公司免征图书批发、零售环节增值税; 2.公司出版的图书、期刊和音像制品执行先征后退50%的政策。 | |
| 中信出版 | √ | 2019年1月1日至 2023年12月31日 | √ | 2018年1月1日 至2020年12月31日 |
| 新经典 | × | | √ | 2018年1月1日 至2020年12月31日 |
| 读客文化 | × | | √ | 2018年1月1日 至2020年12月31日 |

数据来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

因此, 中信出版享受税收优惠金额占营业利润比重高达51.67%(2018年), 读客文化和新经典享受税收优惠金额占营业利润比重约为18.47%(2016年)和12.29%(2018年)。

表 14: 三家公司税收优惠对比

| | 时间 | 时间 | 时间 |
|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 读客文化 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
| 利润总额 (万元) | 3713.35 | 7201.74 | 8022.14 |
| 增值税优惠金额 | 1202.75 | 742.75 | 986.23 |
| 增值税优惠金额/利润总额 | 32.39% | 10.31% | 12.29% |
| 新经典 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 |
| 增值税免税金额 (万元) | 2740.56 | 3367.71 | 3925.46 |
| 利润总额 | 12754.7 | 18088.23 | 21249.72 |
| 增值税优惠金额/利润总额 | 21.49% | 18.62% | 18.47% |
| 中信出版 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
| 增值税免税金额 (万元) | 894.22 | 778.21 | 1009.87 |
| 利润总额 | 13081.41 | 19324.09 | 20227.05 |
| 增值税免税金额/利润总额 | 6.84% | 4.03% | 4.99% |
| 税收优惠金额合计 | 5583.12 | 5816.41 | 10452.29 |
| 税收优惠总金额/利润总额 | 42.68% | 30.10% | 51.67% |

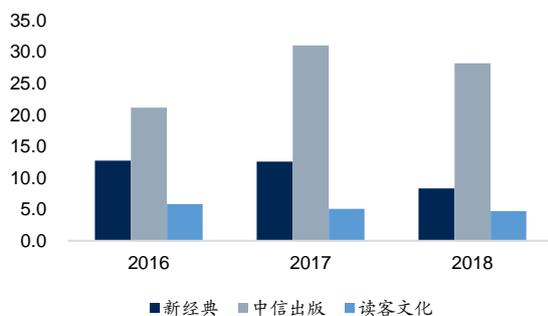
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

杜邦分析

新经典存货周转率相对较高, 随着非自有版权业务剥离已基本下降至行业水平。2016-2018 年末, 新经典的委托代销商品占期末存货的比例分别为 39.82%、33.27%和 32.62%。由于图书分销业务的存货周转速度相对较快, 使得新经典的整体存货周转率较高。在图书出版环节新经典为委托出版社出版图书, 因此其存货中没有在产品科目, 使得其存货总体规模偏小。中信出版和读客文化存货周转率相近。

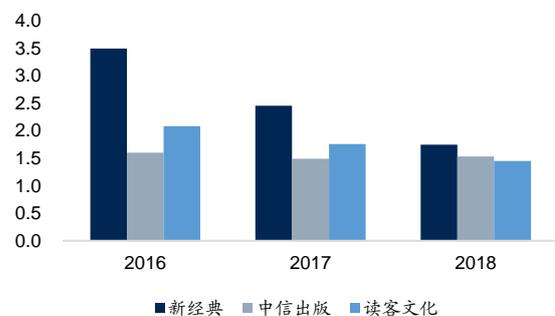
中信出版应收账款周转率高, 读客文化应收账款周转率显著低于行业平均水平。读客文化应收账款周转率低于同行业上市公司平均水平, 主要是由于当当、京东等线上平台代销收入占公司主营业务收入的比重较高, 而各平台账公司总资产周转率明显高于同行业上市公司平均水平, 主要是由于相比于同行业上市公司, 公司资产规模仍相对较小。中信出版有效保持了较为审慎的账期管理及销售回款政策, 体现公司品牌优势和高溢价能力。

图 43: 2016-2018 三家公司应收账款周转率 (倍)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

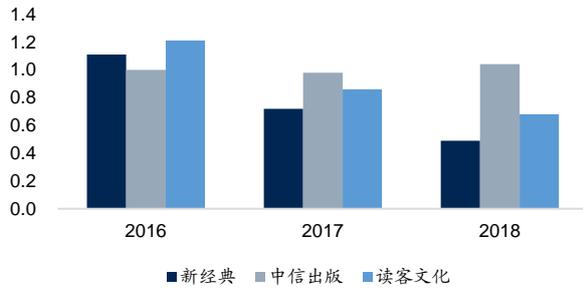
图 44: 2016-2018 三家公司存货周转率 (倍)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

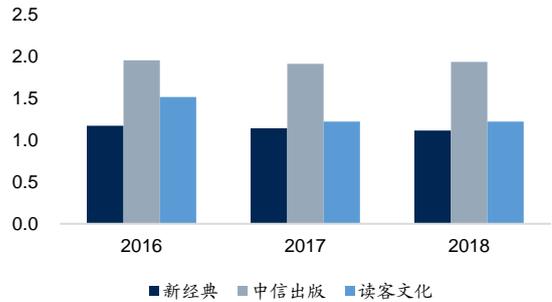
中信出版 ROE 始终保持在较高水平，主要系公司资产周转率且权益乘数相对较高；新经典自有版权业务的高净利率水平使得公司销售净利率始终较高，伴随非自有版权业务和分销业务的退出下净利率持续提升，但非自有版权业务和分销业务的同时资产收转率会持续下降，因而预计未来新经典 ROE 将呈稳定趋势；读客文化 ROE 水平较低主要系权益乘数较低，且公司资产周转率呈下降趋势。

图 45: 2016-2018 三家公司资产周转率 (倍)



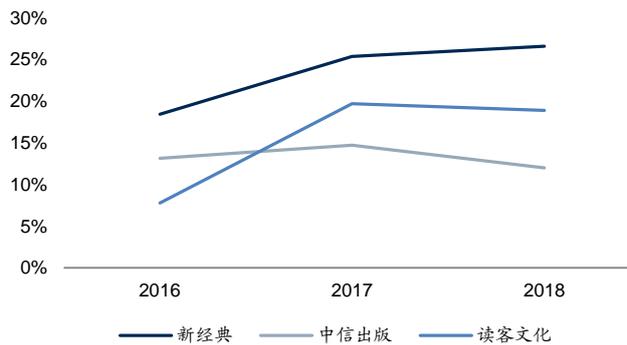
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 2016-2018 三家公司权益乘数



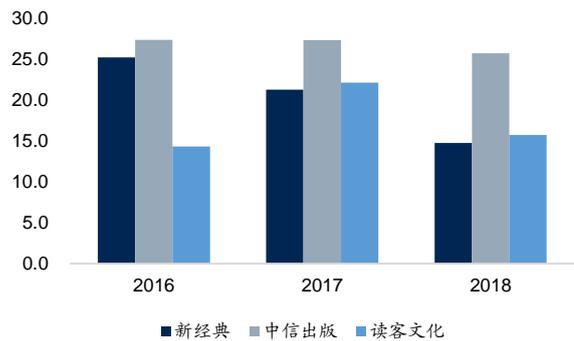
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 2016-2018 三家公司净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 2016-2018 三家公司 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：积极关注大众图书板块投资机会

1) 大众图书为文化消费必需品，行业呈现强抗周期性。全国图书零售市场规模连续五年回归双位数增长，中观层面上来看，我国图书阅读渗透率基本稳定，行业增长主要由存量用户消费驱动，体现大众图书消费的抗周期性；微观层面上来看，大众图书龙头公司也呈现出业绩增速稳健、高 ROE、高现金流、高分红率的消费行业属性。

2) 新经典、中信出版、读客文化三家公司经营特色不同、各具亮点。a) 中信出版产品最具消费属性，社科类图书占比高：中信出版销量过百万册的图书以经管和社科（成功励志）类型为主（合计占比达 52%），其图书作品紧跟时代潮流，且受众非常大众化；同时，从定价和折扣方面，中信出版定价高、价格敏感度非常低，也展现出强“消费属性”优势。b) 新经典产品最具“长销”属性，高成长的少儿领域布局领先：新经典再版率高达 90%，公司经典文学图书亦持续占据开卷年度榜单 TOP10 位置，因而新经典图书最具“长销”性质。同时，新经典在高成长的少儿领域布局领先，成立“爱心树”单独负责公司的童书发行，专业化运营有利于提高渠道效率，充分享受少儿图书高成长赛道红利。c) 读客文化品效突出，其社科类图书“畅销”属性最为突出。读客文化近三年平均品种效率达到 16，特别是公司社科类图书（2018 年社科类图书码洋占比为 33%）品种效率近三年均值高达 25。因此，虽然新经典和中信出版头部品种上榜率均较高，但从全部品种的品效来看，读客文化图书更具“畅销”属性。

当前阶段大众图书公司陆续（拟）登陆资本市场，回顾新经典上市以来市场表现来看，公司历史 PE-TTM 均值为 39 倍，最高值达 54 倍，最高涨幅达 138%。近期“出版+大众图书”龙头中信出版以及民营大众图书公司读客文化陆续步入上市进程，建议积极关注大众图书板块投资机会，重点标的为中信出版、新经典。

附表：重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | PE | |
|-----------|------|------|------------|-------------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 603096.SH | 新经典 | 买入 | 60.27 | 81.55 | 2.11 | 2.51 | 29 | 24 |
| 300788.SZ | 中信出版 | 买入 | 41.98 | 79.83 | 1.27 | 1.54 | 33 | 27 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

行业监管风险、版权风险、经营不达预期等。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032