

传媒

全球大众出版龙头成长性及估值水平如何？

全球图书市场呈现的共性趋势是：（1）行业进入成熟期后增速逐步放缓，但中国是增长最快的头部市场，2016-2018年图书零售码洋增速维持10%以上；（2）大众出版是维持出版市场规模稳定的主要动力，其中非虚构和少儿类是占比最高、增速最快的细分品类；（3）线上销售已普遍成为图书零售的主流渠道，但线下书店凭借其不断转型升级积极迎合消费需求，并提供更优质的阅读体验，在渠道端仍保有重要份额；（4）电子书与纸质书价格差距缩小导致阅读回归纸质图书，电子书份额出现下滑。

从 Bloomsbury 和 Scholastic 近 30 年的发展历程看，我们认为：（1）系列化畅销书的打造能够带来业绩、股价与估值的多重提振，是做大营收规模、树立竞争优势的关键。Bloomsbury 和 Scholastic 在上市初期营收保持快速增长，成长期营业收入 CAGR 分别为 24.6% 和 17.2%，主要来自《哈利波特》和《饥饿游戏》等超级畅销作品的拉动。快速成长期两家公司 PE 均能长期维持在 20-30x 的较高水平，我们认为其背后反映的是，畅销书的系列化打造下，保证了公司未来持续的高增长，同时也伴随着公司毛利率、净利率和 ROE 水平的同步提升。

（2）估值水平与产品周期密切相关，强势产品周期结束后将导致公司估值逐步回归到 10-20x 的水平。同时，股价变化提前于产品周期及财务变化。但进入成熟期后，Bloomsbury 和 Scholastic 能够凭借自身出版策划能力及渠道能力，保证营收、毛利率及 ROE 水平的基本稳定，叠加分红及良好的现金流，PE 分别维持在 18x 及 24x 左右的较高水平。

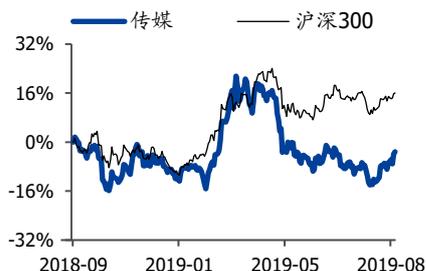
（3）Bloomsbury 和 Scholastic 在成熟期 PE 水平的差异，除不同资本市场的估值差异外，我们认为潜在的原因还包括：1）龙头溢价，Scholastic 作为全球第九大出版集团和第一大儿童出版商，营收体量远高于 Bloomsbury；2）渠道溢价，Scholastic 通过学校书展、学校图书俱乐部和商业渠道等，在美国建立了强大的儿童图书分销体系，具备稳定性和持续的畅销书打造能力。

投资建议：对标国内市场，目前中国是全球头部图书市场中增长最快的国家，且市场集中度仍较低。经管、少儿及文学等细分领域内的龙头公司，一方面凭借自身优秀的出版策划能力持续打造畅销图书，另一方面也积极打造优秀出版发行团队，发力建设线上线下自有销售渠道，建议关注中信出版、新经典等大众出版领域龙头公司。

风险提示：优质内容供应不足，宏观经济下滑，数字化娱乐方式冲击。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：月报：19H1 中报总结：二八分化加剧，龙头业绩高增》2019-09-03
- 2、《传媒：月报：《哪吒》爆红之后，看国产动画的“东方江湖”》2019-08-12
- 3、《传媒：关于 2019 电影市场的上下半场，哪些问题值得关注？》2019-07-05



内容目录

1 全球图书出版行业发展现状及趋势	5
1.1 增速：行业进入成熟期，中国是增长最快的头部市场	5
1.2 内容：大众出版是图书市场的稳定器，少儿及非虚构是最重要品类	6
1.3 渠道：线上销售成为主流，但实体书店仍保有重要份额	8
1.4 产品形态：电子书占比逐步下降，与纸质书价格差距缩窄	10
1.5 竞争格局：全球十大出版集团占据 50%以上市场份额，中国竞争格局仍较为分散	11
1.6 全球图书市场总结与对比	12
2 长周期视角看全球大众出版龙头成长性及估值	13
2.1 布卢姆斯伯里出版(Bloomsbury)发展三阶段的盈利及估值变化	13
2.1.1 Bloomsbury 发展历程及概况	13
2.1.2 1994-2018 年 Bloomsbury 财务表现	14
2.1.3 估值水平与产品周期密切相关，稳定增长期 PE 维持在约 18x 水平	17
2.2 学乐集团 (Scholastic) 两轮产品周期下的对比研究	21
2.2.1 Scholastic: 全球儿童图书出版发行龙头	21
2.2.2 Scholastic 不同产品周期下的财务表现与估值变化	22
3 结论及投资建议	24
3.1 中信出版：经管图书竞争优势明显，大众出版龙头持续转型升级中	25
3.2 新经典：精品化路线为核心，打造长销+畅销口碑产品	27
风险提示	29

图表目录

图表 1: 全球出版市场 TOP6 国家市场份额	5
图表 2: 2012-2018 美国出版行业收入 (亿美元) 及增速	5
图表 3: 2014-2018 德国出版行业销售额及增速	6
图表 4: 2014-2018 英国出版行业销售净额及增速	6
图表 5: 中国图书出版定价总金额 (亿元)	6
图表 6: 中国图书零售市场销售码洋 (亿元)	6
图表 7: 2017 年全球各国图书市场销量结构	7
图表 8: 2014-2018 美国各类图书收入 (单位: 十亿美元)	7
图表 9: 2015-2018 美国出版行业各类图书市场增速	7
图表 10: 2014-2018 英国各类图书收入 (单位: 百万英镑)	8
图表 11: 2016-2018 英国出版行业各类图书市场增速	8
图表 12: 2014-2018 英国大众出版分类收入 (单位: 百万英镑)	8
图表 13: 2015-2018 英国大众出版分类收入增速	8
图表 14: 2015-2017 美国图书销售中各渠道的占比	9
图表 15: 2010-2018 中国线上及线下销售码洋 (亿元) 和增速	9
图表 16: 2015-2017 德国图书销售中各渠道的占比	10
图表 17: 2015-2018 德国图书零售商营业额-分渠道 (百万欧元)	10
图表 18: 2014-2018 英国图书市场纸质书/电子书与有声书占比	10
图表 19: 2014-2018 美国图书市场纸质书/电子书与有声书占比	10
图表 20: 全球 TOP10 出版集团介绍	11

图表 21: 全球 TOP10 出版社营收 (百万欧元) 及占比	11
图表 22: 2015-2018 中国出版社市占率情况	11
图表 23: 2018 年中国图书市场出版社及出版集团码洋市占率	12
图表 24: 全球头部出版市场数据对比	12
图表 25: Bloomsbury 发展历程	13
图表 26: 2016 财年至 2019 财年 Bloomsbury 营业收入 (百万英镑)	13
图表 27: 2016 财年至 2019 财年 Bloomsbury 主营业务结构	13
图表 28: 2016 至 2019 财年 Bloomsbury 消费部门营收结构	14
图表 29: 2017 至 2019 财年 Bloomsbury 消费部门营收结构 (按地区分)	14
图表 30: 2016 财年至 2019 财年 Bloomsbury 非消费部门营收结构 (按业务分)	14
图表 31: 2017 财年至 2019 财年 Bloomsbury 非消费部门营收结构 (按地区分)	14
图表 32: 1994-2019 财年 Bloomsbury 营收 (单位: 百万英镑) 及增速	15
图表 33: 哈利波特系列图书出版日期	15
图表 34: Bloomsbury 历年畅销书统计	16
图表 35: 1994-2019 财年 Bloomsbury 毛利率和净利率水平 (%)	16
图表 36: Bloomsbury 1994-2019 财年 ROE	17
图表 37: Bloomsbury 1994-2019 财年每股股利 (便士) 和股利支付率 (%)	17
图表 38: 1994-2019 财年 Bloomsbury 经营现金流净额及现金净增减 (单位: 千英镑)	17
图表 39: Bloomsbury 上市至今涨跌幅及超额收益	18
图表 40: Bloomsbury 1994-1998 财年营业收入 (千英镑) 及增速	19
图表 41: Bloomsbury 1994-1998 财年净利润 (千英镑) 及增速	19
图表 42: Bloomsbury 1995-1997 财年估值情况	19
图表 43: Bloomsbury 历史估值区间及平均 PE	19
图表 44: Bloomsbury 上市至今平均 PE 变化	20
图表 45: Bloomsbury 消费者部门各项业务营收增速与英国对应行业增速情况	20
图表 46: Scholastic 近五年营业收入 (百万美元) 及增速	21
图表 47: Scholastic 近五年各部门营业收入 (百万美元)	21
图表 48: Scholastic 近五年各部门营业收入增速	21
图表 49: Scholastic 儿童图书出版与分销业务销售渠道占比	21
图表 50: Scholastic 1993-2019 年营业收入 (千美元) 及增速	22
图表 51: Scholastic 1990-2019 毛利率及净利润率 (%)	23
图表 52: Scholastic 2009-2019 每股股利 (美元) 及股利支付率	23
图表 53: Scholastic 上市至今涨跌幅	23
图表 54: Scholastic 历史估值区间及平均 PE	24
图表 55: 2014-2018 各业务营收占比	25
图表 56: 2014-2018 年各图书品类营业收入 (单位: 百万)	25
图表 57: 中信出版营业收入规模及增速 (单位: 百万)	25
图表 58: 中信出版净利润收入规模及增速 (单位: 百万)	25
图表 59: 中信出版在整体图书市场中的市占率稳步提升	26
图表 60: 中信出版市占率居于行业第二	26
图表 61: 中信出版图书出版效率	26
图表 62: 2018 年经管类实体书店码洋 TOP5	27
图表 63: 2018 年经管类网上书店码洋 TOP5	27
图表 64: 2019H1 新经典营收构成	27
图表 65: 新经典 2016-2019H1 各业务营业收入 (百万元)	27
图表 66: 新经典营业收入规模 (百万元) 及增速	28

图表 67: 新经典归母净利润 (百万元) 及增速.....	28
图表 68: 新经典 2012-2019H1 各业务毛利率	28
图表 69: 新经典 2012-2019H1 综合毛利率及净利率 (%)	28

国内图书出版市场主要分为大众出版及教材教辅出版两大类型。其中，凤凰传媒、中南传媒等省级出版集团以教材教辅出版发行业务为主，具有稳增长、高分红等特征。大众出版领域，继新经典之后，近期中信出版上市成功，读客文化提交招股书，龙头公司陆续进行资产证券化，引发市场关注。我们本篇报告通过对海外出版市场和大众出版龙头公司的对比研究，重点寻求以下三个问题的答案：

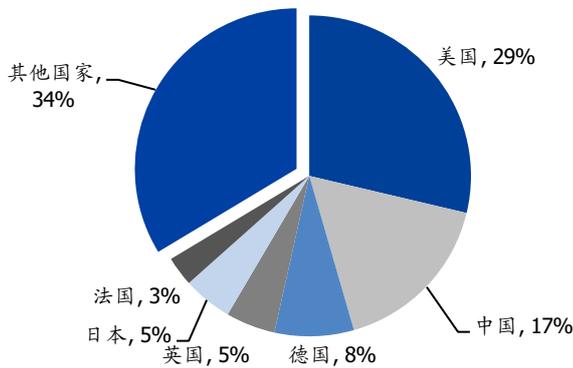
- (1) 全球出版行业呈现出什么样的发展趋势和特征？
- (2) 海外大众出版龙头的成长性及驱动因素，增长是否受到畅销书效应的影响？
- (3) 不同阶段龙头公司的估值水平如何？

1 全球图书出版行业发展现状及趋势

1.1 增速：行业进入成熟期，中国是增长最快的头部市场

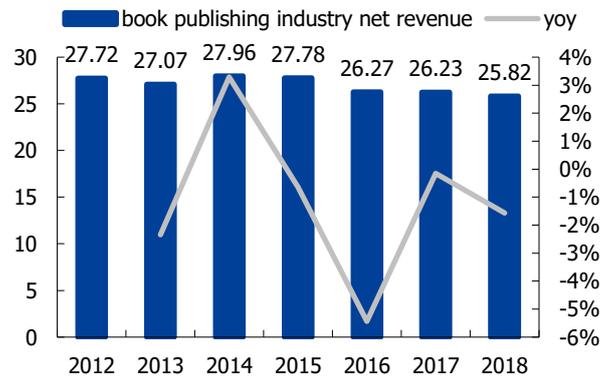
全球出版市场集中度较高，美中德英日法为前六大图书市场。6大出版强国占据全球图书市场份额的67%，其中美国、中国、德国、英国、日本和法国出版份额分别为29%、17%、8%、5%、5%和3%。目前全球出版行业已基本进入成熟期，除中国外，其余头部出版市场增速进入相对平稳、略有波动的阶段。其中，美国是全球最大的出版市场，2018年出版业整体销售净收入为258.2亿美元，同比下降1.56%，已连续4年小幅下滑。

图表 1: 全球出版市场 TOP6 国家市场份额



资料来源: Ruediger Wischenbart, 国盛证券研究所

图表 2: 2012-2018 美国出版行业收入 (亿美元) 及增速

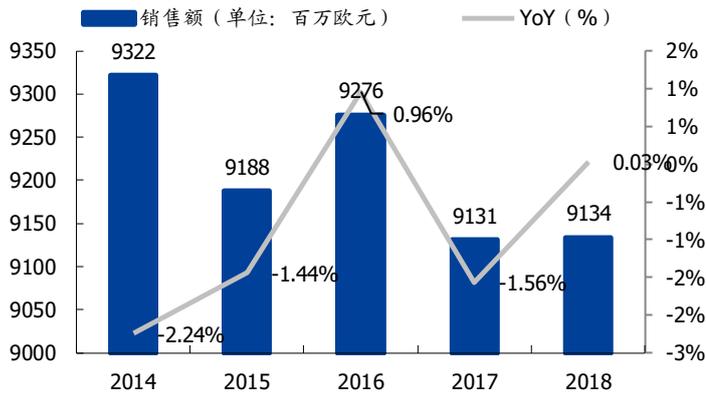


资料来源: 美国出版商协会, 国盛证券研究所

2013年后德国图书市场波动加大，2018年图书零售销售额91.3亿欧元，同比基本持平。作为全球第三大图书出版市场，2014-2018年德国图书市场零售商营业额分别为93.22、91.88、92.76、91.31和91.34亿欧元，不同年份增速呈现波动。但整体而言行业经历起伏后，2018年销售额仍低于2013年的高点水平。

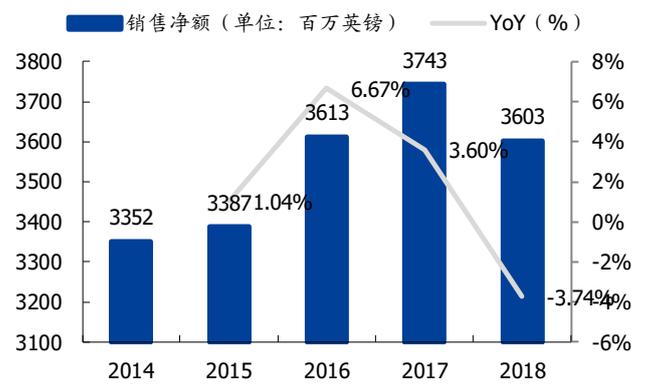
2018年英国图书出版市场出现首次负增长。英国是第二大英语图书和全球第四大图书出版市场，2015-2018年英国图书市场销售净额分别为33.87、36.13、37.43和36.03亿英镑，增速分别为1.04%/6.67%/3.6%/-3.74%，2018年英国市场出现负增长。

图表3: 2014-2018 德国出版行业销售额及增速



资料来源: 出版出版商协会, 国盛证券研究所

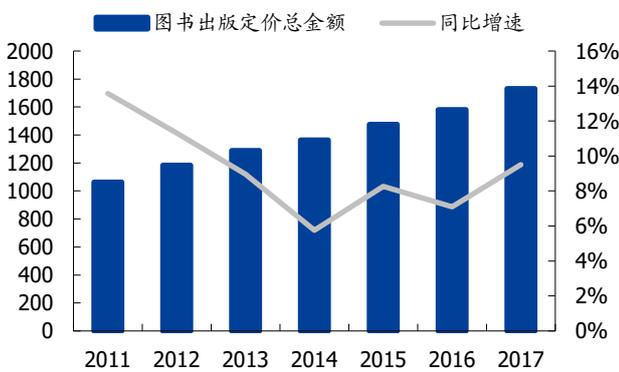
图表4: 2014-2018 英国出版行业销售净额及增速



资料来源: 英国出版商协会, 国盛证券研究所

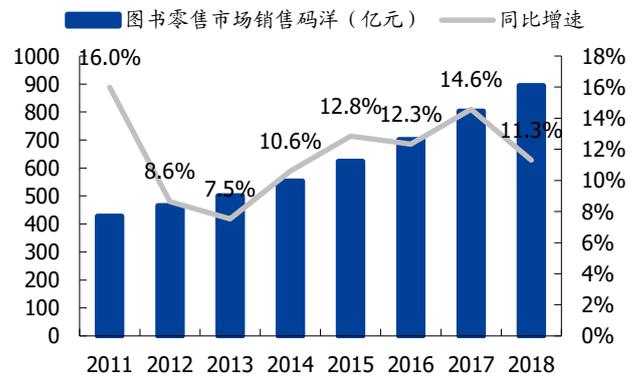
全球 TOP4 图书市场中, 仅中国仍保持稳定增长。图书定价总金额维度, 2017 年中国图书出版定价总金额 1731.35 亿元, 同比增长 9.5%; 零售维度, 2016-2018 年中国图书零售销售码洋分别为 701、803 和 894 亿元, 同比增速分别为 12.3%、14.6% 和 11.3%。自 2014 年起, 中国图书零售销售码洋持续维持 10% 以上增长, 是全球四大图书市场中增速最快的国家。

图表5: 中国图书出版定价总金额 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 中国图书零售市场销售码洋 (亿元)

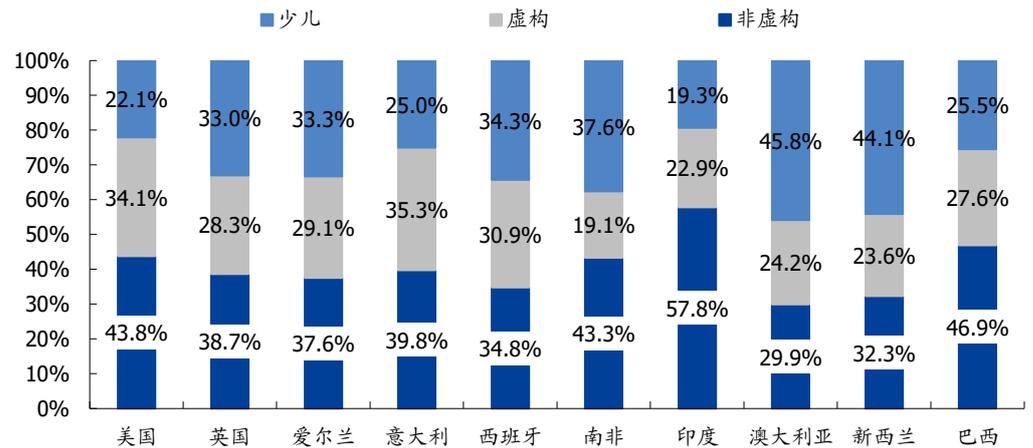


资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

1.2 内容: 大众出版是图书市场的稳定器, 少儿及非虚构是最重要品类

国际出版商协会 (IPA) 将图书出版市场分为大众出版、教育出版、SAS 专业出版三大类, 其中大众出版市场可进一步细分为虚构、非虚构和少儿图书三大类别。对多数国家而言, 大众出版是占比最高、增速最快的品类, 是维持整体出版市场规模稳定的主要动力。而从大众出版的细分品类看, 非虚构类及少儿类是份额最大, 且推动大众出版增长的最重要类型。

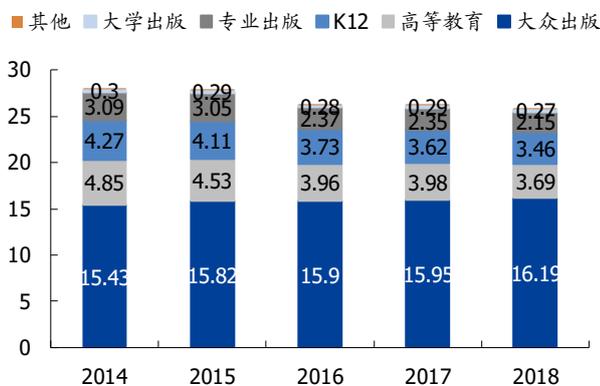
图表 7: 2017 年全球各国图书市场销量结构



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

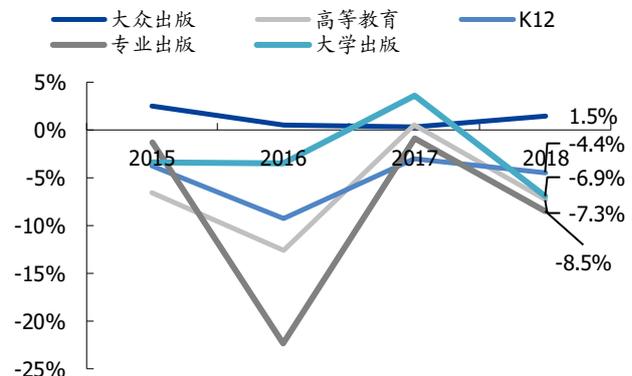
以美国和英国为例: 美国大众出版占比超过 60%, 是图书市场唯一增长的品类。2018 年美国图书市场中大众出版、高等教育、K12、专业出版、大学出版的收入分别为 16.19 亿/3.69 亿/3.46 亿/2.15 亿/0.27 亿美元, 占比分别为 62.7%/14.3%/13.4%/8.3%/1.0%。从增长趋势来看, 2018 年大众出版、高等教育、K12、专业出版、大学出版的增速分别为 1.5%/-7.3%/-4.4%/-8.5%/-6.9%, 大众出版逆势增长, 而且是行业中唯一增长的品类。

图表 8: 2014-2018 美国各类图书收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: 美国出版商协会, 国盛证券研究所

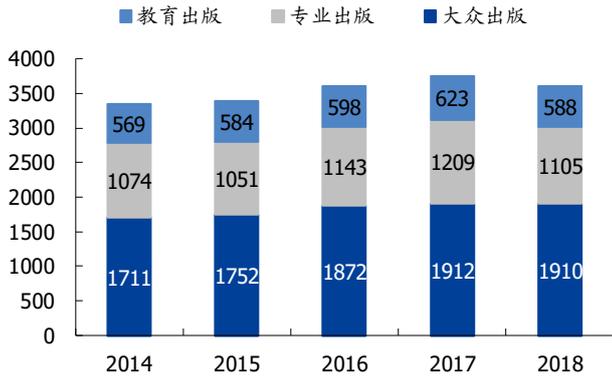
图表 9: 2015-2018 美国出版行业各类图书市场增速



资料来源: 国际出版人协会, 国盛证券研究所

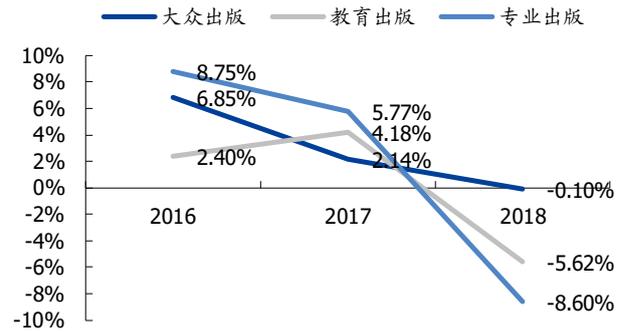
英国图书市场呈现出同样的趋势, 大众出版是最大品类且规模保持平稳。2018 年英国大众出版、专业出版、教育出版收入分别为 19.1、11.05、5.88 亿英镑, 大众出版为最大的类别 (占比 53%)。受教育出版 (YoY-5.62%) 和专业出版 (YoY-8.60%) 下滑影响, 2018 年英国大众出版销售额增速为负 (YoY -3.74%), 大众出版下滑幅度 (YoY-0.10%) 低于行业, 整体波动性较小, 保持销售体量的稳定。而进一步细分可以看到, 大众出版市场保持平稳的原因在于非虚构类图书 (YoY+0.74%) 和儿童图书 (YoY+2.51%) 仍保持增长。2018 年, 英国非虚构类、虚构类和少儿图书销售收入分别为 9.54、5.88 和 3.86 亿英镑, 同比增长 0.47%、-2.97% 和 2.51%。从历史增速看, 非虚构类图书自 2015 年起始终维持增长趋势, 而虚构类则增长较为疲软且呈现波动。

图表 10: 2014-2018 英国各类图书收入 (单位: 百万英镑)



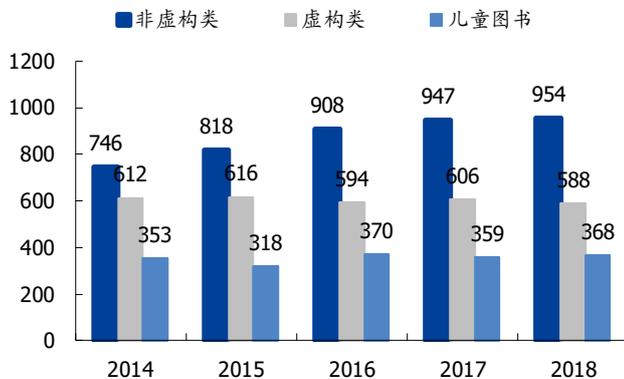
资料来源: 英国出版商协会, 国盛证券研究所

图表 11: 2016-2018 英国出版行业各类图书市场增速



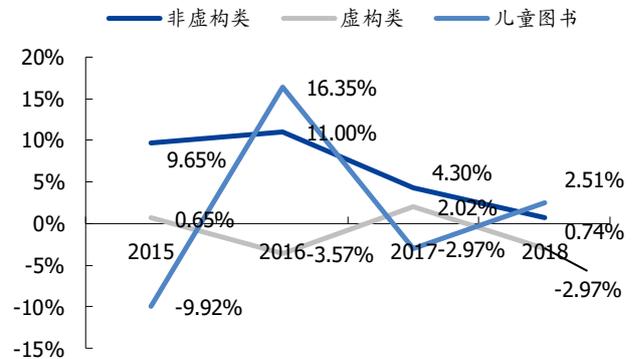
资料来源: 英国出版商协会, 国盛证券研究所

图表 12: 2014-2018 英国大众出版分类收入 (单位: 百万英镑)



资料来源: 英国出版商协会, 国盛证券研究所

图表 13: 2015-2018 英国大众出版分类收入增速

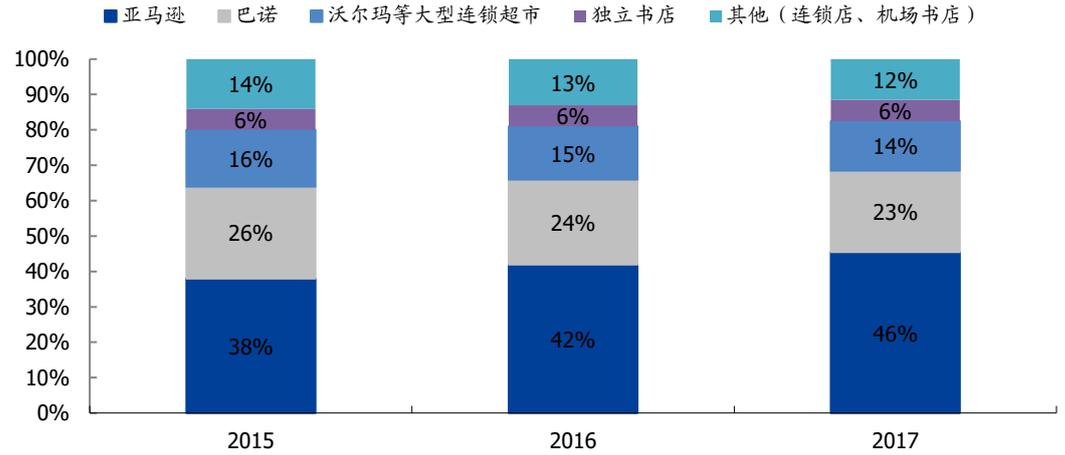


资料来源: 英国出版商协会, 国盛证券研究所

1.3 渠道: 线上销售成为主流, 但实体书店仍保有重要份额

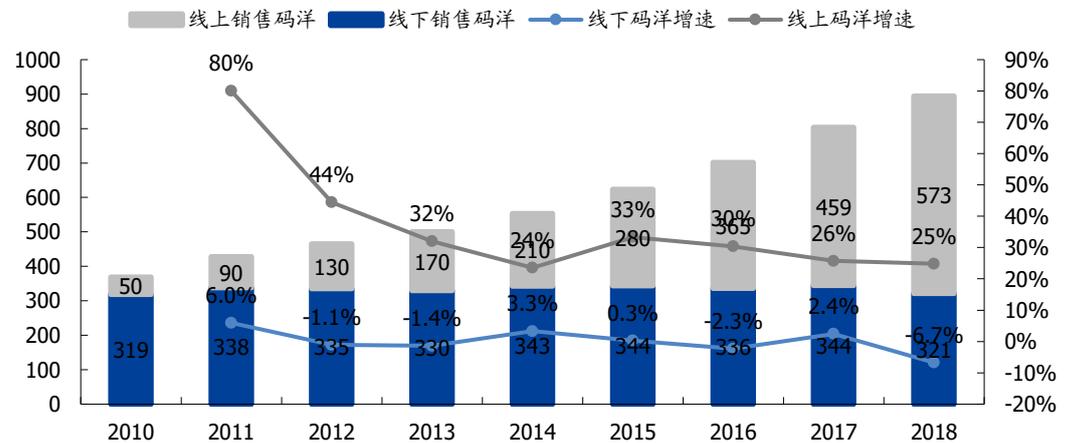
从全球头部市场的销售渠道看, 线上书店已普遍成为图书零售的主流渠道。以亚马逊为代表的线上销售渠道, 凭借其宽品类、低折扣的优势持续扩大销售份额。根据 BookScan 及 Author Earnings 数据, 2015-2017 年, 美国纸质书在亚马逊的线上销量分别为 2.46、2.8 和 3.13 亿册, 亚马逊的图书销售份额分别为 38%、42%和 46%, 显著超过巴诺书店、独立书店及大型超市等其他线下渠道销售份额。此外, 对中国图书零售市场而言, 线上渠道销售码洋自 2016 年起超过线下, 且销售码洋增速始终保持在 20%以上, 是拉动整体销售码洋增长的主要动力。

图表 14: 2015-2017 美国图书销售中各渠道的占比



资料来源: BookScan, Author Earnings, 国盛证券研究所

图表 15: 2010-2018 中国线上及线下销售码洋 (亿元) 和增速

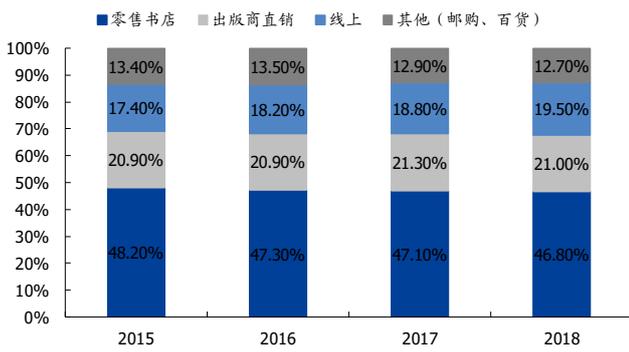


资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

但是, 线下书店凭借其不断转型升级积极迎合消费需求, 并提供更优质的阅读体验, 在渠道端仍保持重要份额。截止 2017 年, 巴诺书店在美国纸质书销售渠道中的占比为 23%, 同比下降 1pct, 下滑幅度有所减少; 同时, 具有特色的独立书店的销售份额始终保持在 6%。2010-2018 年, 中国实体书店码洋增速在不同年份略有波动, 但整体销售码洋始终维持在 330 亿元上下。实体书店通过引入咖啡、文创等, 与图书结合进行消费升级, 创造更多元的收入和盈利渠道。

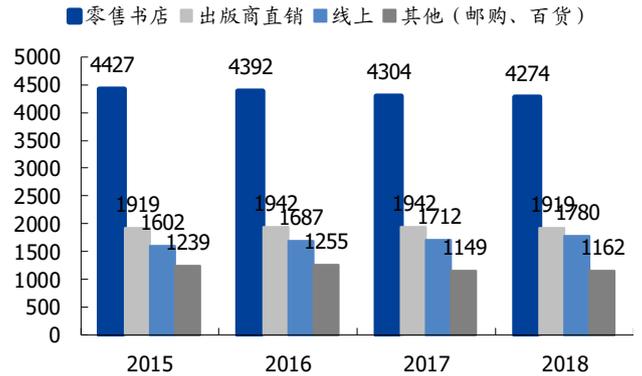
而在头部市场中, 德国受“固定价格法”影响, 图书销售仍以线下渠道为主。德国线上图书销售额由 2015 年的 16.02 亿欧元增长到 2018 年的 17.80 亿欧元, 占比从 17.4% 增长到 2018 年的 19.5%, 上升趋势明显。然而, 2015-2018 年期间, 零售书店的销售占比分别为 48.2%、47.3%、47.1% 和 46.8%, 始终占据主导地位。德国实体书店仍为最主要的销售渠道, 部分原因可能是因“固定书价法”影响。德国图书价格受“固定价格法” (“Buchpreisbindung”) 管辖, 该协议规定必须在所有网点以相同价格出售特定图书, 包含纸质书及电子书, 并且在首次出版后的 18 个月内有效。这种价格限制策略, 避免了网上书店通过低折扣对实体书店的大规模冲击与蚕食, 从而起到了保护线下书店的作用。

图表 16: 2015-2017 德国图书销售中各渠道的占比



资料来源: 德国出版商协会, 国盛证券研究所

图表 17: 2015-2018 德国图书零售商营业额-分渠道 (百万欧元)

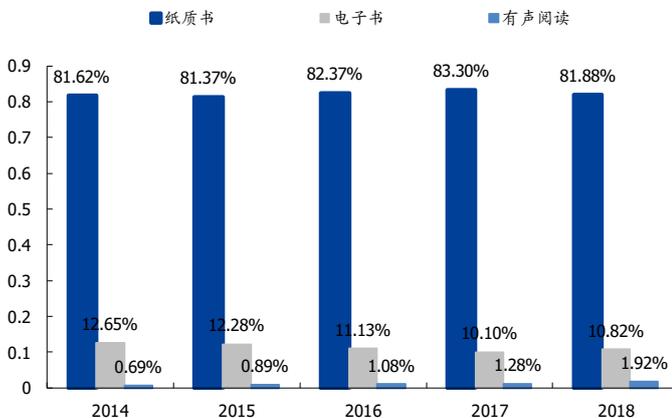


资料来源: 德国出版商协会, 国盛证券研究所

1.4 产品形态: 电子书占比逐步下降, 与纸质书价格差距缩窄

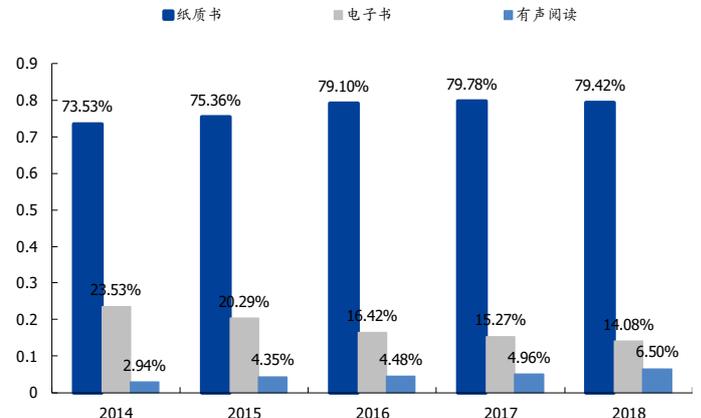
图书出版的载体主要分为三类: 纸质书、电子书、有声书, 美国三类出版方式占比依次为 79%/14%/7%, 英国三类出版方式销售额占比依次为 87%/11%/2%。纵向看, 纸质图书仍占核心地位, 电子书占比在提升后已逐步稳定甚至出现下滑。2014-2018 年, 英国电子书销售额占比由 12.65% 下降至 10.82%, 市场份额较为稳定, 略微下滑。而美国同期电子书销售额占比分别为则由 23.53% 下降至 14.08%。

图表 18: 2014-2018 英国图书市场纸质书/电子书与有声书占比



资料来源: 英国出版商协会, 国盛证券研究所

图表 19: 2014-2018 美国图书市场纸质书/电子书与有声书占比



资料来源: 美国出版商协会, 国盛证券研究所

电子书占比下滑的原因在于其与纸质书价格差距的缩小。2014 年, 亚马逊与五大出版社达成代理协议, 把电子书的定价权转让给大型出版社。电子书重新实行代销制度, 电子书价格逐年上升, 价格增长幅度大于纸质书。在新的机制下, 美国电子书的单本定价从 9.99 美元提高到 14.99 美元。这一价格和纸质书相比失去了低价优势, 降低了电子书对普通用户的吸引力。而纸质书凭借更好的阅读体验逐步再度获得市场, 占比逐渐提升。

1.5 竞争格局：全球十大出版集团占据 50%以上市场份额，中国竞争格局仍较为分散

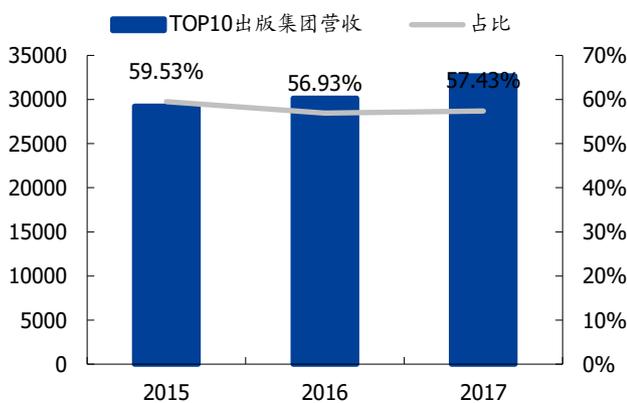
海外出版市场集中度较高，头部出版公司以集团化运作为主。按照营收排名，2017 年全球 TOP5 的出版集团为培生、励讯、汤森路透、贝塔斯曼、威科，营收分别为 50.77、46.91、41.16、35.48 和 33.42 亿欧元。头部出版集团旗下业务涉足多个领域，如培生集团是全球最大的教育集团及出版商，贝塔斯曼涵盖电视、图书、杂志、服务和媒体俱乐部等业务，两家集团为企鹅兰登股东，分别持有 25%和 75%的股权，在大众出版领域具有竞争力。**TOP10 出版集团营收稳步增长，市场份额稳定在 50%以上。**2015-2017 年，全球 TOP10 出版集团的营收总额分别为 292.35、301.61 和 326.77 亿欧元，占 TOP50 出版集团营收的 59.53%、56.93%和 57.43%。

图表 20: 全球 TOP10 出版集团介绍

排名	出版社	所属集团	国家	简介	2017 年营收 (百万欧元)
1	培生	Pearson PLC	英国	是全球最大的教育公司及书籍出版商，培生集团拥有企鹅兰登 25%的股权	5077
2	励讯	Reed Elsevier PLC & Reed Elsevier NV	英国/荷兰/美国	以科技、医学出版物出名	4691
3	汤森路透	The Woodbridge company Ltd.	加拿大	全球性媒体巨头，以法律、金融、教育出版著名	4116
4	贝塔斯曼	Bertlemann AG	德国	涵盖电视、图书、杂志、服务和媒体俱乐部等业务，拥有企鹅兰登 75%的股权	3548
5	威科	Wolters Kluwer	荷兰	全球最大的法律与法规、财税与会计、管理、风险与合规和医疗专业信息服务机构之一	3342
6	阿歇特	Lagardère	法国	出版大众图书、大众杂志为主	2289
7	行星集团	Group Planeta	西班牙	最大的西班牙语图书出版商	1652
8	施普林格-自然	Springer Nature	德国	科技图书、期刊出版公司	1637
9	学乐	Scholastic	美国	最大的儿童书籍出版公司	1451
10	麦格劳·希尔教育	Apollo Global Management LLC	美国	全球三大教育出版集团之一	1432

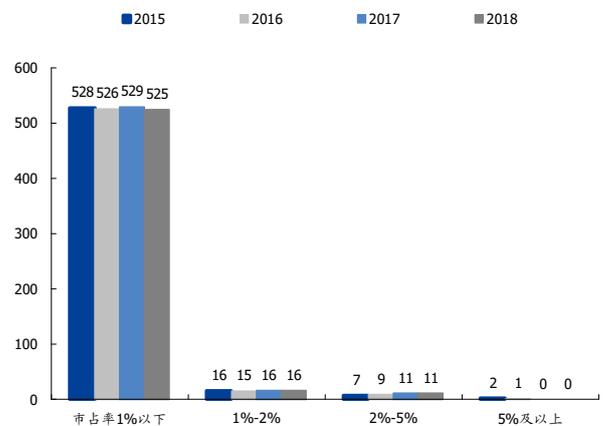
资料来源: Ruediger Wischenbart, 国盛证券研究所

图表 21: 全球 TOP10 出版社营收 (百万欧元) 及占比



资料来源: Ruediger Wischenbart, 国盛证券研究所

图表 22: 2015-2018 中国出版社市占率情况



资料来源: 开卷信息, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

中国出版行业竞争格局则相对分散。中国出版社分为部位社、省出版集团、城市社、大

学社、民营出版公司等不同类型，其中，国有出版社主要集中于教育出版和学术出版；大众出版中，中信出版、新经典、读客等是龙头公司。但整体而言，国内出版行业市场集中度较低：出版社维度，国内单一出版社市占率基本均在1%以下，CR10市占率仅16.65%；出版集团口径，2018年图书零售市场前十大出版集团市占率31.59%。

图表 23: 2018 年中国图书市场出版社及出版集团码洋市占率

2018 年图书市场出版社码洋占有率			2018 年图书零售市场前十大出版集团市占率		
名次	出版社	码洋市占率	排名	出版集团	码洋市占率
1	北京联合出版有限责任公司	2.62%	1	中国出版集团	6.38%
2	中信出版集团	2.47%	2	吉林出版集团	3.48%
3	世界图书出版有限公司	2.08%	3	凤凰出版传媒集团有限公司	3.32%
4	机械工业出版社	1.53%	4	中国出版传媒集团股份有限公司	3.12%
5	商务印书馆有限公司	1.45%	5	中国工信出版传媒集团	3.07%
6	人民文学出版社有限公司	1.38%	6	长江出版传媒股份有限公司	2.88%
7	人民日报出版社	1.36%	7	浙江出版联合集团	2.58%
8	外语教学与研究出版社	1.28%	8	中文天地出版传媒股份有限公司	2.54%
9	湖南文艺出版社有限责任公司	1.26%	9	上海世纪出版股份有限公司	2.16%
10	教育科学出版社	1.22%	10	时代出版传媒股份有限公司	2.06%
CR10		16.65%	CR10		31.59%

资料来源：开卷信息，国盛证券研究所

1.6 全球图书市场总结与对比

综上，全球图书市场呈现的共性趋势是：

(1) 行业进入成熟期后增速逐步放缓，但中国是增长最快的头部市场，2016-2018 年图书零售码洋增速维持 10% 以上；其余美国、德国及英国等均出现负增长或零增长；

(2) 大众出版是维持出版市场规模稳定的主要动力，其中非虚构和少儿类是占比最高、增速最快的细分品类。其中，中国及美国少儿图书的收入占比均在 20% 以上；

(3) 线上销售已普遍成为图书零售的主流渠道，但线下书店凭借其不断转型升级积极迎合消费需求，并提供更优质的阅读体验，在渠道端仍保有重要份额。其中中国线上销售份额占比最高（64.09%），而德国最低（19.50%），德国主要受到“固定价格法”影响；

(4) 全球 TOP10 出版集团市占率已达较高水平（57%），而中国仍偏低。出版社维度，中国 CR10 市占率仅 16.65%；出版集团口径，2018 年前十大出版集团市占率 31.59%。

图表 24: 全球头部出版市场数据对比

国家	中国	美国	英国	德国
增速	11.30%	-1.56%	-3.74%	0.03%
品类	少儿图书占比	27.38%	27.49%	19.26%
	少儿图书增速	16.00%	3.2%	2.51%
线上销售占比	64.09%	46%	> 40%	19.50%
CR10	31.59%	全球 TOP10 出版集团市占率 57%		

资料来源：AAP，开卷信息，德国出版商协会，英国出版商协会，国盛证券研究所

2 长周期视角看全球大众出版龙头成长性及估值

2.1 布卢姆斯伯里出版(Bloomsbury)发展三阶段的盈利及估值变化

2.1.1 Bloomsbury 发展历程及概况

Bloomsbury 出版社成立于 1986 年，最初以成人虚构类和非虚构类图书为重点，并借助在成人书籍领域取得的成功，于 1994 年在伦敦股票交易所上市。此后，公司在发展过程中经历的重要事件包括：(1) 在 J.K. 罗琳被 12 次拒绝和退稿后，公司接受并于 1997 年开始出版“哈利波特”系列图书，“哈利波特”系列成为此后公司增长的重要推动力；(2) 2001 年-2014 年间，公司收购了二十余家中小型出版集团。经过三十余年的发展，Bloomsbury 已成长为英国出版行业中头部的独立出版商。

图表 25: Bloomsbury 发展历程

时间	重要事件
1986 年	Bloomsbury 出版社的成立，宗旨是出版最高质量的书籍，为大众市场带来品质
1994 年	筹集了 550 万英镑用于资助平装书和儿童系列，并于当年推出
1999 年 8 月	Encarta 世界英语词典在全球范围内出版，同时以印刷和电子格式出版
1999 年 12 月	与麦克米伦建立战略合作伙伴关系，创建第二大词典数据库，即英语教学数据库
2000 年 7 月	收购 A & C Black Plc
2003 年 3 月	收购 Berlin Verlag
2008 年 5 月	推出 Bloomsbury Academic
2009 年 7 月	收购 Tottel Publishing (更名为 Bloomsbury Professional)
2018 年 5 月	收购 IB Tauris & Co.Limited;

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

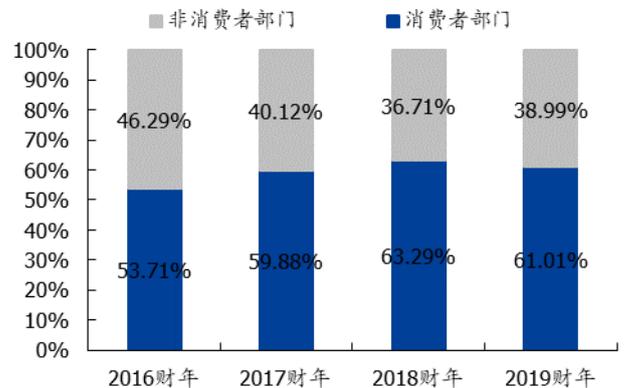
2019 财年（2018 年 3 月 1 日至 2019 年 2 月 28 日），Bloomsbury 营业收入为 1.63 亿英镑，同比增长 0.72%；净利润 924.7 万英镑，同比增长 1.95%。目前公司一共拥有 715 名员工，业务由两大部门（消费者部门和非消费者部门）负责，2019 财年消费者部门和非消费者部分收入占比分别为 61%和 39%。其中：

图表 26: 2016 财年至 2019 财年 Bloomsbury 营业收入 (百万英镑)



资料来源：Bloomsbury 年报，国盛证券研究所

图表 27: 2016 财年至 2019 财年 Bloomsbury 主营业务结构

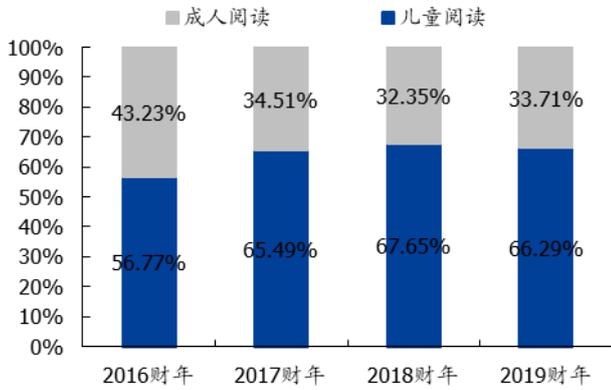


资料来源：Bloomsbury 年报，国盛证券研究所

- **消费者部门：** 主要负责包括纸质书、音频和电子书在内的成人阅读（虚构类及非虚构类）和儿童阅读书籍的出版发行。2018 和 2019 财年，该部门业务收入分别为

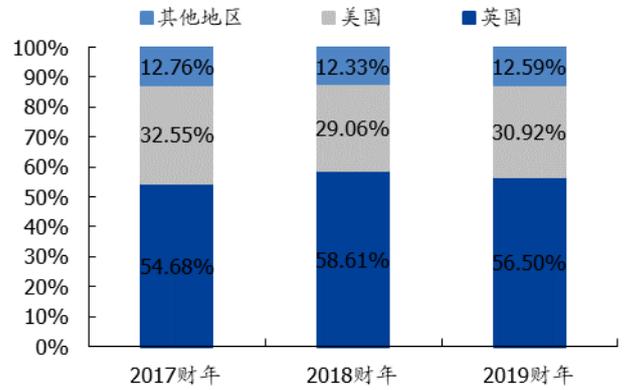
102.22 和 99.25 百万英镑，其中以儿童阅读书籍为主。按业务分，2019 财年成人阅读、儿童阅读的占比分别 33.71%和 66.29%。公司业务面向于全球书店和在线零售市场，按地区分，2019 财年来自英国、美国和其他地区的收入占比分别为 56.50%、30.92%和 12.59%。其中，英国地区收入占比始终维持在 50%以上，为该部门主要市场。

图表 28: 2016 至 2019 财年 Bloomsbury 消费部门营收结构



资料来源: Bloomsbury 年报, 国盛证券研究所

图表 29: 2017 至 2019 财年 Bloomsbury 消费部门营收结构 (按地区分)



资料来源: Bloomsbury 年报, 国盛证券研究所

- **非消费者部门:** 主要负责学术和专业类, 特殊兴趣类以及内容服务三部分, 其中以学术/专业类别为主。2019 财年非消费者部门营收 63.43 百万英镑, 其中学术和专业收入占比 65.03%。该部门收入仍以英国地区为主。非消费者部门出版大量的学术和 B2B 数字资源, 直接销往世界各地的机构、学校和公司; 负责纸质书和电子书出版 (每年有 1,900 多种关于人文和社会科学, 法律和税收的书籍), 同时为世界各地的公司和机构提供咨询服务。

图表 30: 2016 财年至 2019 财年 Bloomsbury 非消费部门营收结构 (按业务分)



资料来源: Bloomsbury 年报, 国盛证券研究所

图表 31: 2017 财年至 2019 财年 Bloomsbury 非消费部门营收结构 (按地区分)

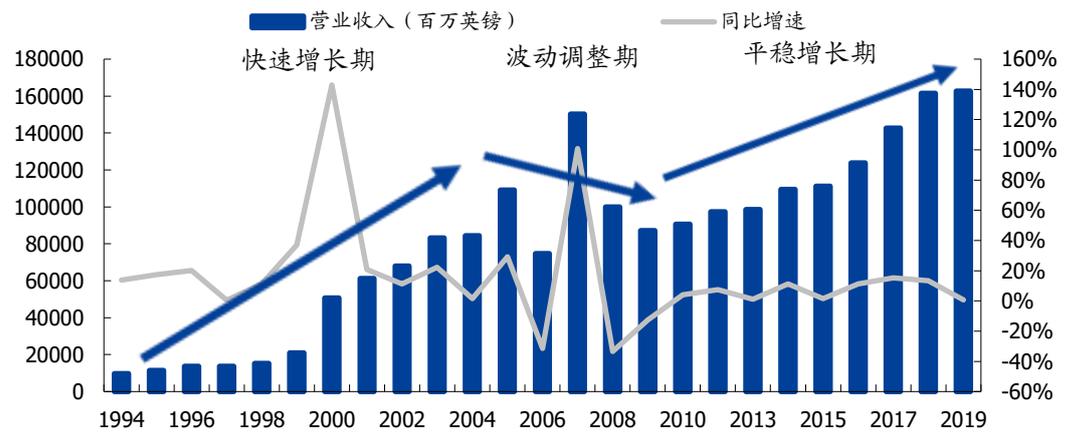


资料来源: Bloomsbury 年报, 国盛证券研究所

2.1.2 1994-2018 年 Bloomsbury 财务表现

回顾 Bloomsbury 长周期的发展历程及财务表现, 可以清晰的看到其发展可划分为三个阶段:

图表 32: 1994-2019 财年 Bloomsbury 营收 (单位: 百万英镑) 及增速



资料来源: Bloomsbury 年报, 国盛证券研究所

(1) 快速发展期 (1994-2005 年): 1994 年公司上市时营业收入 969.2 万英镑, 至 2005 年达 1.09 亿英镑, CAGR24.6%; 净利润由 80.2 万英镑增长至 1464.6 万英镑, CAGR30.2%。期间主要受到 1999 年、2000 年、2003 年和 2005 年所出版的哈利波特系列书籍的拉动, 上述四年营收增速分别达 37.0%、142.9%、22.2%和 29.2%。公司自 1997 年出版《哈利波特与魔法石》开始, 哈利波特系列图书一直是推动公司快速增长的关键。

图表 33: 哈利波特系列图书出版日期

序号	书名	英文首版日期
1	《哈利·波特与魔法石》	1997 年 6 月 26 日
2	《哈利·波特与密室》	1998 年 7 月 2 日
3	《哈利·波特与阿兹卡班的囚徒》	1999 年 12 月
4	《哈利·波特与火焰杯》	2000 年 7 月 8 日
5	《哈利·波特与凤凰社》	2003 年 9 月 21 日
6	《哈利·波特与“混血王子”》	2005 年 10 月 1 日
7	《哈利·波特与死亡圣器》	2007 年 10 月 28 日

资料来源: 公司公告, 公开信息, 国盛证券研究所

(2) 波动调整期 (2006-2009 年): 2000 年后, 由于哈利波特系列图书的更新周期拉长 (1 年一部变为 2-3 年一部), 且公司营收基数已达较高水平, 公司增长受畅销书出版周期的影响逐渐显现。2006 年未有哈利波特系列新书上线, 当年营收及净利润分别同比下滑 31.5%和 75.1%。此后, 随着 2007 年哈利波特系列终结篇《哈利波特与死亡圣器》的出版, 公司进入后哈利波特时代。至 2009 年公司营收下滑至 8721.7 万英镑, 较 2007 年 1.5 亿英镑的收入高点下滑 41.9%。

(3) 平稳增长期: (2010-2019 年): 自 2009 年营收降至低点后, 得益于: (1) 全球经济复苏; (2) 后“哈利波特”战略的推进, 《群山回唱》、《美食、祈祷和恋爱》等其他畅销书籍的出版; (3) 收购 Hart Publishing 等公司后对专业/学术书籍的拓展; (4) 电子书销售快速增长; (5) 特定时点 (如首版 20 周年) 对哈利波特系列图书的再版和销售等的推动, 公司营业收入进入平稳增长阶段, 并于 2019 财年达到 1.63 亿英镑, CAGR 为 7.2%。

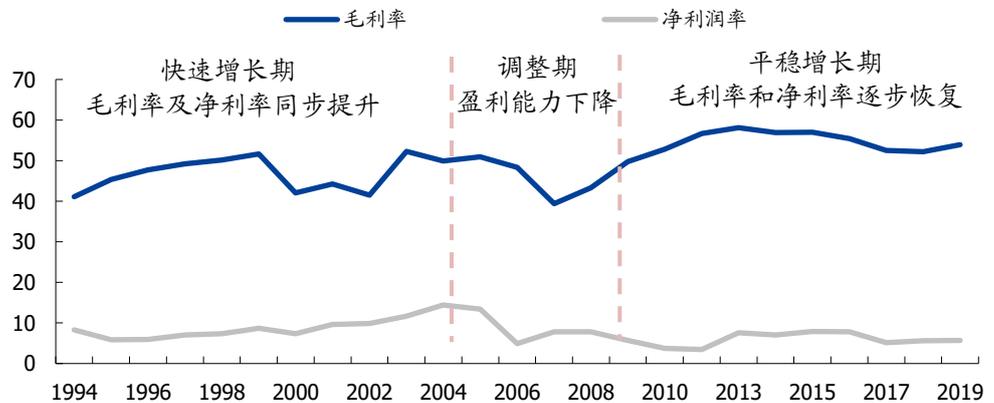
图表 34: Bloomsbury 历年畅销书统计

2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
哈利波特和哲学家的石头: 插图版本	哈利波特演示了版本	哈利波特与阿兹卡班的囚徒	哈利波特盒装: 完整系列(儿童平装)
哈利波特盒子放置并分开书	哈利波特盒套装: 完整系列	哈利波特盒装: 完整系列	灰王国
纸镇	哈利波特系列精装本和平装书分开出售	减肥好	哈利·波特与魔法石
阴影女王	风暴帝国	哈利·波特与魔法石	汤姆克里奇的新起点
荆棘和玫瑰的宫廷	雾与愤怒之宫	神奇的野兽和在哪里找到它们	一个冰霜和星光的法庭
玻璃王座	多巴胺饮食	法院和废墟法院	哈利·波特与密室
汤姆的桌子	玻璃王座	黎明之塔	哈利波特与哲学家的石头(插图版)
火的继承人	丝绸之路	哈利·波特与密室	厨房机密
午夜之冠	荆棘和玫瑰法院	哈利波特 - 魔术史: 展览之书	北欧神话
维斯登板球年鉴 2015	吟游诗人贝德尔的故事	哈利波特与哲学家的石头: 格兰芬多版	哈利·波特与火焰杯

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司毛利率和净利率水平也随着产品周期呈现波动。其中, 快速成长期毛利率和净利率均呈现同步提升的趋势(个别年份除外), 1994 年 Bloomsbury 毛利率和净利率分别为 41.09% 和 8.27%, 至 2005 年提升至 50.95% 和 13.42%。此后, 经历波动调整期和平稳增长期, 毛利率和净利率呈现先下降后上升的趋势。

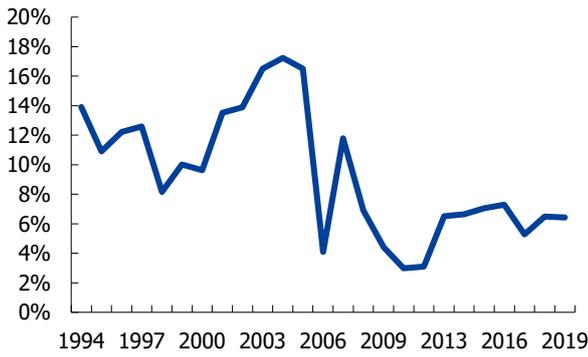
图表 35: 1994-2019 财年 Bloomsbury 毛利率和净利率水平 (%)



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

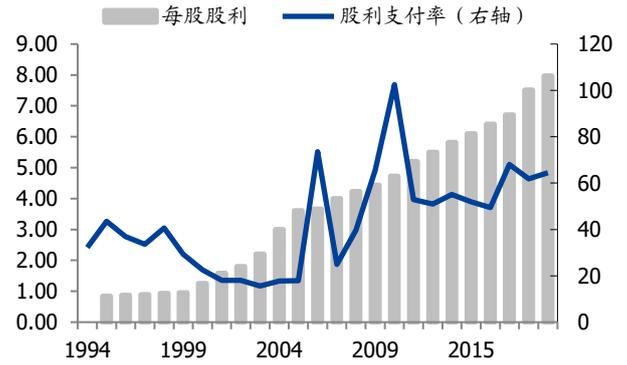
从 ROE、现金流和股利支付的角度看, 出版公司良好的现金流下, 分红成为回馈投资者的重要方式。Bloomsbury 快速增长期 ROE 维持在 10% 以上, 调整期下滑至最低 3%, 目前恢复至 7% 左右的水平。除上市初期和个别年份出现负现金流外, 其余年度能够产生良好的现金流。Bloomsbury 从上市起保持了每股股利的持续增加, 1994 财年每股股利 0.84 便士, 2019 财年增加至 7.96 便士, 2009 财年起股利支付率基本维持在 50% 以上。

图表 36: Bloomsbury 1994-2019 财年 ROE



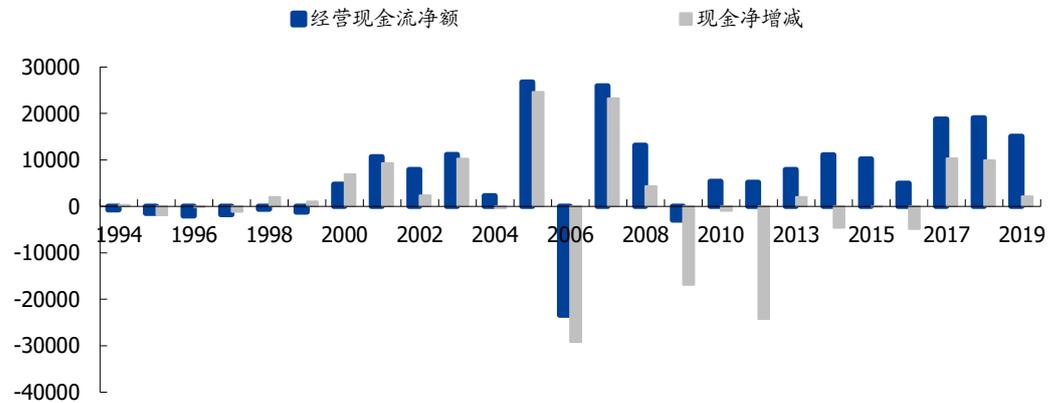
资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 37: Bloomsbury 1994-2019 财年每股股利(便士)和股利支付率(%)



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 38: 1994-2019 财年 Bloomsbury 经营现金流净额及现金净增减 (单位: 千英镑)

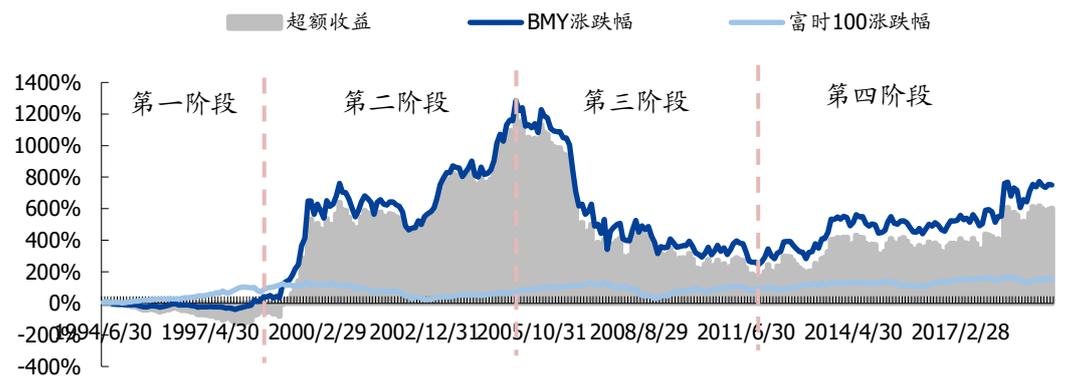


资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

2.1.3 估值水平与产品周期密切相关, 稳定增长期 PE 维持在约 18x 水平

Bloomsbury 自 1994 年 6 月上市至今 (2019 年 8 月 14 日) 共上涨 746.2% (前复权), 复合收益率 8.9%。公司最高股价为 392.5 英镑 (2005 年 6 月 22 日), 较上市时上涨 1344%; 股价低点为 16.55 英镑 (1998 年 1 月 27 日), 较上市时下跌 39.1%。从公司股价变化看, 可分为四个明显不同的阶段:

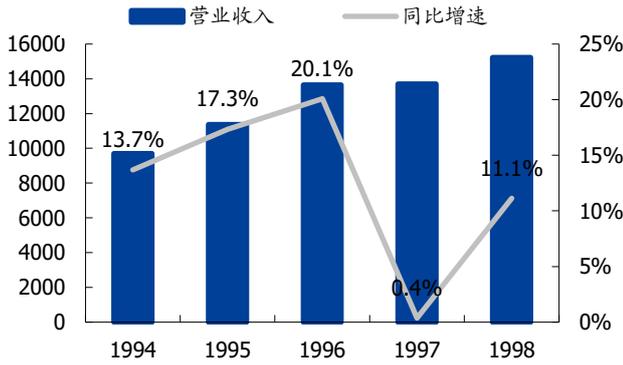
图表 39: Bloomsbury 上市至今涨跌幅及超额收益



资料来源: Bloomsbury, 国盛证券研究所

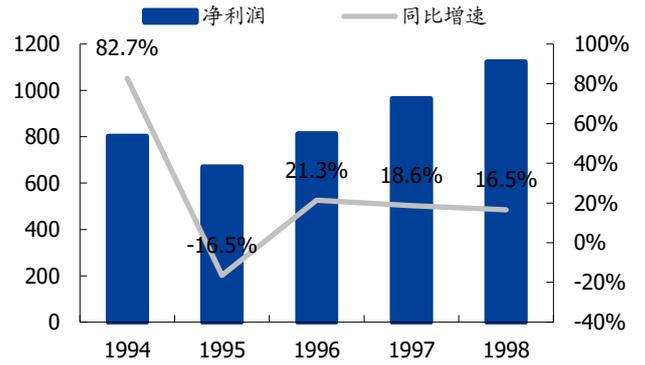
(1) 第一阶段: 上市初期至 1998 年中。虽然公司处于营收快速增长阶段, 但仅出版了第一部哈利波特图书, 哈利波特的系列化打造尚未成功, 超级畅销书效应并未形成, 而利润因税收政策变化等因素出现一定波动(1996 年)。此时公司的 PE(TTM)水平由 1995-1996 年的 11-12 倍, 下行至 1997-1998 年的 8-9 倍, 股价较上市时持续下跌。

图表 40: Bloomsbury1994-1998 财年营业收入 (千英镑) 及增速



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 41: Bloomsbury1994-1998 财年净利润 (千英镑) 及增速



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

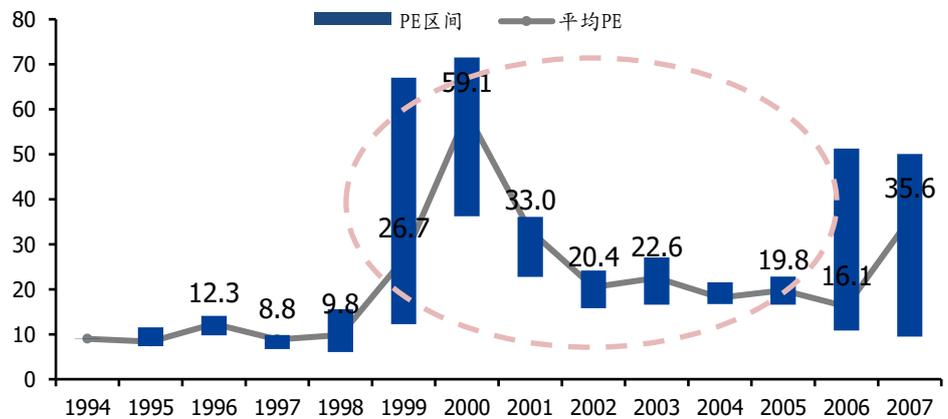
图表 42: Bloomsbury1995-1997 财年估值情况

PE	1995 财年	1996 财年	1997 财年
年末值	11.54	9.74	6.67
最高值	11.54	14.10	9.84
平均值	8.35	12.33	8.81
最低值	7.30	9.74	6.67

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

(2) 第二阶段: 1998 年中至 2005 年底。随着哈利波特系列图书第二部《哈利·波特与密室》的出版及在全球范围内的热卖, Bloomsbury 股价和估值从 1998 年中开始快速攀升。1999-2005 年, 公司 PE (TTM, 下同) 最低值基本维持在 15x 以上, 平均 PE 18x 以上。2000 年, Bloomsbury 平均 PE 和最高 PE 分别达到 59.1 和 71.5 倍的峰值水平。1999-2005 年公司 PE 显著高于上一阶段 10x 左右的水平。结合 2.1.2 节的分析, 我们认为市场在此阶段给予 Bloomsbury 高估值的原因在于, 哈利波特成为超级畅销书后, 系列化出版 (1-2 年一部) 保证了公司未来持续的高增长, 同时也伴随着公司毛利率、净利率和 ROE 水平的同步提升。

图表 43: Bloomsbury 历史估值区间及平均 PE

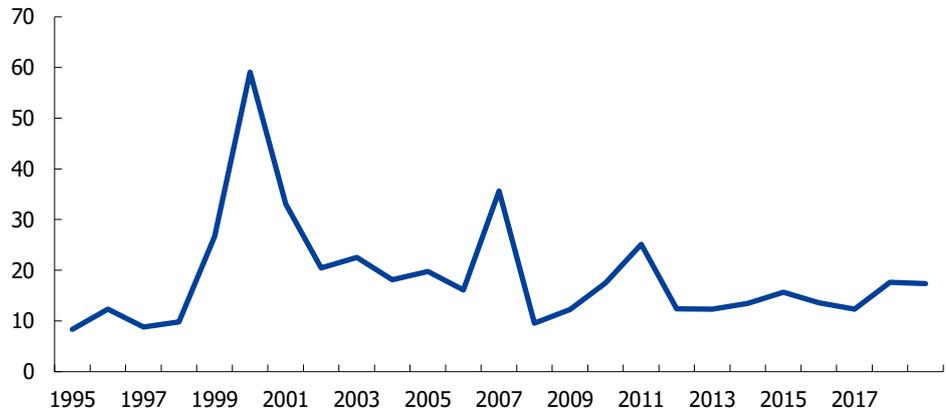


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

(3) 第三阶段: 2006-2012 年。2006 年起, 公司股价开始从高点逐步回落, 并从 2007 年开始大幅下跌。平均 PE 由此前年度的 18-20, 回落至 10x 左右的水平 (个别年份 PE 提高并非由于市场预期乐观, 而是由于 EPS 处于低位)。虽然 2007 年公司营收和业绩

创历史新高，但股价持续下行，我们认为背后反映的是：(1) 市场对后哈利波特时期公司业绩的下降做出了提前反映；(2) 强势产品周期结束后，估值逐步回归到此前的正常水平。

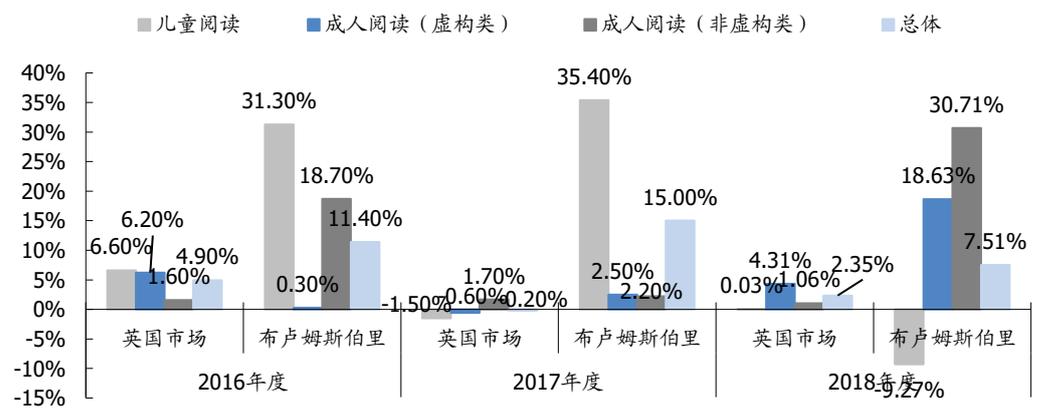
图表 44: Bloomsbury 上市至今平均 PE 变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

(4) 第四阶段: 2013 年至今。随着专业/学术类书籍的拓展及后“哈利波特”战略的推进，公司营收及利润稳步增长。其中，Bloomsbury 消费者部门营收增速超过行业平均水平。2016-2017 年度，在英国儿童阅读类书籍增速逐渐放缓的背景下，Bloomsbury 出版社儿童阅读类书籍的营收增速分别为 31.30%/35.40%。2018 年度，虽然童书在高基数下营收有所下滑，但得益于成人部门的强劲表现（虚构类和非虚构类增速分别为 18.63%/30.71%），消费者部门整体增速仍高于市场平均水平。随着公司逐步摆脱对哈利波特系列的依赖和业绩的稳步回升，公司 PE 水平恢复至 17-18x 的水平。

图表 45: Bloomsbury 消费者部门各项业务营收增速与英国对应行业增速情况



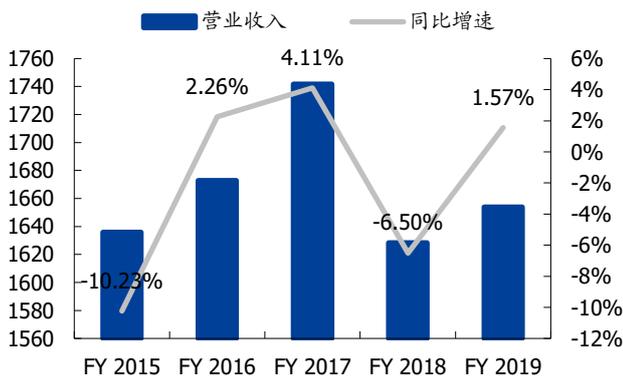
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 学乐集团 (Scholastic) 两轮产品周期下的对比研究

2.2.1 Scholastic: 全球儿童图书出版发行龙头

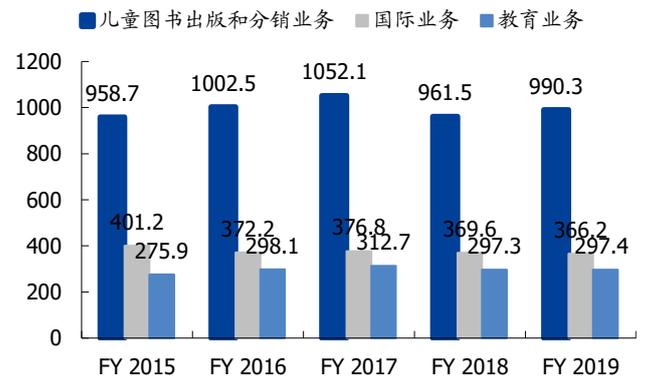
学乐集团是全球最大的儿童图书出版社与分销商，成立于1920年并于1992年上市。公司2019财年（2018年6月1日-2019年5月31日）营业收入为16.54亿美元，同比增长1.57%。其市场除美国外，还包括加拿大、英国、中国在内的约135个国家。公司在1997年购入“哈利波特”系列版权，在美国销售“哈利波特”系列图书。公司打造的其他畅销书还包括《饥饿游戏》和《鸡皮疙瘩》等。学乐集团公司业务分为三大板块：儿童图书出版与分销业务、教育业务以及国际业务，2019财年三项业务营收分别占比59.88%、17.98%和22.14%。

图表 46: Scholastic 近五年营业收入 (百万美元) 及增速



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

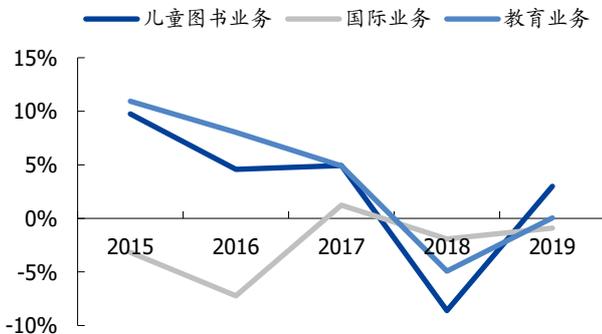
图表 47: Scholastic 近五年各部门营业收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

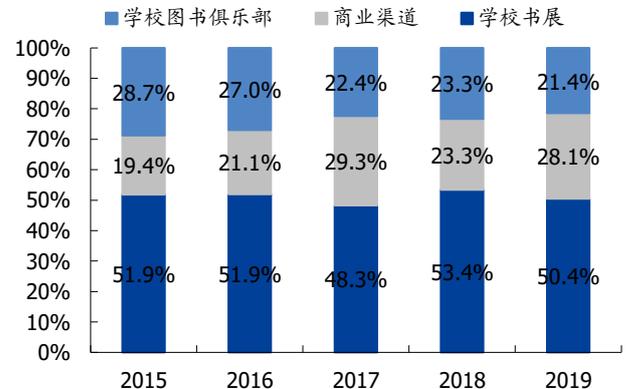
儿童图书出版和分销业务是学乐集团的核心业务，收入占比在50%以上，包括儿童图书、电子书、媒体以及互动产品的生产与销售。2019财年儿童图书出版与分销业务营收9.9亿美元，同比增长3%。公司通过学校书展、学校图书俱乐部和商业渠道进行销售，2019财年三个渠道营业收入分别占该业务总营收的50.45%、21.45%和28.10%。公司现已在美国50个州举办学校书展，并在学校图书俱乐部针对不同年级举办主题活动与季节性折扣，以促进销售。此外，学乐集团的商业部门还通过书店、网络、批发商、零售商等对图书进行销售。

图表 48: Scholastic 近五年各部门营业收入增速



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 49: Scholastic 儿童图书出版与分销业务销售渠道占比



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

教育业务主要向学校和图书馆提供书籍、杂志、资讯服务等产品，该业务在2019财年的营收为2.97亿美元，同比增长0.03%。此外，国际业务指在美国之外的图书出版与销

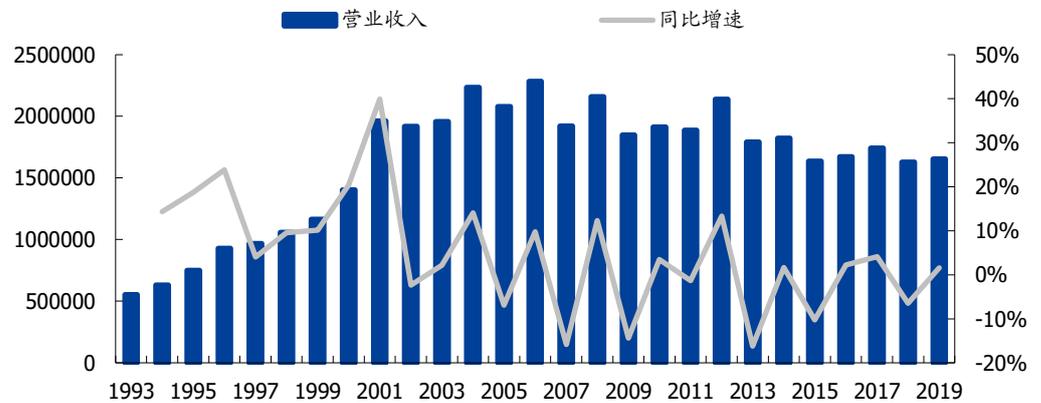
售，也开展图书出口和外国许可证项目，主要国家为加拿大、英国、澳大利亚等。2019财年国际业务营业收入为3.66亿美元，同比增长。国际业务和教育业务的收入占比均在15%-20%。

2.2.2 Scholastic 不同产品周期下的财务表现与估值变化

回顾学乐集团自1992年上市至今的财务表现，同样可以清晰地分为三个阶段：

(1) 第一阶段（1992-2001年）：快速成长期，营业收入由5.52亿美元增长至19.62亿美元，CAGR17.17%。同时，毛利率和净利率呈现波动提升的趋势。这一时期驱动公司收入增长的关键在于《鸡皮疙瘩》及《哈利波特》两款超级畅销系列图书。其中，《鸡皮疙瘩》系列小说是90年代美国最畅销图书系列之一，至今出版小说已超过200本，销量超过4亿册，被翻译成32种语言。同时公司在1997年购入“哈利波特”系列版权，开始在美国出版发售该系列图书。哈利波特也是世界最畅销小说系列之一，截至2017年全球销量超过5亿册。学乐公司在1998年至2000年发售了哈利波特前四部图书，2001年营收增长达到39.91%。

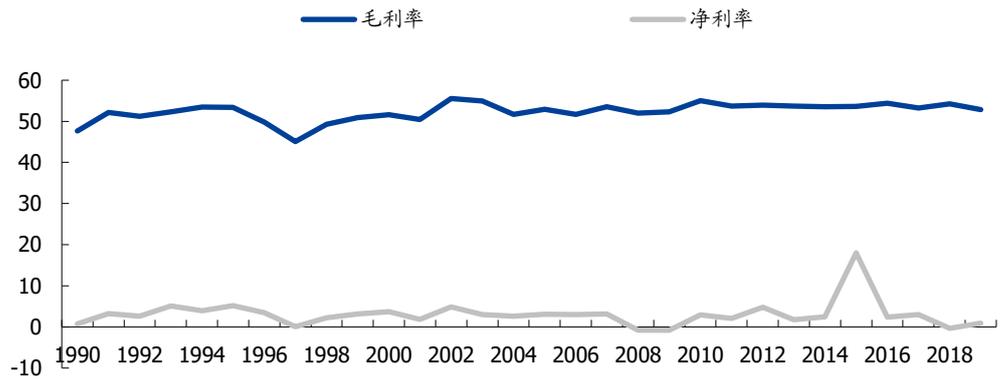
图表 50: Scholastic 1993-2019 年营业收入（千美元）及增速



资料来源：公司公告，Bloomberg，国盛证券研究所

(2) 第二阶段（2002-2008年）：营收波动增长，增速显著放缓。2001年后，由于哈利波特新书的写作和出版周期拉长（从1年一部变为2-3年一部），超级畅销书对公司营收的影响开始显现。其中，公司于2003年、2005年和2007年年底发售后三部哈利波特图书，带动2004年、2006年和2008年的营收增速分别为14.07%、9.80%和12.34%。然而哈利波特的畅销效应并不持久，畅销期仅一年左右，导致2005年、2007年和2009年增速都为负。毛利率及净利率在这一阶段亦呈现波动。

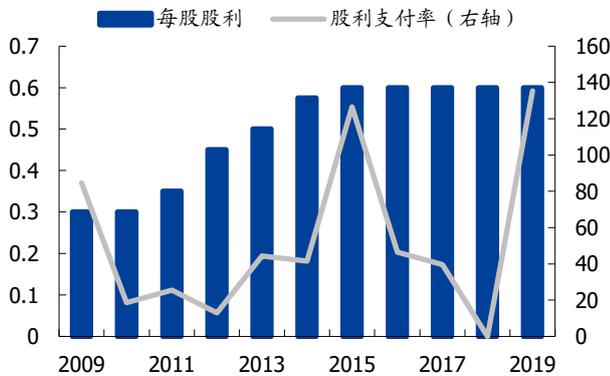
图表 51: Scholastic 1990-2019 毛利率及净利润率 (%)



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

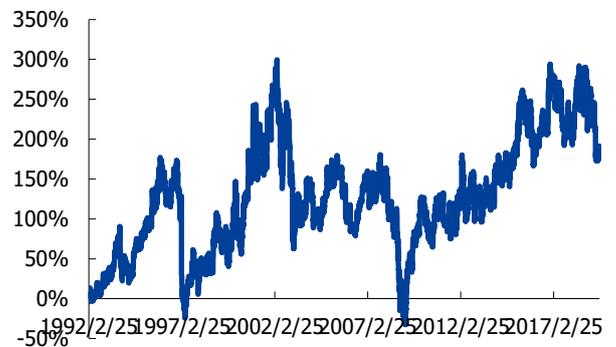
(3) 第三阶段 (2009 年至今):《鸡皮疙瘩》及《哈利波特》系列的畅销周期结束后, 公司营收较高点回落。但公司通过学校图书俱乐部和书展等渠道, 打造了《饥饿游戏》等新的畅销书, 并建立起品牌效应, 树立最大的美国儿童图书出版商形象, 与学校合作提供教育用书, 近年来营收始终维持在 17 亿美元左右, 毛利率基本稳定, 净利润率因非经常性损益有所波动 (如 2015 年公司卖出其教育科技和服务业务, 使得当年净利润率大幅提升)。公司自 2009 年起对其股东发放股利, 2009 年至 2014 年股利逐渐增加, 2014 年以后实行固定股息制度, 股利维持不变。

图表 52: Scholastic 2009-2019 每股股利 (美元) 及股利支付率



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 53: Scholastic 上市至今涨跌幅

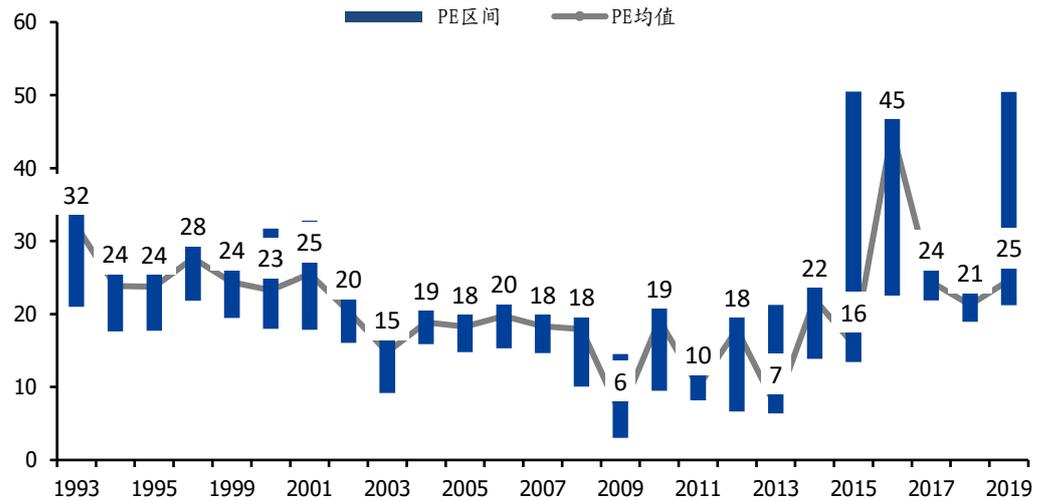


资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

产品周期不仅影响 Scholastic 在不同阶段的财务表现, 也同样反映在股价及估值上:

(1) 1997 年由于《鸡皮疙瘩》系列销量下滑, 公司营收增速及毛利率均出现大幅回落, 导致股价走低; (2) 1997 年拿到《哈利波特》系列版权并于 1998 年开始出版后, 公司股价逐步回升。在 1992-2001 年的高增长阶段, 公司 PE 均值维持在 23x 以上的较高水平; (3) 2002 年以后, 由于哈利波特出版周期拉长带来的波动性加剧, 公司股价及估值开始回调, 2002-2009 年, 公司 PE 均值由 20x 以上下跌至最低 6.4x (2008 年金融危机后水平); (4) 2009 年后, 随着公司渠道优势和品牌化的树立, 以及分红的持续提升, 公司股价及估值开始由低点不断上涨, 在营收保持稳定的情形下, 2017-2019 年 PE 均值维持在约 24x 的较高水平。

图表 54: Scholastic 历史估值区间及平均 PE



公司公告, Bloomberg, 国盛证券研究所

3 结论及投资建议

从 Bloomsbury 和 Scholastic 近 30 年的发展历程看, 我们认为:

(1) 系列化畅销书的打造能够带来业绩、股价与估值的多重提振, 是做大营收规模、树立竞争优势的关键。Bloomsbury 和 Scholastic 在上市初期营收保持快速增长, 主要来自《哈利波特》和《饥饿游戏》等的拉动。快速成长期两家公司的 PE 均能长期维持在 20-30x 的较高水平, 我们认为其背后反映的是, 畅销书的系列化打造下, 保证了公司未来持续的高增长, 同时也伴随着公司毛利率、净利率和 ROE 水平的同步提升。

(2) 估值水平与产品周期密切相关, 强势产品周期结束后将导致公司估值逐步回归到 10-20x 的水平。同时, 股价变化提前于产品周期及财务变化。但进入成熟期后, Bloomsbury 和 Scholastic 能够凭借自身出版策划能力及渠道能力, 保证营收、毛利率及 ROE 水平的基本稳定, 叠加分红及良好的现金流, PE 分别维持在 18x 及 24x 左右的较高水平。

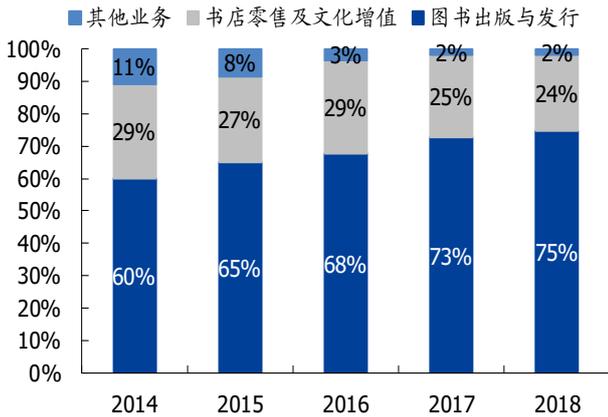
(3) Bloomsbury 和 Scholastic 在成熟期 PE 水平的差异, 除不同资本市场的估值差异外, 我们认为潜在的原因还包括: 1) 龙头溢价, Scholastic 作为全球第九大出版集团和第一大儿童出版商, 营收体量远高于 Bloomsbury; (2) 渠道溢价, Scholastic 通过学校书展、学校图书俱乐部和商业渠道等, 在美国建立了强大的儿童图书分销体系, 具备稳定性和持续的畅销书打造能力。

对标国内市场, 目前中国是全球头部图书市场中增长最快的国家, 且市场集中度仍较低。经管、少儿及文学等细分领域内的龙头公司, 一方面凭借自身优秀的出版策划能力持续打造畅销图书, 另一方面也积极打造优秀出版发行团队, 发力建设线上线下自有销售渠道, 建议关注中信出版、新经典等大众出版领域龙头公司。

3.1 中信出版：经管图书竞争优势明显，大众出版龙头持续转型升级中

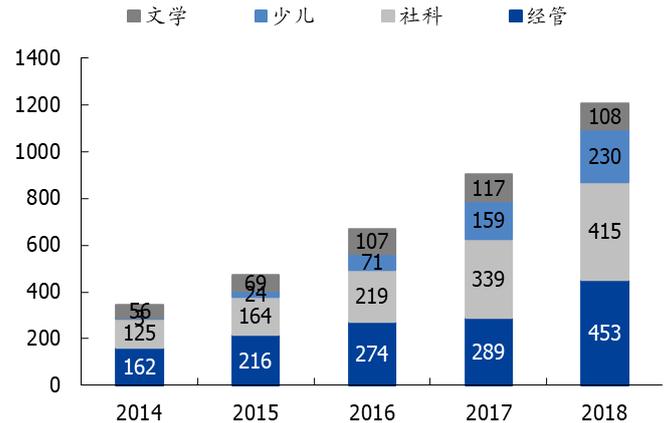
公司是以经管为特色的大众出版龙头公司，成立于1993年，是中信集团在文化版图下重要的布局。中信出版主营大众图书出版、发行业务和书店零售业务，拥有出版、发行、零售以及网络传播全牌照。2018年公司整体图书市场的码洋占有率为2.47%，排名第2位，并在经管类图书市场中稳占龙头地位。2018年公司图书出版与发行、书店零售及文化增值和其他业务营收依次为12.78、4.02和0.29亿元，占比总营收的比重分别为78.2%、24.60%和1.80%。在最为核心的图书出版发行业务中，经管、社科、少儿、文学图书为公司的核心品类，2018年营收分别为4.53、4.15、2.3和1.08亿元。

图表 55: 2014-2018 各业务营收占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

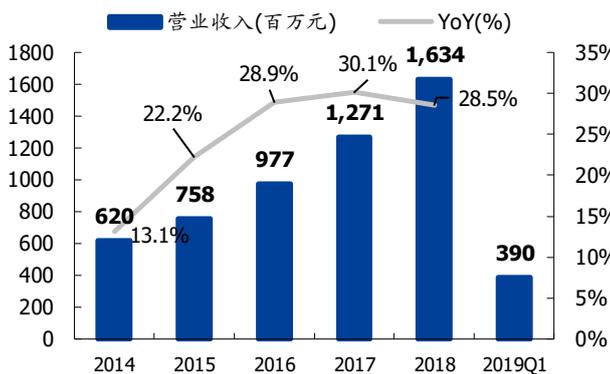
图表 56: 2014-2018 年各图书品类营业收入 (单位: 百万)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

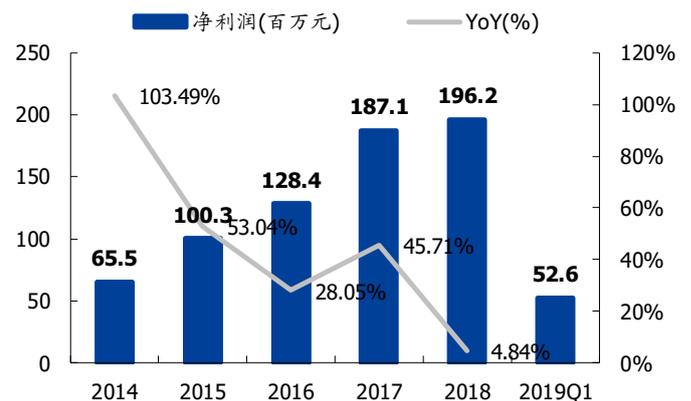
营收高速增长，归母净利润趋于稳定。2014-2018年公司营收分别为6.2亿/7.58亿/9.77亿/12.71亿/16.34亿，同比增速为13.1%/22.2%/28.9%/30.1%/28.5%，CAGR为121%，呈现出快速增长趋势。从归母净利润来看，2014-2018年净利润分别为0.65亿/1亿/1.28亿/1.87亿/1.96亿，同比增速由2014年的103.49%逐渐下滑至4.84%，净利润增长趋于稳定。

图表 57: 中信出版营业收入规模及增速 (单位: 百万)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

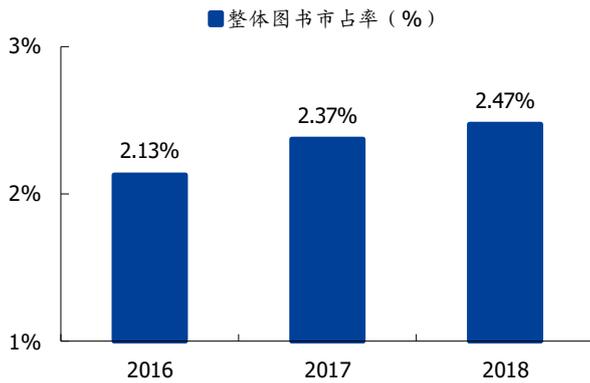
图表 58: 中信出版净利润收入规模及增速 (单位: 百万)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

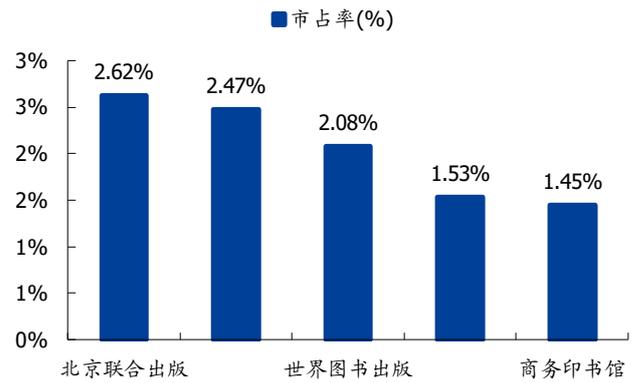
公司已树立精品图书品牌形象，在经管图书领域竞争优势明显。依托多年积累的内容策划能力以及在品牌、版权、团队等方面的优势，公司的品牌影响力和市场份额不断提升，2016-2018年市占率为2.13%/2.37%/2.47%，市占率排名行业第二。同时，公司出版效率高于行业平均水平，2018年整体出版效率为5.61，在诸如经管和学术文化领域的出版效率更高，在市场上具有竞争活力。

图表 59: 中信出版在整体图书市场中的市占率稳步提升



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

图表 60: 中信出版市占率居于行业第二



资料来源: 开卷信息, 国盛证券研究所

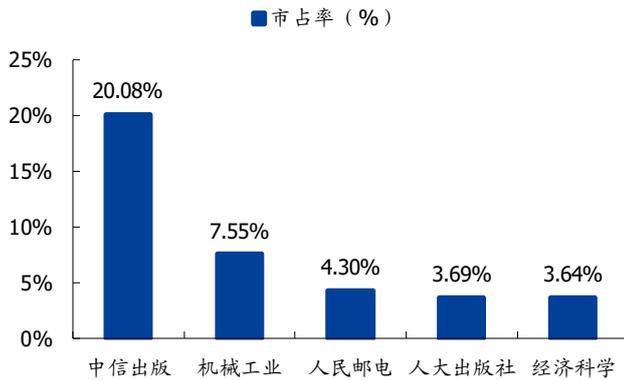
图表 61: 中信出版图书出版效率

项目	出版效率		
	2018	2017	2016
经济与管理	8.87	7.7	8.62
传记	4.21	4.33	6.17
少儿	3.02	3.01	3.96
文学	3.56	3.99	5.97
学术文化	10.83	14.89	10.82
心理自助	2.58	3.48	2.75
生活	6.67	5.68	5.47
艺术	4.52	4.96	6.97
整体	5.61	6	6.16

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

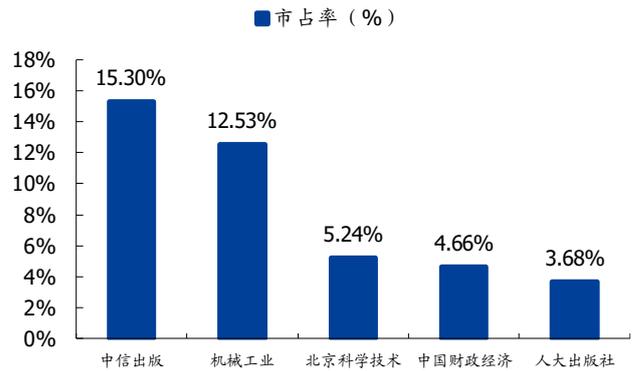
从细分品类来看, 经管领域龙头地位稳固, 在传记、学术、心理等领域排行业前五。公司在经管类图书出版领域独树一帜, 2018 年实体书店和线上书店码洋占有率分别为 20.08%和 15.30%, 以大幅领先行业第二名的优势稳占经管领域龙头地位。除经管外, 公司在传记、学术文化、心理等社科类领域的市场份额也均在行业 TOP5 以内。经管和社科是公司具有竞争优势的核心领域。

图表 62: 2018 年经营类实体书店码洋 TOP5



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 2018 年经营类网上书店码洋 TOP5



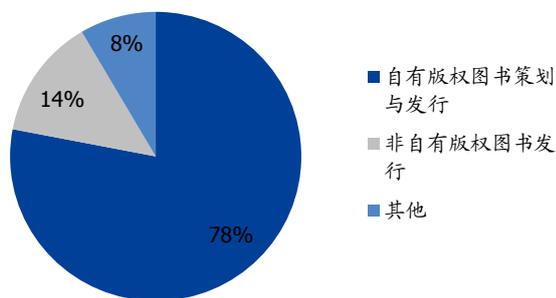
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司于 2019 年 6 月由新三板转板 A 股, 募资后将围绕“内容+”垂直整合文化、生活、教育及娱乐等领域, 向综合文化服务提供商升级转型。

3.2 新经典: 精品化路线为核心, 打造长销+畅销口碑产品

公司是优质大众图书出版龙头, 业务包含自有版权图书策划与发行、非自有版权图书发行及数字图书等。其中, 自有版权图书策划与发行业务是公司的核心业务及竞争优势, 以“优质内容”为基础, 坚持精品路线, 在文学和少儿两大优势品类中推出了《白夜行》、《解忧杂货店》、《窗边的小豆豆》等一系列“畅销+长销”的口碑产品, 同时积极拓展人文、社科、科普等非虚构品类。此外, 公司图书发行业务主要通过下属“新经典发行”及“爱心树文化”两家公司开展, 主要发行自有版权图书以及独家代理的非自有版权图书。2019 年上半年, 公司自有版权图书策划与发行业务实现营收 3.72 亿元, 同比增长 9.15%, 占营收的比重达 78%; 非自有版权图书发行业务实现营收 0.64 亿元, 同比增长 13.78%, 占营收的 13.5%。

图表 64: 2019H1 新经典营收构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 新经典 2016-2019H1 各业务营业收入 (百万元)

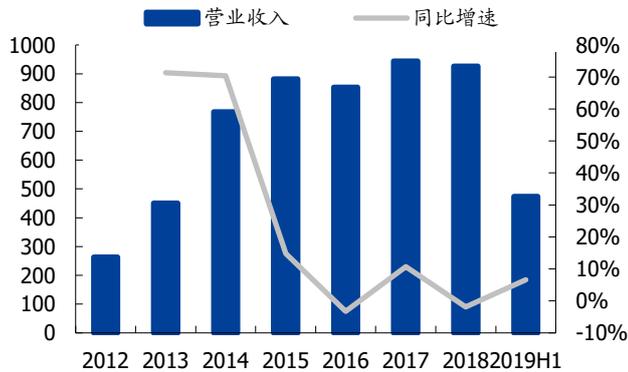


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司“长销+畅销”的产品属性, 保证了业绩的稳步成长。2012-2018 年, 公司营业收入由 2.63 亿元增长至 9.26 亿元, CAGR23.3%; 归母净利润由 0.48 亿元增长至 2.41 亿元, CAGR30.8%。部分年度收入及利润的波动主要由于收入结构调整(出售分销业务)及同期高基数。截至目前, 公司已与约 1600 位作家, 博达、大苹果等版权代理机构及讲

谈社、企鹅兰登等出版社建立了良好的合作关系。公司的存量优质版权持续贡献收入，增量爆品图书带动业绩弹性。

图表 66: 新经典营业收入规模 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

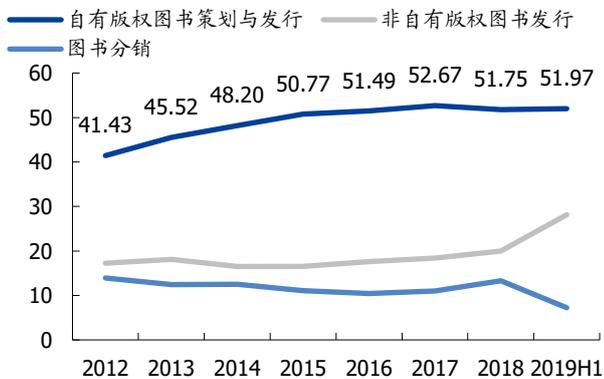
图表 67: 新经典归母净利润 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

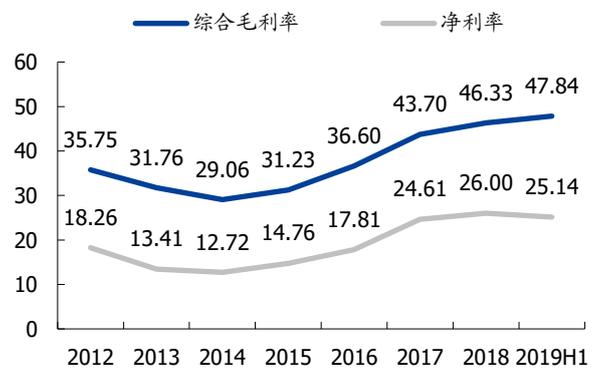
自有版权图书毛利率稳步提高, 推动综合毛利率提升。自有版权图书策划与发行业务作为公司的核心主业, 在收入稳步增长的同时, 成本结构相对稳定, 对上下游的强议价力保证了较高毛利率。自有版权图书业务毛利率由 2012 年 41.43% 逐步提升至 2018 年 51.75%, 叠加业务结构改善, 推动公司综合毛利率由 35.75% 提升至 46.33%。公司已在内容策划团队、版权库以及渠道管理等方面形成了独特的竞争优势。同时, 公司持续吸收优秀创意人才、优化人才培养及成长体系、加强优质版权库建设、进一步提升渠道管理的专业度, 持续稳固和加强自身的核心竞争优势。

图表 68: 新经典 2012-2019H1 各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 69: 新经典 2012-2019H1 综合毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

- **优质内容供应不足**

图书出版属于内容创意行业，畅销书效应显著，头部图书贡献了绝大多数码洋销售。根据开卷信息数据，2017年，销量排名前1%的图书品种为实体渠道贡献了51.7%的销售码洋，前30%的图书贡献了90%以上的码洋。若优质内容贡献不足，将影响图书行业整体增资。

- **宏观经济下滑**

图书作为可选消费品，经济增长及对应的个人可支配收入与其需求密切相关。若宏观经济增长放缓，将导致消费者削减图书支出，对行业需求带来负面影响。

- **数字化娱乐方式冲击**

图书作为大众休闲娱乐方式之一，在用户时长和用户支出具有天花板的情形下，同样面临着与游戏、电影等其他娱乐方式争夺消费者的竞争。若消费者偏好向其他数字化娱乐方式转移，也将对图书需求带来冲击。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com