

传媒行业

透视畅销榜：长销书生命周期延长，头部化效应增强

核心观点：

● 2010-2019 年的畅销书：榜单门槛提高，单书生命周期延长

从 2011 年至 2018 年，进榜新书的品种数量从 104 种下滑至 36 种、榜单份额从 294/360 下滑至 122/330。原因主要在于持续积淀的长销书存量提高了新书进榜的门槛，图书市场的头部效应进一步加剧。以单品种的口径来看，畅销新书的生命曲线向上向右延伸，2011 年上榜的新书在 2012 年占有的榜单份额缩减为前一年的 8.8%，而 2017 年上榜的新书在 2018 年占有的榜单份额为前一年的 25.5%；新书的平均最高排名从 2011 年的 5.17 名提高至 2017 年的 3.87 名。

● 长销书占据虚构类 8 成江山，非虚构类新书空间较大

长销书占据了开卷畅销月榜 60% 以上的份额，其中占据了虚构类榜单约 80% 的份额，因此长销书的资源和运营能力是出版公司的核心竞争力。2019 年在榜的长销书共有 29 种，新经典占有其中 5 种，中国出版、凤凰传媒、各占有其中 3 种，这些头部图书目前仍处于生命周期的成熟阶段，预计将为上市公司持续创造收入。同时，2019 年 1-7 月长销书占据非虚构类榜单的份额下滑至 44%，说明目前非虚构类市场中的长销书存量较少，公司抢占新畅销书市场的核心竞争力在于内容获取能力和营销发行能力。

● 系列书的生命周期：粉丝经济，市场仍有空白

系列书呈现“粉丝经济”特征：1) 新作的引入期很短，销量排名陡峭上升而后迅速下滑；2) 系列新书上市将带动该系列其他图书的销量。我们判断少儿类图书领域仍存在系列书的需求市场。其一少儿类图书的单册内容偏少，因此作者可以保持较高的出版频率以实现系列图书的销量正反馈；其二孩子相对于成年人更容易对图书 IP 形成印象，因此 2016 年及之前系列图书占据少儿类畅销榜 60% 以上的份额。但 2017 年以来老牌系列书销量下滑，导致市场出现空白，截至目前在 2019 年 1-7 月的份额仅为 40%。

投资建议：畅销榜单门槛不断提升，长销书已经占据 60% 以上的榜单份额，因此我们判断出版公司的核心竞争力在于头部图书资源，建议关注拥有丰富长销书资源并且长期运营能力得到验证的**中国出版**和**新经典**；2019 年非虚构类市场的长销书存量偏低，建议关注内容获取能力强的**中信出版**。

风险提示：行业竞争加剧；线下书店销量持续下滑；线上渠道折扣降低；纸价波动；头部图书销量不及预期。

行业评级

买入

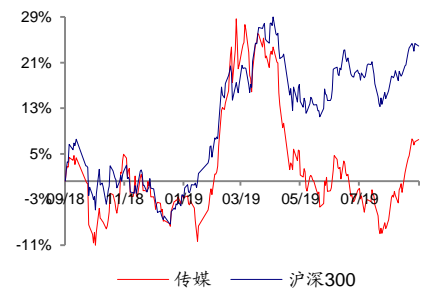
前次评级

买入

报告日期

2019-09-17

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

传媒行业:低基数下国庆档票 2019-09-15

房有望高增长；关注传媒内部子行业轮动

传媒行业:细分龙头持续领涨, 2019-09-08

继续看好板块反弹行情

传媒行业:业绩分化+细分龙头, 2019-09-05

头效应凸显, 下半年 ROE 将有望企稳回升

联系人：

徐呈隽 010-59136612

xuchengjun@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中南传媒	601098.SH	人民币	12.54	2019/8/28	增持	14.03	0.74	0.79	16.91	15.91	6.1	5.2	9.40	9.70
中信出版	300788.SZ	人民币	41.86	2019/8/28	买入	42.17	1.32	1.58	31.71	26.53	25.1	20.2	14.50	15.20
中国科传	601858.SH	人民币	12.26	2019/8/30	买入	14.92	0.61	0.68	19.98	17.95	14.3	11.6	12.50	12.70
凤凰传媒	601928.SH	人民币	8.72	2019/8/29	买入	9.88	0.63	0.70	13.80	12.50	7.4	6.1	11.50	12.10
中国出版	601949.SH	人民币	7.03	2019/9/12	买入	7.77	0.37	0.41	18.90	17.12	11.7	10.0	10.08	10.32

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

2010-2019 年：畅销书榜单门槛提高，单书生命周期延长.....	5
长销书的生命曲线：占据虚构类 8 成江山，注重运营.....	7
系列书的生命周期：粉丝经济，市场仍有空白.....	10
投资建议.....	13
风险提示.....	13

图表索引

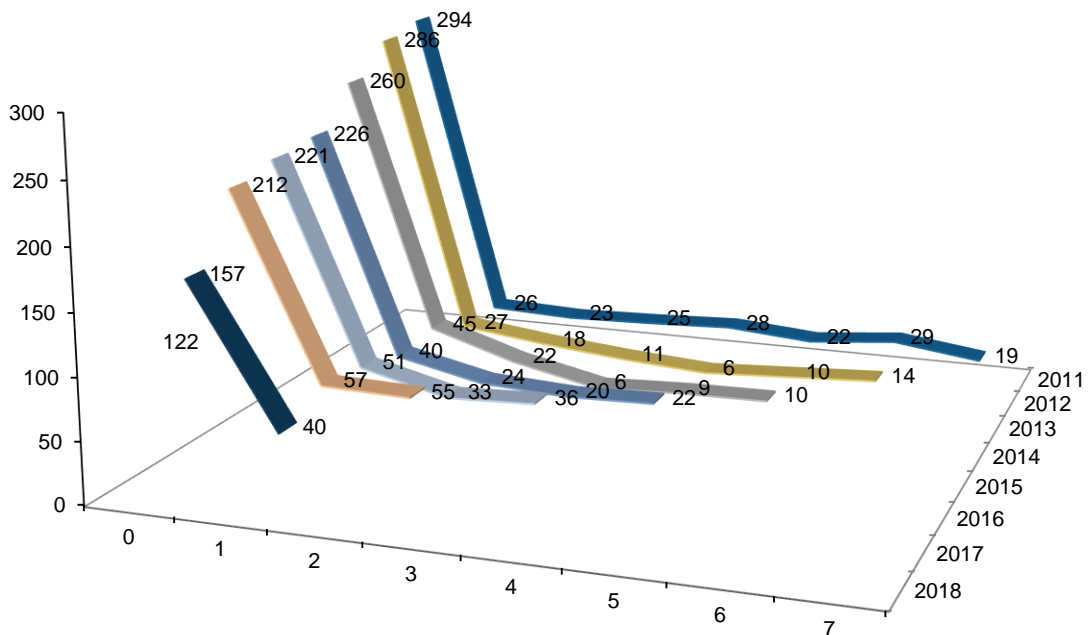
图 1: 根据进榜时长分类的 2011-2018 年开卷畅销榜 Top10 (单位: 次)	5
图 2: 2011-2019 年首次进榜图书的品种数 (单位: 种)	6
图 3: 2004-2018 年全国图书零售市场的码洋结构	6
图 4: 2011-2018 年首次进榜图书的平均最高排名	6
图 5: 畅销新书销量曲线的变化	6
图 6: 2011-2019 年“长销书”的畅销榜单份额	7
图 7: 2010-2019 年《窗边的小豆豆》在开卷少儿类畅销榜的排名	8
图 8: 2010-2019 年《追风筝的人》在开卷虚构类畅销榜的排名	8
图 9: 2019 年新进榜图书的出品公司分布情况	9
图 10: 2013-2018 年“怪物大师”系列在开卷少儿类畅销榜的排名	10
图 11: 2010-2019 年“笑猫日记”系列在开卷少儿类畅销榜的排名	10
图 12: 2017-2019 年“米小圈”系列在开卷少儿类畅销榜的排名	12
表 1: 2019 年在榜的长销书 (由上市公司出品)	8
表 2: 2010-2019 年“系列书”的榜单份额	11

数据样本：开卷信息发布的2010年1月至2019年7月的虚构类/非虚构类/少儿类畅销书月度排行榜Top10。图书市场是典型的“二八市场”，根据开卷信息的监测数据，2018年前1%品种的图书占据全国图书零售市场54.36%的码洋，市占率比去年同期提升2.56pct。因此，我们基于最近10年的畅销榜单探讨我国畅销书生命周期的变化，并由此分析上市公司出品畅销书的核心竞争力。

2010-2019 年：畅销书榜单门槛提高，单书生命周期延长

计算历年畅销榜上的图书自首次进入样本以来的时长，得到如图1所示的畅销书生命周期变化曲线。举例说明，2017年对应的曲线代表：2017年内进榜时长短于1年的所有图书在当年累计上榜157次，这些图书在2018年累计上榜40次。据此，我们发现2个明显的趋势：1）从2011年至2018年，畅销榜上的新书（将进榜时长短于1年的畅销书定义为“新书”）的份额越来越小，从2011年的294/360下降至2018年的122/360，2019年的最新数据为62/210；2）与此同时，从2011年至2018年畅销新书的生命周期逐渐延长，2011年上榜的新书在2012年占有的榜单份额缩减为前一年的8.8%，而2017年上榜的新书在2018年占有的榜单份额为前一年的25.5%。

图1：根据进榜时长分类的2011-2018年开卷畅销榜Top10（单位：次）

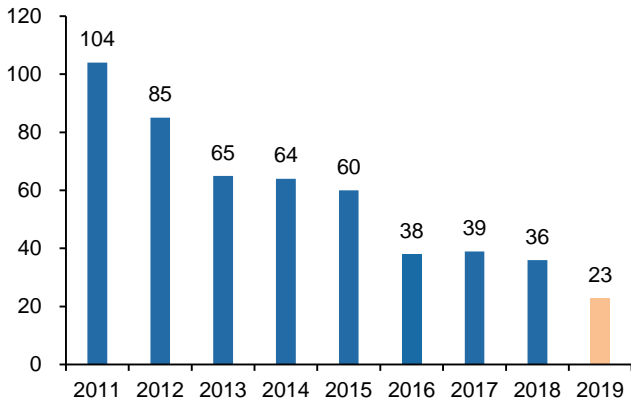


数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

长销书挤占新书空间，进榜新书数量逐年减少。从图书品种来看，2011年共计新进榜104种图书（不包括再版图书），2018年共计新进榜36种图书，进榜新书的品种数量呈现出明显的下滑趋势。这种现象主要是因为长销书的销量维持在高位，持续积淀的长销书存量提高了新书进榜的门槛，例如2011年进榜的新书在2012-2018年

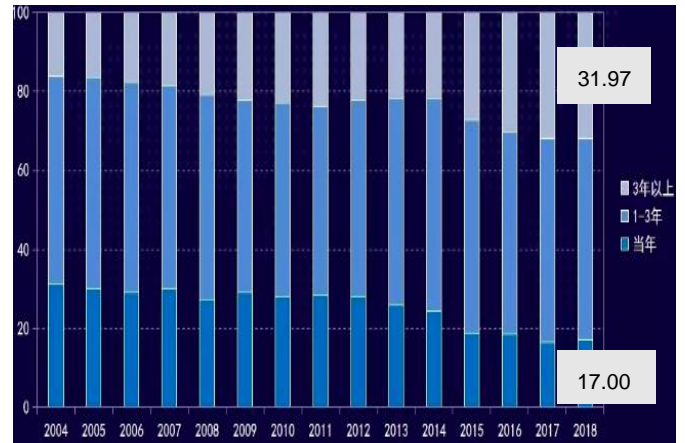
的上榜次数分别为26/23/25/28/22/29/19次，自第二年起上榜次数的衰退速度较缓。此外，长销书挤占新书的市场空间不仅体现在畅销书领域，从整体市场来看，如图3所示新书所占的码洋比重不断下降，而出版3年以上图书的码洋比重在2018年上升至31.97%，原因主要在于图书零售市场的规模增速慢于长销书的销量衰退速度。

图2: 2011-2019年首次进榜图书的品种数 (单位: 种)



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

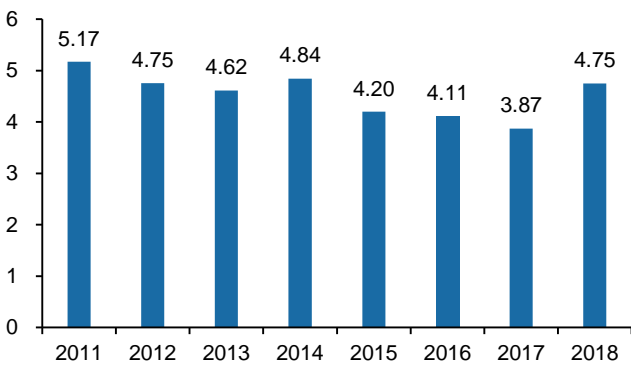
图3: 2004-2018年全国图书零售市场的码洋结构



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

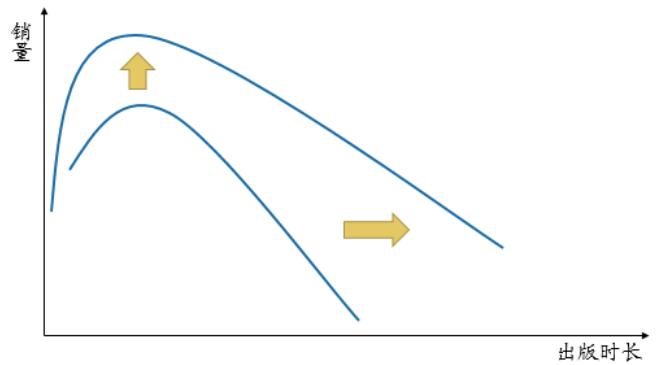
畅销榜单门槛提高, 单书的生命曲线向上向右延伸。在前面部分, 我们已经论述到长销书抬高畅销榜单门槛, 同时畅销新书的生命周期逐渐延长。从单书的销量排名顶点来看, 新书的平均最高排名从2011年的5.17名提高至2017年的3.87名, 2018年的平均最高排名偏低, 原因在于部分新书仍处于爬坡期尚未到达其最高排名。

图4: 2011-2018年首次进榜图书的平均最高排名



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图5: 畅销新书销量曲线的变化



数据来源: 广发证券发展研究中心

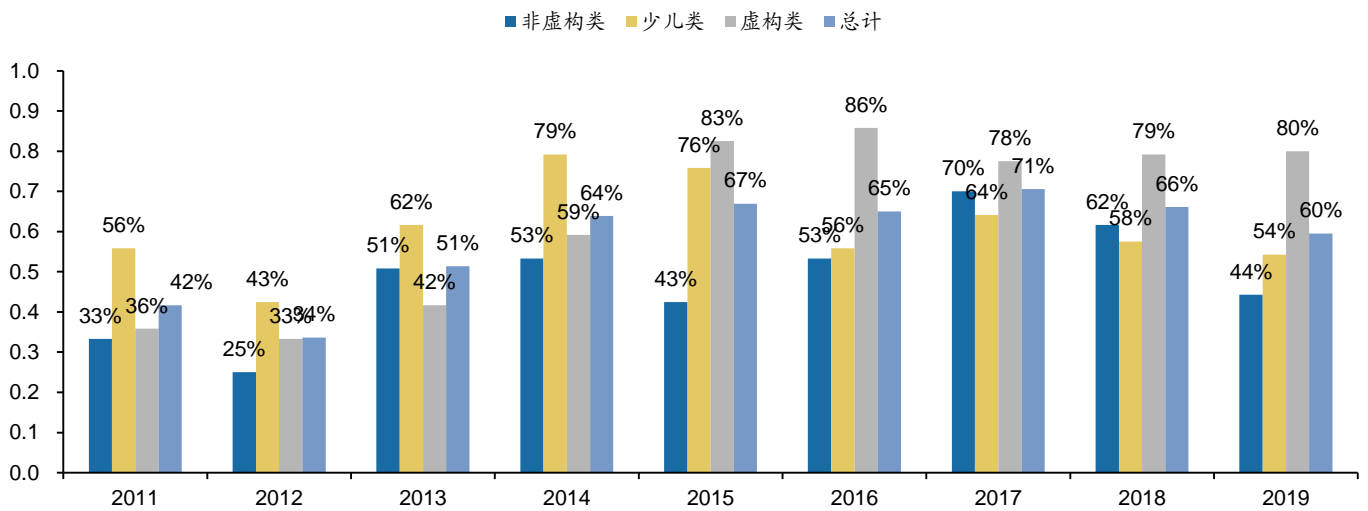
畅销榜单的门槛提高意味着图书市场的头部效应进一步加剧。根据开卷信息的监测数据, 前1%品种的图书占据全国图书零售市场的码洋份额从2014年的43.77%提升至2018年的54.36%, 前1万种图书的码洋份额从2014年的37.52%提升至2018年的44.31%。

长销书的生命曲线：占据虚构类 8 成江山，注重运营

我们将上榜次数累计在10次及以上（包括再版版本）的图书定义为“长销书”，分别计算2011年-2019年7月“长销书”占据各类榜单的份额。从整体榜单来看，长销书的占比从2011年的41.7%提升至2018年的66.11%。截至目前占据2019年1-7月畅销榜59.5%的份额。

同时，“长销书”在三类榜单的份额比例产生分化。长销书占据虚构类畅销榜的份额在2015年至2019年7月期间保持在80%左右，占据少儿类榜单的份额在2016年至2019年7月期间保持在60%左右，因此长销书的资源和运营能力是出版公司的核心竞争力；同时长销书占据非虚构类榜单的份额在2019年下滑至44%，说明目前非虚构类畅销榜中的长销书存量较少，公司抢占新畅销书市场的核心竞争力在于内容获取能力和营销发行能力。

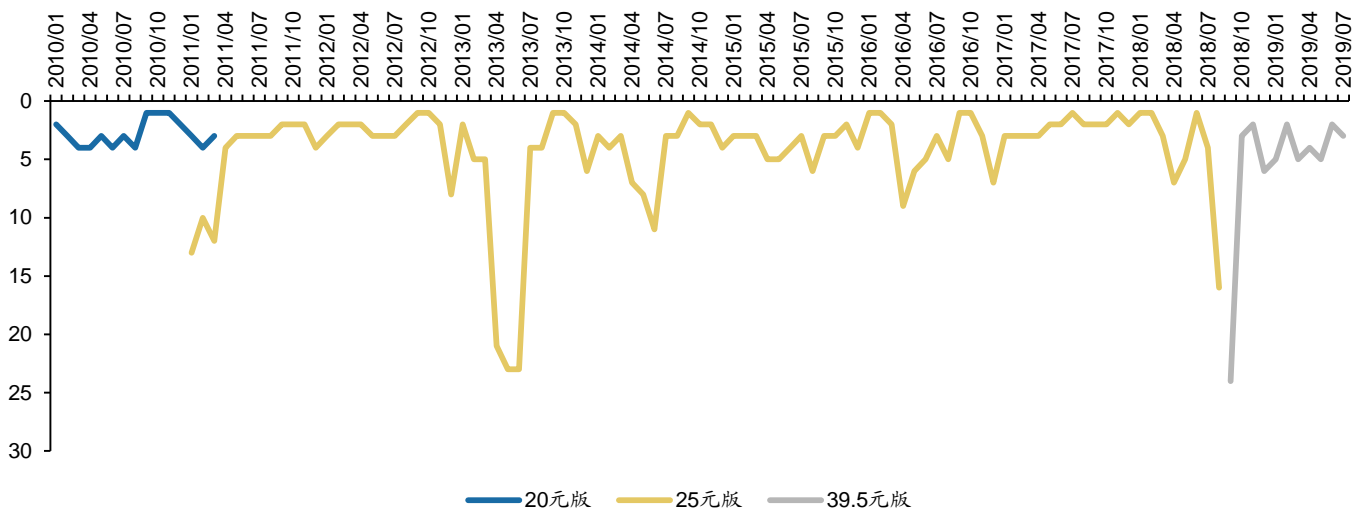
图6：2011-2019年“长销书”的畅销榜单份额



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

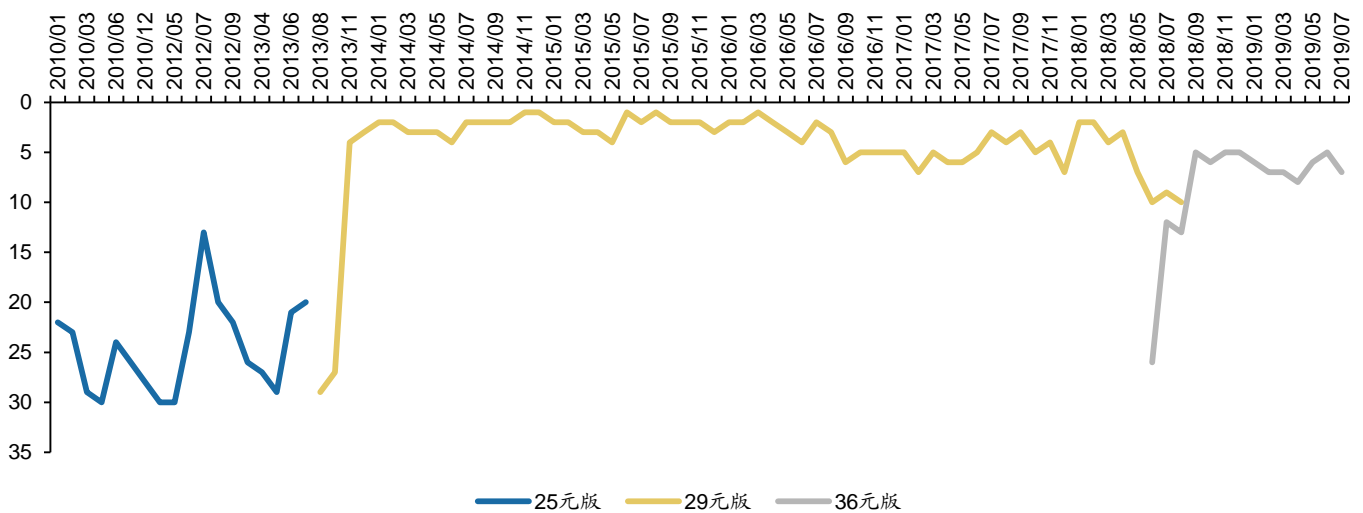
出版社需要通过再版适应审美需求和价格环境的变化。图书的再版周期大多在5-10年区间内；部分图书的再版周期短至1年，主要是系列图书为配合新书上市的营销方案将原有图书再版，或者是出版精装版等针对差异化需求市场的补充版本。一方面，再版图书给予长销书增量利润空间，例如《窗边的小豆豆》、《目送》、《百年孤独》、《追风筝的人》等畅销书，再版后的定价增长10%-58%，但是其销量排名（剔除过渡月份）与之前相比并没有出现明显下滑。另一方面，再版图书重新经过封面设计和排版印刷，更加贴合当下的市场需求，因此例如《追风筝的人》2013年再版后销量排名显著提升。

图7: 2010-2019年《窗边的小豆豆》在开卷少儿类畅销榜的排名



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图8: 2010-2019年《追风筝的人》在开卷虚构类畅销榜的排名



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

2019年在榜的长销书共有29种, 而由上市公司出版的共有16种(如表2所示), 新经典占有其中5种, 中国出版、凤凰传媒各占有其中3种, 这些头部图书目前仍处于生命周期的成熟阶段, 预计将为上市公司持续创造收入。

表 1: 2019年在榜的长销书(由上市公司出品)

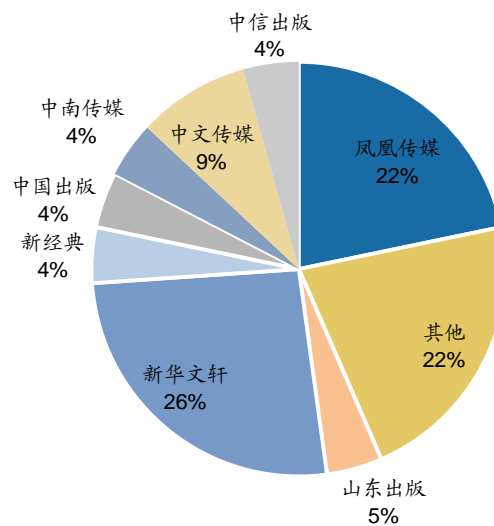
书名	出品公司	累计上榜次数
窗边的小豆豆	新经典	110
草房子	凤凰传媒	69
百年孤独	新经典	67
解忧杂货店	新经典	54
平凡的世界	新经典	41

摆渡人	中文传媒	35
我们仨	中国出版	32
白夜行	新经典	28
半小时漫画中国史	凤凰传媒	20
人类简史:从动物到上帝	中信出版	19
猜猜我有多爱你	山东出版	13
红星照耀中国	中国出版	12
青铜葵花	凤凰传媒	12
小猪唏哩呼噜(上)	出版传媒	12
哈利·波特与魔法石	中国出版	11
了不起的狐狸爸爸	山东出版	11

数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

2019年新进榜23种图书, 其中18种由新华文轩、凤凰传媒、中信出版、中国出版、中文传媒、中南传媒、山东出版、新经典8家上市公司出品。

图9: 2019年新进榜图书的出品公司分布情况

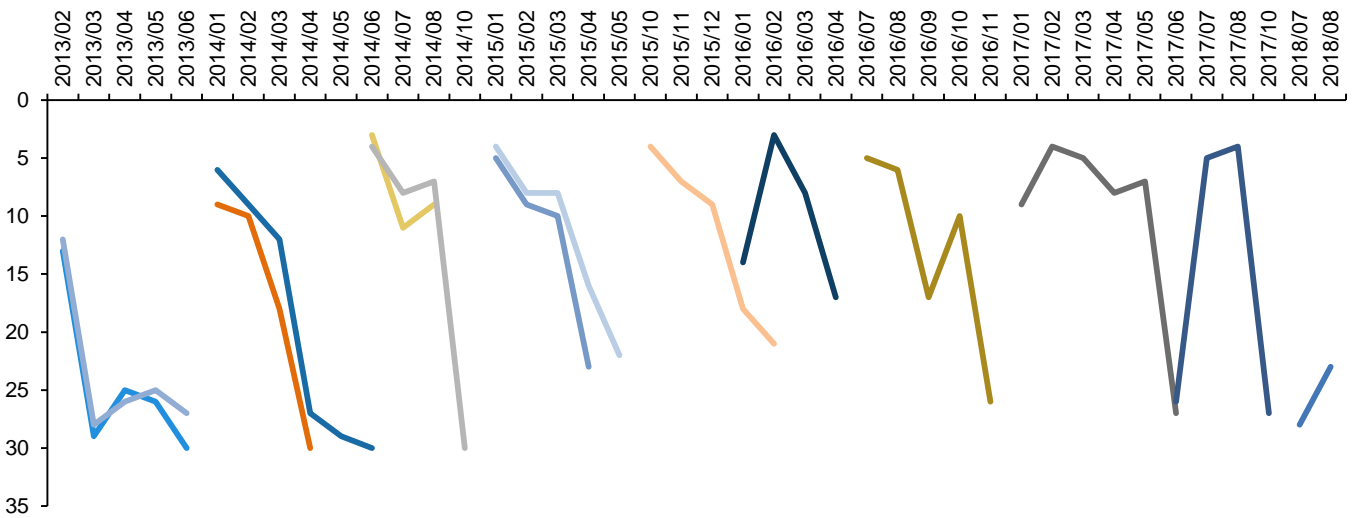


数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

系列书的生命周期：粉丝经济，市场仍有空白

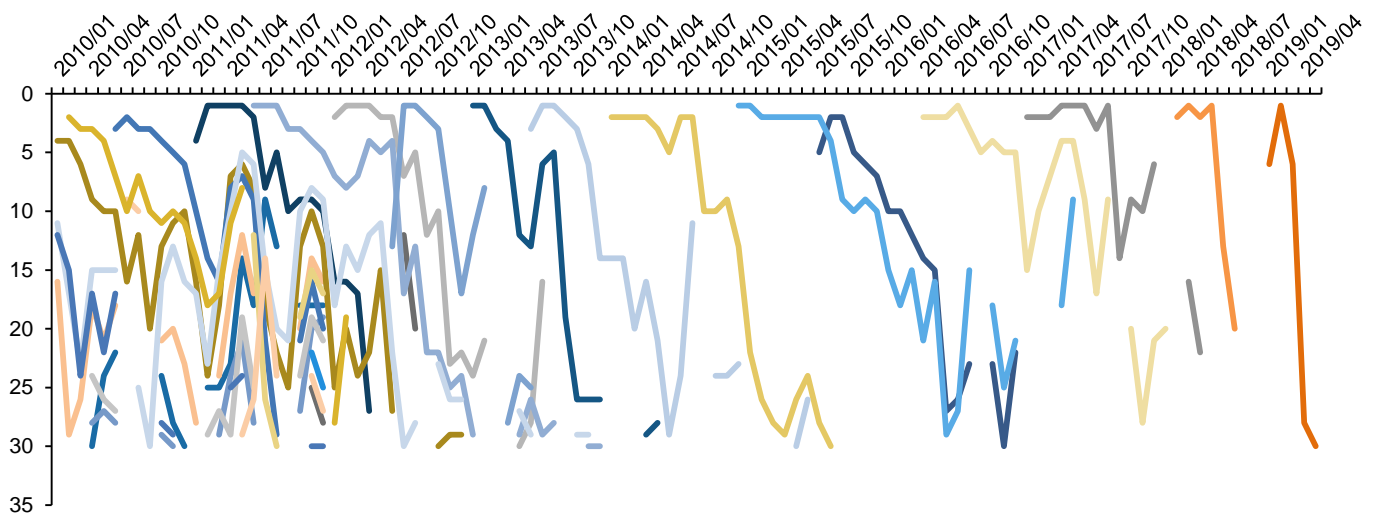
我们将系列册数超过5本的图书定义为“系列书”。系列书的销量曲线呈现出显著的“粉丝经济”效应：1) 系列图书前期积累了大量读者和口碑，因此新作的引入期很短，其销量排名呈现出陡峭上升而后迅速下滑的趋势；2) 系列新书上市将带动该系列其他图书的销量，因此当系列图书的出版周期足够短并且多部作品同时在榜时，系列图书之间形成相互带动销量的正反馈循环导致“霸榜”情况出现，例如2010-2012年的“笑猫日记”系列、2019年的“米小圈”系列。

图10：2013-2018年“怪物大师”系列在开卷少儿类畅销榜的排名



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

图11：2010-2019年“笑猫日记”系列在开卷少儿类畅销榜的排名



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

媒介分化需求，系列书榜单份额下降。“系列书”在少儿类市场的榜单份额较高，截至目前在2019年1-7月的份额为40%，而同期虚构类的榜单份额为2.9%、非虚构

类的榜单份额为0%。其一是因为少儿类图书的单册内容偏少，因此作者可以保持较高的出版频率以实现系列图书的销量正反馈；其二是因为孩子相对于成年人接触的IP较少、因此更容易对图书IP形成印象。

从时间维度上来看，如果剔除部分系列书的销量波动，非虚构类和虚构类畅销榜的系列书占比呈现出明显的下滑趋势。一方面，移动互联网的普及和数字阅读行业的成熟导致阅读需求在线上/线下分化，系列小说高频的更新频率和快餐式的阅读体验更加符合数字阅读的产品需求。另一方面，内容提供者通过多元化的信息媒介聚集粉丝，高频的交互产品转移至新媒体渠道以知识付费等形式呈现。

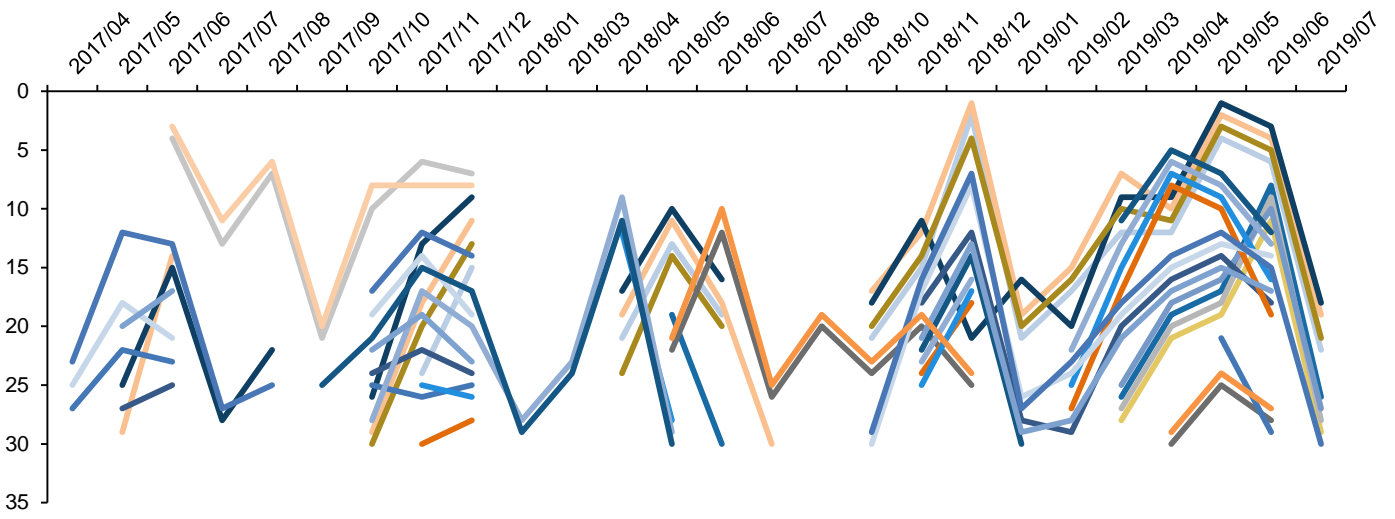
表 2：2010-2019年“系列书”的榜单份额

年份	非虚构类	少儿类	虚构类
2010		72.5%	16.7%
2011	4.2%	62.5%	13.3%
2012	2.5%	66.7%	15.8%
2013	0.8%	80.8%	27.5%
2014	2.5%	71.7%	10.0%
2015		63.3%	5.0%
2016		55.8%	5.8%
2017		50.0%	4.2%
2018		17.5%	
2019		40.0%	2.9%

数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

我们判断少儿类图书领域仍存在系列书的需求市场。2017年至2018年，“笑猫日记”、“查理九世”等老牌系列书的销量下滑，导致系列书在少儿类榜单的份额明显下降。2019年，“米小圈”系列经过多年口碑积累、分级阅读再版和营销宣传填补了部分少儿系列图书的空白市场，截至目前系列书在2019年的榜单份额为40%，相比2016年之前的60%以上仍有差距。因此，我们判断少儿类图书领域仍存在系列书的需求市场，目前仅有新华文轩的“米小圈”系列霸榜，建议出版公司通过影书联动、工作室制度等方式打造少儿系列图书。

图12: 2017-2019年“米小圈”系列在开卷少儿类畅销榜的排名



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

投资建议

自2011年以来，畅销榜单的门槛不断提升、长销书已经占据60%以上的榜单份额，因此我们判断出版公司的核心竞争力在于头部图书资源，建议关注拥有丰富长销书资源并且长期运营能力得到验证的中国出版和新经典；2019年非虚构类市场的长销书存量偏低，建议关注内容获取能力强的中信出版；少儿类市场存在系列书需求，建议关注能够孵化长期IP的出版公司。

风险提示

- 1) 行业竞争加剧;
- 2) 线下书店销量持续下滑;
- 3) 线上渠道折扣降低;
- 4) 纸价波动;
- 5) 头部图书销量不及预期。

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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