

研究所

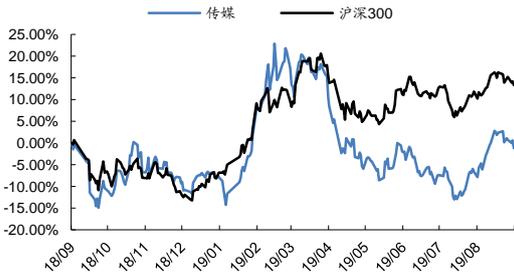
证券分析师:  
021-60338167

朱珠 S0350519060001  
zhuz@ghzq.com.cn

## 从2019上半年美国图书市场看中国图书市场

### ——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	5.8	0.8	-0.4
沪深300	1.3	1.8	14.5

#### 最近一年行业PE走势

#### 相关报告

《传媒行业周报: 庆70周年国庆 关注广电大屏 电影院线与阅读》——2019-09-19

《传媒行业周报: 关注全国一网预期 国庆档三剑客定档关注电影与院线》——2019-09-15

《传媒行业事件点评报告: 从五年应收账款看电视剧公司》——2019-09-09

《传媒行业周报: 总结七年中报细分板块具特色 国庆关注广电系融媒体 图书及电影系》——2019-09-06

《传媒行业事件点评报告: IPTV 迎政策护航 全国一网预期渐浓》——2019-09-02

#### 投资要点:

- 美国篇, 2019上半年美国图书销售60亿美元 同比增加6.9%** 2019上半年美国下载音频图书收入增速领跑(同比增速33.8%), 宗教类图书增速次之(同比增速11.4%), 成人类图书收入基数高, 增速与商业科技等趋同(同比增速1.1%-1.4%), 少儿类图书类收入基数低, 但增速超过成长图书类收入同比增速7.4%; 电子书收入增速下滑3.8%。
- 美国图书公司代表 Harper Collins 为 NWSA 新闻集团重要一环, 2019上半年受季节波动, 营收利润来自头部作品拉动** 公司代表, News Corp 与 Harper Collins Publishers。NWSA 集团旗下的图书出版收入(HarperCollins 哈珀·柯林斯)占比从2016年报的19.9%下降至2019年年报的17.4%(NWSA 新闻集团中截至6月30日为年报节点, 故2019年6月30日为2019年年报时间点); 截至2019年6月30日, HarperCollins 贡献的图书出版年度收入为17.54亿美元(同比减少0.23%, 基本持平), 其EBITDA(税息折旧及摊销前利润)为2.53亿美元, 同比增加5.9%, 2019年 HarperCollins 的图书销售收入主要来自 David Walliams、Tony Ross 等头部作品推动。
- 中国篇, 2019年上半年全国图书零售码洋达到232.73亿元, 同比增加10.82%** 2019年上半年全国图书零售整体增速较为稳健(图书零售市场保持稳定增长的其中一个原因得益于图书定价的上涨)。其中, 实体书店码洋39.9亿元, 同比减少11.72%, 线上网店码洋215.3亿元, 同比增加24.19%, 实体店同比降幅进一步加大。
- 中国图书出版企业2019上半年利润保持两位数增长。** 2019年上半年19家图书出版板块中报总营收465.71亿元, 同比增加2%, 归母净利润62.07亿元, 同比增加12%; 其中, 从主营毛利率角度看, 大众图书公司中新经典2019上半年主营产品毛利率达到51.97%, 位居冠军。
- 行业评级及投资策略** 维持行业推荐评级。海外看, 我们更新了2019年上半年美国图书行业数据(同比增加6.9%), 海外图书出版行业保持增长, 其中大众类图书中成人与少儿均保持个位数增长, 下载音频收入增加达到30%以上, 为细分赛道增长冠军; 同时, 选

取美国代表公司 NWSA 新闻集团旗下 HarperCollins 的业绩（2019 年报）情况作为参考，由于季节因素带来图书销售波动，但总体看 NWSA 新闻集团的 PE 为 52.9 倍（2019 年 9 月 23 日），其中，NWSA 集团中图书出版业务 Harper Collins 的少儿图书以及头部书籍拉动了收入及利润，其图书出版贡献的 EBITDA 对应的 PE 已达到 32 倍。

**国内看**，中国图书市场 2019 上半年增长达到 10.8%，图书出版零售市场保持稳定增长（图书涨价、长销图书生命周期长等因素），代表公司我们选择大众类代表新经典、中信出版，两家公司在 2019 年第二季度均呈现高增长以及回暖态势，中信出版的第二季度归母净利润增长已达到 43%，新经典 2019 年第二季度借助《人生海海》业绩逐渐回暖，大众类图书代表公司中信出版/新经典的估值在 2019 年估值分别为 33 倍/27 倍，2020 年估值分别为 26 倍/22 倍；**从海外到国内**，图书出版作为国家软实力的传递媒介，美国 NWSA 新闻集团旗下的 Harper Collins 作为全球第二大图书公司的估值已达 32 倍，相比之下，中国的图书出版类企业中大众类借助中国人均图书渗透率的提升，仍具有增长空间，同时图书出版具备较好现金流以及自上而下的支持，从商业模式以及估值角度，我们仍维持行业推荐评级。

- **重点推荐个股** **中信出版（300788）**：公司新三板转至 A 股，积极探索从传统图书出版向新媒体业态及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。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.5 亿元/3.15 亿元/4.01 亿元，对应最新 PE 分别为 33 倍/26.19 倍/20.57 倍。

**新经典（603096）**：我们看好公司在图书细分的文学与少儿领域已成功推出多部长销作品，公司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，且作为优质民营图书企业机制灵活；持续挖掘优质内容的能力再度验证。2019 年公司将进一步聚焦主营，我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 2.81 亿元/3.45 亿元/4.30 亿元，对应最新 PE 分别为 27.4 倍/22.3 倍/17.9 倍

- **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、重点推荐公司业绩不及预期、中美图书市场并不具有完全可比性，相关资料和数据仅供参考、宏观经济波动风险

**重点关注公司及盈利预测**

重点公司 代码	股票 名称	2019-09-25 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300788.SZ	中信出版	43.41	1.45	1.31	1.66	29.94	33.14	26.15	买入
603096.SH	新经典	56.88	1.78	2.08	2.55	31.96	27.35	22.31	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：国旅联合盈利预测取自万得一致预期）

## 内容目录

1、 美国篇：2019 上半年美国图书销售 60 亿美元 同比增加 6.9% .....	6
1.1、 2019 上半年美国图书市场下载音频增速 33.8%（增速冠军） .....	6
1.2、 公司：News Corp 与 Harper Collins Publishers（图书收入占集团 17.4%） .....	7
2、 中国篇：2019 年上半年中国图书零售收入 232.7 亿元 同比增加 10.82% .....	10
2.1、 公司：对比中国图书出版公司 2019 上半年财务数据 .....	13
2.2、 中信出版：2019 第二季度营收利润高增长（36%/43%） .....	15
2.3、 新经典：2019 第二季度营收利润回暖明显（7.6%/16.33%） .....	17
3、 行业评级及投资策略 .....	20
4、 重点推荐个股 .....	21
5、 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 2019 年上半年美国图书收入单月同比增速 .....	6
图 2: 2019 年 1 月-9 月新闻集团 (NWSA) 股价走势 .....	8
图 3: 2016-2019 年 NWSA 新闻集团年度主营业务收入占比走势 .....	8
图 4: 2017-2019 年 NWSA 新闻集团图书出版 EBITDA 以及同比增速 .....	9
图 5: 2016-2019 年上半年全国图书零售码洋以及同比增速 .....	10
图 6: 1999-2018 年以及 2019 年上半年全国图书定价走势 (新书单册、中位数价格) .....	11
图 7: 2016-2019 年上半年图书零售实体店与网店码洋以及同比增速 .....	12
图 8: 2010-2019 年上半年中国新书占比整体零售市场码洋比重 .....	13
图 9: 2015-2019 年上半年中信出版总营收、归母净利润及同比增速 .....	15
图 10: 2016-2019 上半年新经典营收、扣非归母净利润以及同比增速 .....	17
图 11: 2019 年新经典出品《人生海海》图书发行突破 60 万册 .....	19
表 1: 2019 年上半年美国图书细分领域图书收入及同比增速 .....	7
表 2: 2019 年上半年美国图书按种类划分后的收入及同比增速 .....	7
表 3: 2019 年年报 NWSA 新闻集团主营收入以及 EBITDA 单位: 亿美元 .....	9
表 4: 2019 年上半年四家图书出版公司一般图书业务码洋、收入、成本、同比增速及毛利率 .....	14
表 5: 2019 年上半年中国上市图书出版企业营收、归母净利润及同比增速 .....	14
表 6: 2017-2019 年上半年四家图书公司销售毛利率、净利率、成本率 .....	15
表 7: 2018-2019 年单季度中信出版营收、归母净利润及扣非归母净利润及同比增速 .....	16
表 8: 2018-2019 年上半年新经典在开卷榜单中的排名走势 .....	18

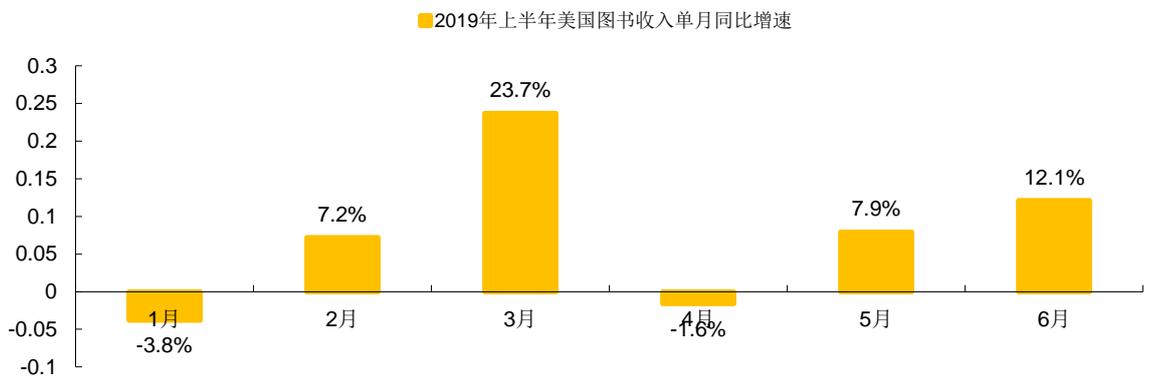
# 1、美国篇:2019上半年美国图书销售 60 亿美元 同比增加 6.9%

## 1.1、2019 上半年美国图书市场下载音频增速 33.8% (增速冠军)

2019 上半年美国下载音频图书收入增速领跑 (同比增速 33.8%)，宗教类图书增速次之 (同比增速 11.4%)，成人图书收入基数高，增速与商业科技等趋同 (同比增速 1.1%-1.4%)，少儿类图书类收入基数低，但增速超过成长图书类收入 (同比增速 7.4%)；电子书收入增速下滑 3.8%

2019 年上半年美国图书市场收入 60 亿美元 (同比增加 6.9%)，其中，精装平装等纸质图书收入 25 亿美元 (同比增加 2.5%，占总图书销量市场 72.1%)；电子书收入 4.93 亿美元 (同比减少 3.8%)；与之相反的是下载音频类收入 2.79 亿美元 (同比增加 33.8%，占总图书贸易销量市场 8%)；

图 1：2019 年上半年美国图书收入单月同比增速



资料来源：AAP、国海证券研究所

少儿 (青少年及儿童) 部分的图书收入 9.19 亿美元 (同比增加 7.4%)，成人图书读物收入 22 亿美元 (同比增加 1.4%)，成人图书基数大，增速低，少儿类图书基数小，增速快。2019 上半年美国宗教类图书收入 3.28 亿美元 (同比增加 11.4%)，增速仅次于下载音频，但超过少儿与成人图书收入，其它类入商业、法律、社科等图书收入 2.74 亿美元，同比增加 1.1%，与成人图书收入增速趋同。

表 1: 2019 上半年美国图书细分领域图书收入及同比增速

细分类标	2019 上半年图书收入	2018 上半年图书收入	同比增速
成人类	22.07	21.76	1.4%
少儿类	9.19	8.5	7.4%
宗教类	3.28	2.95	11.4%
合计	34.54	33.26	3.8%

资料来源: AAP、国海证券研究所

表 2: 2019 上半年美国图书按种类划分后的收入及同比增速

细分类标	2019 上半年图书收入	2018 上半年图书收入	同比增速
精装类纸质	11.83	11.59	2.1%
平装类纸质	12.51	12.18	2.8%
电子书	4.93	5.12	-3.8%
下载音频	2.79	2.08	33.8%

资料来源: AAP、国海证券研究所

## 1.2、公司: News Corp 与 Harper Collins Publishers (图书收入占集团 17.4%)

我们在《从全球图书出版公司年报看行业发展与估值》报告中提出 News Corp(NWSA 新闻集团)总部位于纽约,从事全球化、多元化的媒体和信息服务业务,业务遍及美国、英国以及澳大利亚等,核心主业涉及电影、电视节目、无线电视与有线电视广播、报纸以及数字广播等业务。NWSA 新闻集团致力于在英语世界为消费者和企业创造和发布权威性的内容,公司通过一系列媒体组成业务,其中包括如新闻、信息服务、澳大利亚的体育节目、数字不动产服务、图书出版以及在澳大利亚的付费电视服务(Foxtel 在澳洲提供 200 个付费频道, Fox Now 为 OTT 电视服务),拥有在世界上知名度品牌,如华尔街日报、道琼斯指数、太阳先驱报、纽约太阳报、时代杂志、科林斯出版社、澳大利亚福克斯体育台、realestate.com.au 网站等其他品牌。

2019 年年报显示 NWSA 新闻集团公司营业总收入 100.74 亿美元,净利润 1.55 亿美元(对应 2019 年 9 月 23 日 82 亿美元市值的 PE 为 52.9 倍),同比增加 110.24%,扭亏为盈(2017-2018 年 NWSA 新闻集团的净利润分别为-7.38 亿美元/-15.14 亿美元),经营性现金流为 9.28 亿美元(ROE/ROIC 分别为 1.68%/1.19%),总体看,图书业务的 Harper Collins 贡献了 NWSA 较好的现金

流。

图 2： 2019 年 1 月-9 月新闻集团 (NWSA) 股价走势

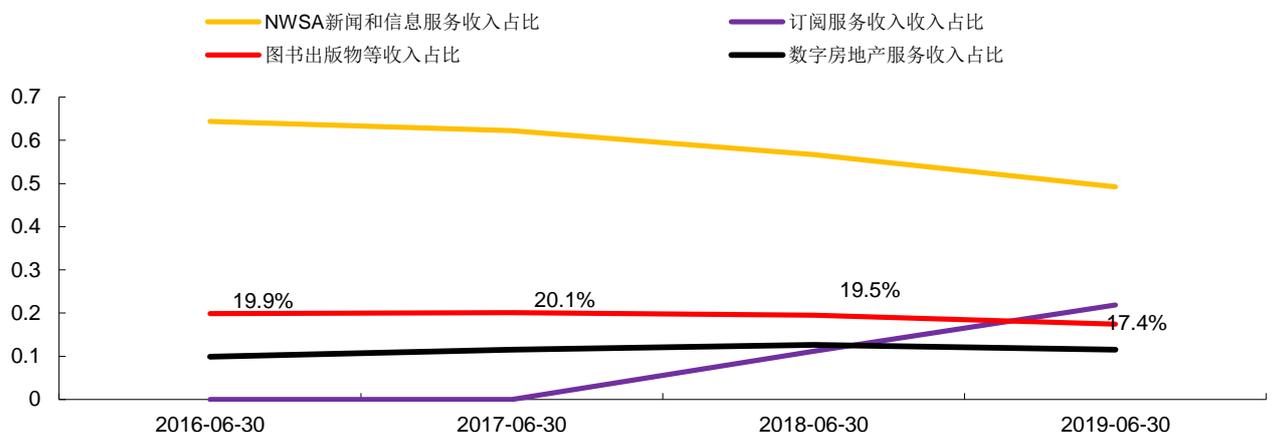


资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

➤ **NWSA 新闻集团旗下图书出版子公司 Harper Collins 位居全球第二大图书出版商 2019 年图书出版收入 17.54 亿美元 基本持平**

NWSA 集团旗下的图书出版收入 (HarperCollins 哈珀·柯林斯) 占比从 2016 年报的 19.9% 下降至 2019 年年报的 17.4% (如下图)。截至 2019 年 6 月 30 日, HarperCollins 贡献的图书出版收入为 17.54 亿美元 (同比减少 0.23%, 基本持平), 由于节日带来季节性波动, 第三四季度为 1-6 月周期, 该期间消费节日影响不明显, 9-12 月为第一二季度财报, 借助黑色星期五等节日消费推动收入增长明显, 该部分季节主要归为第一二季度营业收入, 进而一二季度收入增速高于三四季度图书出版收入增速。

图 3： 2016-2019 年 NWSA 新闻集团年度主营业务收入占比走势



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

\*6月30日为年报截止日期，NWSA新闻集团的财报期限第一季度（9月30日）、第二季度（12月31日）、第三季度（3月31日）、第四季度（6月30日）即年报

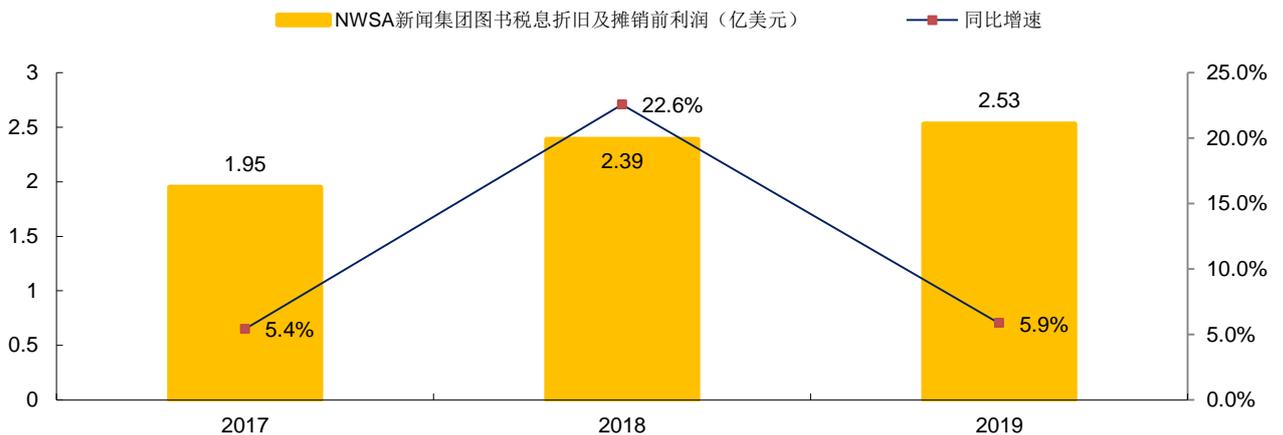
表 3：2019 年年报 NWSA 新闻集团主营收入以及 EBITDA 单位：亿美元

NWSA 新闻集团主营业务	收入	收入占比	EBITDA	EBITDA 占比
1、新闻信息业务	49.56	49.2%	4.17	33.5%
2、视频订阅业务	22.02	21.9%	3.80	30.5%
3、图书出版业务	17.54	17.4%	2.53	20.3%
4、数字地产业务	11.59	11.5%	3.84	30.9%
5、其它业务	0.03	0	-1.90	-15.2%
合计	100.74		12.44	

资料来源：wind 资讯、NWSA 年报、国海证券研究所

HarperCollins 的 EBITDA（税息折旧及摊销前利润）为 2.53 亿美元，同比增加 5.9%（如下图），2019 年 9 月 23 日 NWSA 新闻集团市值 82 亿美元对应下的图书出版业务部分的 PE 为 32 倍，HarperCollins 图书出版的 EBITDA 占总体 EBITDA 12.44 亿美元的 20.33%，2019 年 HarperCollins 的图书销售收入主要来自 David Walliams、Tony Ross 的作品推动。

图 4：2017-2019 年 NWSA 新闻集团图书出版 EBITDA 以及同比增速



资料来源：wind 资讯、NWSA 年报、国海证券研究所

\*EBITDA 为税息折旧及摊销前利润

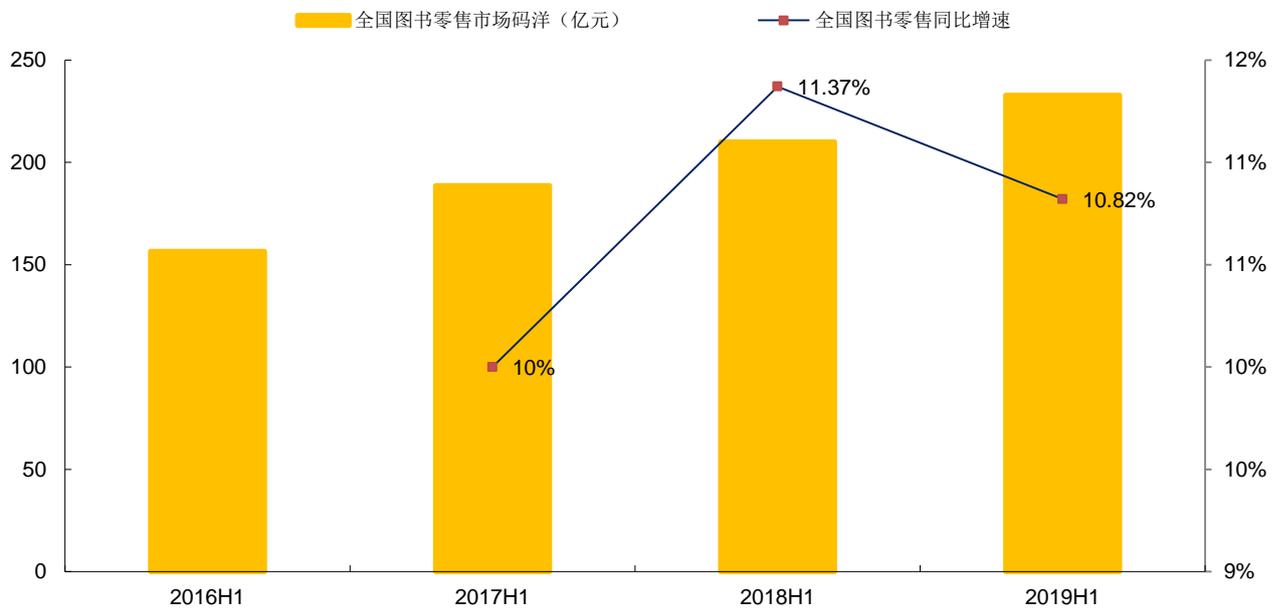
HarperCollins 图书出版拥有 141 种作品登陆纽约时报，其中 22 种冲击榜单冠军，包括《Girls》《Wash Your Face and Girl》《Stop Apologizing》《Homebody》《Magnolia Table》《We Are the Gardeners》等，HarperCollins 的收入主要来自图书销售以及数字图书销售、传统书店销售等，其客户主要为亚马逊、苹果、

巴诺书店以及乐购等，由于季节性影响，图书出版收入在第二季度显著增加，第四季度略有下滑，但 HarperCollins 借助其儿童书籍、宗教书籍的领先地位，在多个地区仍具有品牌认知度。

## 2、中国篇：2019 年上半年中国图书零售收入 232.7 亿元 同比增加 10.82%

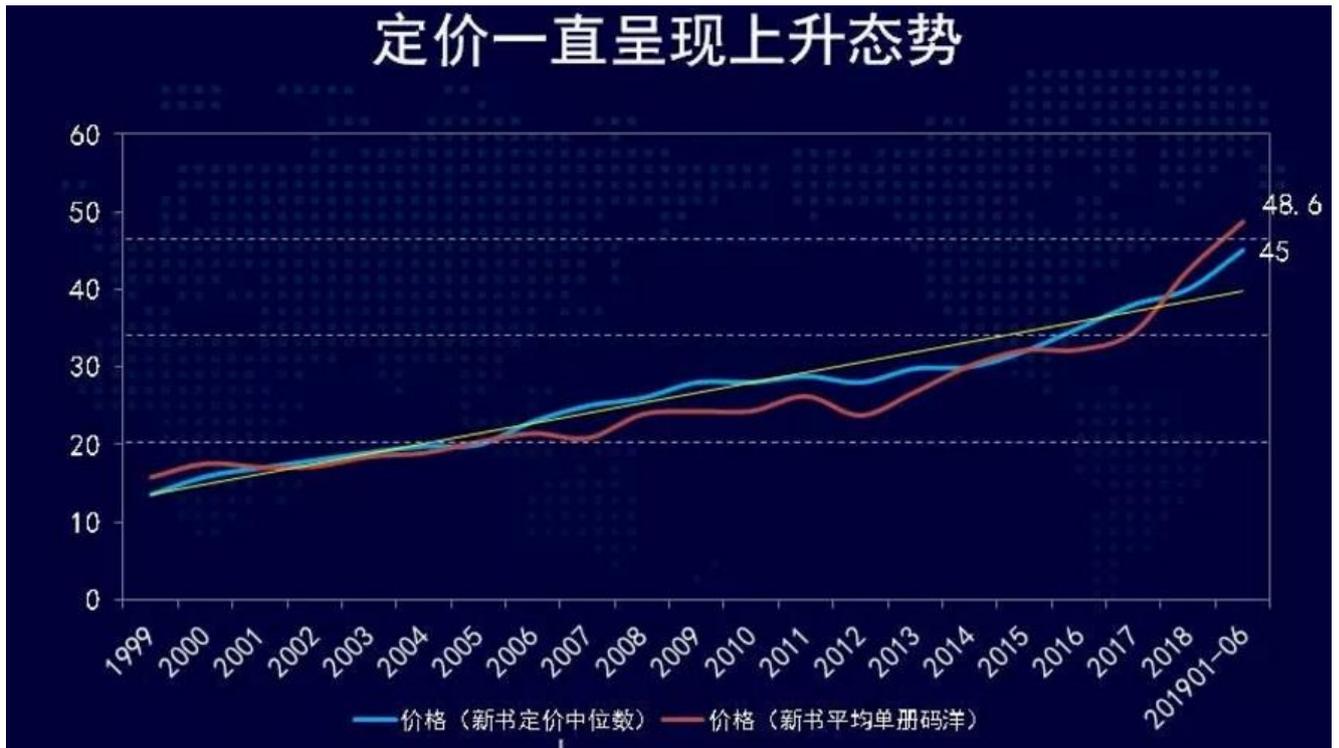
据开卷数据显示，2019 年上半年全国图书零售码洋达到 232.73 亿元，同比增加 10.82%，整体增速较为稳健（图书零售市场保持稳定增长的其中一个原因得益于图书定价的上涨）。其中，实体书店码洋 39.9 亿元，同比减少 11.72%，线上网店码洋 215.3 亿元，同比增加 24.19%，实体店同比降幅进一步加大。

图 5：2016-2019 年上半年全国图书零售码洋以及同比增速



资料来源：开卷、国海证券研究所

图 6: 1999-2018 年以及 2019 上半年全国图书定价走势 (新书单册、中位数价格)



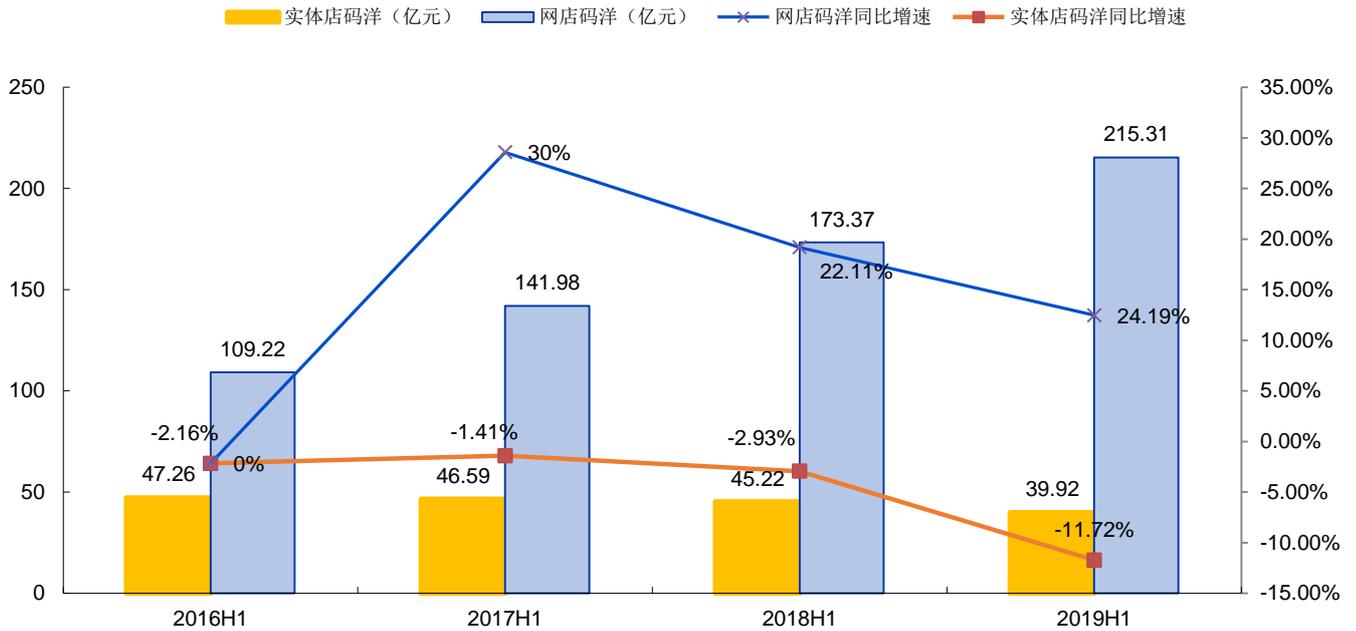
资料来源: 开卷、国海证券研究所

- 实体书店由于受政策性读物和主题出版图书的影响带来 2018 年高基数，2019 上半年呈下滑态势；网店折扣因素拉动仍显著

实体店端，从 2017 年以来，实体店图书零售市场受政策性读物和主题出版图书的影响非常明显。2017 年 10 月十九大召开，此后陆续上市了一批与十九大相关的图书，如《中国共产党章程(租型本)》《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利:在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告》《习近平谈治国理政(第二卷)》等，该类书在 2018 年销售较热，受此图书带动比较明显的马列、政策性读物、政治、法律法规等在 2018 年保持较高增速。2019 年上半年，上述政策性读物和主题出版图书在经过一年多销售后，销量有明显下降，市场上缺乏新的能达到同等量级的主题出版物，因此该细分类的增长减弱，由于去年同期的超高增速，进而 2019 上半年实体书店的码洋市场呈现明显的负增长。

网店端，自 2008 年网点渠道保持高增长态势，2019 年上半年仍保持 20% 以上的增速，线上书店的折扣拉动码洋增长明显（据开卷监控数据显示，2019 上半年网店渠道折扣为 60 折，其中不包含满减、满赠、优惠券等活动）。

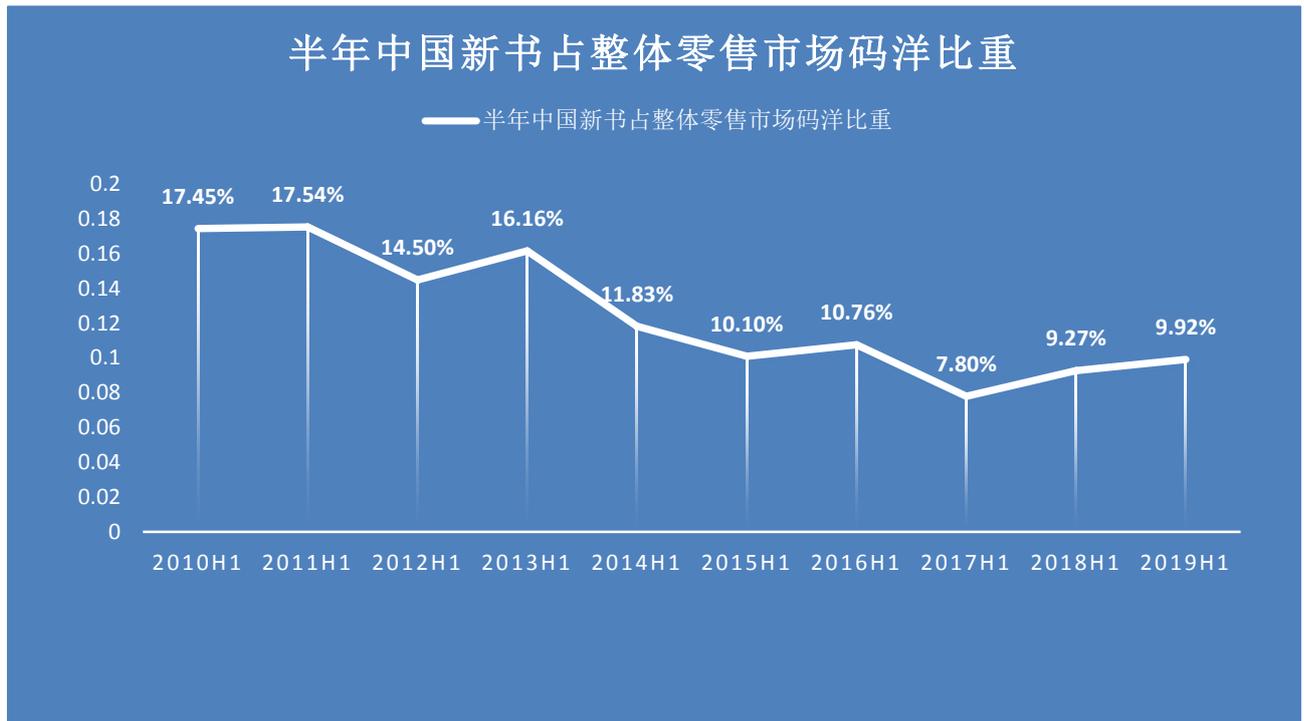
图 7：2016-2019 上半年图书零售实体店与网店码洋以及同比增速



资料来源：开卷、国海证券研究所

**新书角度**，2019 上半年整体图书零售市场新书品种数为 9.09 万种，新书品种数较去年同期下降 6.22%，进一步收缩。从 2019 上半年新书码洋贡献率来看，新书码洋贡献率较 2018 同期有小幅上升，**从整体新书来看**，更多是因为头部新书单册码洋的提升而带来的贡献上升。从大众畅销书榜单来看，新书的影响力依然在不断减弱，2018 年上半年 2 本书分别进入到非虚和少儿前 10 名中，分别是《梁家河》和“笑猫日记”系列的《又见小可怜》，2019 上半年无新书进入到前 10 名。从三大榜总榜前 100 名来看，2018 年上半年有 5 本进入到前 100 名中，这 5 本新书对整个总榜前 100 名的码洋贡献是 5.67%，而今年上半年只有 3 本进入前 100 名中，3 本新书对整个总榜前 100 名的码洋贡献是 4.35%，码洋贡献有所下降。新书码洋占比的收窄也凸显了老书销售较好，原有选题以及策划等运营较好。

图 8: 2010-2019 年上半年中国新书占比整体零售市场码洋比重



资料来源：开卷、国海证券研究所

## 2.1、公司：对比中国图书出版公司 2019 上半年财务数据

2019 年上半年图书出版板块中报披露后，我们总结了板块总营业收入与归母净利润情况。我们列举了 19 家图书出版公司，其中包括教育类、大众类，其中也包括部分图书出版企业涉及新媒体例如游戏、广告等业务。总体看，2019 年上半年文化传媒图书出版 19 家总营收 465.71 亿元，同比增加 2%，归母净利润 62.07 亿元，同比增加 12%。

从主营毛利率角度看，新经典 2019 上半年主营产品毛利率达到 51.97%，主要由于其自有版权图书出版与发行业务；其次天舟文化为 44.96% 主要其游戏的业务贡献，与中文传媒趋同。我们选取大众出版业务具有特色的新经典、中信出版、南方传媒、城市传媒、中南传媒为例进行分析。2019 上半年一般图书业务中的毛利率冠军为新经典的（47.52%），主要由于公司经营经典自有版权的长销书，中信出版中报未披露该数据。

表 4: 2019 上半年四家图书出版公司一般图书业务码洋、收入、成本、同比增速及毛利率

证券公司	2019 上半年	销售码洋 (亿元)	码洋增速	营业收入 (亿元)	营收增速	营业成本	成本增 速	毛利率
中南传媒	一般图书出版业务	4.76	11.28%	2.13	10.98%	1.22	10.27%	42.59%
南方传媒	一般图书出版业务	3.52	35.32%	1.09	11.80%	0.9	26.53%	17.17%
新经典	一般图书出版业务	8.41	10.16%	4.47	7.81%	2.35	7.83%	47.52%
中信出版	一般图书出版业务	-	-	6.22	-	-	-	-

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 5: 2019 上半年中国上市图书出版企业营收、归母净利润及同比增速

证券代码	证券简称	2019H1 主营产品	主业产 品毛利 率	营收 2019H1	营收 2018H1	归母净 利润 2019H1	归母净利 2018H1
600551.SH	时代出版	安徽出版印刷物资、出版教材教辅	2.40	30.53	29.50	1.54	1.71
601900.SH	南方传媒	报刊出版、图书出版发行零售	24.85	26.03	22.84	3.90	2.56
603096.SH	新经典	自有版权图书策划与发行	51.97	4.74	4.45	1.19	1.09
601019.SH	山东出版	教材教辅出版发行、一般图书出版与 发行	35.37	41.86	44.02	7.62	7.46
603999.SH	读者传媒	期刊出版物、图书出版物	25.28	2.66	3.08	0.24	0.14
601999.SH	出版传媒	出版传媒出版物批发及零售、出版传 媒专业图书	5.71	12.14	10.61	0.54	0.63
601098.SH	中南传媒	教辅教材、出版物发行、各类广告印 刷、图书、新媒体	32.86	43.65	41.61	6.69	6.36
300148.SZ	天舟文化	教辅读物、少儿英语读物、社科读物	44.96	5.30	4.05	0.74	1.37
300654.SZ	世纪天鸿	世纪天鸿教师备课相关的硬件产品、 学习互动平台在线学习系统	34.01	1.06	1.09	0.08	0.07
000719.SZ	中原传媒	中原出版传媒图书出版	27.57	41.53	40.98	3.65	3.44
601928.SH	凤凰传媒	电子音像、期刊、图书	31.48	61.87	53.76	8.87	7.77
600229.SH	城市传媒	VR 开发、教材教辅、图书出版、运营、 新媒体运营		11.15	10.45	2.21	1.60
600757.SH	长江传媒	教材教辅、音像制品、印装业务、纸 张、印刷耗材等	33.17	34.55	52.36	4.88	4.84
600373.SH	中文传媒	教材教辅、一般图书、音像制品、印 刷包装	38.14	59.43	60.08	8.96	8.52
601811.SH	新华文轩	教材、图书、影音产品、助学类读物	31.63	38.74	35.78	5.80	4.49
300788.SZ	中信出版	图书出版业务、书店零售业务		8.96	7.57	1.30	1.15
601858.SH	中国科传	出版物进口、期刊业务、图书出版	5.41	10.36	9.20	1.38	1.13
600825.SH	新华传媒	新华传媒华联超市、教材书店		6.08	6.12	0.18	0.22
601949.SH	中国出版	出版、发行、物资供应、印刷	39.42	25.06	20.48	2.32	0.87
合计				465.71	458.01	62.07	55.42
同比增速				2%		12%	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

从销售净利率、毛利率、成本率角度看，2017年上半年销售毛利率冠军未中南传媒，但到2018年上半年新经典的销售毛利率以48.2%位居四家冠军，随后保持冠军态势，销售净利率端，新经典的再2017-2019年上半年三年维度均为冠军(24.3%/25.3%/25.5%);销售成本率端，新经典也是维持在相对较低的比例。

表 6: 2017-2019 上半年四家图书公司销售毛利率、净利率、成本率

证券代码	证券简称	销售毛	销售毛	销售毛	销售净	销售净	销售净	销售成	销售成	销售成
		利率	利率	利率	利率	利率	利率	本率	本率	本率
		2017H1	2018H1	2019H1	2017H1	2018H1	2019H1	2017H1	2018H1	2019H1
601900.SH	南方传媒	31.1%	32.0%	29.7%	11.9%	11.4%	15.1%	68.9%	68.0%	70.3%
300788.SZ	中信出版	42.3%	40.6%	38.8%	18.4%	15.3%	13.9%	57.7%	59.4%	61.2%
601098.SH	中南传媒	44.0%	41.5%	42.6%	18.6%	16.5%	16.5%	56.0%	58.5%	57.4%
603096.SH	新经典	42.8%	48.2%	47.8%	24.3%	25.3%	25.5%	57.2%	51.8%	52.2%

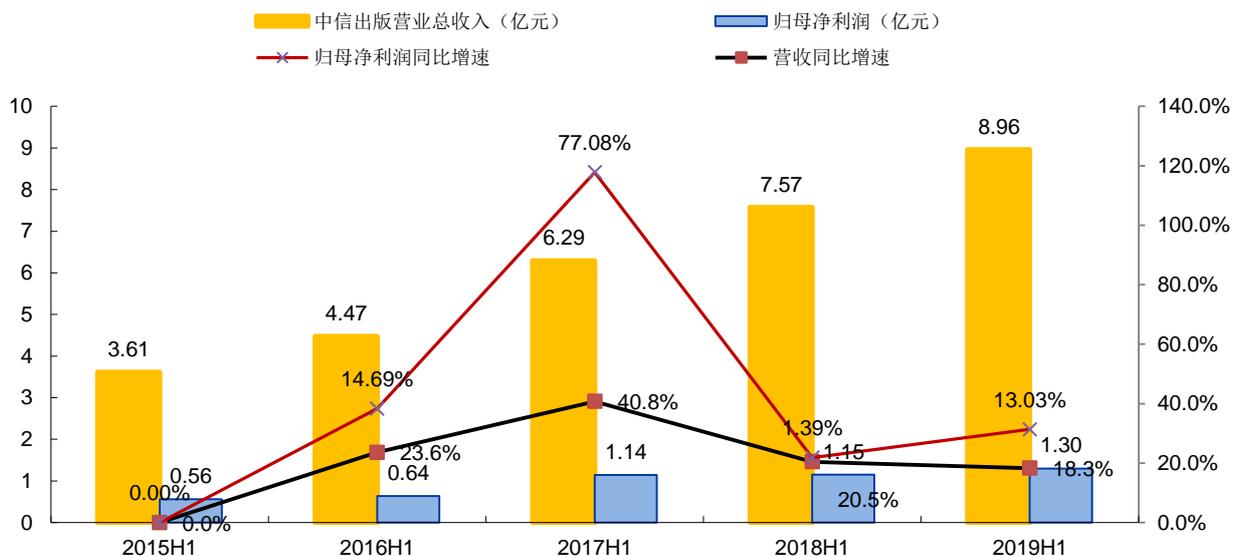
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 2.2、中信出版：2019 第二季度营收利润高增长 (36%/43%)

➤ 2019 上半年公司头部产品带动市场增长 规模化、品牌化、规模化继续夯实

2019 年上半年中信出版营业收入 8.96 亿元，同比增加 18.29%，归母净利润 1.3 亿元，同比增加 13.03%，经营性现金流净额 0.84 亿元，同比增加 106%；单季度看，2019 年第二季度营收 5.06 亿元，同比增加 36%，归母净利润 0.73 亿元，同比增加 43%，扣非后归母净利润 0.68 亿元，同比增加 55%。

图 9: 2015-2019 年上半年中信出版总营收、归母净利润及同比增速



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

- **2019年二季度中信出版营收及归母净利润增速36%/43%** 上半年少儿图书增速拉动显著(收入增速61%),在一季度利润增速负增长下二季度快速实现正增长,公司主战场大众出版的规模等优势进一步凸显。

单季度看,2019年第一季度由于外部因素中信出版营收及归母净利润双下滑(1.1%/-11%),2019年第二季度中信出版较快地实现了营收利润增速的扭转,2019年二季度中信出版营收、归母净利润分别为5.06亿元/0.73亿元,同比增速分别为36%/43%。半年度看,2019年上半年中信出版营业收入8.96亿元,同比增加18.29%,归母净利润1.3亿元,同比增加13%,其中少儿收入增速60.96%,拉动公司增速显著(主要由于公司在高品质的低幼益智、科普、文化通讯和精品绘本等领域已形成较强的竞争优势)。

表 7: 2018-2019 年单季度中信出版营收、归母净利润及扣非归母净利润及同比增速

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	5.06	30%	36%	0.73	29%	43%	0.68	20.26%	55%
2019中报	8.96		18.3%	1.30	13.0%	13.0%	1.2		16.4%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

半年度看,中信出版的一般图书出版与发行、书店零售两部分的收入6.78亿元/2.13亿元,增速分别为14.94%/45.27%,营业成本增速分别为17.92%/50.66%,后者营业成本增速较高,两者毛利率均略微下滑。2019年上半年公司出版新书853种(2019年上半年公司拥有2464种优质版权储备),同比增加61%,大众出版的规模等优势进一步凸显。

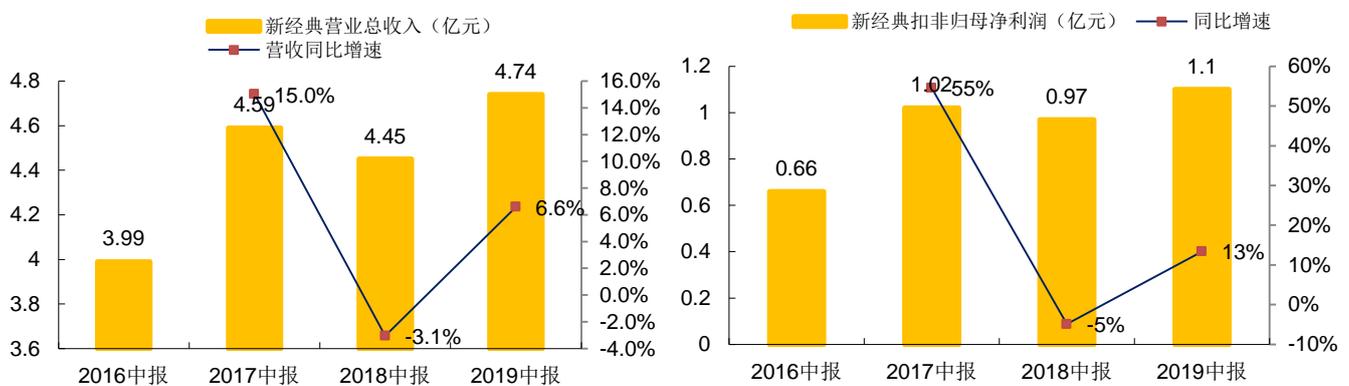
**2019上半年中信出版头部产品带动市场增长 规模化、品牌化、精品化继续夯实。**2019年4月中信出版少儿图书《洛神赋》绘本版及《墨中国系列》分别向英、法、德等国家输出版权,利于公司品牌化在海外的建设。2019上半年中信出版图书零售市场中占有率2.51%,较2018市占率进一步提升,头部产品比例为15%,实销前20的品类占比23.5%,前50的品类占比34.51%,前100的品类占比45.55%;重印书同比增长38.37%。版税部分,2019年上半年中信出版的预付版税为145.67万元,应付版税及稿酬部分,2019年上半年为4.2亿元,同比增加8.5%,由于版税结算为半年或者一年期,进而看到该部分的应付版税为累计数字较大。

## 2.3、新经典：2019 第二季度营收利润回暖明显 (7.6%/16.33%)

➤ 新经典 2019 年 Q2 营收增加 7.6% 归母净利润增加 16.33% 回暖趋势明显

新经典自 2017 年上市后，其战略定位一直为聚焦主业，进而逐渐剥离其分销业务带来总收入增速的波动，2019 年上半年分销业务剥离完成，同时，新经典在 2019 年上半年剥离 85% 的图书零售 Pageone 书店的股权，减少对公司带来可能的资金压力和经营风险。2019 年上半年新经典营业收入 4.74 亿元，同比增加 6.64%，归母净利润 1.19 亿元，同比增加 8.96%，扣非后归母净利润 1.1 亿元，同比增加 13.01%，经营性现金流净额 0.45 亿元，同比增加 126%。

图 10：2016-2019 上半年新经典营收、扣非归母净利润以及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

2019 上半年新经典仍坚持自有版权策划产品以“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；新经典已与约 1600 位作家（继续加强优质版权库建设），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。经过多年积累，新经典凝聚了一支具有核心竞争力的编辑策划团队，形成了经营效率高、盈利能力强、品牌形象好的健康增长模式；图书发布部分，主要通过下属“新经典发行”及“爱心树文化”两家公司开展，主要发行本公司 自有版权图书以及独家代理的非自有版权图书。公司发行业务的主要客户包括国内主要电商渠道、新华书店及民营书店。

表 8: 2018-2019 上半年新经典在开卷榜单中的排名走势

【Sealand 国海传媒】2018H1 VS 2019H1 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	2018年6月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2018Q2 VS 2019Q2
<b>虚构类</b>														
解忧杂货店	1	1	3	11	9	10	排名下滑	2	2	5	7	9	7	排名下滑
平凡的世界(全三册)	16	17	16	7	8	13	排名上升	12	17	无	16	8	6	排名上升
嫌疑人X的献身	17	19	17	25	24	21	排名下滑	16	18	15	5	24	18	排名上升
白夜行(2017版)	20	18	19	20	18	15	排名上升	14	15	12	10	15	8	排名上升
百年孤独(50周年纪念版)	21	24	11	21	17	16	排名上升	4	10	11	9	17	13	排名下滑
恶意(2016版)	22	26	20	30	26	22	排名下滑	24	16	14	18	23	19	排名下滑
活着	25	22	26	18	11	12	排名上升	8	8	20	17	11	22	排名下滑
骆驼祥子	28	5	24	26	无	无	排名下滑	无	无	无	无	无	无	无变化
假面山庄	29	无	无	无	无	无	排名下滑	无	无	无	无	无	无	无变化
霍乱时期的爱情(2015精装版)	无	29	18	29	28	26	排名下滑	18	30	28	15	无	无	排名下滑
平凡的世界(普及本)	无	27	无	16	22	无	排名上升	无	无	无	无	无	无	无变化
放学后(2017版)	无	无	无	无	无	25	排名上升	27	无	无	24	无	无	排名上升
新参者	无	无	无	无	无	30	排名上升	无	无	无	无	无	无	无变化
人生海海	无	无	无	无	无	无	无变化	无	无	无	21	18	10	排名上升
人生	无	无	无	无	无	无	无变化	无	无	无	29	无	无	排名上升
<b>非虚构类</b>														
撒哈拉的故事	20	14	22	30	29	29	排名下滑	21	25		无	无	无	排名下滑
一只特立独行的猪	26	无	无	无	无	无	排名下滑	17	23		无	无	无	排名下滑
偶遇	28	无	无	无	无	无	排名下滑	无	无		无	无	无	无变化
人生最美是清欢	无	无	无	无	23	无	排名上升	无	无		无	无	无	无变化
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	无	无	两个版本分开统计,合计销量趋势未知
窗边的小豆豆(2018版)	无	无	无	无	2	5	合计销量趋势未知	无	无		4	5	2	合计销量趋势未知

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

我们在《复盘 2017-2018 年 为什么 2019 年仍看好》报告中指出整个产业链的壁垒各有不同。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;下游壁垒主要为渠道壁垒,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。

图 11：2019 年新经典出品《人生海海》图书发行突破 60 万册

茅盾文学奖得主 麦家 《人生海海》掀阅读热潮!

纸书发行量 **60天突破 60万册**

**教育部推荐**  
莫言 苏童 等盛赞  
董卿 王家卫 高晓松 杨洋等倾力推荐

豆瓣最受关注图书榜虚构类  
**连续六周 Top1**

人生海海 麦家  
MAI JIA

人生海海 麦家  
MAI JIA

@人生海海官微

资料来源：人生海海官方微博截图、国海证券研究所

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，其新书也证明公司内容挖掘能力，2018 年深蹲后 2019 年起跳预热。

### 3、行业评级及投资策略

**推荐评级。海外看**，我们更新了 2019 年上半年美国图书行业数据（同比增加 6.9%），海外图书出版行业保持增长，其中大众类图书中成人与少儿均保持个位数增长，下载音频收入增加达到 30%以上，为细分赛道增长冠军；同时，也选取美国代表公司 NWSA 新闻集团旗下 HarperCollins 的业绩（2019 年报）情况作为参考，由于季节因素带来图书销售波动，但总体看 NWSA 新闻集团的 PE 为 52.9 倍，其中，NWSA 集团中图书出版业务 Harper Collins 的少儿图书以及头部书籍拉动了收入及利润，其图书出版贡献的 EBITDA 对应的 PE 已达到 32 倍，享有高估值，凸显出大众类图书在新闻集团中扮演重要一环，也是全球文化传播的重要媒介。

**国内看**，中国图书市场 2019 上半年增长达到 10.8%，相比文化传媒其它细分领域由于项目的不稳定带来业绩波动，图书出版零售市场保持稳定增长（图书涨价、长销图书生命周期长等因素），代表公司我们选择大众类代表公司新经典、中信出版，两家公司在 2019 年第二季度均呈现高增长以及回暖态势，中信出版的第二季度归母利润增长已达到 43%，新经典 2019 年第二季度借助《人生海海》业绩逐渐回暖，大众类图书代表公司中信出版/新经典的估值在 2019 年估值分别为 33 倍/27 倍，2020 年估值分别为 26 倍/22 倍；**从海外到国内**，图书出版细分领域作为国家软实力的传递媒介，美国 NWSA 新闻集团旗下的 Harper Collins 作为全球第二大图书公司的估值已达 32 倍，相比之下，中国的图书出版类企业中大众类借助人均图书渗透率的提升，仍具有增长空间，同时由于其较好现金流以及自上而下的支持，从商业模式以及估值角度，我们仍维持行业推荐评级。

## 4、重点推荐个股

**中信出版 (300788):** 公司新三板转至 A 股, 积极探索从传统图书出版向新媒体业态及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。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.5 亿元/3.15 亿元/4.01 亿元, 对应最新 PE 分别为 33 倍/26.19 倍/20.57 倍, 我们看好公司后续将以内容为中心, 以稳健发展为基础, 重组战略事业单位, 划分为知识事业总部、少儿事业总部、文学(生活)事业总部等, 以内容策划、产品创新、产业延展做专业垂直整合发展, 实现公司高质量、高增长的发展目标, 我们看好公司在上市后主业不断得到夯实, 利于在提升其图书出版码洋市场占有率后, 可借助中信出版上下游渠道资源打造产业生态链, 进而给予买入评级。

**新经典 (603096):** 我们看好公司在图书细分的文学与少儿领域已成功推出多部长销作品, 公司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, 且作为优质民营图书企业机制灵活; 持续挖掘优质内容的能力再度验证。2019 年公司将进一步聚焦主营, 我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 2.81 亿元/3.45 亿元/4.30 亿元, 对应最新 PE 分别为 27.4 倍/22.3 倍/17.9 倍, 2019 年 4 月推出麦家的新作品《人生海海》60 天发行 60 万册助推二季度业绩, 进入三季度如 2019 年 7 月李银河的《李银河说爱情》、8 月常非新书《江南三部曲》以及入选日本小学教科书的《你想活出怎样的人生》为后续带来潜在增长动力, 2019 年中报显示预付版税持续增加, 凸显公司对后续图书销售信心, 进而维持公司买入评级。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-09-26 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300788.SZ	中信出版	43.41	1.45	1.31	1.66	29.94	33.14	26.15	买入
603096.SH	新经典	56.88	1.78	2.08	2.55	31.96	27.35	22.31	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 5、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、知识产权保护不力及版权到期不能续约的风险、
- 4) 技术创新创新、书店快速扩张风险、新业务拓展风险、
- 5) 子公司门店租赁风险、存货及应收账款的风险、
- 6) 募集资金无法实现预期目标的风险、
- 7) 税收政策变动风险、
- 8) 重点推荐公司业绩不及预期、
- 9) 中美图书市场并不具有完全可比性，相关资料和数据仅供参考、
- 10) 宏观经济波动风险；

## 【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】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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。