

## 传媒行业

### 少儿图书：增量市场与扁平化竞争

#### 核心观点：

##### ● 少儿图书是规模大、增速快、码洋品种效率高的优质赛道

2019年H1在我国图书零售市场，根据开卷数据，少儿图书在所有品种中占比最大（27%）、增速第2（16%）、码洋品种效率第2（1.78）。从行业增长驱动力来看，码洋规模增长主要由销量驱动。

采用购买力平价的可比口径，2018年我国少儿图书（包括教材教辅）的人均消费额约为43国际元，与70国际元的国际平均水平相比较，我国的少儿图书零售市场还有上升空间。

##### ● 低龄化趋势、系列化趋势、教育导向趋势的行业需求变化

消费者画像：1) 家长对市场热点不敏感导致少儿图书的生命周期较长；2) 童书定价偏高导致消费者更偏好在线上购买，根据开卷数据，2018年网店渠道贡献了74%的码洋；3) 少儿文学主要面向7-10岁读者，可以通过校园、签售会等线下渠道营销，因此在实体店的码洋占比最高；图画书主要面向3-6岁儿童，国内作家仅占50%，因此在网店的码洋占比最高。

行业需求变化趋势：1) 低龄化趋势，细分品类结构从少儿文学（7-10岁）到卡通漫画（3-10岁）到绘本（3-6岁）到低幼启蒙（0-6岁）；2) 系列化趋势，系列图书占据开卷少儿畅销榜40%以上的份额；3) 迎合升学体制导向，在中小学阶段提升名著阅读量，在3-10岁强化科普教育。

##### ● 公司竞争壁垒在于系列书、海外版权和码洋规模

市场竞争格局分散，根据开卷数据，2018年全国95%以上的出版社涉及少儿图书，CR3不到13%。产业链在内容创作环节相对薄弱，特别是图画书创作机制和低幼教育理念不够成熟，导致引进图书占据约4成的码洋份额；综合出版社借助海外图书运作经验、营销和发行渠道的规模优势提升市占率，头部专业少儿社的市占率随之下滑，行业竞争格局趋向扁平化。

图书公司的规模效应主要体现在海外版权选购、系列图书出品、长销书运营、营销和发行环节4个方面。

**投资建议：**从码洋规模来看，中文传媒、长江传媒、新华文轩、中国出版、中信出版这5家公司兼具头部少儿出版社和行业领先的图书出版发行规模。从系列图书资源来看，城市传媒、新华文轩成功出品原创的系列畅销图书。从海外版权资源来看，新经典、中信出版、中文传媒具备丰富的海外图书运作经验。建议关注**中信出版**（海外版权采购能力出众，少儿业务快速增长）、**新经典**（长销书和海外作家资源丰富）、**新华文轩**（成功打造超级畅销图书“米小圈”系列）。

**风险提示：**网店渠道折扣加剧；实体书店销售下滑；行业竞争加剧；国内内容创新能力不足；畅销书销量不及预期。

#### 行业评级

买入

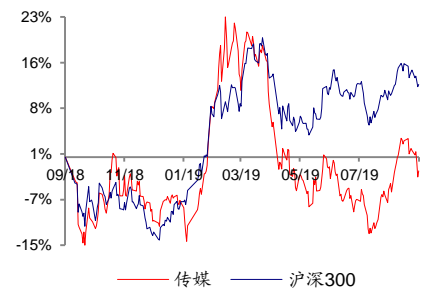
前次评级

买入

报告日期

2019-09-29

#### 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:8月畅销榜数据跟踪 2019-09-23

踪：国庆带动主题出版

传媒行业:跟踪硬件创新周期 2019-09-22

和国庆档落地情况；关注传媒

行业内部子板块边际改善

传媒行业:透视畅销榜:长销书 2019-09-17

生命周期延长，头部化效应增

强

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 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中南传媒	601098.SH	人民币	12.38	2019/8/28	增持	14.03	0.74	0.79	16.69	15.70	5.9	5.0	9.40	9.70
中信出版	300788.SZ	人民币	44.96	2019/8/28	买入	42.17	1.32	1.58	34.06	28.50	27.4	22.1	14.50	15.20
中国科传	601858.SH	人民币	11.38	2019/8/30	买入	14.92	0.61	0.68	18.55	16.66	12.7	10.1	12.50	12.70
凤凰传媒	601928.SH	人民币	8.48	2019/8/29	买入	9.88	0.63	0.70	13.42	12.16	7.0	5.7	11.50	12.10
中国出版	601949.SH	人民币	6.60	2019/9/12	买入	7.77	0.37	0.41	17.74	16.07	10.6	9.0	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

一、童书市场：空间广阔的优质赛道 .....	6
（一）规模大、增速快、码洋品种效率高的优质赛道 .....	6
（二）市场规模的核心驱动因素——新书和销量 .....	7
（三）国际比较视角：中国人均消费额还有上升空间 .....	9
二、需求变化趋势：低龄化，系列化，教育导向 .....	12
（一）消费者画像：高学历+高客单，偏好线上渠道 .....	12
（二）细分品类的消费者画像：文学重线下，图画书重线上 .....	14
（三）需求变化趋势：低龄化，系列化，教育导向 .....	16
三、市场竞争格局趋于扁平化，竞争壁垒在于系列书、海外版权和码洋规模 .....	22
（一）市场竞争格局趋于扁平化 .....	22
（二）内容创作环节相对薄弱，引进图书占据半壁江山 .....	23
（三）竞争力指标：系列书，海外版权，码洋规模 .....	25
四、行业延伸空间探讨：分级阅读，版权运营 .....	29
（一）选书难成行业痛点，中国分级阅读体系尚远 .....	29
（二）图书公司的版权运营版图偏小，打造 IP 尚需时间沉淀 .....	31
五、投资建议 .....	33
可比上市公司估值对比 .....	34
风险提示 .....	34

## 图表索引

图 1: 1999 年-2019 年 H1 全国图书零售市场的码洋结构 .....	6
图 2: 2019 年 H1 中国图书零售市场分品类的码洋增速 .....	6
图 3: 2019 年 H1 图书零售市场分品类的码洋品种效率 .....	7
图 4: 2014-2018 年少儿类图书的码洋品种效率 .....	7
图 5: 2008-2018 年中国少儿类图书零售市场的码洋规模 .....	7
图 6: 2015-2018 年中国少儿类图书零售市场的动销品种 .....	8
图 7: 2017 年少儿图书零售市场码洋增幅的拆分 .....	8
图 8: 2000-2018 年少儿类新书的码洋占有率 .....	8
图 9: 2015-2017 年少儿图书零售市场的增长情况 .....	9
图 10: 2000-2018 年少儿类新书的定价 (元/册) .....	9
图 11: 2017 年少儿图书在各国图书零售市场中的码洋占比 .....	10
图 12: 2017 年各国少儿图书的人均消费额 (单位: 国际元) .....	11
图 13: 2018 年童书消费者的年龄分布 .....	12
图 14: 2018 年童书消费者的性别分布 .....	12
图 15: 2018 年童书消费者的学历分布 .....	12
图 16: 2018 年不同品类用户的客单价排名 .....	12
图 17: 2018 年少儿类图书分渠道的码洋占有率 .....	13
图 18: 2018 年网店渠道的码洋占有率 .....	13
图 19: 2019 年 8 月京东网图书畅销榜 Top100 分品类的价格情况 (单位: 元) .....	14
图 20: 2019 年 8 月当当网图书畅销榜 Top500 分品类的价格情况 (单位: 元) .....	14
图 21: 2018 年中国少儿图书零售市场的码洋结构 .....	15
图 22: 当当网童书细分品类的畅销榜图书的适龄阅读结构 (2019.9.24) .....	15
图 23: 2018 年少儿图书实体店渠道的码洋结构 .....	16
图 24: 2018 年少儿图书网店渠道的码洋结构 .....	16
图 25: 我国少儿图书零售市场的品类演变历程 .....	17
图 26: 少儿图书细分品类结构的低龄化趋势 .....	18
图 27: 2000-2018 年卡通/漫画/绘本的码洋结构变化 .....	18
图 28: 2013-2018 年“怪物大师”系列在开卷少儿类畅销榜的排名 .....	19
图 29: 2016-2018 年我国未成年人的人均图书阅读量 (单位: 本/人/年) .....	20
图 30: 2018 年当当网“中小学教辅”畅销榜的结构 .....	20
图 31: 2015 年当当网“中小学教辅”畅销榜的结构 .....	20
图 32: 2017 年至 2019 年 1-8 月京东科普图书的销售额 .....	21
图 33: 2019 年 1-8 月京东科普图书的销售额结构 .....	21
图 34: 科普图书销量的同比增长率 (单位: 倍) .....	21
图 35: 少儿科普/百科类图书的销售情况 .....	21
图 36: 2018 年少儿图书零售市场的竞争格局 .....	22
图 37: 2015-2018 年少儿图书零售市场的竞争格局向扁平化发展 .....	23
图 38: 2014-2018 年少儿图书零售市场中引进版权的码洋占比 .....	23
图 39: 2014-2018 年少儿图书零售市场中引进版权的品种占比 .....	23

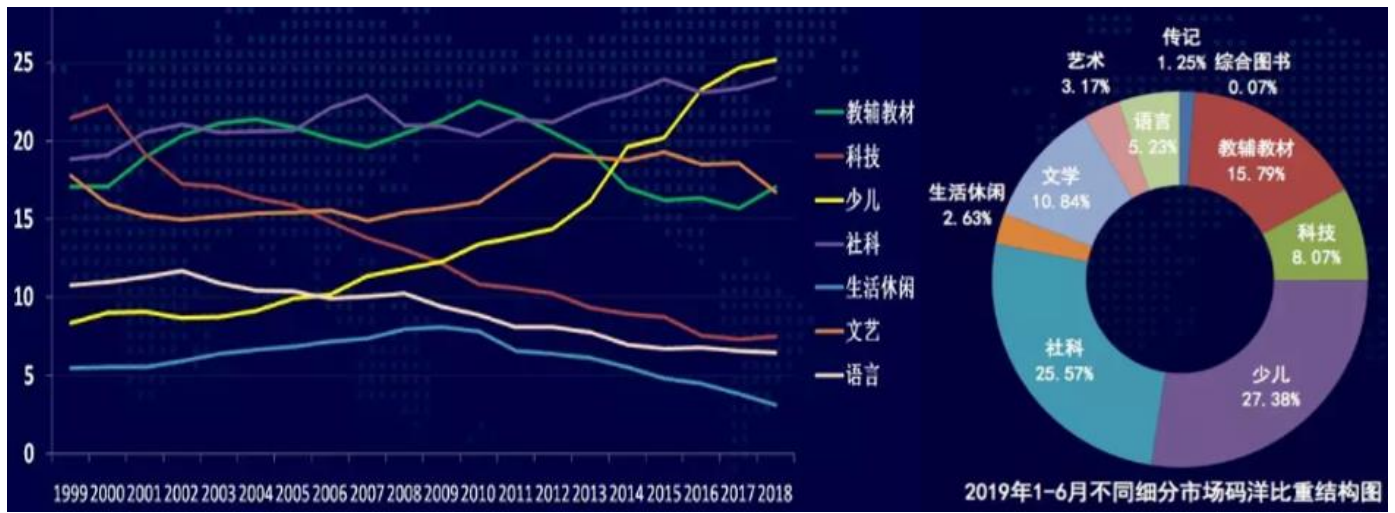
图 40: 2014-2018 年引进少儿图书分国家的码洋结构.....	24
图 41: 2016 年少儿细分品类图书的引进版权占比 .....	24
图 42: 2000-2018 年我国绘本零售市场中引进版权的占比情况 .....	25
图 43: 图书出版产业链和图书公司的规模效应 .....	26
图 44: 专业少儿社在少儿图书零售市场的码洋份额.....	27
图 45: 行业 Top10 出版社的少儿图书贡献率.....	27
图 46: 京东网自营旗舰店的在销海外图书占比.....	28
图 47: 阻碍你阅读的原因是什么? (多选) .....	29
图 48: 您作为家长在阅读教育上遇到了哪些挑战? (多选) .....	29
图 49: 您作为教师在阅读教育中遇到的挑战和困扰是什么? (多选) .....	29
图 50: 美国的分级阅读体系 .....	30
图 51: 2017 年授权图书占美国少儿图书市场的比例.....	31
图 52: 2017 年授权图书占美国整体图书市场的比例.....	31
图 53: 2018 年授权图书占京东少儿类畅销榜的比例.....	31
图 54: 2018 年授权图书占京东整体畅销榜的比例 .....	31
图 55: 图书产业链的版权运营延伸方向.....	32
表 1: 2018 年京东网分品类的图书畅销榜 Top100 的出版年份分布 .....	13
表 2: 2010-2019 年系列图书占据开卷零售渠道月度畅销榜的份额.....	19
表 3: 2018 年上市公司的主要少儿出版品牌和码洋规模.....	27
表 4: 2018 年少儿类畅销榜的系列图书情况.....	28
表 5: 可比公司估值表 .....	34

## 一、童书市场：空间广阔的优质赛道

### （一）规模大、增速快、码洋品种效率高的优质赛道

**规模大：**2016年少儿类图书首次超过社科类成为我国图书零售市场中占比最大的品类，此后少儿类图书市场以高增速持续稳固第一名的宝座。2019年上半年，根据开卷信息的监测数据，少儿类图书占全国图书零售市场码洋规模的27.38%。

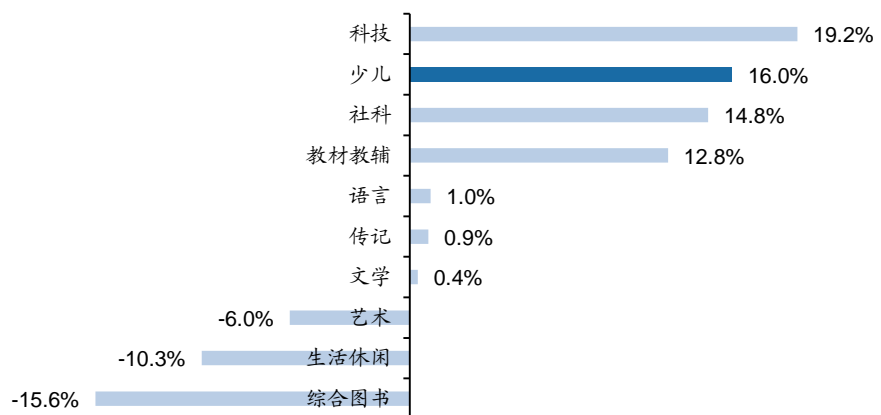
图 1：1999年-2019年H1全国图书零售市场的码洋结构



数据来源：开卷信息、广发证券发展研究中心

**增速快：**少儿类图书是近几年全国图书零售市场中增速最快的品类之一。根据开卷信息的监测数据，自2010年起少儿类图书的码洋增速一直维持在13%以上，年均复合增速达20.7%。2019年H1，少儿类图书市场的码洋规模同比增长16.00%，在所有品类中排名第2，同期全国图书零售市场的码洋增速为10.82%；码洋占比比去年同期增加1.22pct，在所有品类中排名第1。

图 2：2019年H1中国图书零售市场分品类的码洋增速

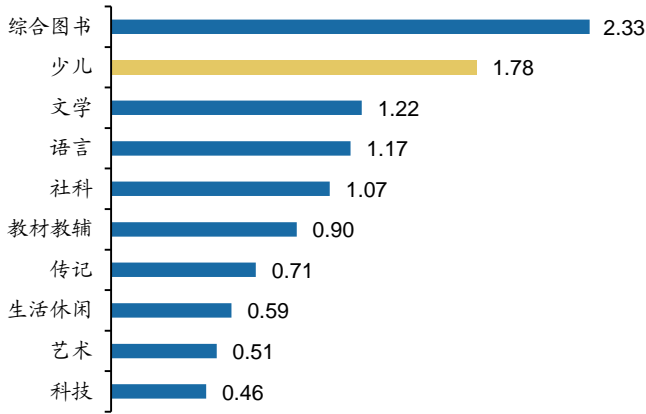


数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

**码洋品种效率高：**少儿类图书的码洋品种效率领跑全国图书零售市场。根据开卷信

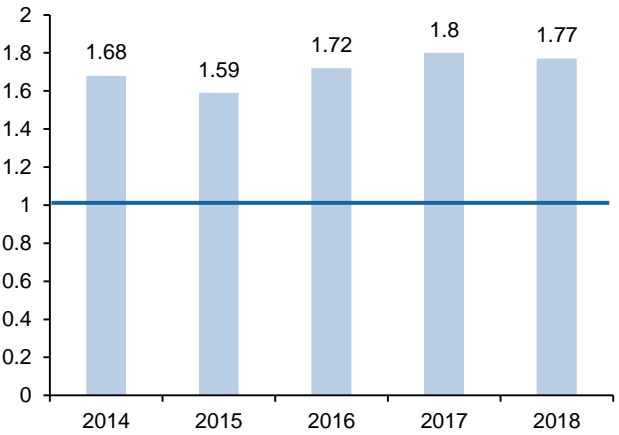
息的监测数据，2019年H1，少儿类图书在全国图书零售市场的码洋品种效率为1.78（码洋品种效率=该品类的码洋规模份额/该品类的动销品种份额），排除市场份额极小的综合类图书后，在所有品类中排名第1。2016年至2019年H1，少儿类图书的码洋品种效率均保持在1.7以上。

图 3: 2019年H1图书零售市场分品类的码洋品种效率



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

图 4: 2014-2018年少儿类图书的码洋品种效率

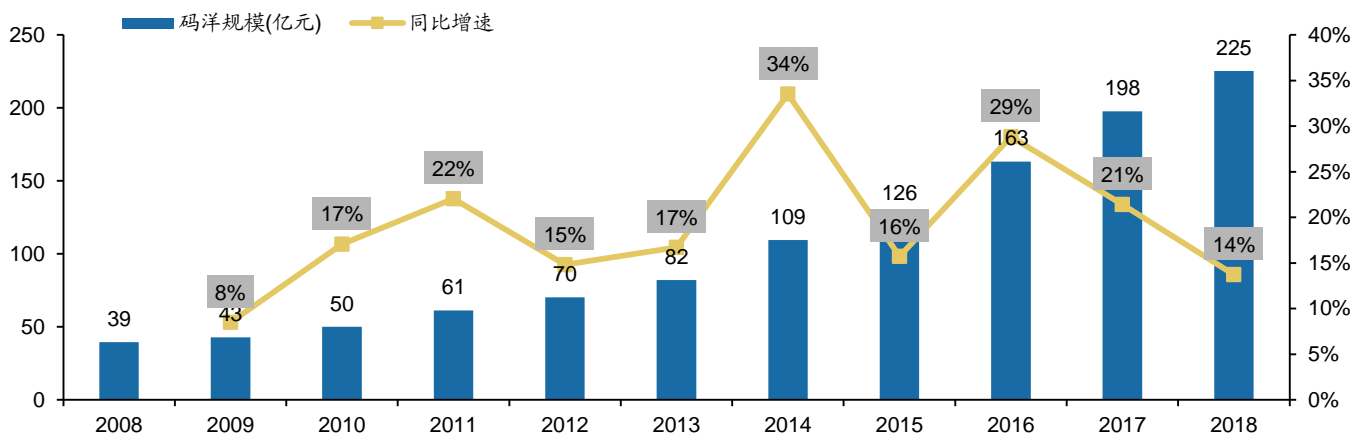


数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

## （二）市场规模的核心驱动因素——新书和销量

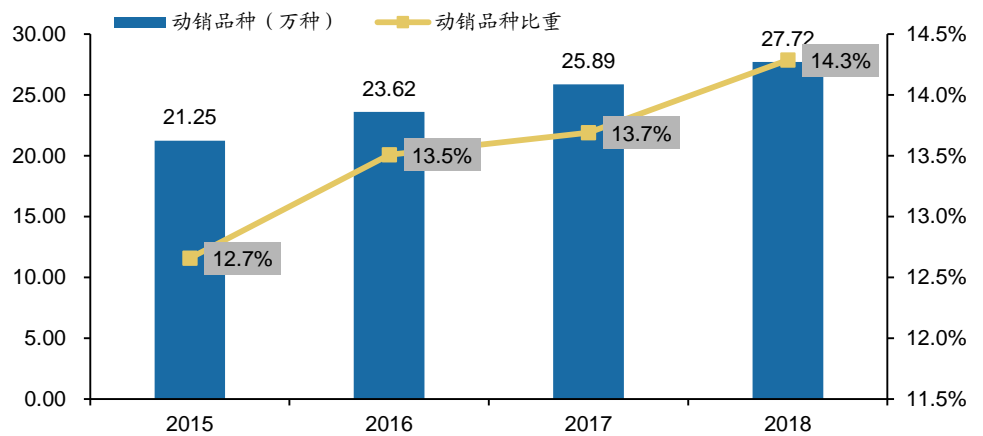
根据开卷信息的监测数据，2018年我国少儿类图书零售市场的码洋规模约为225亿元，同比增长13.7%；动销品种有27.72万种，约占全国图书零售市场动销品种总数的14.3%。

图 5: 2008-2018年中国少儿类图书零售市场的码洋规模



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

图 6: 2015-2018年中国少儿类图书零售市场的动销品种



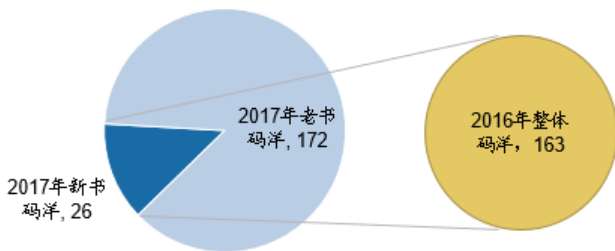
数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

少儿图书零售市场的增量空间主要来自新书。根据开卷信息的监测数据, 2017年我国少儿图书零售市场的码洋规模约为198亿元, 其中172亿元码洋来自2017年之前出版的童书, 对应2016年的码洋规模为163亿元, 同比增长5%, 贡献2017年少儿图书零售市场码洋增幅的25%; 2017年共计出版新书3.02万种, 实现码洋规模26亿元, 贡献2017年少儿图书零售市场码洋增幅的75%。

2001年至2010年, 少儿图书零售市场的新书贡献率维持在30%左右; 自2010年以来, 不断积淀的精品长销书持续创造新增销量, 导致新书的码洋占有率一路下行。2015年至2018年, 我国少儿图书零售市场每年出版新书约3万种, 对应的码洋占有率在15%左右。

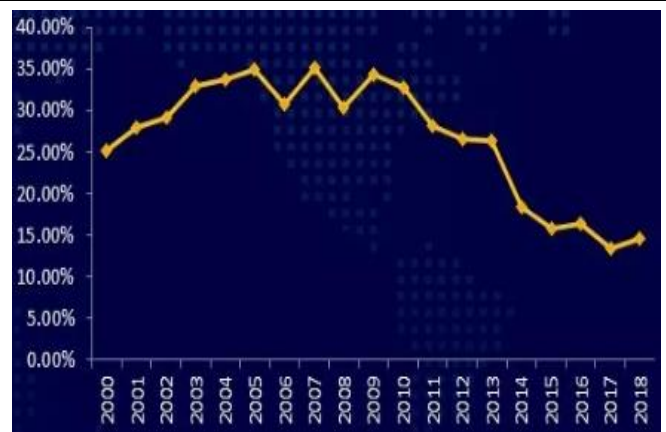
图 7: 2017年少儿图书零售市场码洋增幅的拆分

2017年少儿图书零售市场码洋198亿元



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图 8: 2000-2018年少儿类新书的码洋占有率



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

我国少儿图书零售市场的码洋规模增长主要由销量驱动。根据国家新闻出版署和中南传媒产业研究院的测算数据, 2014年-2017年少儿图书零售市场的单册图书平均定价分别为24.43、25.18、26.61、27.67元/册, 对应的同比增速在3%-6%区间内; 根据开卷信息的监测数据, 同期少儿图书零售市场的码洋规模增速在15-30%区间内, 以单册图书平均定价计算的销量增速在12-23%区间内, 也就是说2014年至2017年

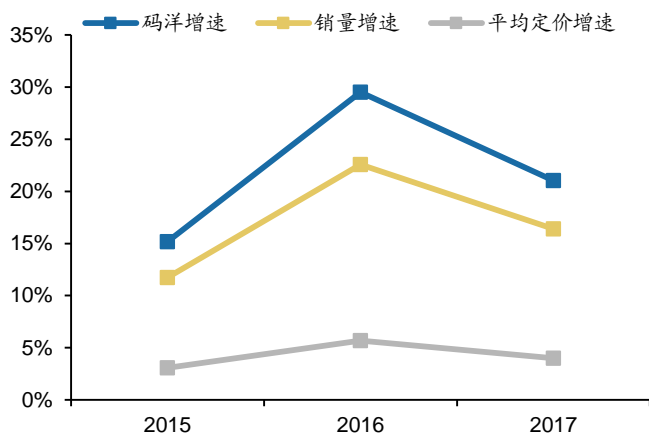


的码洋增速主要由销量增速驱动。

从图10所示的2000-2018年少儿类新书的定价情况来看，我国少儿类零售新书的定价波动以5年为一个周期：在周期内定价呈现持续上升态势，经过该周期的定价最高点后，在下一个周期的起始年份定价将有所回调。2018年是2014-2018年周期的定价最高点，根据开卷信息的监测数据，2018年Top100少儿图书的平均定价为28.74元/品种，同比增长约40%。另一方面，2018年少儿图书的定价大幅增长存在“虚增”现象。图书线上零售渠道的流量增速放缓，以及抖音、拼多多等新平台的入场倒逼网店通过压低渠道折扣争夺消费者，2018年Top100少儿图书的平均售价为26.96元/册，同比增速略低于其平均定价增速，同时此售价中还未包括满减、满赠、店铺优惠券等优惠活动。

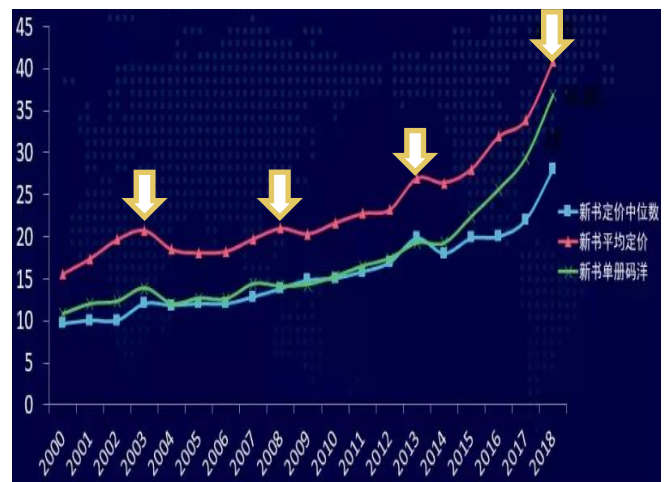
从国际视角来看，根据尼尔森的跟踪数据，2016年在全球童书销量无显著提升的背景下，消费者表现出愿意为儿童产品支付更高的价格。例如英国的童书销售额同比增长6.6%，这基本是由单册童书的售价提升驱动。

图 9：2015-2017年少儿图书零售市场的增长情况



数据来源：国家新闻出版署，中南传媒产业研究院，开卷信息，广发证券发展研究中心

图 10：2000-2018年少儿类新书的定价（元/册）



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

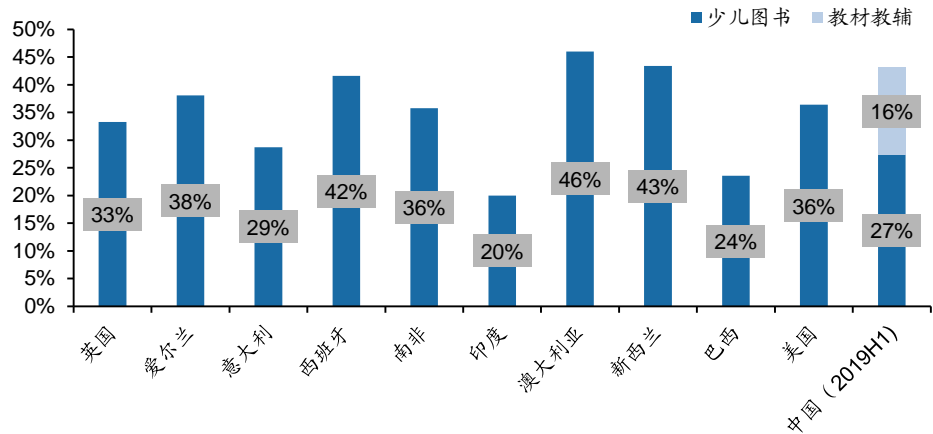
### （三）国际比较视角：中国人均消费额还有上升空间

通过国际比较，测算中国少儿类图书零售市场的规模空间。根据Nielsen BookScan和NPD BookScan的跟踪数据，2017年美国、英国、爱尔兰、南非图书零售市场中少儿图书的占比在35%左右，西班牙、澳大利亚、新西兰的占比在45%左右，意大利、印度、巴西的占比在22%左右。BookScan通过跟踪ISBN记录图书在收银机上的销售，不包括非零售渠道和没有ISBN书号的自出版图书；同时，BookScan将图书划分为虚构类、非虚构类和少儿类三类，其中少儿类图书包括少儿教育图书（例如教材教辅）。因此，我们以开卷信息统计的“少儿图书”和“教材教辅”的合并口径进行国际比较，2019年H1中国图书零售市场中，少儿图书和教材教辅的码洋占比合计为43%，其中少儿图书的占比为27%、教材教辅的占比为16%。

需要注意的是，我国教材教辅的码洋占比显著高于对比国家，主要原因是我国以高考成绩为核心的升学考核制度导致K12学生的培训需求强烈。以英国为例，英国的

中学材料除了A-level等考试成绩外还包括推荐信、面试成绩等，根据Sutton Trust的调研数据，2016年英国K12学生的参培率约为25%，同年儿童文学、图画书、玩具书和青少年文学这4类图书占据英国童书市场80%的份额。根据新浪数据中心和“一起作业”发布的《2017全国中小学生课外培训调查报告》，2017年在全国范围内我国K12学生课外培训的参培率约为65%；2019年H1，根据开卷信息的监测数据，我国教材教辅的零售码洋占“教材教辅+少儿图书”市场的37%。

图 11：2017年少儿图书在各国图书零售市场中的码洋占比



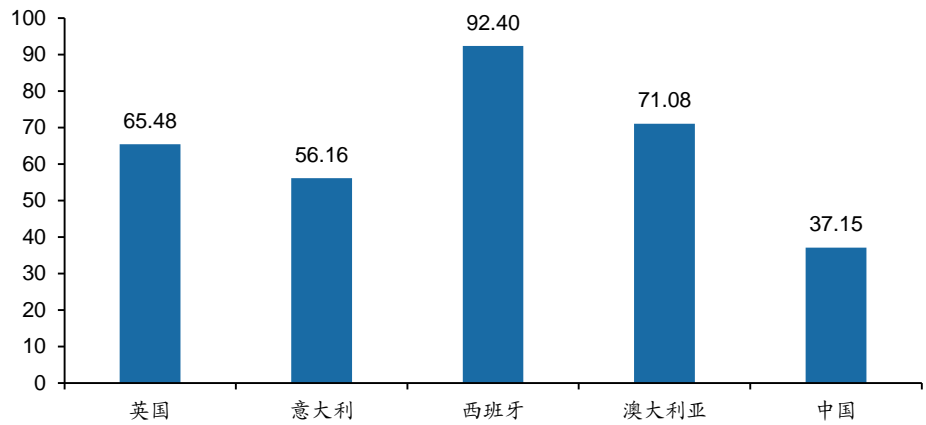
数据来源：Nielsen BookScan, NPD BookScan, 开卷信息, 广发证券发展研究中心

备注：除中国以外，其他国家的“少儿图书”包括面向少儿的教材教辅。

少儿类图书主要面向0-14岁的少年儿童，因此我们将各国的少儿图书市场零售额除以其0-14岁的人口总数计算得到各国少儿图书的人均消费额，再通过当年各国国家统计局公布的GDP（现价）与世界银行公布的GDP（购买力平价，现价）的换算比例，将各国2017年少儿图书的人均消费额调整为统一口径。

假设2017年我国教材教辅的码洋占有率为15%，我国少儿图书（包括教材教辅）的人均消费额约为37国际元，英国、意大利、西班牙、澳大利亚、巴西5国的少儿图书人均消费额平均约为70国际元。如果不考虑2017-2018年的汇率波动和通货膨胀因素，2018年我国图书零售市场同比增长11.3%，假设少儿图书和教材教辅的码洋占有率较上年增加2pct，2018年我国少儿图书（包括教材教辅）的人均消费额约为43国际元，与70国际元的国际平均水平进行比较，我国的人均消费额还有上升空间。

图 12: 2017年各国少儿图书的人均消费额 (单位: 国际元)



数据来源: Nielsen BookScan, NPD BookScan, 英国统计局, 欧盟统计局, 澳大利亚统计局, 开卷信息, 世界银行, 广发证券发展研究中心

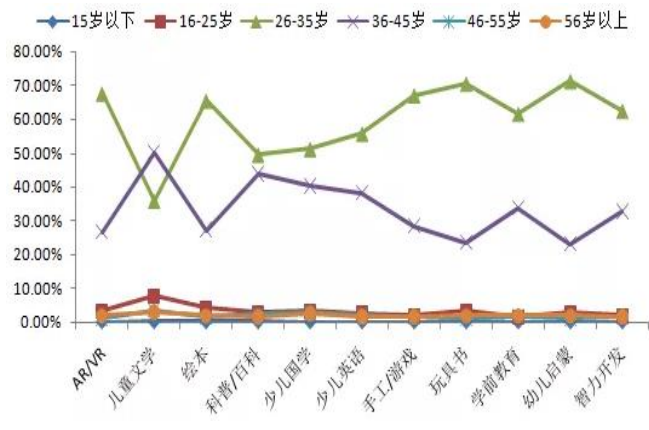
备注: 中国的少儿图书人均消费额包括教材教辅。

## 二、需求变化趋势：低龄化，系列化，教育导向

### （一）消费者画像：高学历+高客单，偏好线上渠道

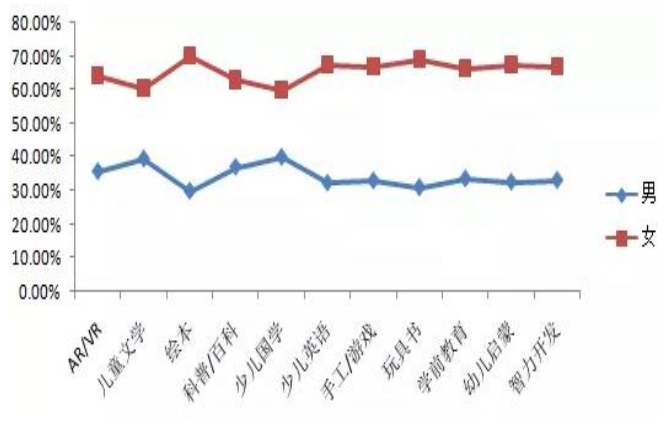
少儿图书零售市场的主力消费人群是0-14岁少年儿童的家，主要为26-45岁、女性、高学历和高客单价的群体。根据《2019京东童书消费报告》，童书的消费者画像90%以上在26-45岁区间内、超过60%为女性、超过95%为白领、近85%拥有大学（本科和专科）以上学历。2018年，全国童书用户人均购买童书超过8本，人均花费超过320元，童书用户的客单价仅次于进口原版书、位于所有品类用户的第2位。

图 13: 2018年童书消费者的年龄分布



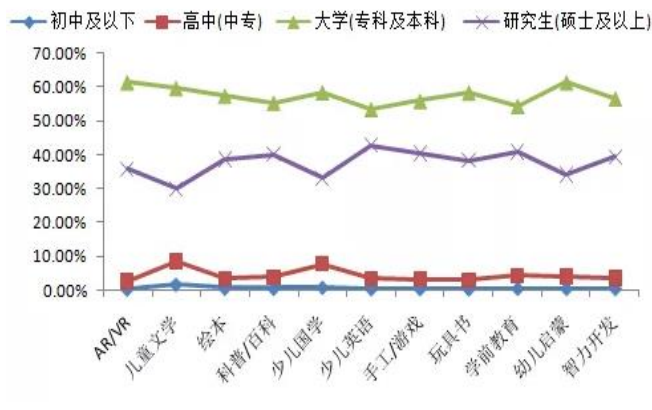
数据来源：京开研究院，广发证券发展研究中心

图 14: 2018年童书消费者的性别分布



数据来源：京开研究院，广发证券发展研究中心

图 15: 2018年童书消费者的学历分布



数据来源：京开研究院，广发证券发展研究中心

图 16: 2018年不同品类用户的客单价排名



数据来源：京开研究院，广发证券发展研究中心

少儿图书的显著特征在于购买者和使用者分离，因此家长对市场热点的变化和追逐不及实际使用者敏感，在挑选童书时相较于图书的休闲功能更看中其教育功能。在图书零售市场，这种特征表现为少儿图书的生命周期较长。2018年京东网少儿图书畅销榜Top100内，有63%的童书在2017年前出版、有34%的童书在2015年前出版，新书贡献率明显低于行业平均水平。

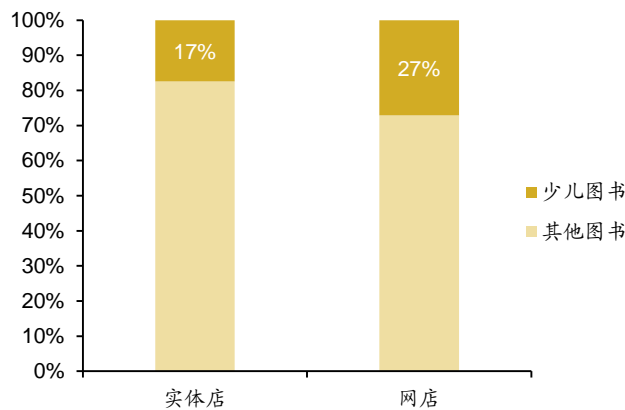
表 1: 2018年京东网分品类的图书畅销榜Top100的出版年份分布

出版年份	2018 之后	2017 之后	2016 之后	2015 之后	2014 之后
科技	23%	50%	68%	82%	87%
教育	19%	36%	45%	52%	63%
人文社科	19%	41%	60%	76%	81%
少儿	15%	37%	59%	66%	79%
小说文学	14%	52%	62%	72%	78%
计算机网络	13%	44%	64%	68%	75%
励志成功	13%	47%	68%	76%	88%
经管	13%	40%	58%	67%	75%
生活	12%	33%	56%	78%	88%
艺术摄影	5%	24%	48%	63%	73%

数据来源: 京东网, 广发证券发展研究中心

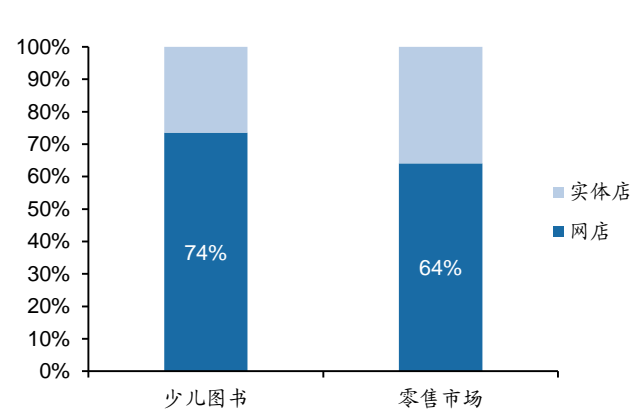
少儿图书的消费者更偏好在线上购买童书。根据开卷信息的监测数据, 2018年少儿类图书在实体店渠道的码洋占有率为17%, 在网店渠道的码洋占有率为27%; 网店渠道贡献了74%的少儿图书码洋, 高于整体图书零售市场64%的比例。

图 17: 2018年少儿类图书分渠道的码洋占有率



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图 18: 2018年网店渠道的码洋占有率

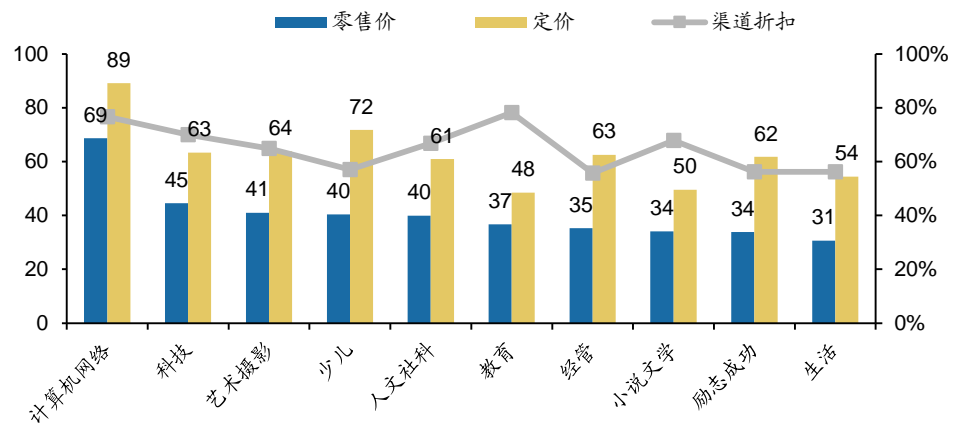


数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

童书在网店渠道的码洋占比显著高于整体零售市场, 主要是因为绘本和系列童书套装的定价偏高, 因此童书相对于其他品类具备更大的打折空间, 而消费者在线上进行选购时对零售价格和折扣的敏感度更高。

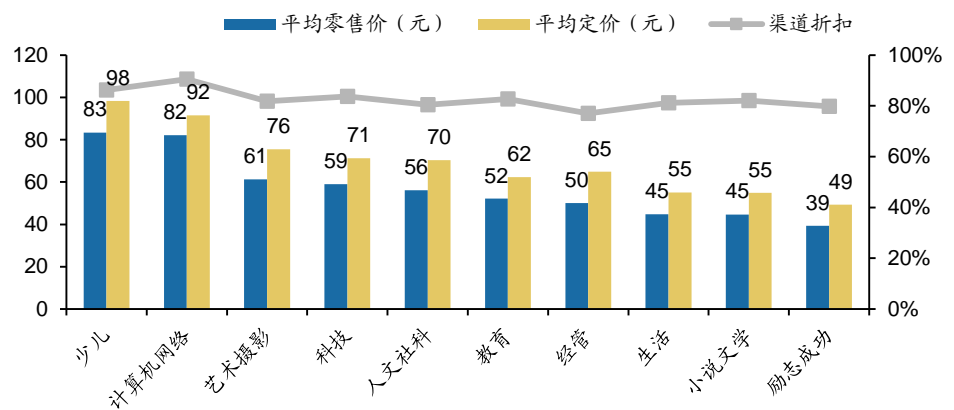
以京东网2019年8月图书畅销榜Top100的价格情况来说明, 少儿类图书的平均定价为72元, 仅次于计算机网络类图书、位于所有品类的第2位; 少儿类图书的平均售价为40元, 对应的渠道折扣为57%(该售价没有考虑满减、满赠、店铺优惠券等活动), 仅略高于经管、励志成功、生活类图书的56%。以当当网2019年8月图书畅销榜Top500的价格情况来看, 少儿类图书的平均定价为98元, 位列所有品类的第1位; 少儿类图书的平均售价为83元, 同时全场童书满100减50, 对应的渠道实际折扣预计在50%左右。

图 19: 2019年8月京东网图书畅销榜Top100分品类的价格情况 (单位: 元)



数据来源: 京东网, 广发证券发展研究中心

图 20: 2019年8月当当网图书畅销榜Top500分品类的价格情况 (单位: 元)

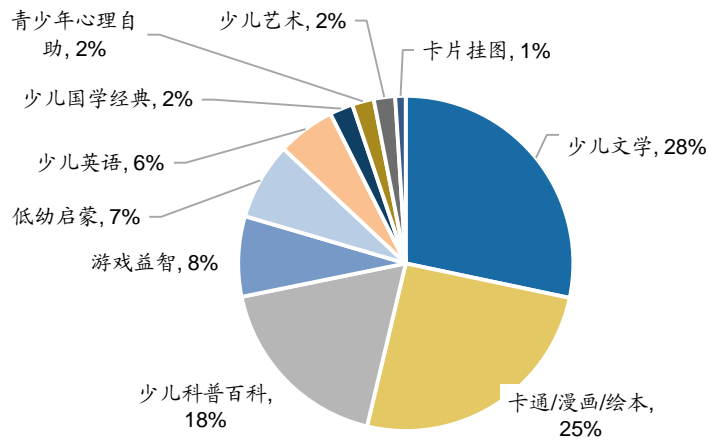


数据来源: 当当网, 广发证券发展研究中心

## (二) 细分品类的消费者画像: 文学重线下, 图画书重线上

少儿文学、卡通/漫画/绘本、少儿科普百科这3个细分品类占据了我国少儿图书零售市场70%以上的码洋份额。根据开卷信息的监测数据, 拆分2018年我国少儿图书零售市场的码洋结构, 其中少儿文学占比28%、卡通/漫画/绘本占比25%、少儿科普百科占比18%、游戏益智占比8%、低幼启蒙占比7%、少儿英语占比6%, 此外少儿国学经典、青少年心理自助、少儿艺术、卡片挂图各占比1%-2%。

图 21: 2018年中国少儿图书零售市场的码洋结构

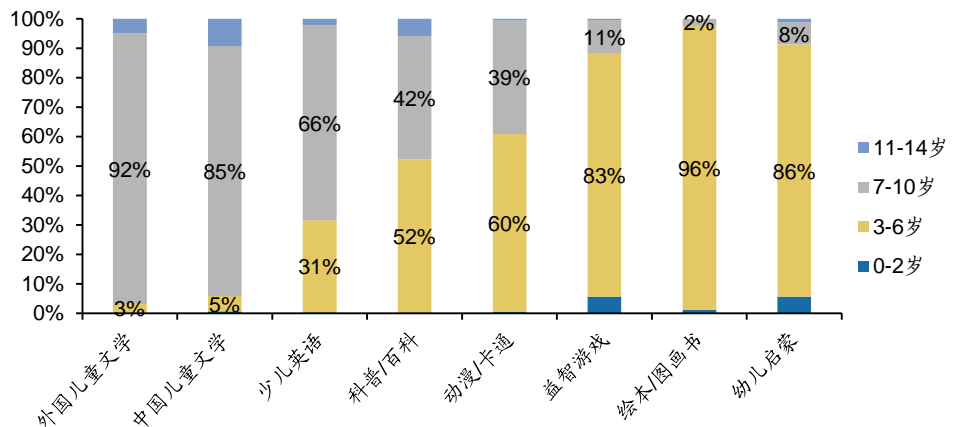


数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

童书阅读群体的特殊性在于, 少年儿童的阅读能力随着个体年龄的增长迅速加强, 因此不同年龄阶段的读者需求产生了明显分化。

我们采用2019年9月24日当当网童书细分品类的畅销榜数据(如图22所示), 分析细分品类童书对应的需求者画像。1) 少儿文学图书主要面向7-10岁儿童, 根据当当网的分类标准, 样本中92%的外国儿童文学图书和85%的中国儿童文学图书适合7-10岁儿童阅读; 2) 科普百科图书和动漫卡通图书对应的读者年龄跨度较大, 科普百科图书42%适合7-10岁儿童、52%适合3-6岁儿童, 动漫卡通图书39%适合7-10岁儿童、60%适合3-6岁儿童; 3) 绘本/图画书主要面向3-6岁儿童, 样本中96%的绘本/图画书适合3-6岁儿童阅读。

图 22: 当当网童书细分品类的畅销榜图书的适龄阅读结构 (2019.9.24)



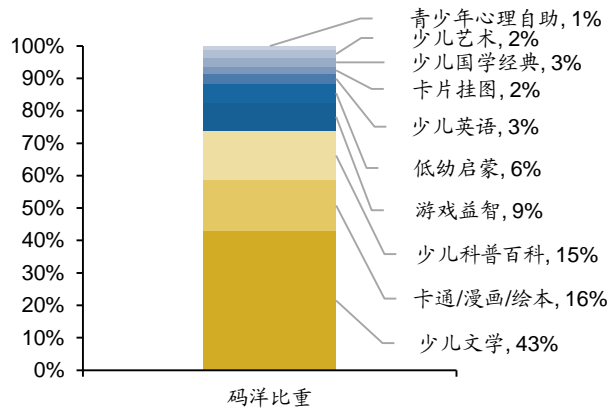
数据来源: 当当网, 广发证券发展研究中心

由于不同品类的童书主要面向的需求群体不同, 因此细分品类童书在线上/线下的销售情况存在差异。根据开卷信息的监测数据, 2018年实体店渠道的最大零售品类为少儿文学, 码洋占比为43%, 其次为卡通/漫画/绘本占比16%, 少儿科普百科占比15%; 网店渠道的最大零售品类为卡通/漫画/绘本, 码洋占比27%, 其次为少儿文学占比

26%，少儿科普百科占比19%。

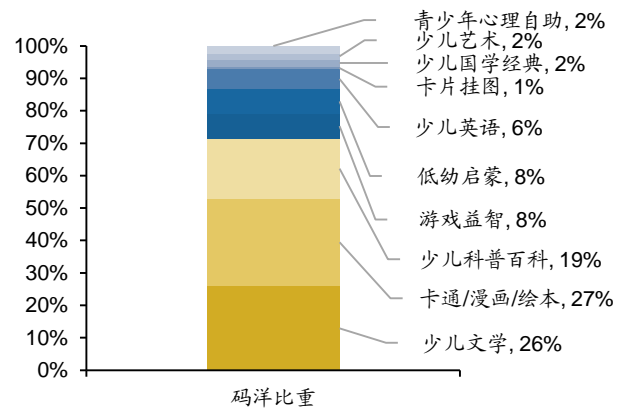
少儿文学图书在线下的销售表现更强，卡通/漫画/绘本在线上的销售表现更强，原因在于少儿文学图书主要面向7-10岁读者、即小学生，同时根据开卷信息的统计数据国内原创作家的码洋占比约为70%，因此少儿文学图书可以通过校园推广活动、签售会等线下渠道进行销售；而绘本主要面向3-6岁儿童，国内原创作家的码洋占比约为50%，因此相对更适合线上推广渠道。

图 23：2018年少儿图书实体店渠道的码洋结构



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

图 24：2018年少儿图书网店渠道的码洋结构



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

### （三）需求变化趋势：低龄化，系列化，教育导向

**1978年：以低幼读物为主，供需错位。**在改革开放初期，我国的少儿图书品种主要是连环画、童话、童诗等低幼读物。根据出版商务周报的报道，1986年全国少儿读物的出版数量同比下滑17.75%，其原因在于连环画供过于求、积压严重，当年全国新华书店的连环画库存高达2亿多元，约占存货总量的15%。

**1980-1999年：题材兴起，科普丛书畅销。**“文革”结束后，中青年作家们的创作热情涌现，少儿文学、低幼读物、科幻小说等多样化童书题材在这一阶段逐渐兴起。20世纪90年代，《中国少年儿童百科全书》、《十万个为什么》等科普丛书在全国范围内畅销。

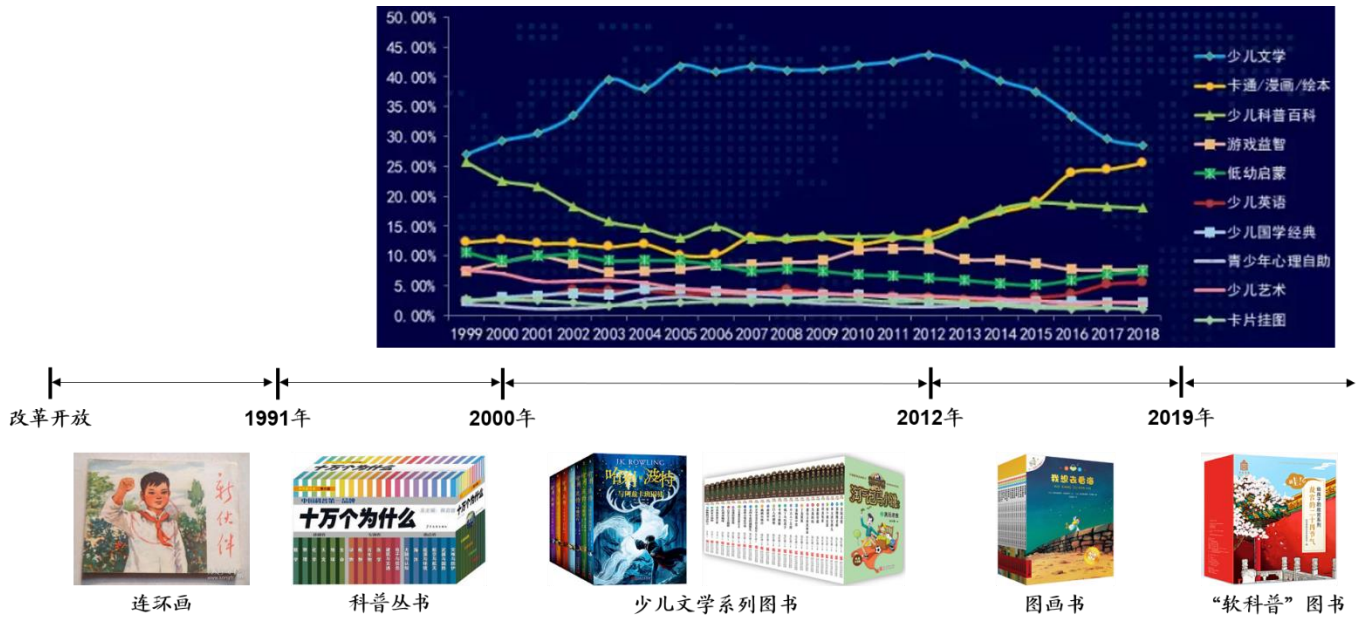
**2000-2012年：少儿文学拉动“黄金十年”。**根据开卷信息的统计数据，从2000年至2012年，我国少儿图书的零售市场规模以两位数的年均增速快速增长，其中少儿文学是最核心的增长驱动因素，少儿文学图书的码洋占比从2000年的约30%一路提升至2012年的约45%。

**2012-2018年：图画书的占比迅速提升。**图画书作为新的童书形态在2000年左右被引入国内，此后零售市场对图画书的认知经历了从质疑到认可再到推崇的演变。根据开卷信息的统计数据，2012年后卡通/漫画/绘本的码洋占有率迅速提升，从2012年的约15%增长至2018年的25.4%，仅略低于少儿文学图书的28.3%。

**2019年：“软科普”图书快速增长。**根据京东图书数据，2019年1-8月少儿科普/百科类图书的销售额同比增长37%，其中畅销图书大多是将专业知识与人文、艺术、文学、新技术等内容相结合的“软科普”图书，例如《大英儿童漫画百科》、《亲亲科学图书馆》等。



图 25: 我国少儿图书零售市场的品类演变历程



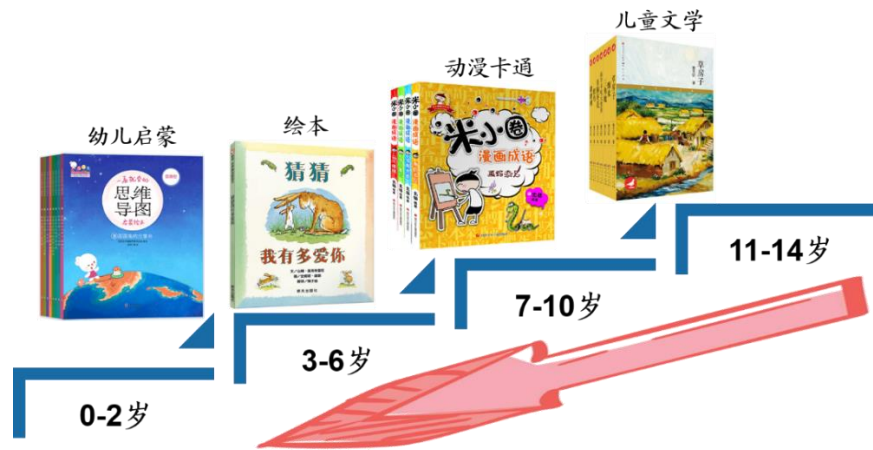
数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

我国少儿图书零售市场的品类演变历程可以总结出三个趋势: 1) 低龄化趋势; 2) 系列化趋势; 3) 教育导向趋势。

### 1、低龄化趋势: 从少儿文学到图画书到低幼启蒙

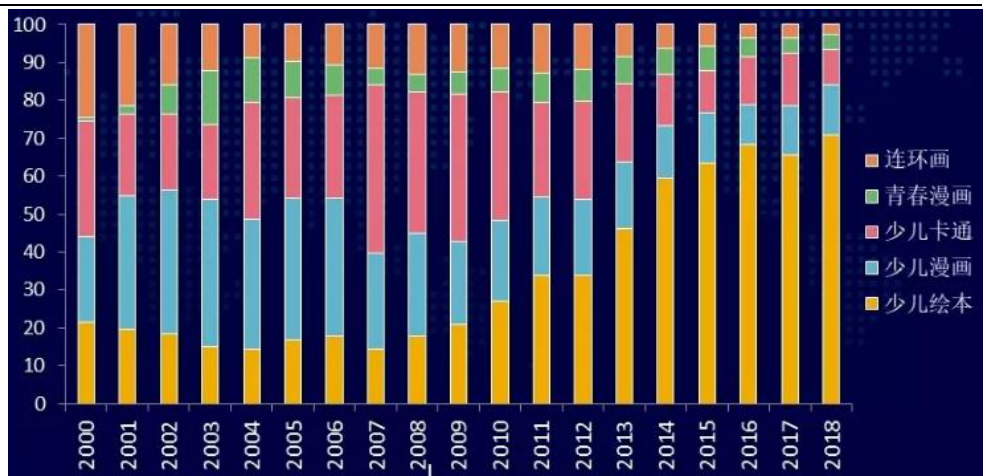
我国少儿图书的细分品类结构呈现出向低龄阶段下沉的趋势。根据开卷信息的监测数据, 2000年至2012年, 少儿文学(主要面向7-10岁群体)在整体少儿图书零售市场的码洋占比持续提升; 2012年至2018年, 卡通/漫画/绘本在整体少儿图书零售市场的码洋占比持续提升, 具体拆分卡通/漫画/绘本的码洋结构, 其中2003-2007年卡通漫画(主要面向3-10岁群体)的码洋占比保持增长、2008-2016年绘本(主要面向3-6岁群体)的码洋占比保持增长; 2016年至2018年, 低幼启蒙在整体少儿图书零售市场的码洋占比持续提升, 低幼启蒙主要面向3-6岁群体, 根据当当网的分类标准也有约10%的低幼启蒙图书适合0-2岁幼儿。

图 26: 少儿图书细分品类结构的低龄化趋势



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 27: 2000-2018年卡通/漫画/绘本的码洋结构变化



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

## 2、系列化趋势: 系列图书占据头部市场

“系列化”激活少儿文学市场。在二十世纪80年代, 我国的少儿文学作品大多是单本小说; 新世纪以来, 系列图书模式带动少儿文学市场迅速增长, 一方面海外引进的“哈利·波特”系列、“鸡皮疙瘩”系列等书系大量登陆童书畅销榜, 另一方面出版社纷纷推出“淘气包马小跳”等国内原创系列小说。

系列图书占据少儿图书的头部市场。2019年1-7月, 总册数超过5本的系列图书占据开卷零售渠道月度少儿类畅销榜40%的份额, 同期虚构类的榜单份额为2.9%、非虚构类的榜单份额为0%; 2018年, 以套装形式售卖的系列图书占据京东网少儿图书畅销榜51%的份额, 同期图书畅销总榜的份额为19%。系列模式在少儿类图书头部市场的占有率较高, 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相互间的销量正反馈; 其二是因为少年儿童相对于成年人仍处于对品牌的认知初期, 因此更容易对图书IP形成忠诚度。

表 2: 2010-2019年系列图书占据开卷零售渠道月度畅销榜的份额

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%

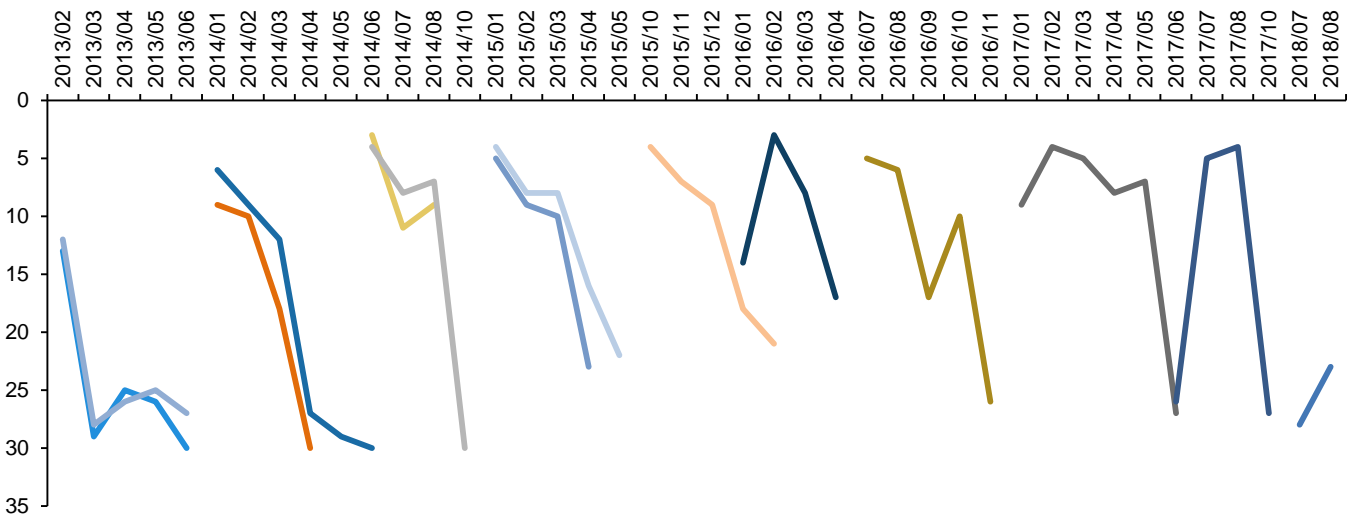
数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

备注：该表中的“系列图书”是指总册数超过5本的图书系列。

系列图书模式对于出版社的优势在于：第一，系列图书存在规模效应；第二，系列图书相对频繁的出版周期使得出版社与作者的利益更为紧密地绑定在一起。

系列图书的规模效应体现在其“粉丝经济”特征的销量表现上，如图28所示：1) 系列图书在前期积累读者和口碑，因此后续新作的引入期较短，销量排名呈现出陡峭上升而后迅速下滑的趋势；2) 新书上市会带动该系列其他作品的销量，因此当系列图书的出版频率足够快时，畅销系列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 28: 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

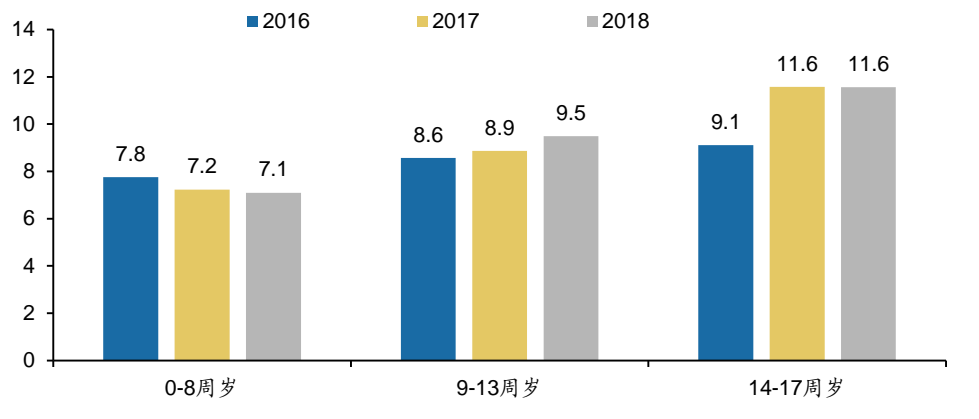
### 3、教育导向趋势：强化名著阅读和科普教育

我国少儿图书细分品类的第三个变化趋势在于迎合升学体制的导向。

中小学阶段——名著阅读量提升。2017年秋季全国范围内统一推行的部编版语文教

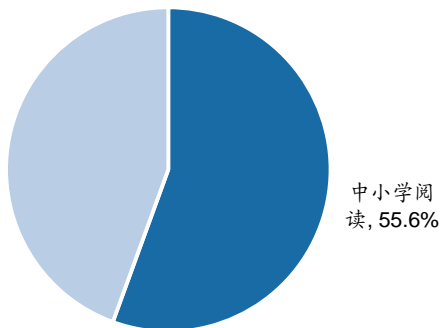
材强调培养阅读能力，与此同时中高考语文的考试要求向提高阅读速度和阅读量的趋势发展，在升学体制改革的推动下，我国中小学生的阅读量于2017年开始明显提升。根据全国国民阅读调查数据，2018年我国9-13岁少年儿童的人均图书阅读量为9.49本/人/年，比2017年增加了0.6本、比2016年增加了0.9本。由于当当网和京东网都将学校推荐的阅读材料归类至“中小学教辅”，当当网中小学教辅畅销榜中“中小学阅读”图书的占比从2015年的36.2%提升至2018年的55.6%。

图 29：2016-2018年我国未成年人的人均图书阅读量（单位：本/人/年）



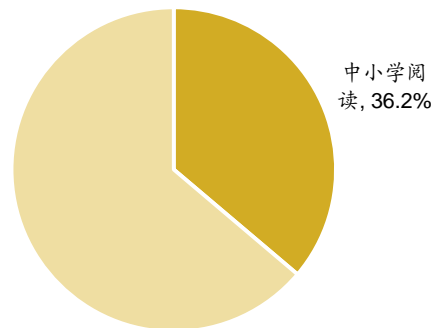
数据来源：中国新闻出版研究院，广发证券发展研究中心

图 30：2018年当当网“中小学教辅”畅销榜的结构



数据来源：当当网，广发证券发展研究中心

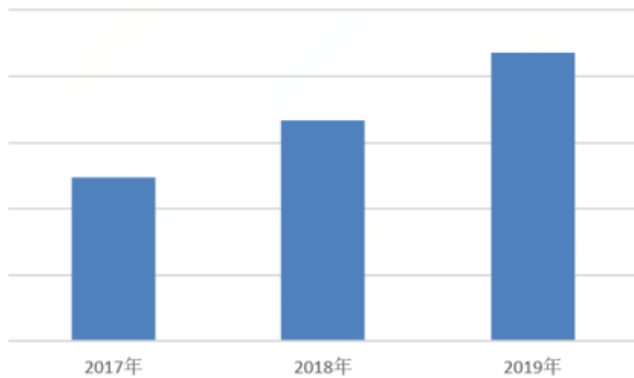
图 31：2015年当当网“中小学教辅”畅销榜的结构



数据来源：当当网，广发证券发展研究中心

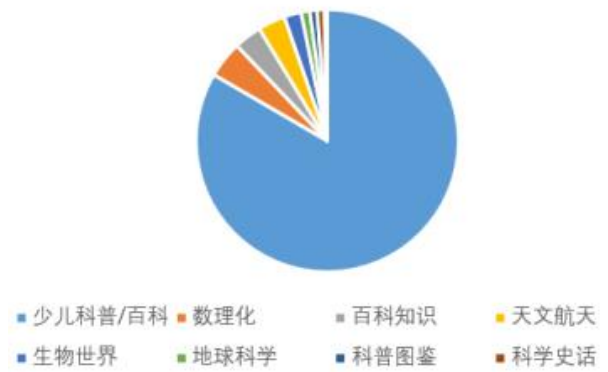
**3-10岁——强化科普教育。**根据京东图书的统计数据，2019年1-8月京东科普图书的销售额同比增长超过30%、用户同比增长超过20%；其中，少儿科普/百科类图书的占比在80%以上，销售额同比增长37%，连续两年以接近40%的增速快速发展。

图 32: 2017年至2019年1-8月京东科普图书的销售总额



数据来源: 京东图书, 出版人杂志, 广发证券发展研究中心

图 33: 2019年1-8月京东科普图书的销售总额结构

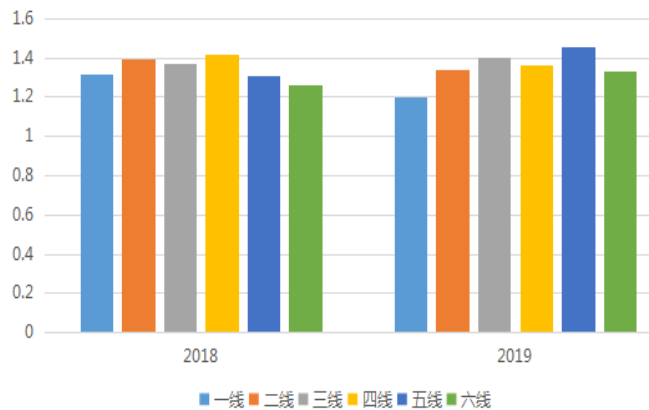


数据来源: 京东图书, 出版人杂志, 广发证券发展研究中心

科普图书消费者画像的特征是学历偏高, 根据京东图书的统计数据, 大学学历的占比高于全站平均比例的10%, 研究生学历的占比是全站平均比例的6倍。

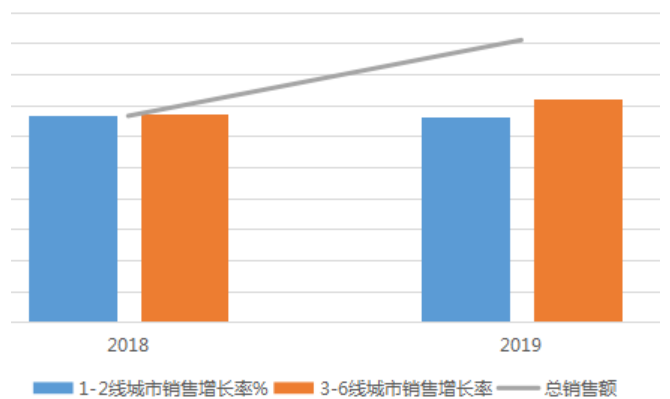
受益于京东物流在低线城市的持续布局, 少儿科普读物的下沉市场被激活, 2019年前8个月少儿科普/百科类图书在3-6线城市的销售增速已经超越1-2线城市。

图 34: 科普图书销量的同比增长率 (单位: 倍)



数据来源: 京东图书, 出版人杂志, 广发证券发展研究中心

图 35: 少儿科普/百科类图书的销售情况



数据来源: 京东图书, 出版人杂志, 广发证券发展研究中心

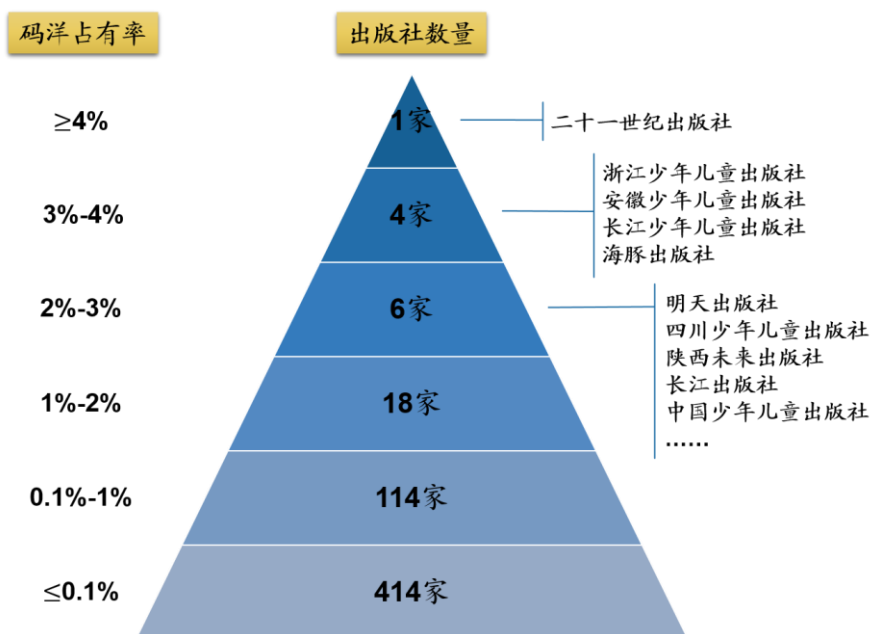
### 三、市场竞争格局趋于扁平化，竞争壁垒在于系列书、海外版权和码洋规模

#### (一) 市场竞争格局趋于扁平化

我国少儿图书零售市场的参与者众多，竞争格局分散。根据开卷信息和国家新闻出版总署的统计数据，2018年全国共有557家出版社涉及少儿出版，比去年增加了1家，覆盖所有出版社总数的95%。

行业集中度较低，2018年的CR3不足13%、CR8不足36%，其中二十一世纪出版社的码洋占有率在4%-5%区间内，浙江少年儿童出版社、安徽少年儿童出版社、长江少年儿童出版社、海豚出版社的码洋占有率在3%-4%区间内。

图 36：2018年少儿图书零售市场的竞争格局

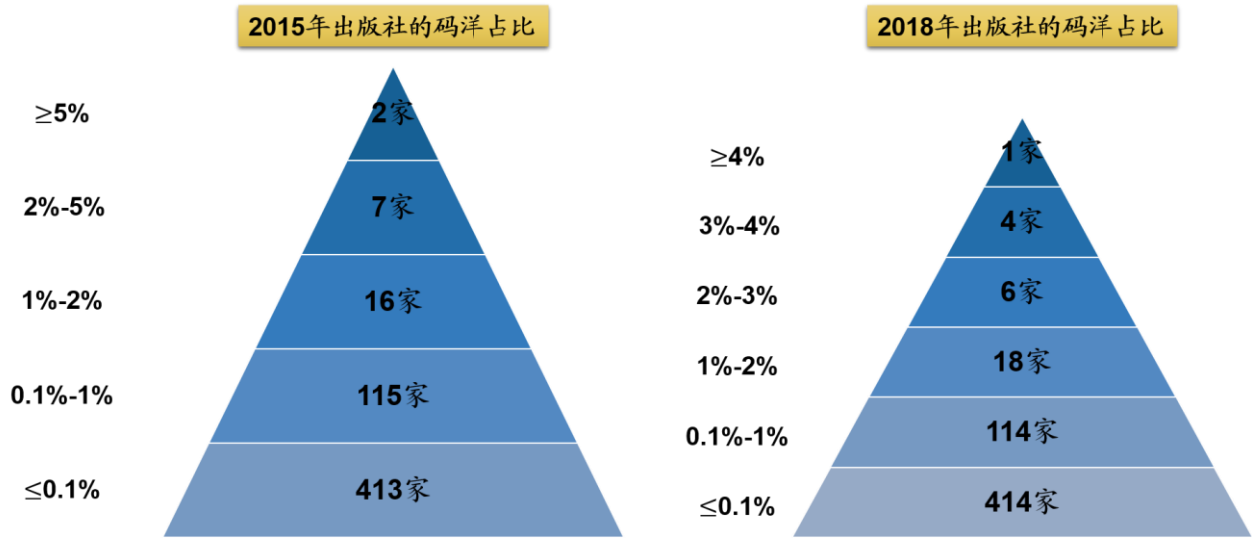


数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

**市场竞争格局向扁平化发展。**根据开卷信息的监测数据：1) 头部出版社的码洋占有率降低，2015年有2家出版社的市占率超过5%，而2018年没有出版社的市占率超过5%、仅有1家出版社的市占率超过4%；2) 颈部出版社的数量增多，市占率在2%-5%区间内的出版社由2015年的7家增加至2018年的11家，市占率在1%-2%区间内的出版社由2015年的16家增加至2018年的18家。

我们在后面部分通过对产业链和出版社竞争力的分析来解释这种演变的成因。

图 37: 2015-2018年少儿图书零售市场的竞争格局向扁平化发展

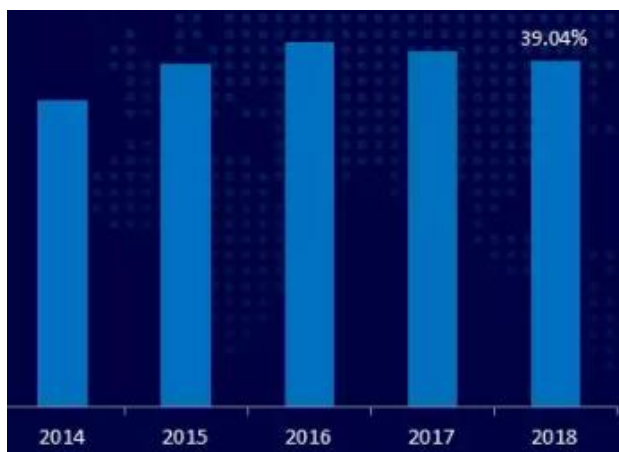


数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

### (二) 内容创作环节相对薄弱, 引进图书占据半壁江山

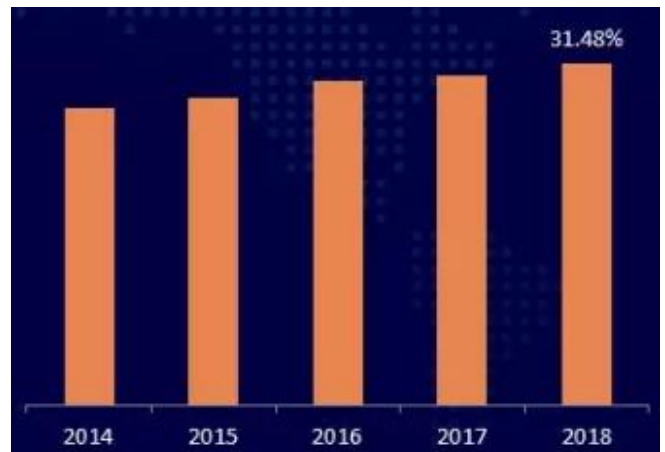
目前, 我国少儿图书产业链的薄弱环节在于内容创作部分。根据开卷信息的监测数据, 引进版权图书占整体图书零售市场的码洋份额在20%左右, 但在少儿图书零售市场, 2018年引进版权图书的码洋占比为39.04%、品种占比为31.48%, 接近4成的海外图书份额说明了国内原创内容的不足。

图 38: 2014-2018年少儿图书零售市场中引进版权的码洋占比



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

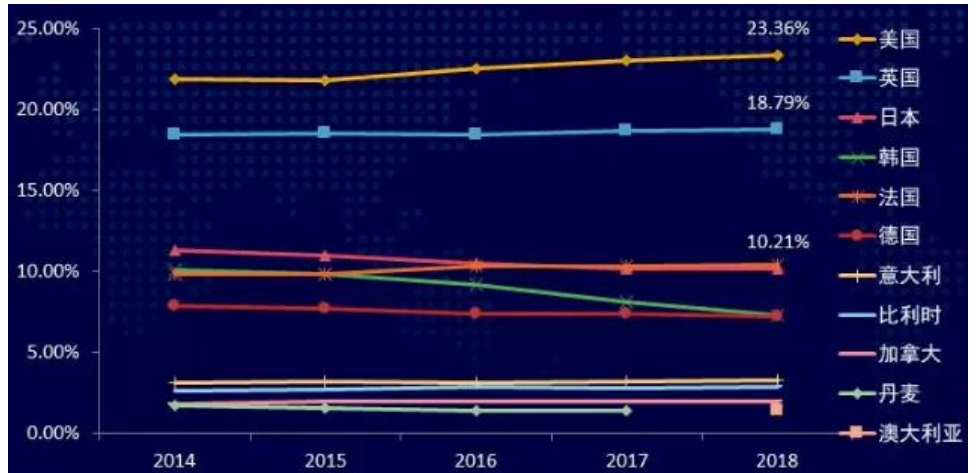
图 39: 2014-2018年少儿图书零售市场中引进版权的品种占比



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

从引进版权的国别分布来看, 根据开卷信息的监测数据, 2018年约有23%来自美国、约有19%来自英国、约有10%分别来自日本和韩国。

图 40: 2014-2018年引进少儿图书分国家的码洋结构

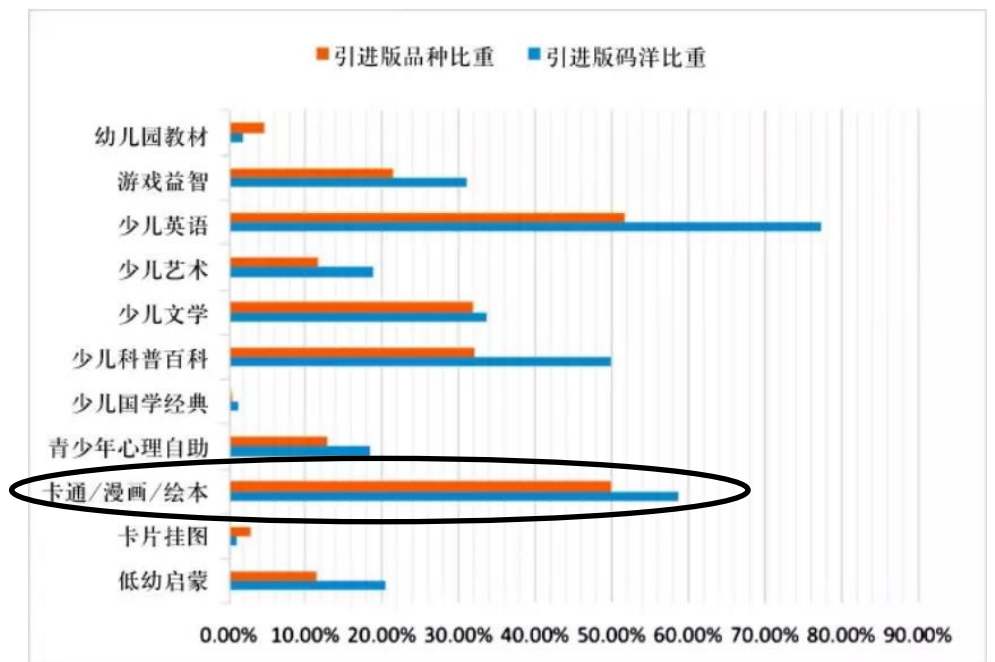


数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

在少儿图书的细分品类维度, 图画书的引进版权占比仅次于少儿英语类图书, 位于所有品类的第2位。根据当当网2017年的统计数据, 图画书的引进码洋占比高达90%, 引进品种占比高达75%; 根据开卷信息2016年的统计数据, 图画书的引进码洋占比接近60%、引进品种占比约为50%。这对应体现了我国图画书创作机制的不够成熟。

在读者群体的年龄维度, 根据当当网2017年的统计数据, 3~6岁童书的引进占比高达85%, 这对应体现了我国低幼教育理念环境的不够成熟。

图 41: 2016年少儿细分品类图书的引进版权占比



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

以图画书为例, 国内作家对图画书的认知处于早期发展阶段。19世纪后半叶, 现代意义上的图画书在欧美诞生; 20世纪50年代, 在亚洲范围内图画书首先从日本开始起步; 而在中国大陆, 图画书仅有十几年的发展历史, 绝大部分国内作家在儿童时

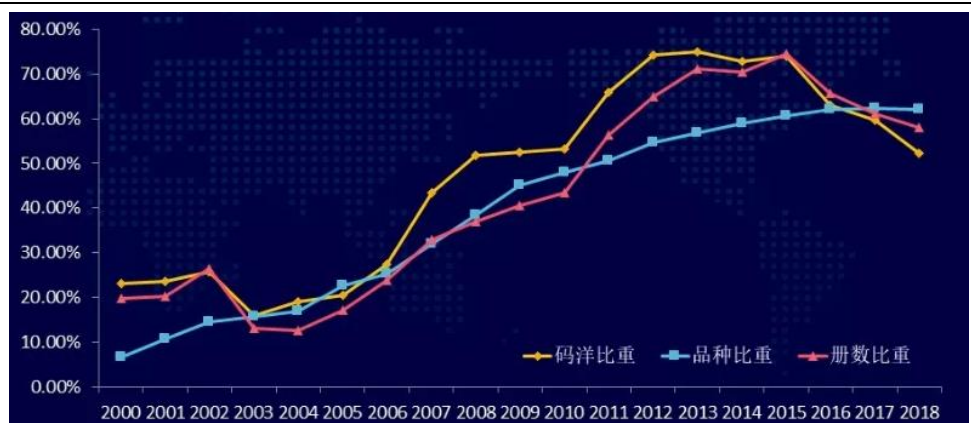


期并没有接触过图画书，因此在创作时难以将自身代入图画书的阅读情景。

另一方面，国内图画书的创作机制不够成熟。在海外成熟的童书产业链上，一本图画书一般需要一位文字故事创作者和一位插画绘制者进行共同创作，而出版社的编辑从中协调沟通两方，同时负责把握市场风向、书本装帧、材料质感、营销方案等环节。但在国内的图画书产业链上，很多时候呈现出文字创作者和图画绘制者的一方甚至两方脱节的情况。例如有些出版社根据现有的少儿文学作品内容，直接寻找绘图师对应配上插画；有些出版社先搭建好图画书的内容框架，再寻找文字创作者和图画绘制者按照指定的要求创作文字和插画。在这两种案例中，文字创作者和图画绘制者的工作性质类似于“外包”，没有版税收入、甚至没有署名，因此内容创作者的创作热情难以被激发，国内原创图画书缺少头部作品。

低幼教育理念的不够普及和图画书创作机制的不够成熟，这两个痛点随着时间推移逐渐缩小与海外成熟产业链的差距。根据开卷信息的监测数据，2015-2018年虽然引进绘本的品种占比持续提升，但国内原创绘本的码洋占比和册数占比开始触底反弹。国内出版社出品的畅销图画书的选题逐渐丰富，之前大多为经典文学作品的改编绘本，现在国内出版社联合文字创作者和图画绘制者尝试创作科普、幼儿启蒙等多个类别的原创内容，出品了《这就是二十四节气》等优质国内原创图画书。

图 42：2000-2018年我国绘本零售市场中引进版权的占比情况



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

### （三）竞争力指标：系列书，海外版权，码洋规模

图书公司的规模效应主要体现在以下4个方面：

1) 海外版权的选购。国内出版社选购海外图书的流程是：第一步通过国际书展、海外畅销榜等途径选取合适的海外版权，第二步与版权公司签订相关合同，第三步将海外图书重新翻译、排版设计以适应国内读者的需求。其中，海外图书的挑选体系搭建具备规模效应，海外版权公司选取跨国合作对象时会考虑图书公司的品牌认知度和海外图书运作经验，此外海外版权公司的运营模式非常成熟，在一般情况下续约时不会根据图书的实际销售情况大幅调整版税比例。因此，海外版权运作经验丰富的图书公司具有规模优势。

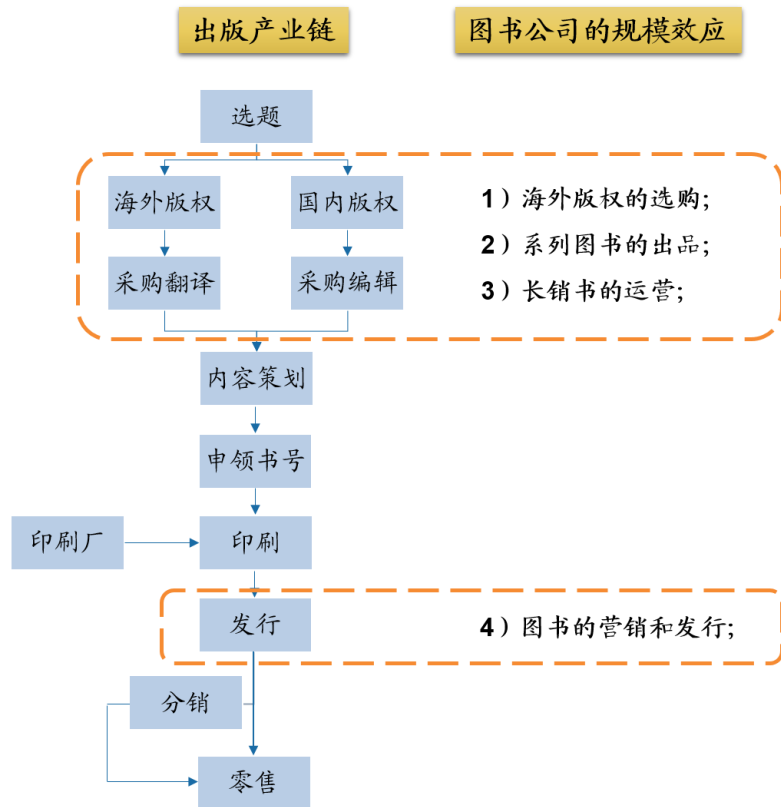
2) 系列图书的出品。一方面，系列图书相互间存在销量的正反馈，以图书品牌的整体形象沉淀读者群体并建立品牌忠诚度。另一方面，系列图书较高的出版频率和较长的生命周期使得图书公司和作者的利益更为紧密地绑定在一起。因此，系列图书

资源丰富的图书公司具有规模优势。

**3) 长销书的运营。**长销书持续贡献销量，目前已占据少儿图书畅销榜的大半份额。以开卷零售渠道少儿类畅销榜Top10为例，2016年至2019年7月上榜次数累计在10次及以上（包括再版版本）的“长销书”的榜单份额保持在60%左右。由于作者改签出版社存在转换成本，因此长销书资源丰富的图书公司具有规模优势。

**4) 产业链的营销和发行环节具备规模效应。**

图 43: 图书出版产业链和图书公司的规模效应

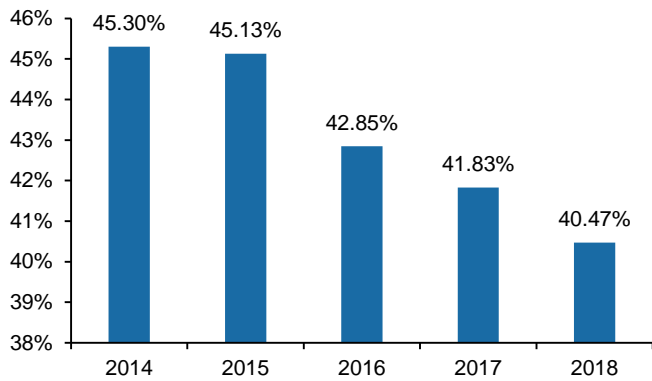


数据来源：广发证券发展研究中心

现在我们可以回答第一部分提出的问题——为什么我国少儿图书市场竞争格局向扁平化发展。由于我国出版专业化体制的历史遗留因素，少儿图书零售市场的头部玩家均为专业少儿社。但是综合出版社比专业少儿社在码洋规模方面占据优势，同时少儿图书零售行业在过去十几年内处于高速增长阶段，趁此天时地利，具备丰富海外图书运作经验、营销和发行渠道完备的出版社得以介入图画书、少儿科普、低幼启蒙等细分品类的新增市场空间。

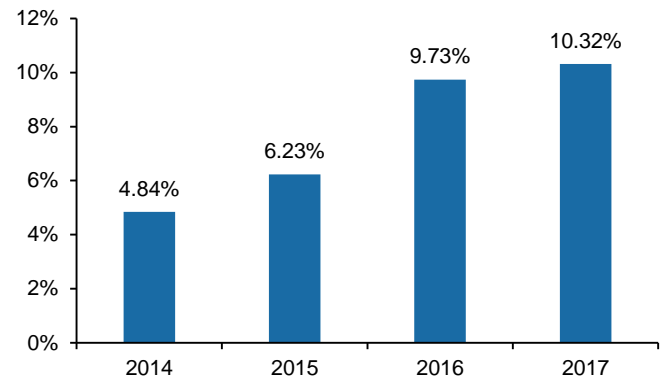
根据开卷信息的监测数据，专业少儿社在我国少儿图书零售市场的码洋份额从2014年的45.30%下滑至2018年的40.47%；与此同时，整体图书行业的Top10出版社的少儿图书贡献率从4.84%上升至2017年的10.32%。

图 44: 专业少儿社在少儿图书零售市场的码洋份额



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图 45: 行业Top10出版社的少儿图书贡献率



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

根据少儿图书公司4个方面的规模效应, 建立少儿图书公司的核心竞争力评价指标:

1) 系列图书资源; 2) 海外版权资源; 3) 码洋规模。

### 1、上市公司的码洋规模与少儿图书业务

在A股的出版类上市公司中, 中文传媒、长江传媒、新华文轩、中国出版、中信出版这5家上市公司兼具头部的少儿出版社和行业领先的图书出版发行规模。

表 3: 2018年上市公司的主要少儿出版品牌和码洋规模

上市公司	少儿业务的主要出版社/品牌	少儿市场的码洋占有率	一般图书码洋(亿元)
中文传媒	二十一世纪出版社	4%-5%	32(出版)/25(发行)
长江传媒	长江少儿出版社、长江出版社	3%-4%、2%-3%	31(出版)/10(发行)
时代出版	安徽少年儿童出版社	3%-4%	16(出版)/6(发行)
山东出版	明天出版社	3%-4%	11(出版)/15(发行)
新华文轩	四川少年儿童出版社	2%-3%	22(出版)/36(发行)
中国出版	人民文学出版社、中国大百科全书出版社	1%-2%、1%-2%	64(出版)/2(发行)
中信出版	中信出版社	1%-2%	24
城市传媒	青岛出版社	1%-2%	9(出版)/15(发行)
凤凰传媒	江苏凤凰少年儿童出版社	<1%	34(出版)/29(发行)
中南传媒	湖南少年儿童出版社	<1%	12(出版)/29(发行)
南方传媒	广东新世纪出版社	<1%	9(出版)/10(发行)
中原传媒	海燕出版社	<1%	-
出版传媒	辽宁少年儿童出版社	<1%	9(出版)/8(发行)
新经典	爱心树品牌	1%左右	16

数据来源: wind, 开卷信息, 广发证券发展研究中心

### 2、畅销的系列图书资源

2018年累计有17种系列图书进入开卷信息、京东网、当当网少儿类畅销榜的Top30。其中, 上市公司出品的系列图书共有4种, 分别是“少年读史记”系列、“米小圈”系列、“不一样的卡梅拉”系列和“0-3岁行为习惯教养绘本”, 对应的出品公司一

一城市传媒、新华文轩、中文传媒、长江传媒在畅销系列图书方面的资源相对丰富；而其中归属于国内原创版权的仅有“米小圈”系列和“少年读史记”系列，对应的出品公司——城市传媒、新华文轩具备系列图书的成功运作经验。

表 4: 2018年少儿类畅销榜的系列图书情况

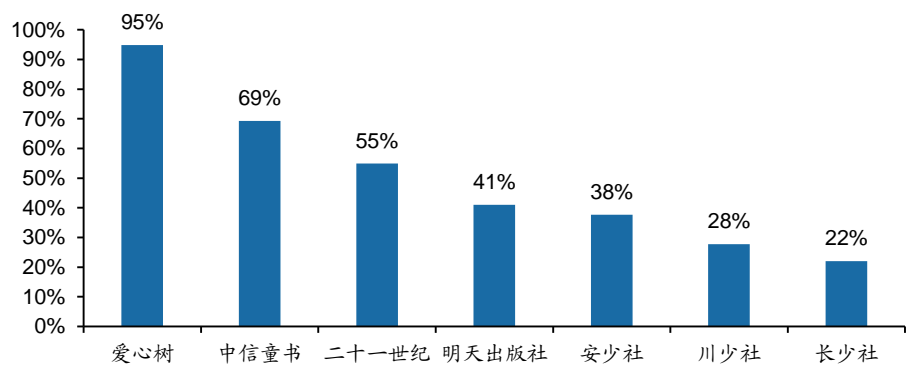
书名	出品方	版权	类型
这就是二十四节气	海豚出版社	中国	绘本/图画书
幼儿睡前故事绘本	文化发展出版社	中国	幼儿启蒙
“写给儿童的中国 XX” 系列	步印童书	中国	儿童文学
小熊和最好的爸爸	贵州人民出版社	海外	绘本/图画书
斯凯瑞金色童书	贵州人民出版社	海外	益智游戏
数学帮帮忙	新蕾出版社	海外	幼儿启蒙
“神奇校车” 系列	贵州人民出版社	海外	科普/百科
少年读史记	青岛出版社	中国	儿童文学
AR 涂色乐园	企鹅萌萌	中国	幼儿启蒙
魔法拼音国	浙江少年儿童出版社	中国	幼儿启蒙
“米小圈” 系列	四川少年儿童出版社	中国	儿童文学
环球国家地理百科全书	日知图书	中国	科普/百科
宫西达也恐龙系列	蒲蒲兰绘本馆	海外	绘本/图画书
“不一样的卡梅拉” 系列	二十一世纪出版社	海外	绘本/图画书
我的第一套启蒙认知贴纸书	邦臣小红花	中国	幼儿启蒙
AR 立体贴纸书	企鹅萌萌	中国	幼儿启蒙
0-3 岁行为习惯教养绘本	长江少年儿童出版社	海外	幼儿启蒙

数据来源：京东网，当当网，开卷信息，广发证券发展研究中心

### 3、海外图书资源

从出版社运营海外版权图书的能力来看，根据2019年9月22日-26日的京东网自营旗舰店的在销数据：爱心树有924种海外版权图书在销、占销售总数的95%，中信童书有510种海外版权图书在销、占销售总数的69%，二十一世纪出版社有1688种海外版权图书在销、占销售总数的55%。

图 46: 京东网自营旗舰店的在销海外图书占比



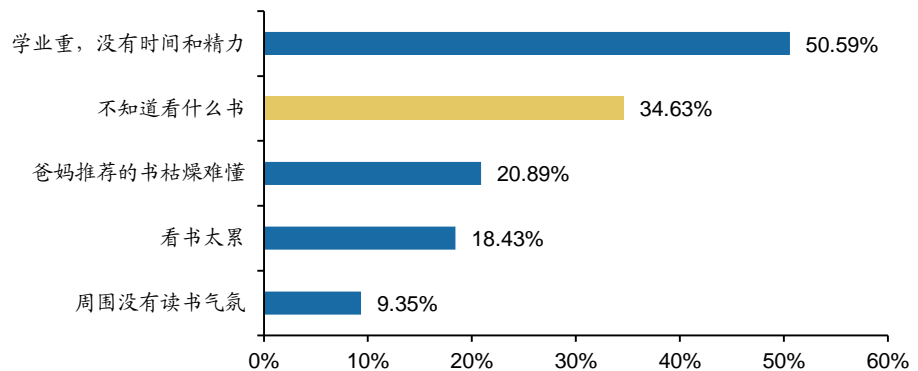
数据来源：京东网，广发证券发展研究中心

## 四、行业延伸空间探讨：分级阅读，版权运营

### （一）选书难成行业痛点，中国分级阅读体系尚远

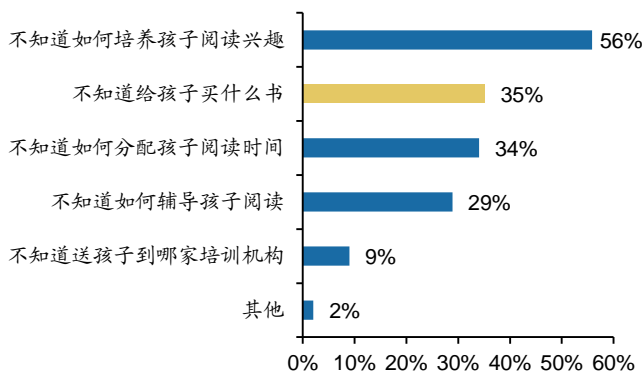
在现阶段，我国少儿阅读行业持续发展的一大痛点在于缺乏分级阅读体系。根据中国少年儿童新闻出版社2017年的调研结果：1) 35%的少儿读者觉得“不知道看什么书”，在阻碍其阅读的影响因素中排名第2；2) 35%的家长觉得“不知道给孩子买什么书”，在阅读教育遇到的挑战中排名第2；3) 47%的教师觉得“阅读书目多，学生差异大，不知道如何选书”，在阅读教育遇到的挑战中排名第1，同时36%的教师反映“阅读教育效果不易评估，教育动力不足”，这也说明了我国的中小学阅读教育亟需分级阅读体系。

图 47：阻碍你阅读的原因是什么？（多选）



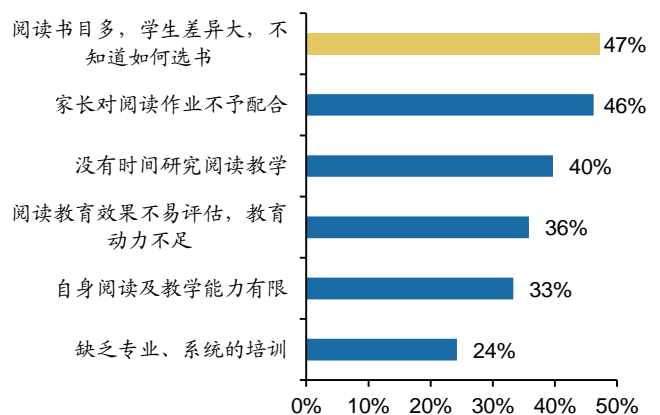
数据来源：中国少年儿童新闻出版总社，广发证券发展研究中心

图 48：您作为家长在阅读教育上遇到了哪些挑战？（多选）



数据来源：中国少年儿童新闻出版社，广发证券发展研究中心

图 49：您作为教师在阅读教育中遇到的挑战和困扰是什么？（多选）



数据来源：中国少年儿童新闻出版社，广发证券发展研究中心

美国的分级阅读体系主要分为三个部分。

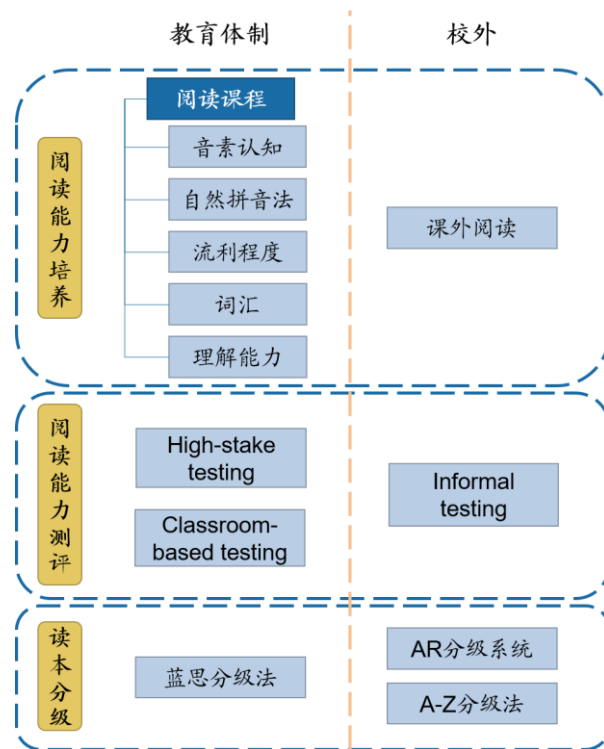
1) **阅读能力培训**。在中小学教育阶段，美国教育体制重视培养学生的阅读能力，分级阅读课程的教学内容主要包括音素认知、自然拼音法、流利程度、词汇和理解能

力五个方面的内容。

**2) 阅读能力测评。**根据《美国分级阅读教育体系探究》一文介绍，美国采用阅读能力测评体系来评定儿童对五种阅读能力的掌握情况，同时衡量学校阅读教育的效果。在教学体制内，测评方式主要包括high-stake testing（洲年度统考）、classroom-based testing（教师一对一跟踪测试）2种形式；此外，还可以通过informal testing进行灵活测评。比较权威的阅读能力测评系统具体包括DRA 2、QRI V、Rigby PM Benchmark等。

**3) 图书分级。**根据读懂图书需要的认知水平、词汇水平、文章难度和长度、文章体裁和题材等因素，将图书分级至不同的阅读能力区间。比较通行的图书分级方式具体包括美国国家儿童健康与发展中心制定的蓝思分级法（Lexile）、Fountas和Pinnell开发的A-Z分级法、在线教育公司开发的AR分级系统等。不同的图书分级方式各有侧重、标准各异，家长可以根据转换表进行简单换算。

图 50: 美国的分级阅读体系



数据来源：《美国分级阅读教育体系探究》，广发证券发展研究中心

在过去的十年内，教育机构、出版公司、图书销售平台都陆续尝试搭建我国的分级阅读体系，但是到目前为止成果寥寥。国内尚没有被大家广泛认可的权威阅读能力测评系统，主流销售平台对少儿图书的分级仍处于非常粗糙的阶段，当当网和京东网都仅根据读者的年龄将图书划分为0-2岁、3-6岁、7-10岁、11-14岁四个级别，而美国主流的A-Z分级法根据读者的5维阅读能力将图书划分成27个级别。

我国距离成熟的分级阅读体系尚且存在不短的距离，难点其一在于中文的语义难度不能通过文本难度简单识别；其二从海外经验来看，权威化、普及化的分级阅读体系需要与教育体制相结合。

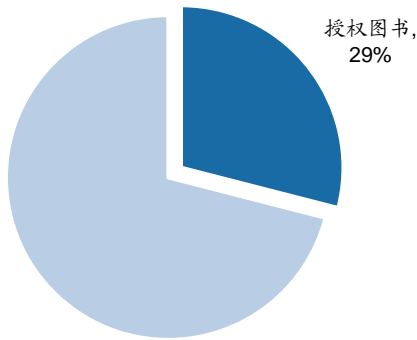
## （二）图书公司的版权运营版图偏小，打造 IP 尚需时间沉淀

第二个图书产业链的延伸方向是版权运营。

根据NPD的监测数据，2017年授权图书（包括授权给其他内容产出方的图书以及获取其他内容产出方授权的图书）占据美国整体图书市场13%的份额，而在美国少儿图书市场中，授权图书的销售量达到6420万册、约占29%的市场份额。

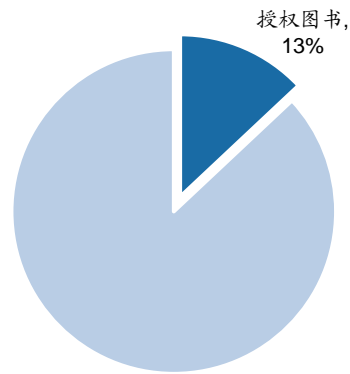
与美国相对，我国少儿图书公司的版权运营版图偏小。即使我们将统计样本缩小至头部畅销书（一般来说头部图书的版权更可能被出售），2018年授权图书仅占据京东网少儿类畅销榜10%的市场份额，而同期授权图书占据了京东网整体畅销榜21%的份额。

图 51: 2017年授权图书占美国少儿图书市场的比例



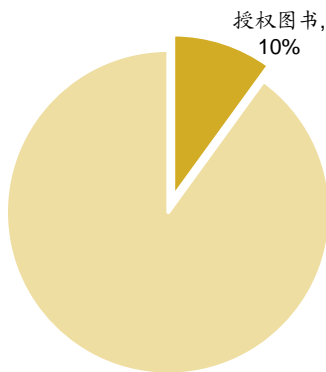
数据来源: NPD, 广发证券发展研究中心

图 52: 2017年授权图书占美国整体图书市场的比例



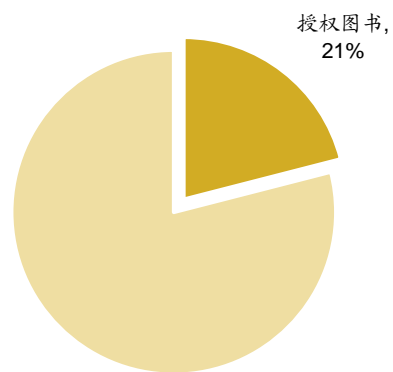
数据来源: NPD, 广发证券发展研究中心

图 53: 2018年授权图书占京东少儿类畅销榜的比例



数据来源: 京东网, 广发证券发展研究中心

图 54: 2018年授权图书占京东整体畅销榜的比例



数据来源: 京东网, 广发证券发展研究中心

在现阶段，我国少儿图书公司的版权运营范围偏小，其一是因为国内的优质原创版权较少，根据开卷信息的监测数据，我国少儿图书零售市场近40%的码洋份额属于海外图书；其二是因为我国少儿图书的发展历程较短，2000年少儿图书在全国图书零售市场的码洋份额尚不到10%。预计随着国内少儿图书行业的持续成熟，图书公

公司将孵化出更多具备大量粉丝基础的原创版权，通过版权运营将市场空间向影视剧、游戏、音频等产业链延伸。

图 55: 图书产业链的版权运营延伸方向



数据来源：广发证券发展研究中心



## 五、投资建议

少儿图书公司的竞争壁垒在于系列图书和海外图书资源、码洋规模。

从码洋规模来看，中文传媒、长江传媒、新华文轩、中国出版、中信出版这5家公司兼具头部少儿出版社和行业领先的图书出版发行规模。从系列图书资源来看，城市传媒、新华文轩成功出品了原创的系列畅销图书。从海外版权资源来看，新经典、中信出版、中文传媒具备丰富的海外图书运作经验。

建议关注中信出版（海外版权采购能力出众，少儿业务快速增长）、新经典（长销书和海外作家资源丰富）、新华文轩（成功打造超级畅销图书“米小圈”系列）。

## 可比上市公司估值对比

表 5: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	单位	市值/亿元	EPS (元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
新闻集团	NWS.O	美元	13.86	81.74	0.08	0.40	0.48	173.25	34.65
学乐集团	SCHL.O	美元	37.47	13.01	1.08	1.11	1.31	34.69	33.76
培生集团	PSON.L	美元	9.04	57.43	0.94	0.71	0.75	9.63	12.80

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自Bloomberg, 市值为截止至2019年9月27日行情。

### 风险提示

- 1) 网店渠道折扣加剧;
- 2) 实体书店销售下滑;
- 3) 行业竞争加剧;
- 4) 国内内容创新能力不足;
- 5) 畅销书销量不及预期。

## 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

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。