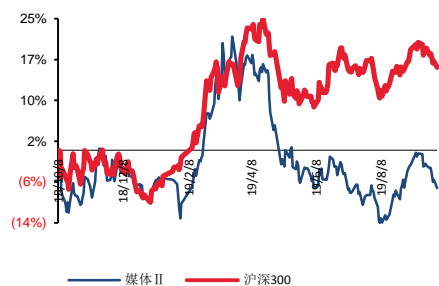


可选消费 媒体 II

出版行业深度报告：守正出奇，防御首选

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

证券分析师：倪爽

电话：010-88321715

E-MAIL: nishuang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030005

证券分析师：李婉云

电话：021-61376587

E-MAIL: liwy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080003

报告摘要

出版产业链成熟、格局稳定，行业规模稳步增长。

我国出版产业链成熟、分工明确，包括选题、策划、出版、印刷及发行。行业格局稳定，以国有企业为主、民营企业为辅。行业政策壁垒较高，国有企业拥有较宽的护城河。近年来，业内上市公司平均营收规模及净利润规模均保持稳步增长，平均分红率逐年提升（由2014年的28%增至2018年的36.7%），平均货币资金充裕且稳步增加（由2014年的22亿增至2018年的33亿）。

教材教辅行业规模稳定增长，各省人口增长前景分化，精选个股。

教材教辅已成为出版行业的基石板块，规模稳定增长，政策不断完善。通过对上市出版公司业绩进行分析，本版教材平均毛利率（33%）高于租型教材（22%）；教材的“微利经营”原则使利润增长与学龄人口数量呈现较高相关性。因此，从自编比、学龄人口增长及政府对教育重视度三个方面综合考虑，我们认为，教材教辅业务预期表现较好的公司有凤凰传媒、南方传媒及山东出版。

一般图书行业头部效应愈加显著，经典恒强。

一般图书行业畅销书经典恒强愈加明显，叠加重印书籍占比持续上升，国有大型书企凭借其在经典书籍版权方面的储备和积淀，将有望享受行业集中度提升的红利。此外，由于一般图书行业市场化竞争更加充分，机制灵活的民营书商亦表现优秀。我们认为，一般图书业务预期表现较好的公司有中信出版、中国出版、中国科传及新经典。

线上渠道为主要驱动力，实体书店向文化空间转型。

近年来电商的快速崛起使线上渠道成为发行业主要驱动力，但实体书店在政策和资本的助力下转型升级再次焕发生机。目前实体书店已经由“书店+X”向文化空间升级，未来随着商业模式的逐步成熟及落地，书店业务有望成为出版集团新的利润增长点。

投资建议：假设行业政策支持力度如常、公民阅读量稳步提升、公民对内容质量的要求逐步提高，给予出版行业“看好”评级，建

议关注中信出版、南方传媒、中南传媒、新经典、中国出版等。

风险提示：行业政策风险、竞争加剧风险、技术升级变革风险、学龄人口红利消失风险、商誉减值风险等。

目录

一、出版行业产业链成熟，行业规模稳定增长	6
（一）我国出版行业格局稳定，政策壁垒较高	6
（二）行业规模稳定增长，出版传媒集团将更加聚焦主业	7
（三）出版上市公司业绩稳定、分红高、货币资金充裕	11
二、教材教辅：行业稳定增长，政策不断完善	16
（一）选择本版教材占比高的标的	17
（二）教辅政策趋严，首选具有学龄人口优势省份标的	17
（三）选择上海、江苏、山东等教育强省标的	21
三、一般图书：增速加快，码洋向经典集中	23
（一）少儿图书占比最大但增速放缓	24
（二）畅销书经典恒强效应愈加显著	26
四、线上渠道为主要驱动力，实体书店向文化空间转型	29
五、重点上市公司	34
（一）中信出版：一般图书龙头地位稳固，平台效应逐步突显	34
（二）南方传媒：整合省内发行渠道，成长性可期	38
（三）中南传媒：业绩反转已现，持续保持高分红	40
六、风险提示	43

图表目录

图 1、我国出版业三大发展阶段	6
图 2、我国图书出版业产业链	6
图 3、图书出版发行企业政策变化历程	7
图 4、全国出版、印刷和发行服务(不含数字出版)营收及增速	8
图 5、全国数字出版营业收入及增速	8
图 6、主要出版集团营收、资产、利润指标占比稳步提升	8
图 7、零售市场教材教辅占比稳中有升(单位：%)	9
图 8、教材教辅相关政策一览	10
图 9、近 20 年图书零售市场板块结构变化	11
图 10、少儿图书码洋规模及占比稳步增长	11
图 11、出版上市公司近 5 年营收规模(单位：亿元)	11
图 12、出版上市公司近 5 年营收增速(单位：%)	11
图 13、出版上市公司平均营收规模季度变化呈现一定周期性	12
图 14、出版上市公司近 5 年归母净利润规模(单位：亿元)	12
图 15、出版类上市公司近 5 年归母净利润增速	12
图 16、出版上市公司单季度平均归母净利润规模及增速	13
图 17、出版业平均毛利率、净利率保持相对稳定	13
图 18、2018 年出版类上市公司股息率和分红率(以 10 月 18 日收盘价为基准)	14
图 19、近 5 年出版上市公司货币资金稳步上升(单位：亿元)	14
图 20、出版行业期间费用率略微下降	14
图 21、近 5 年 3 季度出版类上市公司各项现金流/营业收入比重变化	15
图 22、2018 年出版类上市公司教材教辅和一般图书收入占比	16
表 23、出版类上市公司教材教辅覆盖省份	16
表 24、出版类上市公司教材教辅业务评比结果	17
图 25、2018 年上市公司教材教辅与一般图书营收占比	17
图 26、2018 年出版类上市公司教材自编占比	17
图 27、历次人口普查年龄金字塔	18
图 28、全国新生儿数量 2017 年开始下降(单位：万人)	19
图 29、6-18 岁人口数量 2023 年起下降(单位：万人)	19
图 30、全国流动人口规模(单位：百万人)	19
图 31、2018 年各省人口机械增长情况(单位：万人)	19
图 32、各省未来 5 年预期 K12 学龄人口增长情况对应上市公司	21
图 33、2018 年各省一本上线率及人均百强高中数	22
图 34、2016 年各省人均教育经费投入	22
图 35、出版类上市公司旗下出版社	23
图 36、少儿图书零售增速和出版效率领先于市场	24
图 37、少儿图书价格近年来快速上涨	24
图 38、少儿图书零售码洋 vs. 0-14 岁人口数量(单位：亿)	24
图 39、少儿图书零售增速 vs. 0-14 岁人口增速	24
图 40、0-14 岁人口数量将从 2018 年起逐步减少(单位：万)	25
图 41、少儿图书出版社码洋占有率头部效应明显	26
图 42、少儿市场码洋占有率分布(单位：家)	26
图 43、近 20 年少儿新书码洋贡献率持续走低	26
图 44、2018 年开卷少儿类畅销书 TOP10 榜单	26
图 45、销量排名前列的品种码洋贡献逐年增高，已经超过一半	27
图 46、重印书籍品种比例逐年增高(单位：万)	27
图 47、新书码洋占比逐渐减少	27

图 48、畅销榜种新书席位持续下降	28
图 49、上市时间 3 年以上的老书码洋占比逐渐增大	28
图 50、2018 年开卷少儿类畅销书 TOP10	28
图 51、2018 年开卷虚构类畅销书 TOP10	28
图 52、2018 年开卷非虚构类畅销书 TOP10	29
图 53、2018 年京开研究院畅销书 TOP10	29
图 54、2017 年非零售市场图书印刷册数 TOP10	29
图 55、线上发行市场规模逐年增大（单位：亿元）	30
图 56、实体书店销售增速逐年下降	30
图 57、自营线上发行渠道已贡献业绩的上市公司	30
图 58、政策对实体书店的扶持力度加大	31
图 59、新型书店重新定义阅读空间	32
图 60、言几又帮助商业地产打造文化地标	32
图 61、中信出版股权结构	34
图 62、中信出版的三大主营业务	35
图 63、中信出版各细分图书类别近 3 年出版效率	35
图 64、中信书店类型	36
图 65、中信书店实景	36
图 66、中信出版营收及增速	36
图 67、中信出版归母及增速	36
图 68、中信出版毛利率及净利率变化	37
图 69、中信出版期间费用率变化	37
图 70、南方传媒股权结构	38
图 71、南方传媒主营业务营收结构	38
图 72、南方传媒营收规模及增速	39
图 73、南方传媒归母净利润及增速	39
图 74、中南传媒股权结构	40
图 75、中南传媒主营业务营收结构	40
图 76、中南传媒近 5 年营收规模及增速	41
图 77、中南传媒近 5 年归母净利润规模及增速	41
图 78、中南传媒单季度营收规模及增速	41
图 79、中南传媒单季度归母净利润规模及增速	41
图 80、中南传媒分红比例持续提升	42

一、出版行业产业链成熟，行业规模稳定增长

(一) 我国出版行业格局稳定，政策壁垒较高

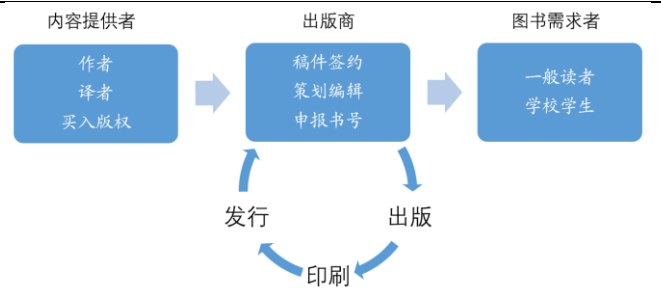
中国是世界上最早发明纸张和印刷术的国家，也是出版事业发展最早的国家之一。自1949年新中国成立后，我国出版业开始进入全新的发展期。随着印刷技术的发展、社会分工的细化，我国出版业形成了以国有出版企业为主体、民营出版企业为辅的行业格局。行业在经历了早期的快速发展后，目前已经进入成熟稳定的阶段。

图 1、我国出版业三大发展阶段

初级发展阶段 (1949-1979)	大发展阶段 (20世纪80年代)	繁荣发展阶段 (20世纪90年代后)
<ul style="list-style-type: none"> 出版业主要发挥意识形态工具的作用 出版社的规模小，数量也不多，除北京、上海等少数大都市外，其他省基本上每省仅有一家出版社 出版经营方式属典型的计划经济模式，由国家投资、下达计划和任务，然后统一由新华印刷厂印刷，新华书店销售 全国的出版业被政府完全垄断 	<ul style="list-style-type: none"> 出版社的数量迅速增长，出书规模成倍扩大，图书的内在和外延质量有了大幅度提高。 出版业中开始出现市场竞争，引入了市场经济的意识，出版业开始走向市场化。 各省、国务院各部委、各民主党派也被允许组建各自的专业性出版社，有实力的大学也相继成立了自己的出版社 发行体系除新华书店外，开始出现集体、个体发行体系，并开始改革旧的购销体系。 	<ul style="list-style-type: none"> 出版业开始走向国际化、多媒体化、多元化以及集团化。 出版界的业务量快速增长，利润逐年递增，开发了许多大型的出版项目，并建立了各种图书评论和评介系统。 中央、地方、大学、专业四大类出版社各据其长，互相竞争，同时，集体和个体图书经营者开始更多地涉足图书出版业的各个环节。 开展了多种形式的多边和国际合作，国外出版社开始进军中国，国内出版社也通过多种形式走向国际。

资料来源：太平洋证券

图 2、我国图书出版业产业链



资料来源：太平洋证券

图书出版公司的业务范围一般涵盖选稿、编辑、出版、印刷、发行等，或只从事产业链中专长的领域。出版业的意识形态性使图书出版具有较高的政策壁垒，图书出版业务只能由国有企业参与，民营企业能够从事发行业务、可以通过和国企合作参与图书出版环节。

首先，只有出版社才拥有出版权限。由于政府相关单位对出版社实行资质审批制度，因此我国具有出版资质的出版社均为国有企业。民营企业参与图书发行环节，或者与国有出版企业合作参与出版社的内容策划和制作。

图 3、图书出版发行企业政策变化历程

时间	相关政策	状况
1978-1987	《建议有计划步骤地发展集体所有制和个体所有制书店、书亭、书摊和书贩》、《全国新华书店改革实行方案》	图书行业的出版和发行都由国有企业垄断，逐步尝试对民企放开图书零售权
1988-2004	《当前图书发行体制改革的若干意见》、《出版物市场管理规定》及修改稿	发行领域的新华书店垄断格局被打破，出版物零售、批发、总发行不再实行所有制限制。
2005-2018	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》、《关于支持民间资本参与出版经营活动的实施》	逐步放开出版业务的限制，民营企业可以在与国有出版企业合作的前提下，实行“图书策划、组稿、编辑”等业务

资料来源：国家新闻出版总署、太平洋证券

其次，图书出版内容的选题和审批需符合相关国家规定。根据《出版管理条例》和《图书、期刊、音像制品、电子出版物重大选题备案办法》（新闻出版署[1997] 860号）等法律法规，对于涉及国家安全、社会安定等方面的内容，对国家的政治、经济、文化、军事等会产生较大影响的选题，实行重大选题备案制度，即出版单位须向新闻出版总署专题申报备案，同意后方可出版。出版单位按书稿实名申领书号，一书一号（中国标准书号）。

此外，教材类图书的出版和发行较一般图书具有更加严格的行政壁垒，国务院教育行政主管部门对出版社有相关资质审批及出版要求。发行单位也必须取得国家新闻出版广电总局批准的中小学教科书发行资质，在批准区域范围内开展发行业务。这在一定程度上决定了各出版集团教材教辅业务的区域性特点。

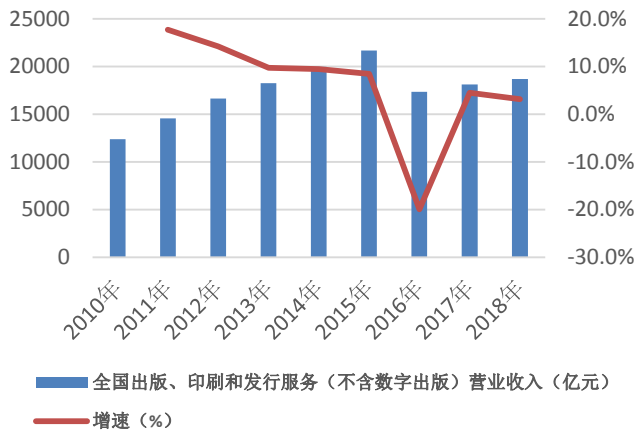
（二）行业规模稳定增长，出版传媒集团将更加聚焦主业

1、我国新闻出版产业规模、效益稳步提升。

根据国家新闻出版署发布的《2018年新闻出版产业分析报告》显示，2018年，新闻出版产业营业收入、资产总额和所有者权益继续增长，经济规模稳步提升。全国出版、印刷和发行服务实现营业收入18687.5亿元，同比增长3.1%；拥有资产总额23414.2亿元，增长5.6%；所有者权益11807.2亿元，增长4.4%。其中，图书出版营业收入、利润总额增长提速，营收增速在8个产业类别中名列第一。根据中国新闻出版研究院调查汇总数据显示，我国数字出版行业规模稳步提升，增速有所放缓。2018年数字出版实现营业收入8412.3亿元，增长19%。

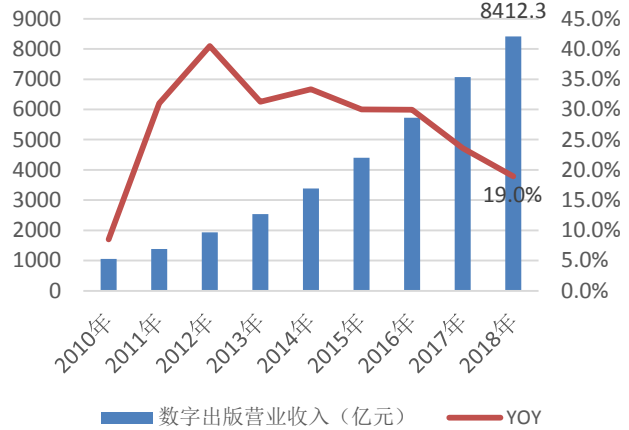
根据《2018年新闻出版产业分析报告》数据显示，37家在中国内地上市的出版传媒公司实现营业收入共计1501.4亿元，较2017年同口径增长4.0%。新媒体公司和发行公司营业收入实现两位数增长，报业公司同口径收入止跌回升。2019年7月5日，中信出版在创业板上市，代码300788。

图 4、全国出版、印刷和发行服务(不含数字出版)营收及增速



资料来源：国家新闻出版总署、太平洋证券

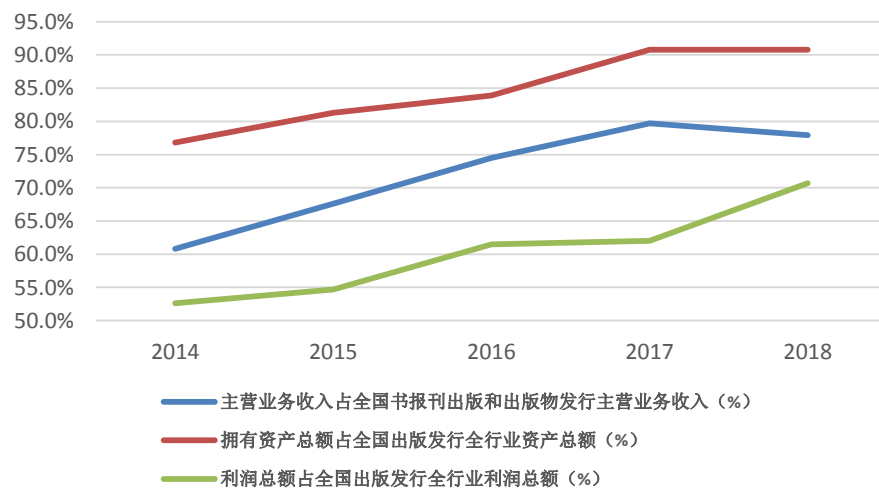
图 5、全国数字出版营业收入及增速



资料来源：国家新闻出版总署、太平洋证券

此外，行业集中度稳中有升，2018年共有21家集团资产总额超过100亿元，较2017年增加3家。108家图书出版、报刊出版和发行集团共实现主营业务收入占全国书报刊出版和出版物发行主营业务收入的77.9%，拥有资产总额占全国出版发行全行业资产总额的90.8%，利润总额占全国出版发行全行业利润总额的70.7%。部分集团聚焦主业，降低风险性业务，缩减大宗贸易，发行集团整体收入近年来首次下滑。出版传媒集团收入利润率有所提高。

图 6、主要出版集团营收、资产、利润指标占比稳步提升

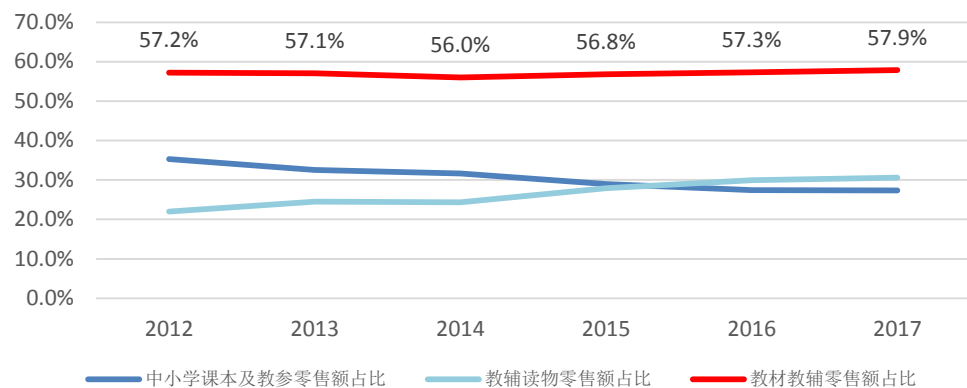


资料来源：国家新闻出版总署、太平洋证券

2、教材教辅已经成为出版行业基石，少儿类图书有望持续领跑图书零售市场

得益于学龄人口的刚需，教材教辅已成为出版业的基石板块。根据已上市的出版传媒公司财报统计，2018年教材教辅平均营收规模为一般图书的1.5倍。若只看省级出版集团，例如山东出版、凤凰传媒、南方传媒等，则更加明显，山东出版教材教辅/一般图书营收比为3.8，南方传媒为3.6，中南传媒为2.5，凤凰传媒为2。其次，教材教辅在零售市场的销售额也持续保持在55%以上，且自2014年开始逐步上升。

图 7、零售市场教材教辅占比稳中有升（单位：%）



资料来源：国家新闻出版总署、太平洋证券

图书出版企业的产品按类型一般分为一般类图书和教材教辅类图书两类，二者在出版方式、发行渠道和市场需求方面都有较大的差别。

出版方面：

- ✓ **教材教辅类图书**的出版分为本版教材和租型教材：本版教材的出版门槛更高，需要国家批准立项并且审定出版，拥有知识产权，有较好的利润空间；租型教材的出版门槛相对较低，获得出版资质的本省出版企业与其他出版社签订租型代理协议，每年支付租型费率即可出版。租型教材教辅出版的利润空间比本版教材低。（上市公司本版和租型的平均毛利率：本版33%，租型21.5%，本版教材市场规模是租型教材的1.7倍，2018年为175亿。）
- ✓ **一般类图书**的出版更加市场化，流程为出版社选题审核、申报书号、印刷出版。出版社拥有知识产权，版权费用为市场化定价。此外，爆款图书能为出版社带来较大的利润贡献。

发行方面：

- ✓ **教材教辅类图书**的发行主要为“系统发行”，由地方新华书店直接销售给学校，

属于to B业务（少量教材教辅在零售渠道直接面向消费者销售）。

✓ 一般类图书的发行由出版集团下属的发行商或独立的发行商完成，经由零售渠道（包括线上与线下）销售给读者，属于to C业务。

较高的出版政策壁垒、稳定庞大的发行渠道、学龄人口刚性的需求使教材教辅行业具有较强的抗周期属性。自1956年建国初期我国便制定了教材教辅相关政策，其产品定价权经历了早期的国家统一规定（1956年-1988年）、价格下放（1988年-2000年）、再次统一规定（2001年-2015年）、价格再次下放四个时期（2015年至今）。目前遵循的政策是2015年6月由国家发改委、教育部等四部门出台的《关于下放教材及部分服务价格定价权限有关问题的通知》，规定由省级价格主管部门会同同级出版行政部门按照微利原则确定中小学教材教辅的基准价格和零售价格。

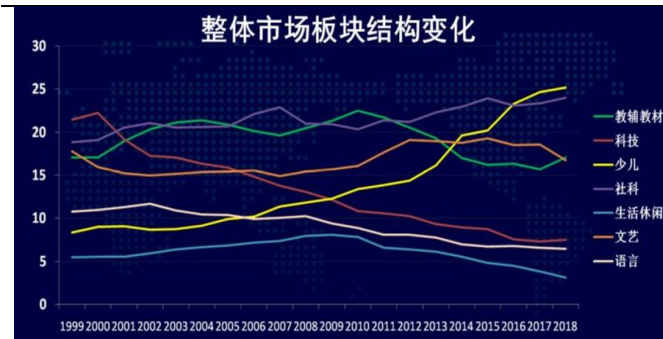
图 8、教材教辅相关政策一览

时间	部委	文件内容	状态	来源
1956年	文化部	通知中将书籍分为十一类定价，规定小学课本为一类定价，每印张为0.046元；中学课本为二类定价，每印张为0.049元；教学参考书为五类定价，每印张为0.06元。	废止	《全国杂志、书籍定价标准的通知》
1988年4月	国务院	国家下放教科书价格管理权，规定本着保本微利（即课本生产的纯利润控制在5%）的原则，“中小学课本价格由各省、自治区、直辖市政府根据本地实际情况确定”，具体政府执行部门为各省级出版和物价主管单位。这一政策一直延续至2000年	废止	（1988）8号《关于中小学课本纸张供应及价格问题的紧急通知》
1999年	国家版权局	基本稿酬：原创作品：每千字30-100元。演绎作品：改编每千字10-50元，汇编每千字3-10元，翻译每千字20-80元。版税：原创作品：3%-10%，演绎作品：1%-7%	废止	国家版权局1999年4月《出版文字作品报酬规定》
2001年11月	新闻出版署、国家发展计划委员会	九年义务教育教材年累计印数超过10万册的，对超过部分按基本稿酬的0.2%支付；通过行政手段大量印刷发行的国家规划教材、法律法规汇编、学习或考试指定用书等作品，年累计超过10万册的，对超出部分按基本稿酬的0.3%支付。（2014年更新后废止） 租型教材，以租型费计入教材成本费用；非租型教材，以稿酬计入教材成本费用。 教材租型费率：文艺及外语（不含小语种）类教材的租型费率定为4%，其他类教材的租型费率定为3%。对部分西部省、区继续执行现行优惠租型费率政策。非租型方式出版教材的稿酬标准，按照《出版文字作品报酬规定》有关规定执行。 教材出版环节销售码洋利润率要控制在9%以内。出版社对省级新华书店（发行所）黑白版、双色版教材的发行折扣率继续维持教材码洋的30%；彩色版教材的发行折扣率为教材码洋的28%。	有效	国家计委、新闻出版署（2000）2134号《关于核定2001年秋季中小学教材价格有关问题的通知》
2001年6月	国务院办公厅	明确继续严格执行（2000）2134号文件精神，2002年起列入中小学教学用书目录的学生用书定价执行保本微利原则；以租型、出版、发行等环节行业平均成本和5%的成本利润率为基础，核定教材印张绝对金额，进一步核减教材价格。	有效	国务院国办发（2001）34号《国务院办公厅转发体改办等部门关于降低中小学教材价格深化教材管理体制改革的紧急通知》
2001年7月	国家计委、教育部、新闻出版总署	除上述要求外，规定确立印张中准价、财会核算制度，教材定价申报遵守教材使用地审批原则，任何单位不得向出版发行单位收取法规规定外的费用，建立价格调整机制等。教材出版发行实行保本微利原则。印张中准价的利润为印张成本费用的5%	有效	国家计委、教育部、新闻出版总署（2001）945号《关于印发〈中小学教材价格管理办法〉的通知》
2001年9月	国家计委、教育部、新闻出版总署	明确教材正文印张中准价标准、纸张要求；教材封面、插页价格和零售价由地方政府确定；特殊教材价格不得高于同规格汉文教材价格，教学地图册限价备案；租型费继续执行（2000）2134号文件标准；型版费每印张正文单色版230元、双色版500元、彩色版1500元，封面八开图型版每套600元；建立价格调整机制。	有效	国家计委、教育部、新闻出版总署（2001）1775号《关于中小学教材印张中准价等有关事项的通知》
2006年5月	国家发改委、新闻出版总署	重申继续执行国办发（2001）34号、（2001）945号文件精神，同时规定降低教材正文印张基准价，取消价格上浮政策，各省区在下浮5%的幅度内制定本地教材印张单价；教材封面、插页基准价按照国家规定的规定，各省区在下浮10%的范围内确定；与教材配套的光盘零售价不得高于5元。	废止	国家发改委、新闻出版总署（2006）816号《关于进一步加强中小学价格管理等有关事项的通知》
2012年4月	国家发改委、新闻出版总署、教育部	对列入公示目录的教辅实行限价，保本微利，定价公示；教辅定价申报遵守教辅出版原创社所在地审批原则。	废止	国家发改委、新闻出版总署、教育部（2012）975号《关于加强中小学教辅材料价格监管的通知》
2012年6月	国家发改委、新闻出版总署、教育部	规定中小学循环教材可以用105克铜版纸，价格按发改价格（2006）816号文件规定的标准上浮20%。	废止	国家发改委、新闻出版总署、教育部（2012）1658号《关于中小学循环使用教材价格政策问题的通知》
2014年9月	国家版权局，国家发改委	基本稿酬：原创作品：每千字80-300元。演绎作品：改编每千字20-100元，汇编每千字10-20元，翻译每千字50-200元。版税：原创作品：3%-10%，演绎作品：1%-7%	有效	国家版权局、国家发改委（2014）11号《使用文字作品支付报酬办法》
2015年6月	国家发改委、教育部、司法部、国家新闻出版广电总局	规定列入中小学教学用书的教科书和列入评议公告目录的教辅材料印张基准价及零售价格，由省级价格主管部门会同同级出版行政部门按照微利原则确定；2016年5月1日前制定出台本地区的教材价格收费标准，文件出台之日起同时废止相关文件及与本通知不符的规定。	有效	国家发改委、教育部、司法部、国家新闻出版广电总局（2015）1199号《关于下放教材及部分服务价格定价权限有关问题的通知》
2016年4月	国家发改委	规定各省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门会同同级相关部门于2016年5月1日前制定出台本地区的教材价格收费标准的，文件执行之日同时在本省范围内停止执行附件《废止教材价格和部分服务收费政策文件目录》中有关文件。	有效	2016年4月国家发改委公布《关于废止教材价格和部分服务收费政策文件有关问题的通知》（（2016）703号）

资料来源：教育部、太平洋证券

少儿图书有望持续领跑图书零售市场。根据开卷信息20年来的监测数据可以看到，少儿图书从20年前的占比倒数第二名逐步上升至第一位，且已经保持3年。随着全面二胎及新生代父母对子女教育重视度的提升，我们认为少儿类未来仍将持续领跑图书零售市场。教辅教材是一直保持在前四位，社科类虽多年稳定在前几位但占比一度下降，不过近几年出现一定反弹。文艺类在2008年之前在不断下降，2007年之后不断上升，在2015年再次出现下降的苗头。

图 9、近20年图书零售市场板块结构变化



资料来源：开卷信息、太平洋证券

图 10、少儿图书码洋规模及占比稳步增长



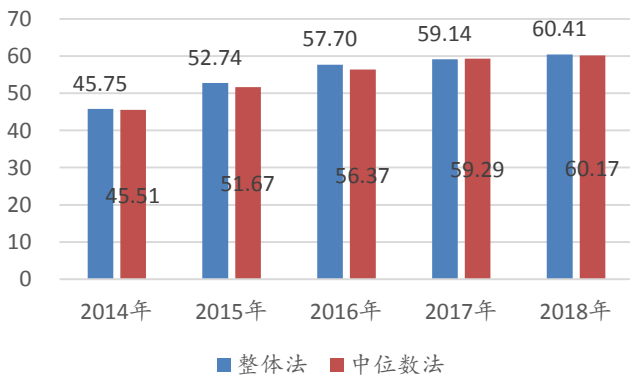
资料来源：开卷信息、太平洋证券

（三）出版上市公司业绩稳定、分红高、货币资金充裕

营业收入方面，出版行业上市公司近5年规模实现稳定增长，增速有所放缓。

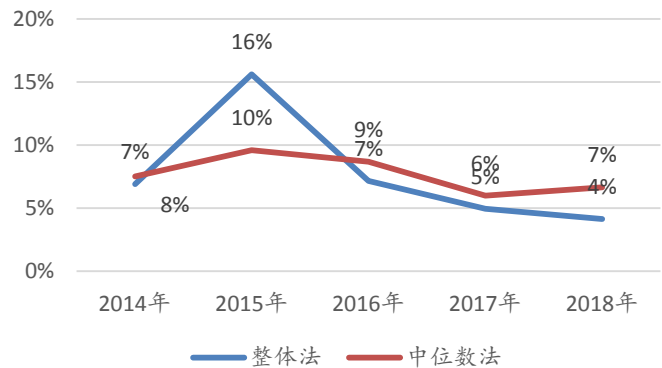
- ✓ 整体法下，营收规模由45.75亿增至60.41亿，增速区间为4%-16%；
- ✓ 中位数法下，营收规模由45.51亿增至60.17亿，增速区间为6%-10%；

图 11、出版上市公司近5年营收规模（单位：亿元）



资料来源：Wind、太平洋证券

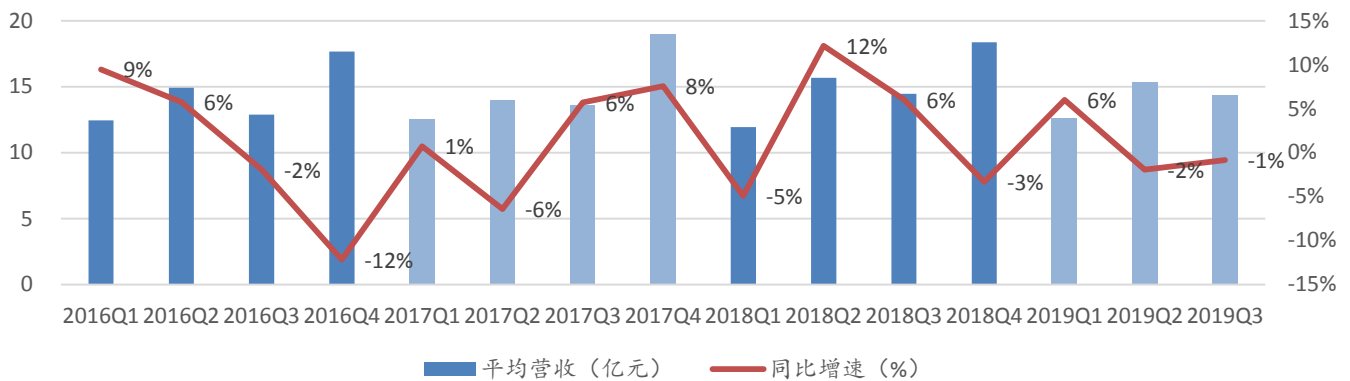
图 12、出版上市公司近5年营收增速（单位：%）



资料来源：Wind、太平洋证券

上市公司平均季度营收呈现一定周期性变化，主要由于大部分A股出版上市公司主要业务为教材教辅业务，具有季节性特点。19Q3行业平均营收同比增速-1%，主要受非出版发行主业扰动。

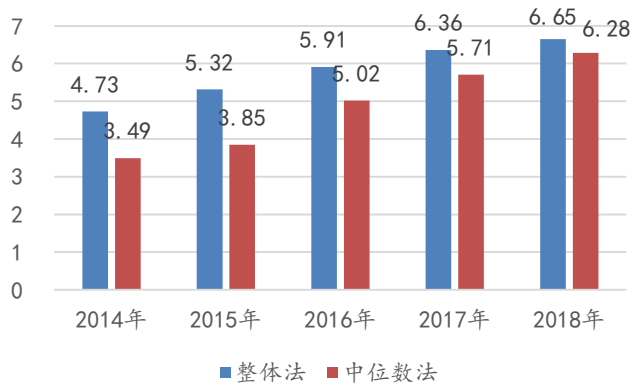
图 13、出版上市公司平均营收规模季度变化呈现一定周期性



资料来源：Wind、太平洋证券

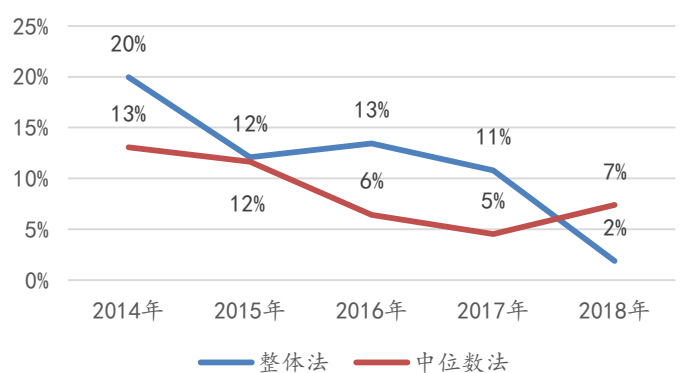
归母净利润方面，出版行业上市公司近5年规模实现稳定增长。整体法下，归母净利润规模由增速在中位数法下有所提升，但在整体法下持续下降，主要由于读者传媒（-45%）和新华传媒（-30%）下滑较多所致。

图 14、出版上市公司近5年归母净利润规模（单位：亿元）



资料来源：Wind、太平洋证券

图 15、出版类上市公司近5年归母净利润增速

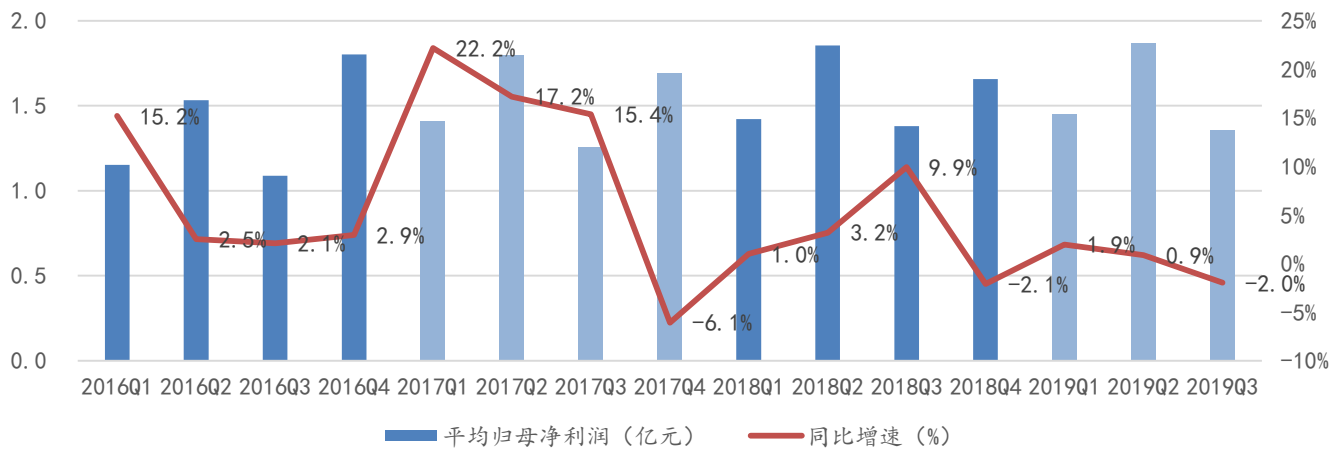


资料来源：Wind、太平洋证券

行业归母净利润季度同比增速稳定在个位数，今年以来增速持续放缓。2017Q1行业归母净利润增速大幅上升主要受到皖新传媒的扰动（2016Q1为2.45亿，2017Q1

为6.25亿，有4.16亿的非经)，2017Q2主要受新华文轩处置资产产生1.33亿非经)。行业3季度增速经历2017年、2018年快速增长后，19Q3增速在近4年里首次降为负数，主要受到来自凤凰传媒的扰动，若剔除，19Q3增速仍为正。

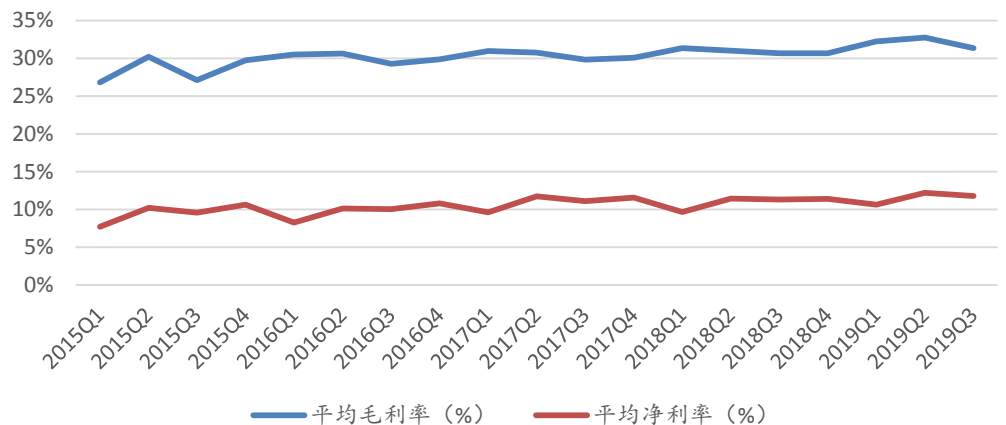
图 16、出版上市公司单季度平均归母净利润规模及增速



资料来源：Wind、太平洋证券

行业平均毛利率、净利率保持相对稳定。行业毛利率稳定在31%左右，行业净利率稳定在11%左右，18Q4以来二者均有所提升。

图 17、出版业平均毛利率、净利率保持相对稳定

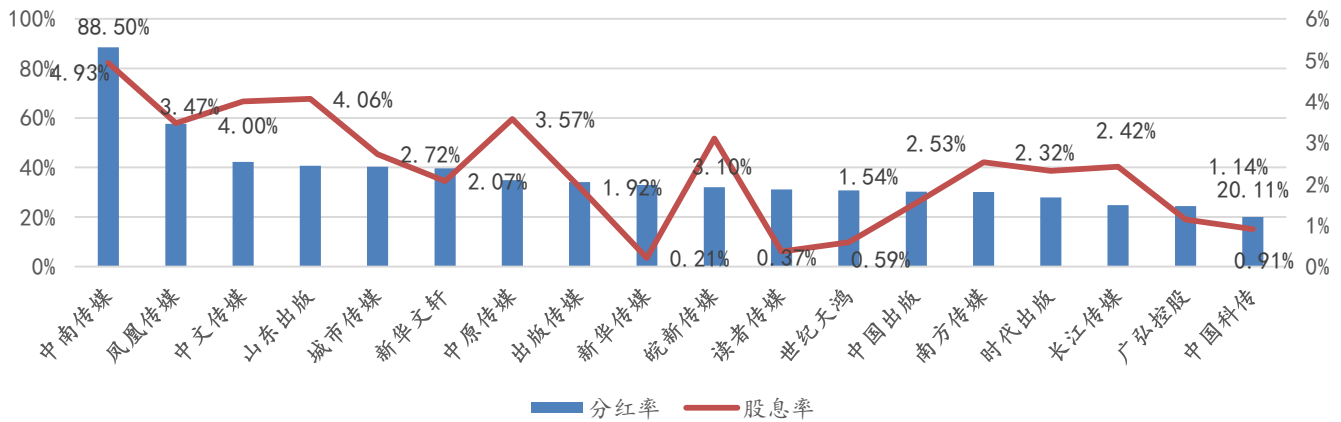


资料来源：Wind、太平洋证券

出版行业上市公司分红率逐年上升。整体法下，2018年出版行业上市公司平均

分红率为36.7%，股息率为2.33%。其中，中南传媒自2015年起分红率便开始快速提升，2018年分红率达88.5%（2015年为30.73%）。此外，凤凰传媒2018年分红率也较去年提升24.88pct至57.62%。

图 18、2018年出版类上市公司股息率和分红率（以10月18日收盘价为准）



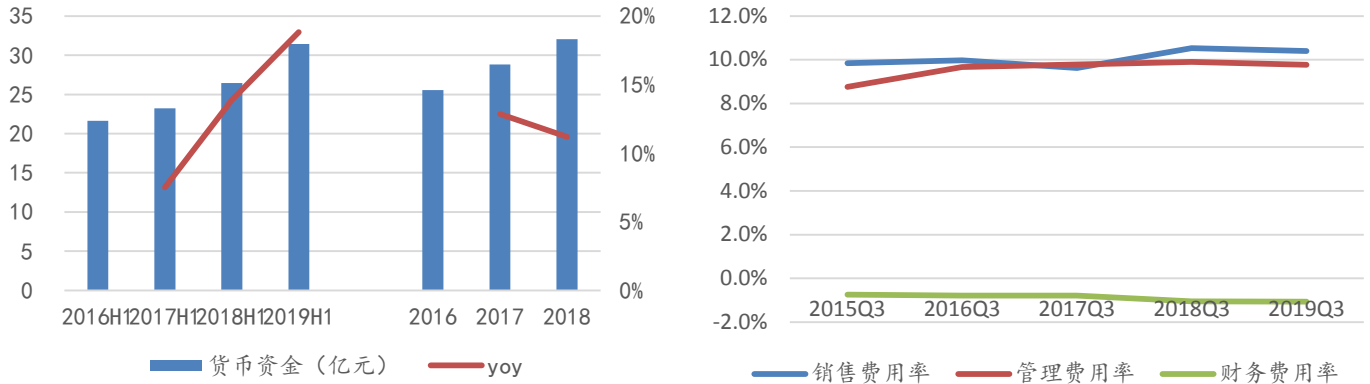
资料来源：Wind、太平洋证券

出版类上市公司货币资金充裕，且呈现逐年增长态势。2018年，共有5家上市公司货币资金超过50亿，分别为中南传媒（123亿）、凤凰传媒（91亿）、中文传媒（75亿）、皖新传媒（60亿）和山东出版（50亿）。此外，新经典、世纪天鸿、凤凰传媒、长江传媒的货币资金均呈现较快增长。

行业三项期间费用率均略微上升。2019Q3，销售费用率较去年同期略降0.1pct至10.4%，管理费用率略降0.1pct至9.8%，财务费用率维持稳定。

图 19、近5年出版上市公司货币资金稳步上升（单位：亿元）

图 20、出版行业期间费用率略微下降

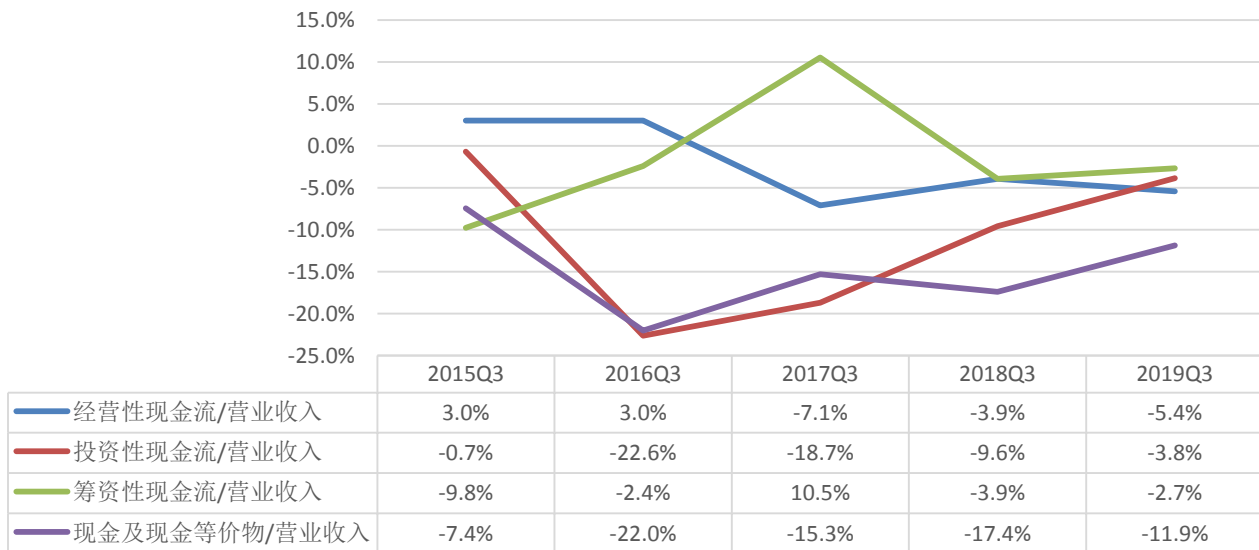


资料来源：Wind、太平洋证券

资料来源：Wind、太平洋证券

现金流方面，行业投资性现金流持续改善，经营性筹资性现金流仍未见好转。投资性现金流持续改善，20019H1提升2.5pct至-1.9%。现金及现金等价物略微下降。经营性现金流及筹资性现金流持续恶化，若剔除来自中国科传和新华传媒的扰动，行业经营性现金流有所改善。若剔除来自中南传媒的扰动，行业筹资性现金流将与去年持平。

图 21、近5年3季度出版类上市公司各项现金流/营业收入比重变化

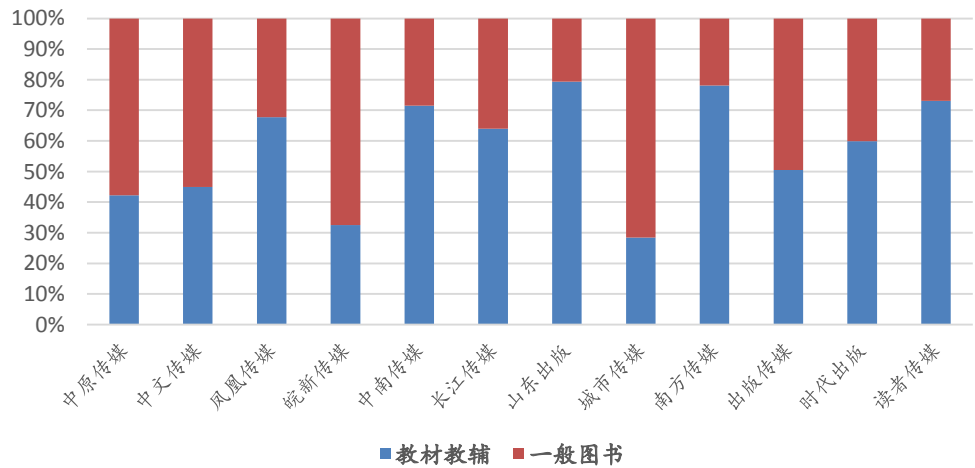


资料来源：Wind、太平洋证券

二、教材教辅：行业稳定增长，政策不断完善

A股出版类上市公司中，教材教辅出版收入占出版业务收入的55%，是一般图书出版收入的1.5倍。除了中国出版和中国科传，其余公司教材教辅出版收入均大于一般图书出版收入。

图 22、2018年出版类上市公司教材教辅和一般图书收入占比



资料来源：国家新闻出版总署、太平洋证券

《出版物市场管理规定》明确规定，中小学教科书的出版和发行应在审批区域内进行，因此相关出版企业的业绩是由业务覆盖地区的学龄人口数量、教育经费投入等因素决定。

表 23、出版类上市公司教材教辅覆盖省份

地区	全国	辽宁	山东	河南	江苏	上海	安徽	湖南	湖北	江西	广东	四川	海南	甘肃
相关公司	中国出版 中国科传	出版传媒	城市传媒 山东出版	中原传媒	凤凰传媒	新华传媒	皖新传媒 时代出版	中南传媒	长江传媒	中文传媒	南方传媒	新华文轩	凤凰传媒	读者传媒
备注			城市传媒 青岛市场		江苏、海 南两地				湖北省内 业务40%				江苏、海 南两地	

资料来源：公司公告、太平洋证券

从公司产业情况、省内学龄人口数量、省内教育重视程度经过筛选可以看到，凤凰传媒、南方传媒、山东出版各项指标都较好。

表 24、出版类上市公司教材教辅业务评比结果

	中国出版	中国科传	出版传媒	中原传媒	山东出版	凤凰传媒	中南传媒	长江传媒	中文传媒	新华文轩	南方传媒	城市传媒	读者传媒	新华传媒	时代出版	皖新传媒
自编教材				✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓		✓		
学龄人口					✓	✓		✓			✓	✓		✓		
教育强省			✓		✓	✓					✓	✓		✓		
评比结果			★	★	★★★	★★★	★	★			★★★	★★		★★		

资料来源：太平洋证券

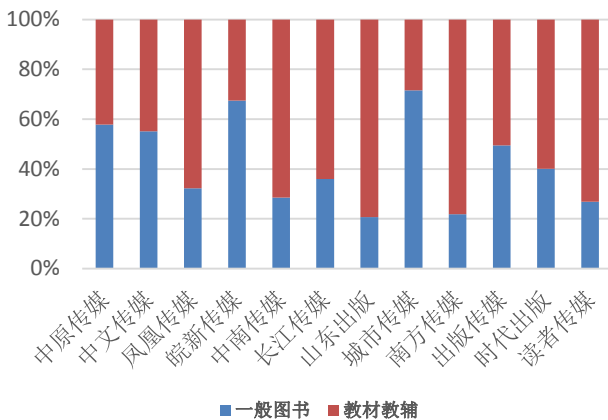
（一）选择本版教材占比高的标的

本版教材是指出版商自主编辑、策划，拥有知识产权和版权的教材，又称为自编教材，出版后以省内发行为主，也可以收取租型费用后外省发行。

租型教材是指人教版或其他出版社版教材，省内出版商没有版权，可以通过向版权单位缴纳租型费进行省内出版。

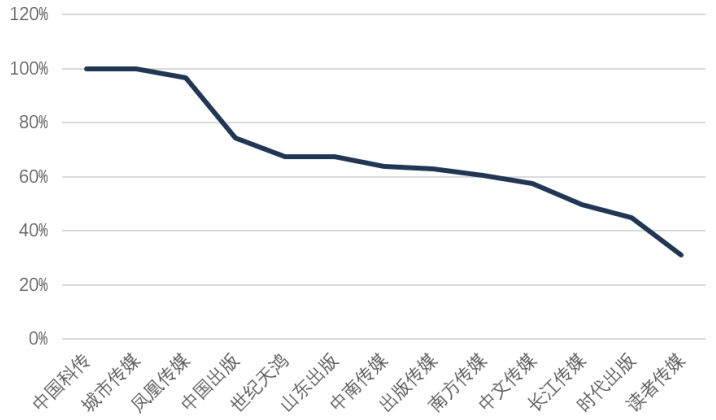
收入规模方面，发行业务高于出版业务，本版教材高于租型教材。经统计，出版类上市公司2018年发行业务营收高于出版业务，分别为551亿和305亿；自编教材营收平均占比为67%。

图 25、2018年上市公司教材教辅与一般图书营收占比



资料来源：公司公告，太平洋证券

图 26、2018年出版类上市公司教材自编占比



资料来源：公司公告，太平洋证券

毛利率方面，出版业务高于发行业务，本版教材高于租型教材。本版教材拥有完整的自有版权，毛利率一般更高。出版类上市公司的本版自编教材平均毛利率34%，高于租型教材25%的平均毛利率。因此教材教辅出版收入占比出版业务总收入较高，且本版教材出版收入占比较高的公司，预计能贡献更好的利润。

（二）教辅政策趋严，首选具有学龄人口优势省份标的

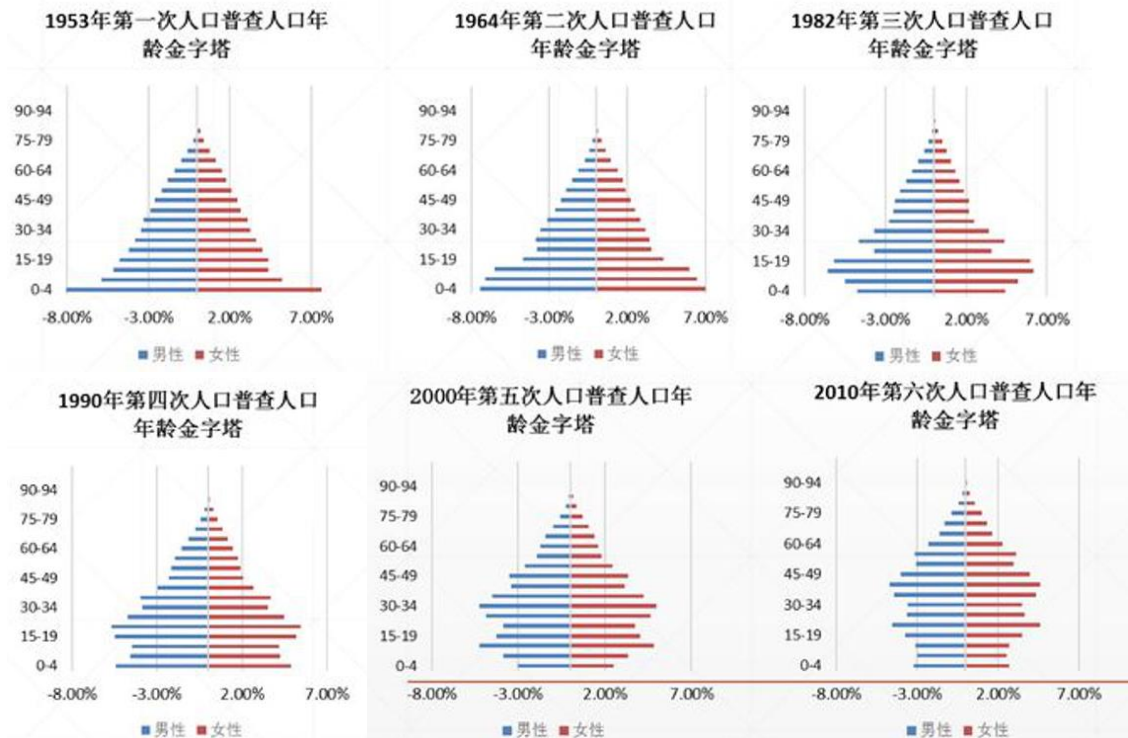
学龄人口数量是决定教材教辅产品需求量的最重要因素。微利经营原则使教材教辅业务无法依靠涨价实现营收增长，因此学龄人口数在很大程度上决定了出版集团教材教辅业务的收入规模。

1、全国0-14岁人口已经开始下降，6-18岁人口还有5年红利

新生儿数量具有周期性特点。由于人的生育年龄大多在20-35岁，导致人口数量的两个峰值之间相差20年至30年。一个年龄段的生育高峰过去，新生儿数量就不可避免地由波峰走向波谷，直到下一个生育高峰到来，循环往复。

根据人口普查数据，我国的新生儿数量高峰截至2020年将一共出现三次，分别是1960-1970年出生和1985-1995年出生的人口。由于20世纪70年代我国计划生育开始实施后生育率持续下降，人口年龄金字塔出现底部收缩、顶部膨胀，理论上这一波新生儿高峰数量上没有上两次高峰多，时间就在2010-2020年。

图 27、历次人口普查年龄金字塔



资料来源：历次人口普查数据，太平洋证券

我国新生儿数量将从2020年起开始下降，在下降数量和持续时间上，彭博和人口专家王广州提出的人口预测模型有相同的结论：从2017年开始，中国新生儿数量逐年

递减的趋势将持续至少15年，中国每年新生儿数量最终将下降至1000万-1300万。

数据显示，全国新生儿数量在2009年的低谷之后逐年攀升，并于2016年到达波峰，2017年和2018年连续两年新生儿数量下降，与预测结果吻合。从新生儿数量可以得到全国0-14岁人口数量，以及6-18岁K12学龄人口数量：0-14岁少年儿童人口数量已于2017年见顶，6-18岁人口数量预计将于2023年见顶。

图 28、全国新生儿数量2017年开始下降（单位：万人）

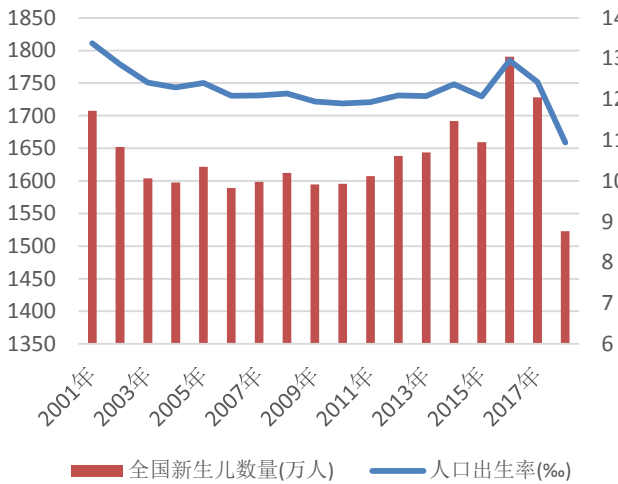
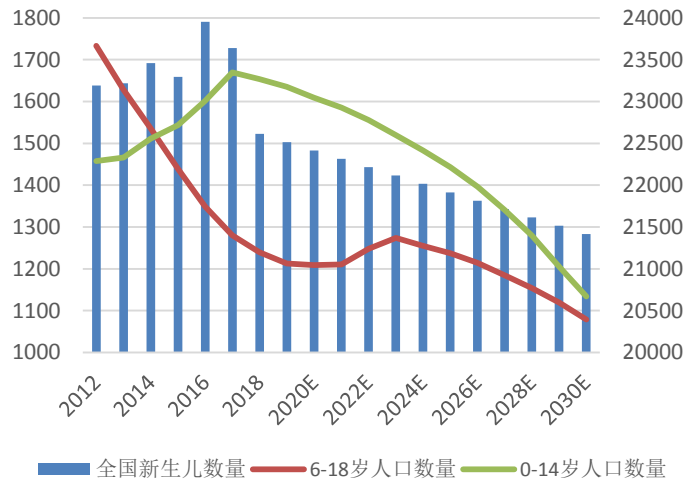


图 29、6-18岁人口数量2023年起下降（单位：万人）



资料来源：国家统计局、太平洋证券

资料来源：国家统计局、太平洋证券

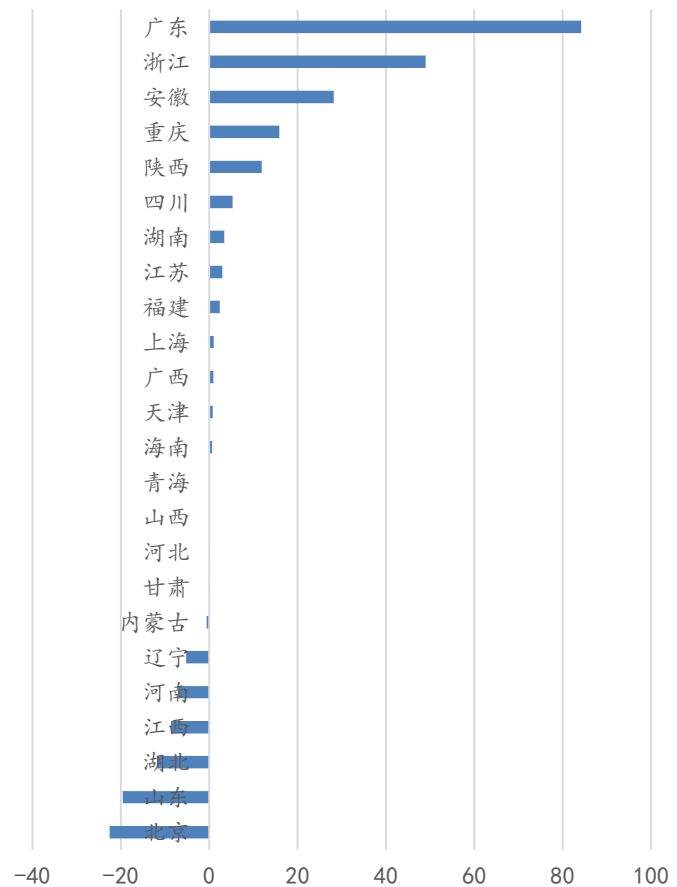
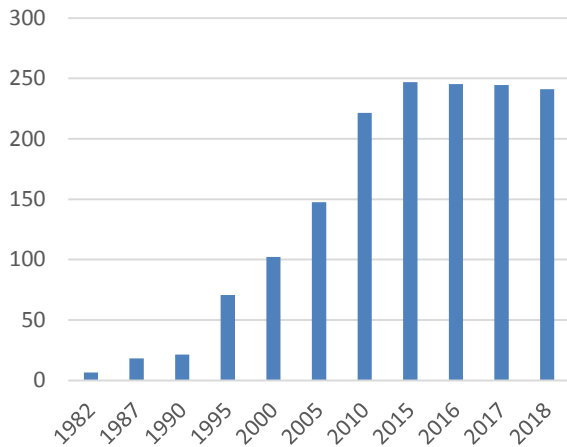
2、各省人口增长趋势出现分化

从2019年起，伴随着全国新生儿数量的滑坡，各省预计也将迎来长达10年的常住人口新生儿数量下降周期。但是规模庞大的流动人口使得各省的人口预测前景出现分化。

改革开放以后我国流动人口规模逐年增加，叠加各省计划生育实施力度和年份各异的因素，我国各省人口变化规律与全国人口变化并不一致。2018年我国流动人口高达2.41亿，占全国人口的17%。流动人口年龄构成方面，20-50岁年龄段为流动人口的主要年龄段，其次是0-10岁的儿童。

图 30、全国流动人口规模（单位：百万人）

图 31、2018年各省人口机械增长情况（单位：万人）



注：人口机械增长，是指一地区在一定时期内(通常为一年)由于人口迁入和迁出而引起的人口数量变化。

资料来源：中国流动人口发展报告2018、太平洋证券

资料来源：澎湃新闻、太平洋证券

根据人口机械增长情况来看：

- ✓ 人口流入较大省份：广东、浙江、安徽、重庆等。
- ✓ 人口流出较大省份：北京、山东、湖北、江西、河南等。

假设全国新生儿数量从2018年起逐年降低，预计学龄人口数量在人口流出省市和人口流入省市有很大的不同：

- 对于人口流出省市：由于跨省流动人口来源较分散，省内流出省外人口对本省人口结构影响较小。人口数量主要取决于历年省内新生儿数量。
- 对于人口流入省市：由于跨省流入人口目的地一般较为集中，省市内流动人口数量对人口结构影响较大。人口数量不仅仅取决于历年省内新生儿数量，还取决于流动人口增量。

因此，结合各省自然人口增长和机械人口增长情况预测未来5年6-18岁的学龄人口（K12人口）增速，主要分为以下3类：

- ✓ 预期学龄人口增长：广东、上海、安徽、湖南、四川、江苏等
- ✓ 预期学龄人口平稳：河南、湖北、湖南、山东等
- ✓ 预期学龄人口下降：辽宁、甘肃等

图 32、各省未来5年预期K12学龄人口增长情况对应上市公司

增长		平稳		下降	
广东	南方传媒	山东	山东出版	辽宁	出版传媒
安徽	皖新传媒		城市传媒	甘肃	读者传媒
	时代出版	河南	中原传媒		
江苏	凤凰传媒	湖北	长江传媒		
湖南	中南传媒	湖南	中南传媒		
四川	新华文轩				
上海	新华传媒				

资料来源：太平洋证券

（三）选择上海、江苏、山东等教育强省标的

我们采用一本上线率、人均省内百强高中数量、人均教育经费投入三个指标作为衡量教育强省的3个指标：

1、各省一本上线率

高考一本上线率较高的地区依次是：上海、江苏、辽宁、海南、山东、安徽。其中江苏、山东作为人口大省，一本上线率依然名列前茅，值得关注。

2、人均省内百强高中数量

高中教育是高考前最重要的教育阶段，也是教育分流最明显的时期，普通高中和中专、职校、技校的教育体系区分了不同学习需求的学生人群。省内全国百强高中和500强高中数量是除高考上线率外另一个重要衡量指标。

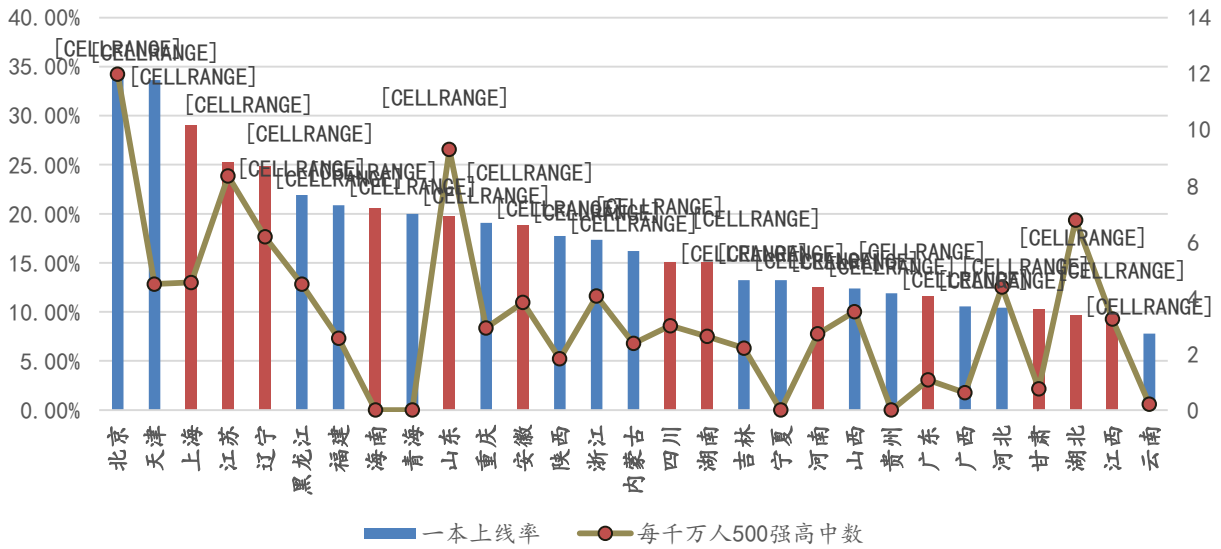
经分析，人均百强高中数较高的地区依次是：山东、江苏、湖北、辽宁、上海、安徽。大部分地区高考一本上线率高，人均百强高中数也多，例外是湖北省。其高考一本率排名靠后，但是人均百强高中数名列前茅，可能与武汉市在省内一枝独秀的综合实力和教育资源有关。

3、人均教育经费投入

衡量各省教育重视程度的关键指标。各省市公布的年度教育经费，投入越多则省

市对于教育的重视程度越高。经测算，人均教育经费最高的地区为上海、海南、广东、江苏。

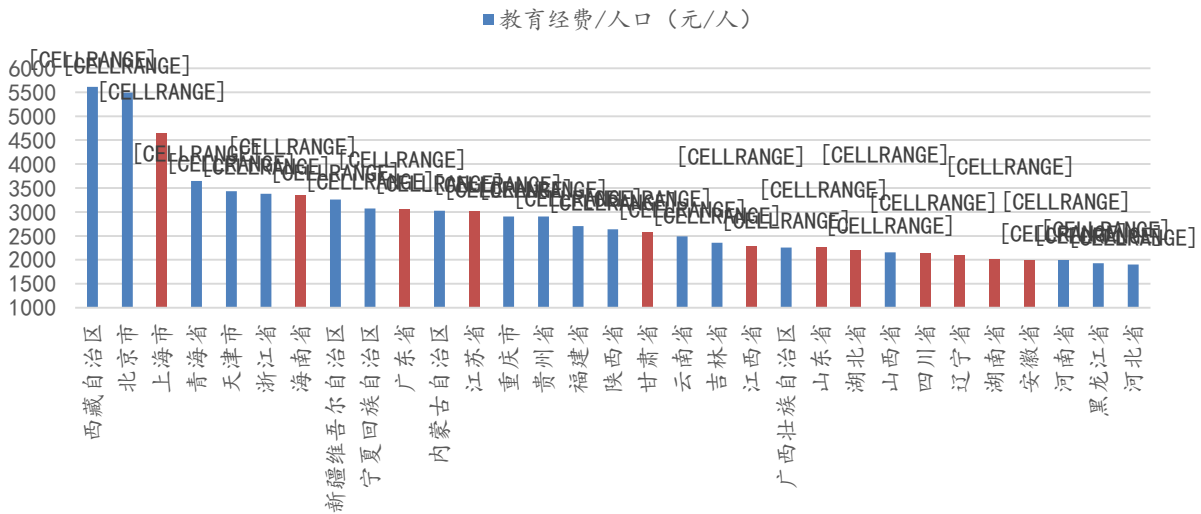
图 33、2018年各省一本上线率及人均百强高中数



注：红色表示该省有出版类上市公司

资料来源：新东方教育，猿辅导，太平洋证券

图 34、2016年各省人均教育经费投入



注：红色表示该省有出版类上市公司

资料来源：国家统计局，太平洋证券

三、一般图书：增速加快，码洋向经典集中

一般图书又称为大众图书，是指与大众的日常生活、休闲阅读以及文化体验相关的图书。由于没有教材教辅出版的政策壁垒，一般图书市场竞争者较多，虽然版号仍在出版社手里，但通过与出版社合作，民营书商也获得了快速发展。尤其，民营企业拥有更灵活、更市场化的激励机制，在选题、策划、营销等方面的能力都达到行业领先水平。

图 35、出版类上市公司旗下出版社

公司名称	业务	旗下出版社
中国科传	出版	科学出版社
中国出版	出版发行	商务印书馆、中华书局、三联书店、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社、人民文学出版社、华文出版社、现代出版社、现代教育出版社、中译出版社、世界图书出版社、中国民主法制出版社、东方出版中心
中南传媒	出版发行	湖南教育出版社、湖南人民出版社、湖南文艺出版社、湖南岳麓书社、湖南科学技术出版社、湖南少年儿童出版社、湖南美术出版社、湖南电子音像出版社有限责任公司、民主与建设出版社有限责任公司
凤凰传媒	出版发行	江苏人民出版社、江苏科学技术出版社、江苏教育出版社、江苏少年儿童出版社、江苏美术出版社、凤凰出版社、江苏文艺出版社、译林出版社、江苏电子音像出版社
中文传媒	出版发行	中国和平出版社、江西教育出版社、江西科学技术出版社、百花洲文艺出版社、红星电子音像出版社、江西美术出版社、江西人民出版社、江西新媒体出版社、二十一世纪出版社
山东出版	出版发行	山东人民出版社、山东教育出版社、山东科技出版社、明天出版社、齐鲁书社、山东友谊出版社、山东电子音像出版社、山东文艺出版社、山东科学技术出版社、山东画报出版社、山东美术出版社
新华文轩	出版发行	四川教育出版社、四川少年儿童出版社、四川天地出版社、四川人民出版社、四川科学技术出版社、四川美术出版社、四川文艺出版社、四川辞书出版社、四川画报社、四川巴蜀书社
长江传媒	出版发行	湖北美术出版社、湖北人民出版社、湖北教育出版社、西苑出版社、长江文艺出版社、湖北九通电子音像出版社、湖北科学技术出版社、长江少年儿童出版社、崇文书局
中原传媒	出版发行	大象出版社、海燕出版社、河南科学技术出版社、中州古籍出版社、文心出版社、中原农民出版社、河南文艺出版社、河南电子音像出版社、河南美术出版社、河南人民出版社
南方传媒	出版发行	广东教育出版社、广东科技出版社、广东花城出版社、广东新世纪出版社、广东经济出版社、广东海燕电子音像出版社、广东语言音像出版社
城市传媒	出版发行	青岛出版社
时代出版	出版发行	安徽教育出版社、安徽科学技术出版社、安徽文艺出版社、安徽美术出版社、黄山书社、安徽少年儿童出版社、安徽人民出版社、北京时代华文书局、时代新媒体出版社
出版传媒	出版发行	辽宁教育出版社、辽宁音像出版社、辽宁美术出版社、辽宁电子出版社、春风文艺出版社、辽宁科学技术出版社、辽宁少年儿童出版社、辽宁人民出版社、辽宁民族出版社
读者传媒	出版发行	甘肃飞天电子音像出版社、甘肃人民出版社、甘肃科学技术出版社、甘肃少年儿童出版社、甘肃教育出版社、甘肃人民美术出版社、甘肃民族出版社、敦煌文艺出版社
皖新传媒	发行	无
新华传媒	发行	无
新经典	策划发行	无

资料来源：教育部，太平洋证券

（一）少儿图书占比最大但增速放缓

少儿图书是图书出版品类中的重要组成部分，近年来成为零售市场中增长最快的细分品类。2016年起，少儿图书码洋超过了社科类图书，成为零售市场码洋占比第一品类。

从2015年起，少儿图书每年贡献超过1/3的一般图书销量增长，少儿图书的出版效率和零售销量同比增速每年均大幅高于一般图书的总体出版效率和销量增速。（出版效率，即一本图书创造销售码洋是市场平均水平的多少倍。）

图 36、少儿图书零售增速和出版效率领先于市场

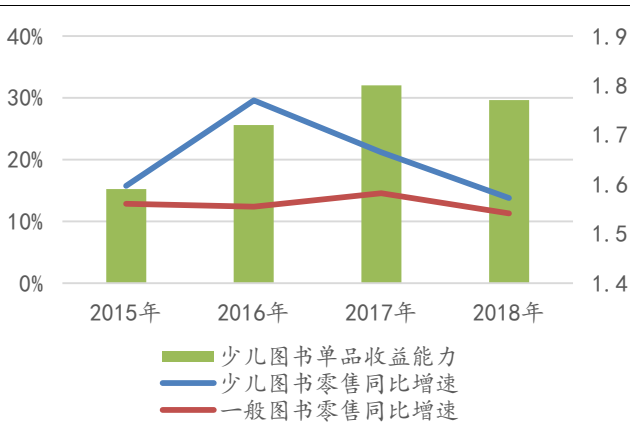
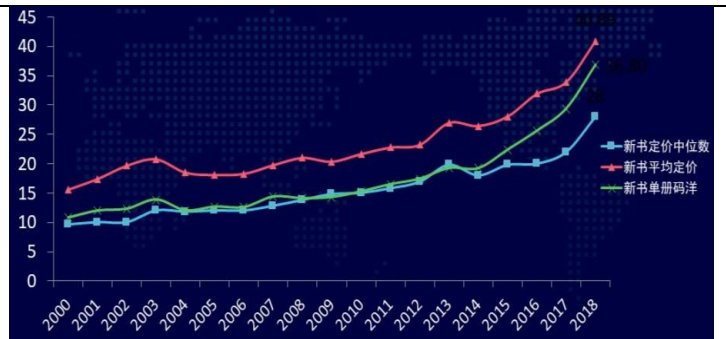


图 37、少儿图书价格近年来快速上涨



资料来源：开卷信息、太平洋证券

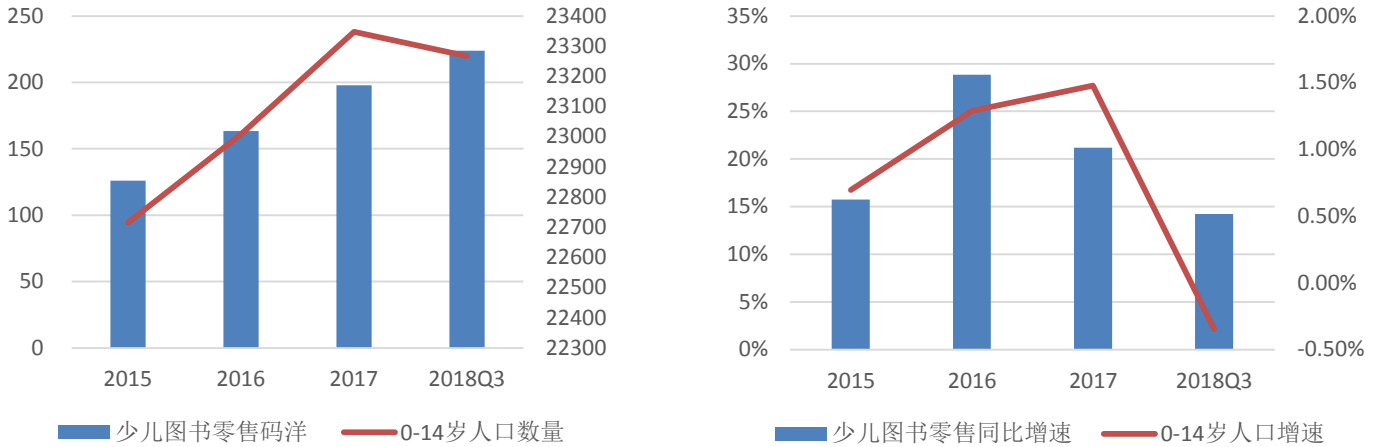
资料来源：开卷信息、太平洋证券

少儿图书近年来的高速增长主要源于民众阅读量的提升和儿童数量的持续增长：

- ✓ **民众阅读量：**第十六次全国国民阅读调查结果显示，2018年我国0-17周岁未成年人的平均图书阅读量为8.91本，国民人均图书阅读量4.67本，未成年人阅读量是成年人的近2倍。在0-8周岁儿童家庭中，近七成家庭有陪孩子读书的习惯。
- ✓ **儿童数量：**我国0-14岁儿童数量从2010年起经历了长达7年的增长期，少年儿童人口数量的增长速率和增长规模与少儿类图书的增长十分吻合。

图 38、少儿图书零售码洋vs. 0-14岁人口数量 (单位：亿)

图 39、少儿图书零售增速vs. 0-14岁人口增速

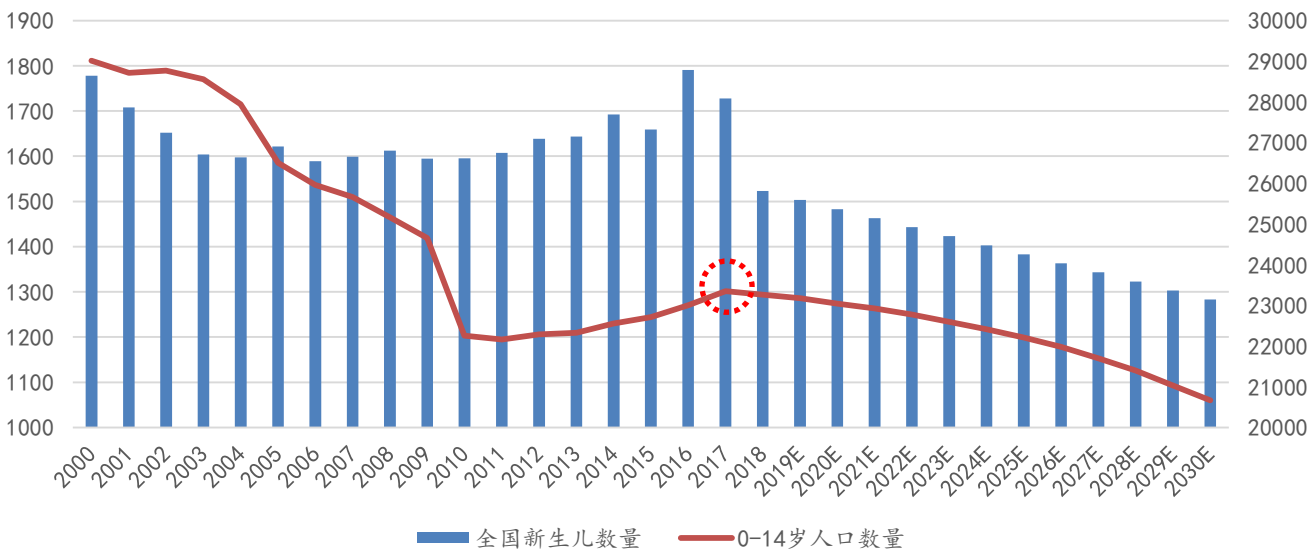


资料来源：开卷信息，国家统计局，太平洋证券

资料来源：开卷信息，国家统计局，太平洋证券

0-14岁人口数量在2017年达到高峰，预计未来十年将持续缓慢下降，少儿类图书市场增速或将放缓。

图 40、0-14岁人口数量将从2018年起逐步减少 (单位：万)



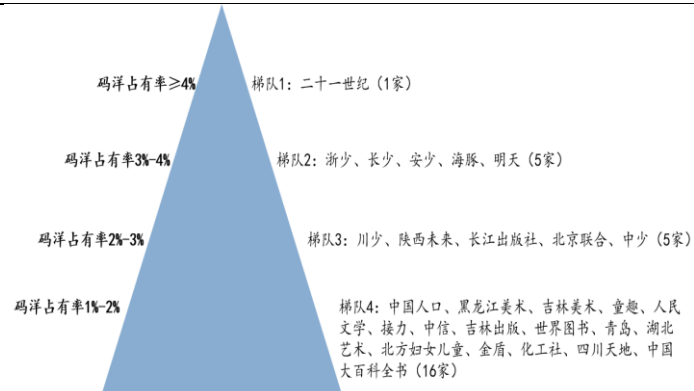
资料来源：国家统计局，太平洋证券

少儿图书市场竞争激烈，头部出版社贡献大部分码洋。2018年，552家参与少儿出版的出版社中，仅27家市场份额超过1%，但合计码洋占比超55%。(数据来源：开卷信息)

头部出版社所属相关上市公司中，中文传媒拥有少儿图书出版龙头公司二十一世

纪出版社码洋占比超4%，已经连续3年排名第一，年发行码洋12亿其余按码洋市占率排名，少儿图书出版上市公司排名靠前的为：长江传媒、山东出版、时代出版、中国出版、新华文轩、城市传媒。

图 41、少儿图书出版社码洋占有率头部效应明显



资料来源：开卷信息，太平洋证券

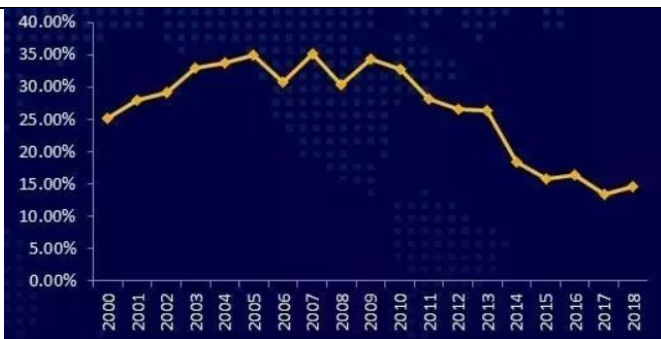
图 42、少儿市场码洋占有率分布（单位：家）

	≥4%	3%(含)-4%	2%(含)-3%	1%(含)-2%	0.1%(含)-1%	<0.1%	共计
2018	1	4	6	18	114	414	557
2017	3	2	5	16	112	418	556

资料来源：开卷信息，太平洋证券

此外，少儿类图书经典图书持续热卖，新书码洋贡献率持续走低。据开卷信息数据，2018年少儿图书销量TOP10中，只有1本为上市时间小于2年的新出版图书，销量TOP30中也仅有2本。TOP30榜单中，中文传媒由于旗下二十一世纪出版社的系列图书《不一样的卡梅拉》热卖，占据了榜单将近一半名额，优势巨大。中国出版、凤凰传媒、出版传媒也榜上有名。

图 43、近20年少儿新书码洋贡献率持续走低



资料来源：开卷信息，太平洋证券

图 44、2018年开卷少儿类畅销书TOP10榜单

排名	书名	出版社	所属上市公司	上市日期
1	夏洛的网	上海译文出版社		201408
2	草房子	江苏少年儿童出版社	凤凰传媒	199807
3	小猪唏哩呼噜（上）	春风文艺出版社	出版传媒	200805
4	狼王梦	浙江少年儿童出版社		200909
5	小猪唏哩呼噜（下）	春风文艺出版社	出版传媒	200806
6	窗边的小豆豆	南海出版公司		201012
7	小王子	天津人民出版社		201301
8	笑猫日记-又见小可怜	明天出版社	中文传媒	201801
9	我爸爸	河北教育出版社		200705
10	了不起的狐狸爸爸	明天出版社	中文传媒	200903

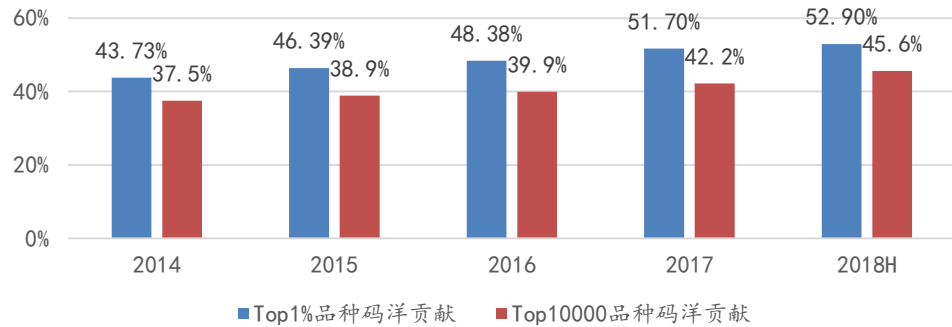
资料来源：开卷信息，太平洋证券

（二）畅销书经典恒强效应愈加显著

消费者越来越倾向于直接购买“畅销书榜单”上的热销图书，一般图书市场超过

一半的码洋由畅销书贡献且占比持续提升。据开卷数据，自2014年开始，图书市场中销量排名前1%的图书码洋占比持续增加，在2017年占比首次超50%，2018年占比提升至52.9%。

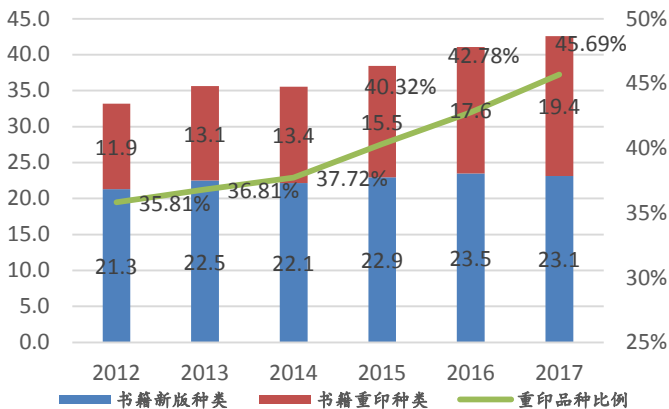
图 45、销量排名前列的品种码洋贡献逐年增高，已经超过一半



资料来源：开卷信息，太平洋证券

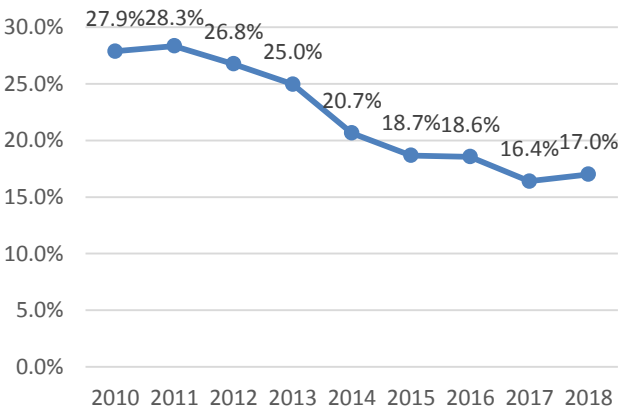
图书重印比例的逐渐攀升使畅销书榜单呈现“经典恒强”。重印书籍品种逐年增多，从2012年的11.9万升至2017年的19.4万，增长达63%，而同期的书籍新版品种只增长了8.4%。2017年重印书籍品种占比已达所有印刷品种45%。新书对整体市场的贡献则在不断下降，无论是品种占比、码洋还是影响力。2018年整体图书零售市场动销194万种，新书品种数20.3万种，新书品种占比继续小幅收缩。新书码洋占比从2008年降到30%以下后一直呈现下降态势，2015年降至20%以下。整个图书零售市场超过80%的收入是由出版上市时间大于1年的老书所贡献。反映出内容创新的不足。

图 46、重印书籍品种比例逐年增高（单位：万）



资料来源：中国新闻出版广电网，太平洋证券

图 47、新书码洋占比逐渐减少

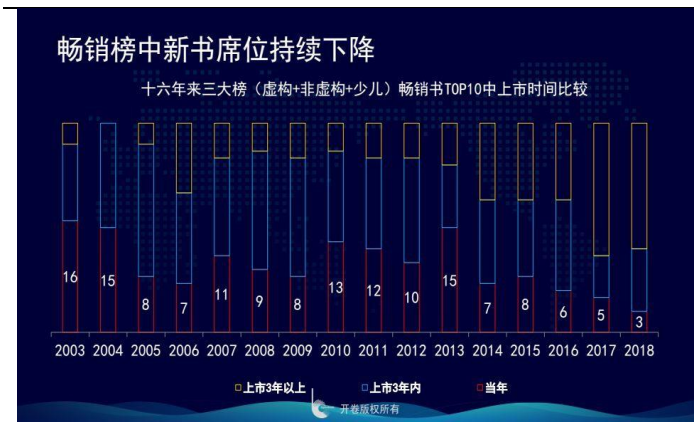


资料来源：开卷信息，太平洋证券

“经典效应”使得经典图书上榜之后长期占领畅销书榜单，上市3年以上的老书码

洋占比逐年扩大。2014年以来，上市时间3年以上的图书码洋占比加速上升，2018年出版3年以上的老书已经占据了一般类图书超三分之一的码洋，达到31.97%。2018年开卷年度畅销书三大榜单中的30本上榜图书中，有18本是上市时间大于3年的“经典老书”，品种占比达60%。

图 48、畅销榜种新书席位持续下降



资料来源：开卷信息、太平洋证券

图 49、上市时间3年以上的老书码洋占比逐渐增大



资料来源：开卷信息、太平洋证券

畅销书占零售市场码洋份额过半且畅销书榜单中“经典恒强”的局面，使得畅销书榜单对上市公司业绩影响较大。零售和非零售市场的三大权威榜单——开卷年度畅销榜、京开研究院年度畅销榜和新闻出版产业分析印刷数榜，“经典效应”十分显著。新进入榜单的图书或是主题出版，或是畅销作者/畅销系列的新作。

- ✓ 开卷信息的年度畅销书榜单中，2018年虚构榜中没有新书进入前10名，非虚构榜中有2本，分别是《梁家河》和畅销书作家大冰的《你坏》，少儿有1本，是“笑猫日记”系列的最新册《又见小可怜》。
- ✓ 京开研究院年度畅销书TOP10中，除热门财经作家达里欧的新作《原则》是2018年新书之外，其余均为去年甚至更早出版的品种。榜单TOP100中也只有12本图书为当年新书。
- ✓ 非零售市场畅销书榜单以国家主题出版为主，非主题图书只有中国出版的《新华字典》和《现代汉语词典》。

图 50、2018年开卷少儿类畅销书top10

图 51、2018年开卷虚构类畅销书top10

排名	书名	出版社	所属上市公司	上市日期	排名	书名	出版社	所属上市公司	上市日期
1	夏洛的网	上海译文出版社		201408	1	活着	作家出版社		201006
2	草房子	江苏少年儿童出版社	凤凰传媒	199807	2	解忧杂货店	南海出版公司		201404
3	小猪唏哩呼噜（上）	春风文艺出版社	出版传媒	200805	3	三体	重庆出版社		200801
4	狼王梦	浙江少年儿童出版社		200909	4	三体II-黑暗森林	重庆出版社		200805
5	小猪唏哩呼噜（下）	春风文艺出版社	出版传媒	200806	5	三体III-死神永生	重庆出版社		201011
6	窗边的小豆豆	南海出版公司		201012	6	平凡的世界(全三册)	北京十月文艺出版社		200901
7	小王子	天津人民出版社		201301	7	追风筝的人	上海人民出版社		200604
8	笑猫日记-又见小可怜	明天出版社	中文传媒	201801	8	摆渡人	百花洲文艺出版社	中文传媒	201505
9	我爸爸	河北教育出版社		200705	9	百年孤独(50周年纪念版)	南海出版公司		201708
10	了不起的狐狸爸爸	明天出版社	中文传媒	200903	10	围城	人民文学出版社	中国出版	201706

资料来源：开卷信息、太平洋证券

资料来源：开卷信息、太平洋证券

图 52、2018年开卷非虚构类畅销书top10

排名	书名	出版社	所属上市公司	上市日期
1	梁家河	陕西人民出版社		201804
2	习近平的七年知青岁月(平装)	中共中央党校出版社		201708
3	浮生六记	天津人民出版社		201509
4	红星照耀中国	人民文学出版社	中国出版	201606
5	你坏	湖南文艺出版社	中南传媒	201807
6	原则	中信出版集团		201712
7	天才在左 疯子 在右(完整版)	北京联合出版公司		201511
8	目送(插图新版)	广西师范大学出版社		201401
9	半小时漫画中国史(全新修订版)	江苏凤凰文艺出版社	凤凰传媒	201704
10	我们仨	生活读书新知三联书店	中国出版	201209

资料来源：开卷信息，太平洋证券

图 53、2018年京开研究院畅销书top10

排名	书名	出版社	所属上市公司	上市日期
1	红星照耀中国	人民文学出版社	中国出版	201606
2	浮生六记(全译本)	天津人民出版社		201509
3	活着	作家出版社		201006
4	原则	中信出版集团		201712
5	现代汉语词典(第7版)	商务印书馆	中国出版	201712
6	夏洛的网(新)	上海译文出版社		201408
7	平凡的世界(全三册)	北京十月文艺出版社		200901
8	新概念英语1: 英语初阶(新版)	外语教学与研究出版社		200301
9	解忧杂货店	南海出版公司		201404
10	三体(套装1-3册)	重庆出版社		201708

资料来源：京开研究院，太平洋证券

图 54、2017年非零售市场图书印刷册数top10

排名	书名	出版社	所属上市公司
1	中国共产党章程	人民出版社	
2	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	人民出版社	
3	新华字典(第11版)	商务印书馆	中国出版
4	全面从严治党面对面-理论热点面对面-2017	学习出版社	
5	十九大党章修正案学习问答	党建读物出版社	
6	党的十九大报告学习辅导百问	党建读物出版社	
7	习近平谈治国理政(第二卷)	外文出版社	
8	党的十九大报告辅导读本	人民出版社	
9	中国共产党第十九次全国代表大会文件汇编	人民出版社	
10	现代汉语词典(第7版)	商务印书馆	中国出版

资料来源：2017年新闻出版产业分析报告、太平洋证券

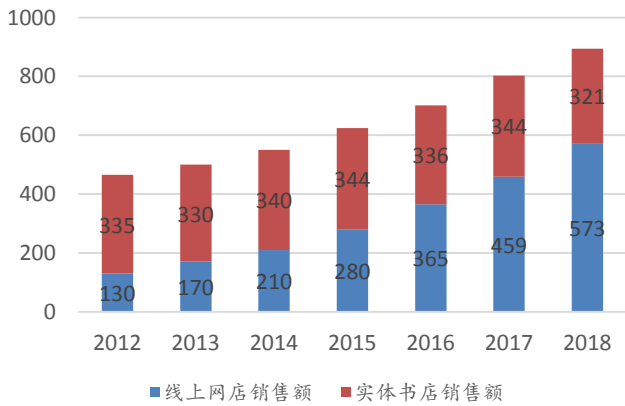
从图书零售市场呈现的二八现象以及新书贡献逐年下降的情况可以看到，消费者的购书习惯趋向保守，大家更愿意购买已经被市场承认的经典图书（即在畅销书榜单上的图书），而非新上市的书籍，畅销书榜单图书替换频率将持续走低。经过梳理，旗下图书进入畅销书榜单较多的上市公司有：**中国出版、中南传媒、凤凰传媒、中文传媒、出版传媒。**

四、线上渠道为主要驱动力，实体书店向文化空间转型

根据开卷信息数据，近年来线上渠道成为拉动一般图书发行的重要驱动力，在2016

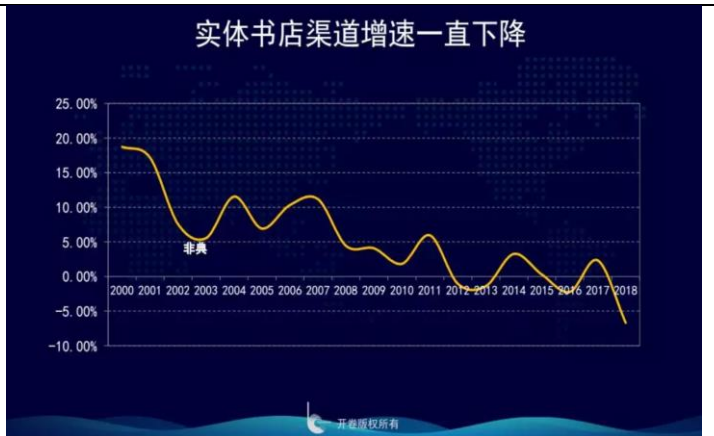
年首度超越线下的规模后，2018年线上发行规模已经是线下的1.8倍（573亿），保持增速24.7%的高增长。而实体书店渠道增速逐年放缓，自2012年首次出现负增长后持续萎缩，2018年实体书店渠道销量下跌6.69%至321亿。但对于线下渠道也无需过度悲观，由于2018年线上渠道平均折扣为62折，即实际销售额为355亿，与实体书店渠道差距不大。

图 55、线上发行市场规模逐年增大（单位：亿元）



资料来源：开卷信息、太平洋证券

图 56、实体书店销售增速逐年下降



资料来源：开卷信息、太平洋证券

国有出版集团仍以新华书店作为主要发行渠道，近年来随着电商的崛起，大部分公司均大力拓展线上渠道。国有出版上市企业中，新华文轩、中文传媒、出版传媒、中南传媒、中原传媒、凤凰传媒等，线上发行业务收入占比最高。新华文轩的线上收入已经占一般类图书发行总收入的57%，远远大于其余出版类上市企业。主要原因是其旗下直营电商“文轩网”的成功。

图 57、自营线上发行渠道已贡献业绩的上市公司

名称	图书发行线上收入	占比一般发行	2017年线上销售拓展	初次线上拓展
新华文轩	12.33	57.34%	互联网销售全国领先。本公司把握出版业电子商务发展趋势，打造了B2C的“文轩网”“九月网”，以及B2B的“出版物协同交易平台”。为进一步争夺线上销售市场，本公司搭建了以成都、天津、无锡为中心辐射全国的物流配送体系，着力加强商品组织、渠道运营、物流配送及商业技术开发等四大能力建设，发挥供应链整体优势。销售规模持续高速增长，在全国电商图书销售中排名第三、新华书店系统互联网销售中排名第一。新闻出版广电总局2017年出炉的相关信息，文轩网首次超越亚马逊，成为仅次于当当、京东的国内第三大图书电商	2016（上市）
中文传媒	7.86	38.00%	公司持续推进“电商标配工程”，旗下全资图书出版社全年电商销售码洋达7.86亿元，较上年增长38.38%。根据北京开卷信息技术有限公司数据统计，2017年整体市场销售中，中文传媒网店码洋占有率2.79%，全国排位第六位。	2014
出版传媒	1.33	31.60%	公司强力助推销售模式转型，加强线上销售渠道建设，通过丰富的线上营销手段，出版单位和发行单位线上销售均取得大幅增长。	2015
中南传媒	5.14	30.46%	积极拓展线上销售业务，通过当当、亚马逊、京东等品牌电商实现销售收入46.632.82万元，占一般图书销售收入27.60%；通过在淘宝、天猫等开设旗舰店，实现销售收入4.829.63万元，占一般图书销售收入2.86%。	2011
中原传媒	2.89	23.13%	云书网电商平台功能作用进一步放大，线上经营产品超过300万种，2017年度线上销售实现收入2.89亿元。	2013
凤凰传媒	3	15.38%	发行电商实现从1亿到3亿的跨越	2012
城市传媒	1	9.10%	网络出版发行公司提升专业化运营水准，形成主渠道运营、天猫直营和新媒体内容营销增值三个业务方向，年收入首次突破亿元大关。	2015
山东出版	0.1326	1.10%	借助“智慧书城”“新华网购”两个自建线上平台挖掘销售潜力。“智慧书城”在报告期内新增会员3.16万人，有效订单2.65万单，实现销售157.3万元；“新华网购”有效订单3.1万单，实现销售884.6万元，同比分别增长16.73%、8.63%。通过在天猫、京东等开设店铺，实现销售284.5万元。	2017（上市）

资料来源：2017年新闻出版产业分析报告、太平洋证券

线上流量红利的消退使线下流量重新受到重视。随着政策扶持力度的加大、资本的入局及消费者对线下场景体验需求的提升，实体书店正逐渐成为重要的线下流量入口。

近年来，购物中心逐渐同质化使书店成为其重要的差异化体验场景，多数地产商给予书店减免租金甚至补贴装修费等支持。根据赢商大数据统计，2012年至2015年间，入驻大型商圈的新型书店数量每年以7%-9%的速度增长，2016年至2018年增速达9%-11%。

2007年-2012年，民营书店大面积倒闭，2010年以来我国有近5成的实体书店倒闭（总数达1万家）。2013年，政府开始加大对实体书店的扶持力度，免去图书批发、销售环节增值税，拨款3亿支持实体书店。2014年实体书店销售额实现3%增长。到2016年，新型书店占新开实体书店的20%。

图 58、政策对实体书店的扶持力度加大



资料来源：中国政府网、太平洋证券

目前，多数实体书店采用“图书+X”的经营模式（X包括咖啡轻食、文创周边、文化活动等，甚至首饰珠宝、美容美发等多元化生活业态），未来随着运作的精细化和管理的文化，实体书店将持续向经营情怀的文化体验空间升级，从而实现更多的非图书类收入（这类收入利润率远超图书）。经过几年的发展探索，民营书店品牌言几又已经开始逐步对外输出品牌设计能力，帮助地产商、银行、酒店等打造定制空间，逐渐从民营书店向城市文化空间设计商转型。

图 59、新型书店重新定义阅读空间



资料来源：搜狐网、太平洋证券

图 60、言几又帮助商业地产打造文化地标



资料来源：Hi!设计、太平洋证券

通过与日本、美国的书店进行比较，我国书店业同样受到了来自电商平台、电子书阅读器的冲击，同时人工、租金等成本持续上升也给书店经营带来压力。但日本、美国的书店大多已经实现了盈利（不盈利的书店多数已经被市场淘汰，诚品亦是在不断汰弱留强中亏损15年后实现了盈利），主要原因在于他们更早开始进行转型升级，少数书店如日本的纪伊国屋书店更是从成立之初便确立了“书店+X”的经营模式。我国书店从2014年才逐步开始尝试转型，2016年新型书店迎来了爆发式的崛起。我们认为，随着持续转型升级，书店将重新成为人们重要的生活场景之一。随着商业模式的逐步成熟及落地，书店业务有望成为出版集团新的利润增长点。

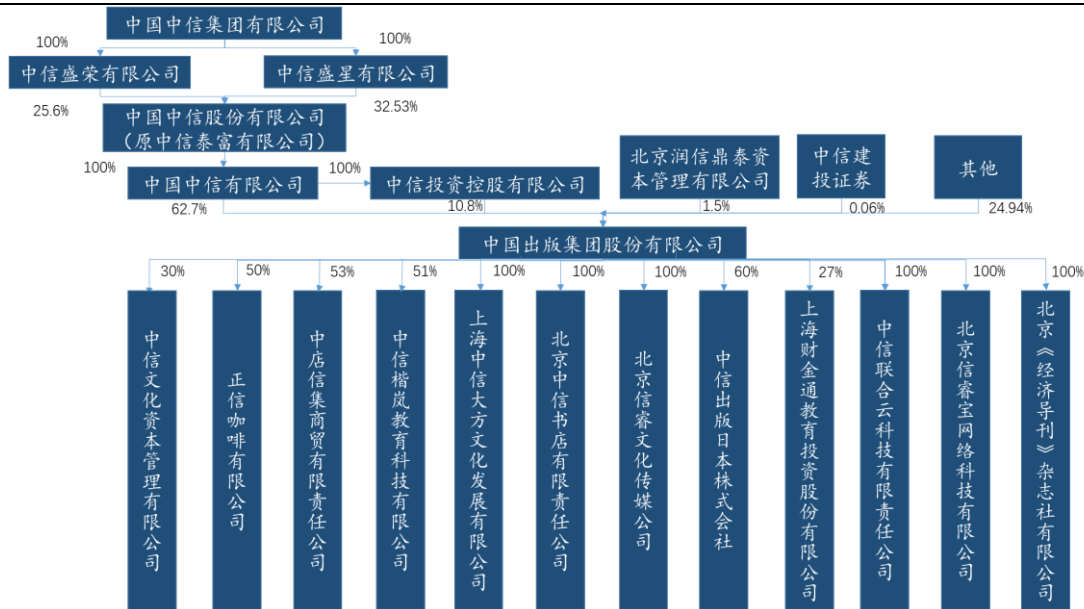
五、重点上市公司

（一）中信出版：一般图书龙头地位稳固，平台效应逐步突显

1、背靠中信集团，IP资源积累深厚

公司成立于1988年，前身为中信出版社，实际控制人为中信集团，直接控制人为中信有限。公司主营图书出版与发行、书店零售及其他文化增值服务，致力于以优质内容和创意资源垂直整合文化、生活、教育及娱乐等领域，打造以“内容+”为核心的优质知识产权服务生态集群，建立以用户为中心的立体知识服务体系和聚焦于都市人群阅读与文化生活需求的智慧生活服务体系，目前正逐步发展成为中国具有较强影响力和较大规模的综合文化服务提供商。

图 61、中信出版股权结构



资料来源：WIND、太平洋证券

经过30年的发展，公司逐步形成图书出版与发行业务、书店零售业务及其他文化增值业务三大业务。目前，公司已与国内外最优秀的作者建立了长期合作关系，在经济管理图书领域，公司处于绝对领先地位，出版了《21世纪资本论》、《从0到1》、《黑天鹅》等畅销书。公司自2015年开始发力少儿图书市场，定位于提供面向未来的少儿成长教育，目前正在童书市场建立了较高的品牌知名度。近年来公司少儿图书业务

营收快速增长，随着公司在童书市场份额及品牌度的持续攀升，未来也将持续受益于童书市场高增长的行业红利。此外，公司学术文化类图书以打造知识结构和认知系统，不断地进行内容创新，2019年上半年排名跃居第一。

公司平台效应逐步突显，新书出版能力逐步提升。2019H1，公司出版新书853种，同比增长61%；出版新书头部产品比例达到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%。

图 62、中信出版的三大主营业务

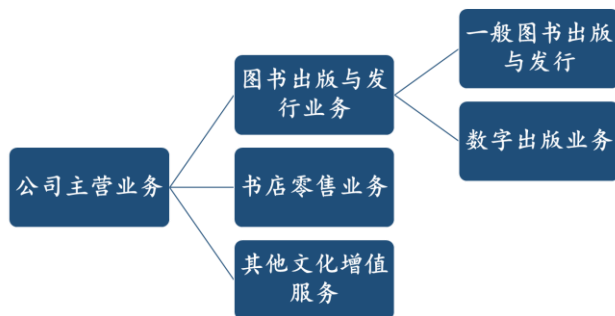


图 63、中信出版各细分图书类别近3年出版效率

图书类别	2016年	2017年	2018年
经济与管理	8.62	7.70	8.87
传记	6.17	4.33	4.21
少儿	3.96	3.01	3.02
文学	5.97	3.99	3.56
学术文化	10.82	14.89	10.83
心理自助	2.75	3.48	2.58
生活	5.47	5.68	6.67
艺术	6.97	4.96	4.52
整体	6.16	6.00	5.61

资料来源：wind、太平洋证券

资料来源：公司公告、太平洋证券

2、书店零售业务已覆盖全国大中城市主流消费人群，亏损持续收窄

公司书店零售业务以图书销售为主，同时销售数字、文创等产品，提供咖啡轻食等，利用多样化的文化活动为客户提供高质量服务。2019年前三季度公司书店业务实现主营收入同比增长超40%，净利润减亏明显。我们认为，随着选址及业务模式的持续优化，公司书店业务有望持续减亏。

公司书店零售业务主要以中信书店为载体，覆盖机场、写字楼、商业区和社区等场景，针对写字楼客群、都市人群及商务、旅行人群分别形成了城市商务型、城市休闲型、交通枢纽型三种类型书店。

- ✓ 机场店年覆盖客流 3.5 亿人次，以图书、文创为主要载体，上半年店面客单量同比增长 31%；
- ✓ 写字楼店通过推出服务商务人群的日常需求、打通线上和线下内容等特色经

营模式，目前已经全部实现盈利；

- ✓ 城市主题店利用自身具备的内容驱动、跨界资源整合能力，研发多场景的系列主题创意产品，打造主题场景书店。

图 64、中信书店类型

书店类型	目标客户	功能描述
城市商务型书店	写字楼客群	提供具有较高生活美学品味的文化产品的体验式消费服务，打造都市上班族的资讯速览站、茶歇空间、文化便利店。
城市休闲型书店	都市人群	打造独具文化特色的城市文化会客厅，以都市文化生活体验空间引领中国中产阶层生活消费。
交通枢纽型书店	商务人士及旅行达人	为商务人士及旅行达人提供最充实、最舒适、最高效的文化、创意产品体验区。

图 65、中信书店实景



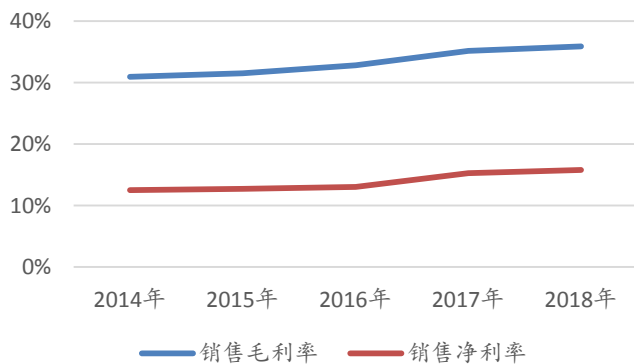
资料来源：招股说明书，太平洋证券

资料来源：招股说明书，太平洋证券

3、主业稳健增长、书店业务持续减亏，经营性现金流表现亮眼

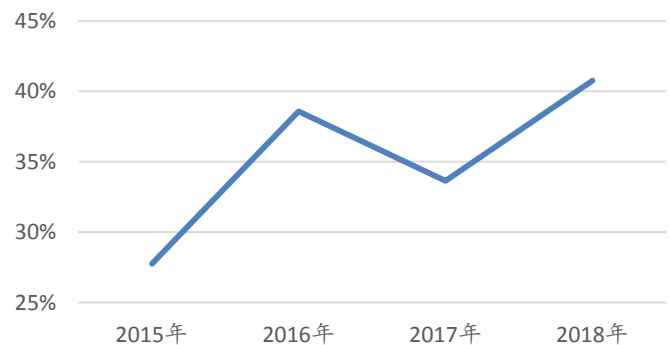
近年来，公司营业收入及净利润规模稳步增长，增速有所放缓，毛利率及净利率均稳中略升。2019前三季度，公司实现营收13.56亿元，同比增长22.45%；归母净利润1.75亿元，同比增长21.42%。公司业绩自2季度开始强势回升，3季度延续增势，归母净利润增速加速，Q1-Q3分别为-10.74%、42.53%和54.9%。

图 66、中信出版营收及增速



资料来源：wind、太平洋证券

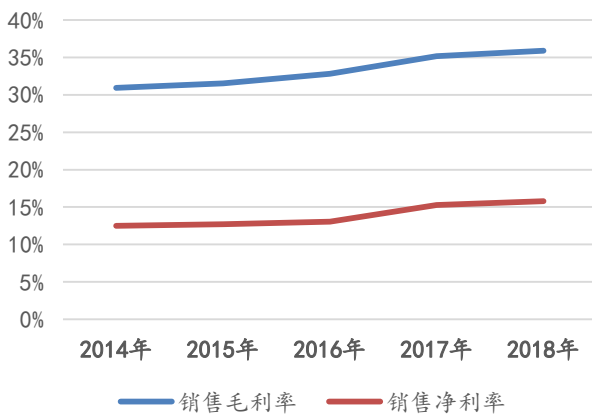
图 67、中信出版归母及增速



资料来源：wind、太平洋证券

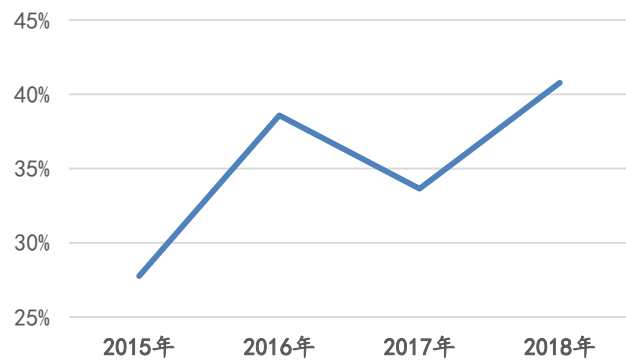
2019 年前三季度公司销售费用率为 20.06%，较去年同期提升 1.9pct，主要系零售门店租赁支出增加所致。管理费用率为 6.53%，较去年同期下降 1.45pct，公司管理效率进一步提升。此外，公司经营性现金流表现亮眼，2019 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 1.33 亿，同比增长 252%，主要系销售回款增加所致。

图 68、中信出版毛利率及净利率变化



资料来源：wind、太平洋证券

图 69、中信出版期间费用率变化



资料来源：wind、太平洋证券

4、梳理发展战略及主业赛道，公司转型进入全新阶段。

今年以来，公司加大改革力度，坚持把社会效益放在首位，以创新驱动发展战略调整整体主业“赛道”，以数字智能战略建立大众出版行业优势，全面改革组织结构和运行机制释放经营活力。公司主要业务部门调整为经管事业部、少儿事业部、阅读事业部、艺术文创事业部、IP 事业部、书店事业部和用户事业部，加快业务迭代和快速转型。以数据和平台化服务体系支撑业务发展，创新传统出版模式，同时实施 IP 战略、品牌战略和新营销战略。此外，公司在战略业务事业部推行职业经理人机制，全面启动事业合伙人制改革，并通过品牌、知识分享和平台优势吸引更多的优秀人才和资源，打造开放、创新、协同、高效的高水平专业队伍。

假设公司各项业务稳步推进，我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 2.59 亿、3.14 亿和 3.78 亿，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、24 倍。

（二）南方传媒：整合省内发行渠道，成长性可期

公司成立于2009年12月，实际控制人为广东省人民政府，第一大股东为广东省出版集团有限公司（持股比例达69.96%），于2016年2月在上交所上市。公司已经形成出版、发行、印刷、报刊、数字、投资等一体化完整产业链。

图 70、南方传媒股权结构

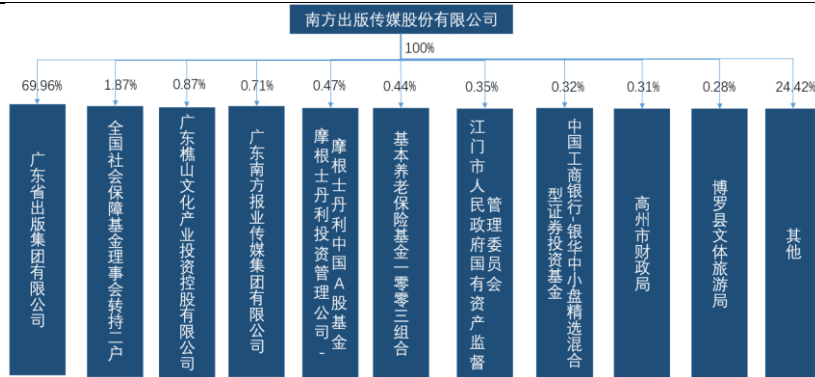
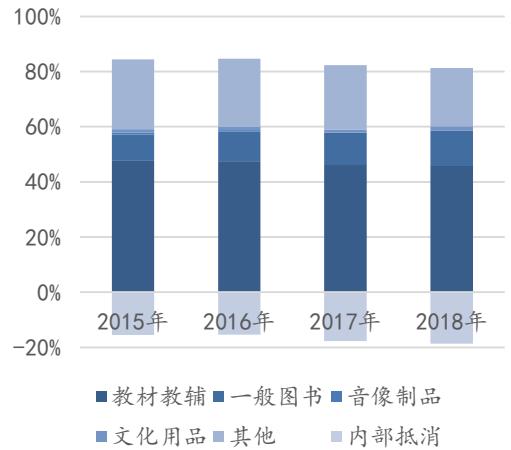


图 71、南方传媒主营业务营收结构



资料来源：wind、太平洋证券

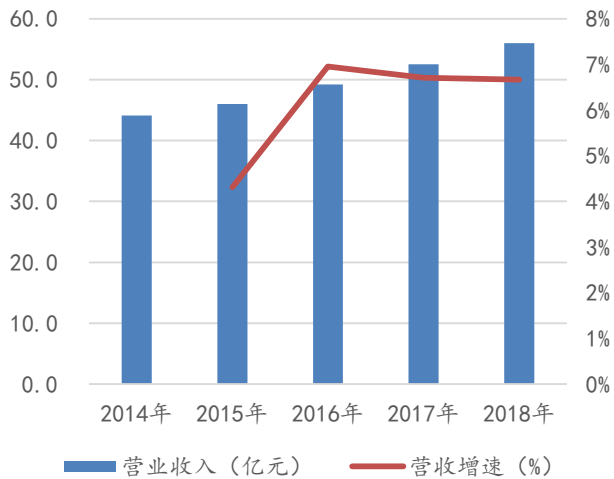
资料来源：wind、太平洋证券

1、公司地处人口、经济大省广东省，教材教辅业务具有天然优势

2018年，广东省常住人口数达1.1亿，居全国第一名。同时，近年来广东省人口持续呈现净流入，2018年人口净流入数量同样位居全国第一，达84.24万人。此外，2017年广东省的教育经费投入达3861万，在所有省市中排名第一。

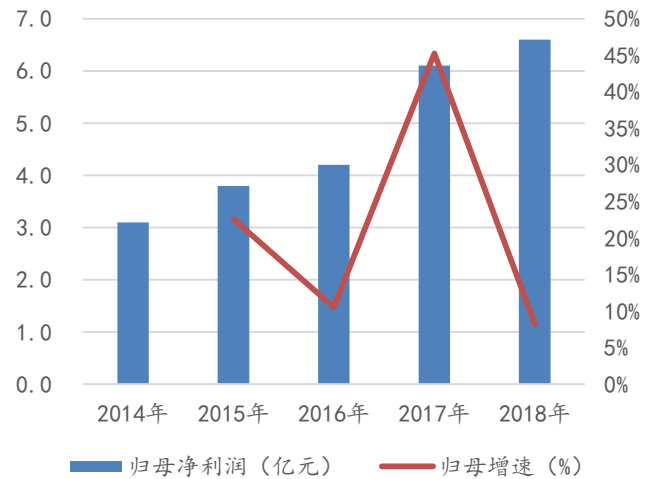
近5年，公司营收规模及净利润规模均实现稳步增长，但增速有所放缓。2018年，公司实现营收56亿，同比增长6.7%；实现归母净利润6.6亿，同比增长8.2%。2019年前三季度公司实现营收47.3亿元，同比增长17.92%；实现归母净利润6.08亿元，同比增长25.67%；实现扣非净利润4.37亿元，同比增长1.8%。

图 72、南方传媒营收规模及增速



资料来源：wind、太平洋证券

图 73、南方传媒归母净利润及增速



资料来源：wind、太平洋证券

语文、历史、政治使用人教版教材有利于公司市占率的提升。虽然公司粤版教材受到一定影响，但竞争对手亦然。2018年，公司人教版义务教育阶段、高中阶段教材市场占有率再创新高，分别为67.59%和70.23%。粤版教材营收通过新增其他科目品种，如《信息技术》、《创客教育》、《健康教育》等保持持续增长。

2、大股东受让广东教育书店，开启省内教材教辅发行业务整合之路

今年2月，公司发布公告，广东商贸所持有的“广弘资产”的51%股权将无偿划转至公司控股股东广版集团。广弘资产控股的上市公司“广弘控股”的全资子公司为广东教育书店，其主要业务为广东省内副科教材和教辅的发行，与公司主营业务范围存在较大关联性且公司为教育书店重要供应商，因此广版集团承诺将在广弘资产股权过户完成36个月内解决此同业竞争问题。我们认为，随着整合的深入，公司在广东省内教材教辅发行市占率将得到较大提升。

3、新媒体业务快速发展，投资业务表现亮眼

公司报刊业务坚持内容为王，推出时政力作，加快向广告自营转型。受益于子公司时代传媒的“时代财经”APP快速发展，2018年实现广告收入近3000万，2019Q3已签订广告订单额为6800万，已确认广告收入5929万，同比增长15%，在今年广告业景气较低的情况下实现了报媒广告的逆势增长。随着官媒价值凸显、读者对深度内容需求提升及公司对新媒体的进一步开发，公司报媒的广告业务有望保持快速增长。

公司投资业务亮眼，先后成功投资了广州银行（拟在深交所上市）、长城证券（已上市，2019Q3投资收益达1.19亿）、龙版传媒（参股龙版传媒后进一步推动落实了战略

合作实施计划)等项目。

我们预计公司2019-2021年营收分别为60.13亿、64.58亿和69.09亿，净利润分别为7.78亿、8.23亿和9亿，对应PE分别为10倍、9倍、8倍。

(三) 中南传媒：业绩反转已现，持续保持高分红

公司成立于2008年，已形成出版、印刷、发行、报刊、新媒体五大产业格局。公司实控人为湖南省人民政府，第一大股东为湖南出版投资控股集团有限公司（持股比例61.46%），2010年10月公司在上交所上市。

图 74、中南传媒股权结构

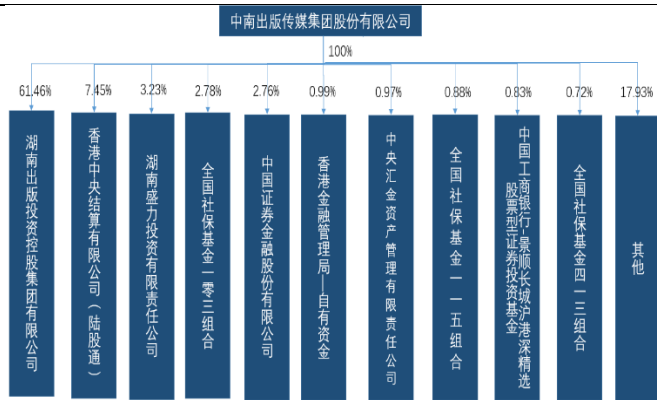
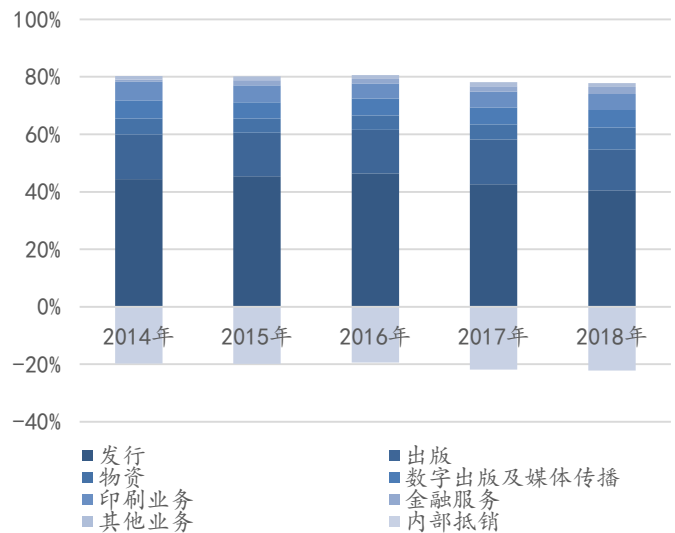


图 75、中南传媒主营业务营收结构



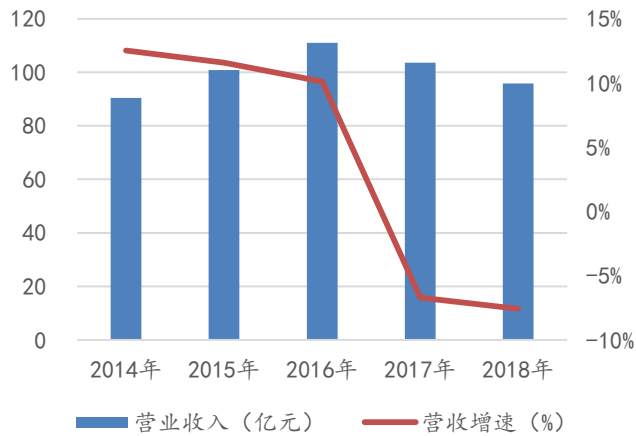
资料来源：wind、太平洋证券

资料来源：wind、太平洋证券

1、教辅新政造成业绩短期扰动，2018Q4已企稳回升。

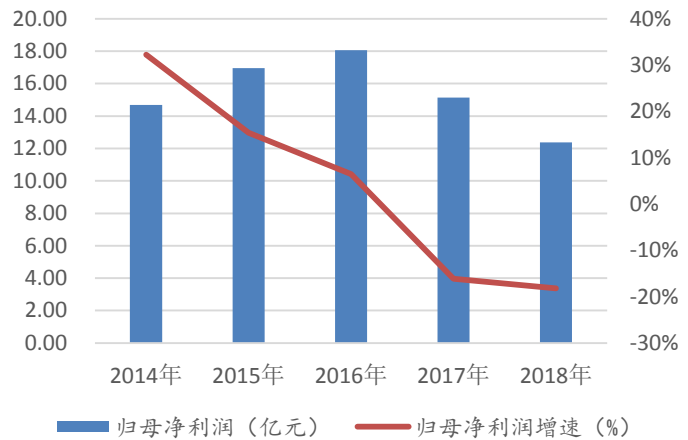
公司主营业务包括出版与发行业务、印刷与物资供应业务、媒体业务、数字教育业务及金融服务业务。其中，2018年出版与发行业务营收占比分别为73%、25%（未考虑内部抵消）。

图 76、中南传媒近5年营收规模及增速



资料来源：wind、太平洋证券

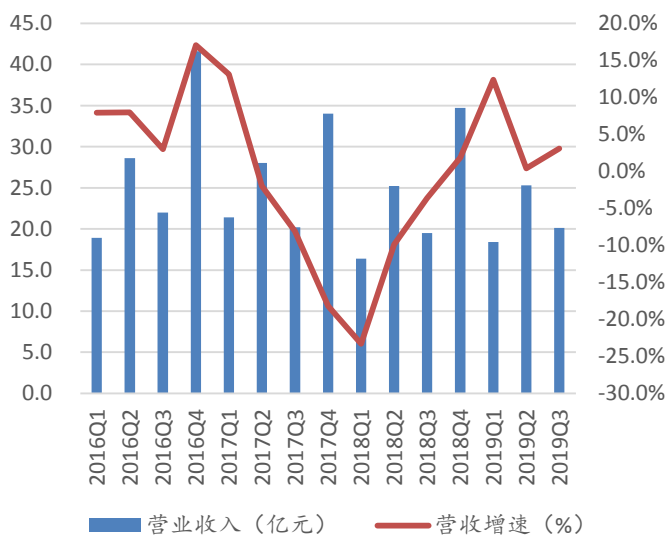
图 77、中南传媒近5年归母净利润规模及增速



资料来源：wind、太平洋证券

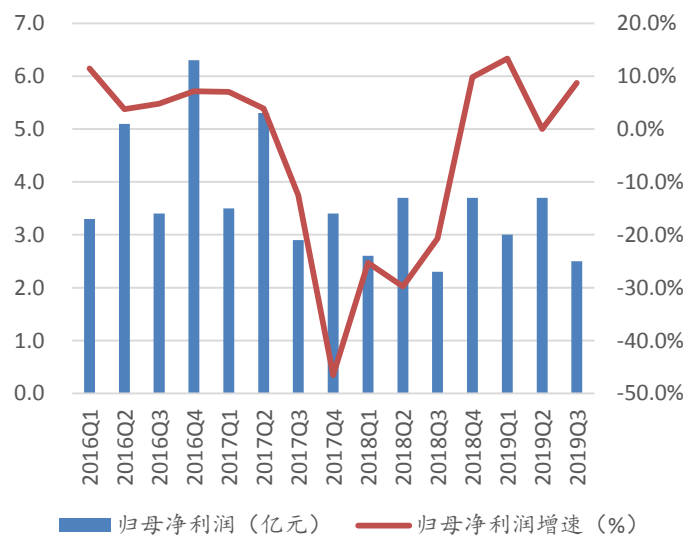
2018年公司实现营收95.76亿，同比下降7.57%；归母净利润12.38亿，同比下降18%，主要系受湖南教辅新政的影响，公司市场类教辅全年销售规模缩减。从季度环比数据来看，公司营收及利润自2018Q4开始企稳回升。

图 78、中南传媒单季度营收规模及增速



资料来源：wind、太平洋证券

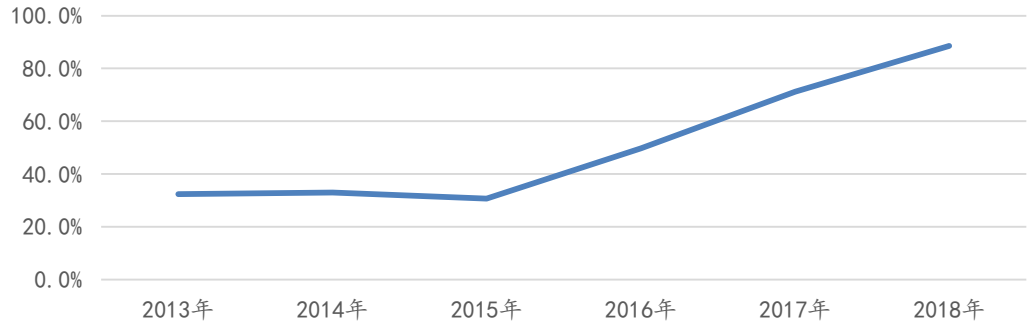
图 79、中南传媒单季度归母净利润规模及增速



资料来源：wind、太平洋证券

公司自2015年起分红比例快速增加且逐年提升，近3年均保持高分红比例。

图 80、中南传媒分红比例持续提升



资料来源：wind、太平洋研究院整理

3、公司产品能力突出，加快推进新业务布局。

根据开卷信息数据，2018年公司在全国综合图书零售市场的码洋占有率为3.1%，排名第二；在全国实体店图书零售市场的码洋占有率为3.69%，稳居第一方阵。细分市场作文、科普、艺术综合、文学板块排名第一，心理自助、传记板块排名第二，音乐、学术文化、古典文学板块排名第三。重要奖项、重点项目和重大出版工程等指标处于行业第一方阵。此外，公司加大实体书店建设力度，巩固发行能力。

公司深化IP运营，加快推进数字阅读和有声产品业务、推出湖南党政干部学习版Kindle、上线《金牌投资人》、《法医秦明2》等综艺节目及影视剧。持续推进融媒体业务，上线“红网云”平台、建设“红视频”项目、全国首创立体式户外千屏直播体系等。此外，公司还持续发力数字教育业务建设，天闻数媒已形成完整的“智慧教育生态树”业态布局、中南迅智稳步发展服务超170万考生、学校共育网已上线数千堂家庭教育课程等。

公司旗下财务公司表现亮眼，积极拓展同业存单业务，2018年实现营业收入4.18亿元，净利润3.14亿元，同比分别增长22.35%、51.45%。泊富基金强化行业研究与风险控制，报告期内共完成7个项目出资约1.7亿元，标的包括珠宝品牌世纪缘、早幼教平台本牛科技、外教口语培训领域阿卡索等。

我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为13.66/14.75/16.15亿元，对应PE分别为15倍、14倍、13倍。

六、风险提示

行业政策趋严风险、行业竞争加剧风险、行业技术升级变革风险、学龄人口红利消失风险、商誉减值风险等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售

张文婷

18820150251

zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。