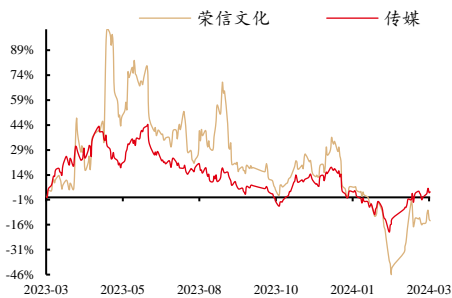


股票投资评级

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.58
总股本/流通股本(亿股)	0.84 / 0.54
总市值/流通市值(亿元)	17 / 11
52周内最高/最低价	48.35 / 12.82
资产负债率(%)	8.2%
市盈率	60.53
第一大股东	王艺桦

研究所

分析师: 王晓萱  
SAC 登记编号: S1340522080005  
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com  
研究助理: 刘静茹  
SAC 登记编号: S1340123090003  
Email: liujingru@cnpsec.com

荣信文化(301231)

少儿图书领军企业，数字化驱动 IP 价值重塑

● 投资要点

**少儿图书策划、发行领军企业。**公司主要从事少儿图书的策划与发行业务，在引进优质版权资源同时，持续强化原创能力。公司与英国编辑团队合作，陆续推出了《奇趣昆虫立体书》《神秘海洋立体书》和“乐乐趣揭秘翻翻书”系列等优质图书，在境内外少儿出版行业内树立了良好的口碑，确立了行业龙头地位。根据开卷信息，2023H1 公司在少儿图书零售市场图书公司中排名第二，实洋占有率为 2.30%。受行业需求复苏缓慢以及公司加大渠道、研发费用投入影响，经营短暂承压，后续伴随行业需求逐步回暖，以及公司强化短视频电商运营能力，业绩有望迎来修复。

**少儿图书市场向存量市场过渡，或将通过收购兼并提升集中度。**得益于 80/90 后家长对少儿教育认知程度提升，少儿图书市场蓬勃发展，2014-2022 年少儿图书市场零售码洋 CAGR 达到 11% (2014-2022 年图书零售市场码洋 CAGR 为 6%)。但受国内出生率下降影响，0-2 岁/3-6 岁/7-10 岁/11-14 岁年龄段图书销售陆续将受到冲击，少儿图书市场增速趋缓，逐步向存量市场过渡。参考美国综合性出版社企鹅兰登发展历程，其持续通过收购兼并扩大市占率。根据尼尔森数据，2015 年 7 月 1 日~2016 年 6 月 30 日期间，企鹅兰登在美国童书市场市占率达到 31% (第二名市占率为 11%)。随着美国大众出版业务增速放缓，企鹅兰登通过收并购实现全球范围内的本土化增长策略，保持营收稳定增长 (2016-2022 年营收 CAGR 为 3.6%)。国内少儿图书市场竞争格局较为分散，2023H1 公司在少儿图书市场实洋市占率为 2.30%，伴随存量市场下的行业竞争加剧，未来并购整合亦或将成为国内少儿图书龙头公司推进供给侧改革、保持业绩增长的有效方式。

**基于图书构筑少儿 IP 矩阵，多元开发有望打开变现空间。**公司凭借经验丰富的创作团队和强大的原创能力，持续开发创作自主版权图书，积累了丰富 IP 资源。公司 IP 主要分为两类：1) 少儿科普内容 IP，比如“乐乐趣揭秘翻翻书”以及“乐乐趣科普立体书”系列等；2) 少儿形象 IP：2023 年公司推出了由《小猪佩奇》《小羊肖恩》等全球大热动画编剧克里斯·帕克创作的《莉莉兰的小虫虫》，致力于打造大型跨国原创 IP。公司旗下少儿 IP 具有全球普适性和视频化基础，参照《十万个为什么》及小猪佩奇等 IP 的变现路径，以及公司旗下 IP 矩阵与之在内容属性或形象方面的相似性，我们认为未来公司有机会在 AI 视频工具及 MR 等技术的加持下，全面挖掘少儿 IP 在多模态沉浸式场景及各类衍生品中的商业价值。

**推进“一核两翼”战略，加速数字化业务转型。**为顺应数字化发展趋势，公司提出“一核两翼”核心战略规划，在主业提质增效的基础上，

内容生产端、消费者服务端推动图书产业链的变革。2023年8月公司对组织架构进行调整，增设数字中心业务，明确部门职能，加速数字化业务落地。在内容生产端，公司与金蝶、立邦软件合作，推出了协同出版系统，促进图书创作、生产过程的标准化、可视化、流程化、安全化和一体化，提高内容出版的质量和效率。在消费者服务端，公司依托强大的少儿图书资源推出了乐乐趣 AI 智能点读笔，并与科大讯飞合作，上线了“AI 声音定制”及阅读数据监测功能，提升了用户的阅读和服务体验。

● **投资建议**

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 2.79/5.16/7.64 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.45/0.78 亿元，EPS 分别为 0.12/0.53/0.92 元，对应 2024 年 3 月 15 日收盘价，PE 分别为 165/39/22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

经济复苏不及预期风险；行业竞争加剧风险；出生率持续下降的风险；版权合同到期无法续约风险；IP 变现不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	321	279	516	764
增长率(%)	-15.39	-12.81	84.66	48.08
EBITDA(百万元)	17	9	47	86
归属母公司净利润(百万元)	23	11	45	78
增长率(%)	-42.38	-55.02	324.33	73.66
EPS(元/股)	0.28	0.12	0.53	0.92
市盈率(P/E)	74.19	164.93	38.87	22.38
市净率(P/B)	1.88	1.90	1.82	1.68
EV/EBITDA	69.42	121.80	24.86	13.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 基本情况：少儿图书策划、发行领军企业.....	6
1.1 发展历程：立足少儿图书市场，深入推进数字化转型.....	6
1.2 股权结构：创始人夫妇集中控股，管理层持股共谋长期发展.....	7
1.3 财务分析：需求复苏缓慢致经营短期承压，加码短视频渠道激发增长新动能.....	8
2 角逐短视频流量赛道，兼并收购提升行业集中度.....	9
3 基于图书构筑少儿 IP 矩阵，多元开发打开变现空间.....	15
4 以“一核两翼”为核心，统筹内外资源加速数字化转型.....	17
5 盈利预测 .....	19
6 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司旗下品牌简介 .....	7
图表 3: 公司股权结构 (截至 2024.2) .....	8
图表 4: 公司管理层简介 .....	8
图表 5: 2018-2023Q3 公司营收及增速 .....	9
图表 6: 2018-2023Q3 公司归母净利润及增速 .....	9
图表 7: 2018-2023Q3 公司毛利率、净利率 .....	9
图表 8: 2018-2023Q3 公司四项费用率 .....	9
图表 9: 图书产业链 .....	10
图表 10: 中国图书零售市场码洋及增速 .....	11
图表 11: 中国少儿图书零售市场码洋及占比 .....	11
图表 12: 中国 2000-2023 年出生人口数量及增速 .....	11
图表 13: 中国 3-14 岁各年龄段人口数 (万) .....	11
图表 14: 2022 年少儿细分市场规规模及增速 .....	12
图表 15: 2014 年-2023 年 1-10 月少儿细分市场码洋结构变化 .....	12
图表 16: 科普教育相关政策 .....	12
图表 17: 各销售渠道增速情况 .....	13
图表 18: 2022 年少儿图书在各类渠道中实洋占比 .....	13
图表 19: 2023 年 1-10 月不同渠道少儿细分行业码洋结构对比 .....	13
图表 20: 各童书策划公司抖音官方旗舰店粉丝数量 (单位: 万, 截至 2024 年 2 月末) .....	13
图表 21: 公司各类型图书营收占比 .....	13
图表 22: 公司社群电商/主流电商营收占比 .....	13
图表 23: 企鹅兰登收并购事件梳理 .....	14
图表 24: 美国大众出版市场规模及增速 .....	14
图表 25: 企鹅兰登营收及增速 .....	14
图表 26: 2021 年少儿图书码洋占有率 .....	15
图表 27: 2022 年公司在各少儿图书市场实洋市占率及排名 .....	15
图表 28: IP 的分类 .....	15
图表 29: IP 的主要变现方式 .....	15
图表 30: 自主版权图书营收占比 .....	16
图表 31: 自主版权图书册数 .....	16
图表 32: 公司旗下热门 IP .....	16
图表 33: 公司最新原创 IP 《莉莉兰的小虫虫》 .....	16
图表 34: 《十万个为什么》多元内容形态 .....	17
图表 35: 小猪佩奇 IP 变现方式 .....	17

---

图表 36: 公司组织架构图 .....	18
图表 37: 乐乐趣点读笔功能介绍 .....	19

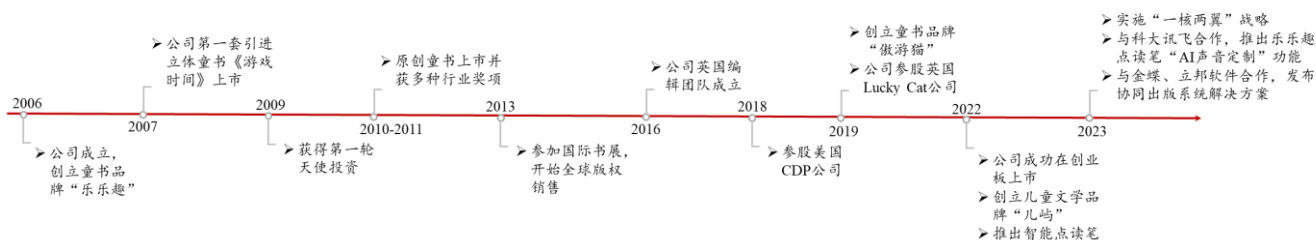
## 1 基本情况：少儿图书策划、发行领军企业

荣信文化主要从事少儿图书策划与发行、少儿文化产品出口业务，通过遴选全球优质版权和自主创作，打造了一系列适合 0-14 岁中国少儿阅读的图书，覆盖少儿科普百科、低幼启蒙、卡通/漫画/绘本、游戏益智、少儿文学等多个少儿图书领域，在境内外少儿出版行业内树立了良好的口碑。根据开卷信息，2023H1 公司在少儿图书零售市场图书公司中排名第二，实洋占有率为 2.30%。

### 1.1 发展历程：立足少儿图书市场，深入推进数字化转型

以立体书为起点，逐步扩张品牌矩阵，并积极投身数字化转型。公司成立于 2006 年，同年创立“乐乐趣”品牌，定位中高端少儿图书市场，以互动、立体童书为产品特色。为满足不同年龄段儿童的阅读需求，公司在引进优质版权资源同时，开始探索自主原创图书，2010-2011 年公司原创少儿图书陆续发布，并斩获多种奖项。2017 年公司以委托开发的模式与英国编辑团队合作策划少儿图书，并投资了美国的 CDP 公司和英国的 Lucky Cat 公司，加强原创能力，推出了《奇趣昆虫立体书》《神秘海洋立体书》和“乐乐趣揭秘翻翻书”系列等优质图书，积累了大量具有全球普适性的 IP 资源。2019 年，公司创立了面向大众消费市场的少儿图书品牌“傲游猫”，与中高端品牌“乐乐趣”形成互补；2022 年创立了定位 6-12 岁儿童虚构类文学的“儿屿”品牌，进一步丰富品牌矩阵，提升了公司在少儿图书市场的占有率。2022 年，公司成功登陆深交所创业板，成为“中国少儿图书第一股”。2023 年，公司推动实施“一核两翼”战略：“一核”即夯实现有图书策划与发行主业，借助互联网技术提高业务运行的效率和质量；“两翼”即分别从内容生产端、消费者服务端推动图书产业链的变革。围绕“一核两翼”，公司持续推进数字化转型进程，通过与科大讯飞合作，在乐乐趣点读笔的基础上推出了特色的“AI 声音定制”功能；并与金蝶软件、立邦软件携手，发布了协同出版系统解决方案，全面变革内容生产方式。

图表1：公司发展历程



资料来源：乐乐趣公众号，公司公告，中邮证券研究所

**图表2：公司旗下品牌简介**

定位	品类	图书	品牌	定位	品类	图书
中高端互动、立体书	0-2岁低幼启蒙		傲游猫	0-7岁大众市场	0-2岁启蒙教育	
	2-4岁低幼启蒙				2-5岁顺利入园	
	2-7岁乐趣绘本				5-7岁自信入学	
	少儿科普		儿岛	为6—12岁的孩子提供高品质的虚构类文学阅读	TEEN经典系列	
	高学龄和全学龄读物				万物有灵系列	

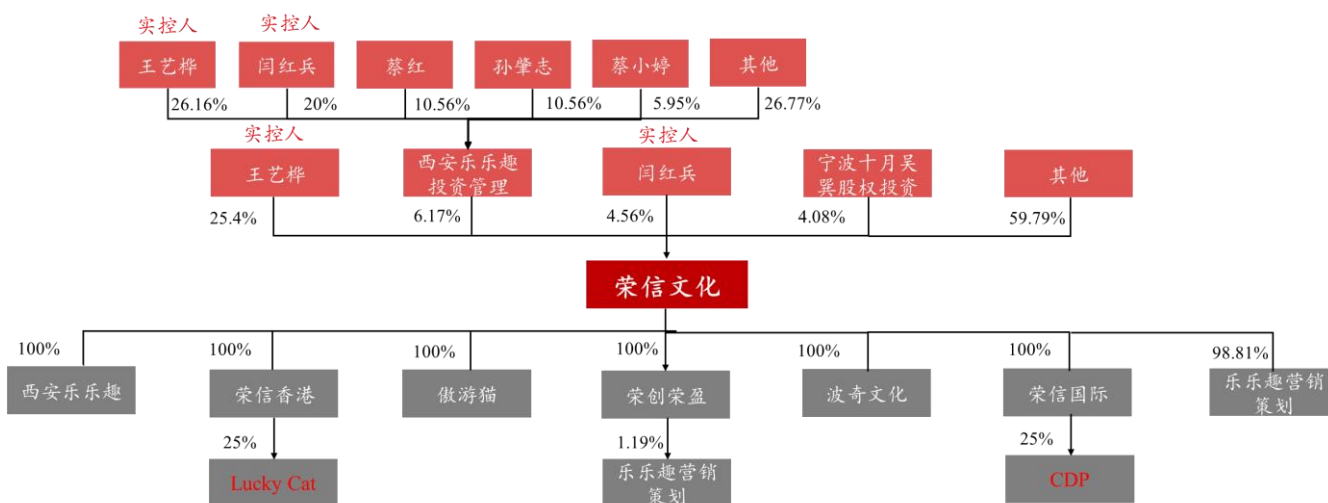
资料来源：乐乐趣公众号，公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 股权结构：创始人夫妇集中控股，管理层持股共谋长期发展

**股权集中决策高效，管理层持股绑定核心利益。**公司实控人为王艺桦、闫红兵夫妇，截至2023年末，二人合计持股32.81%，股权结构较为集中，有利于高效决策。副总孙肇志、副总蔡小婷、财务总监蔡红分别持股0.65%、0.37%、0.65%，管理层利益与公司发展绑定，管理层积极性可有效得到调动，确保公司长期战略顺利执行。

**投资海外出版公司，强化原创能力及国际影响力。**公司通过子公司荣信香港和荣信国际分别投资了英国出版公司Lucky Cat、美国出版公司CDP。Lucky Cat、CDP版权资源丰富，具有优秀的少儿图书策划能力和丰富的销售渠道网络，对公司引入全球版权资源、加强原创能力、及拓展境外市场形成良好补充。



**图表3：公司股权结构（截至 2024.2）**


资料来源：wind，公司公告，中邮证券研究所

**管理层行业经验丰富，团队稳定且合作高效。**董事长、总经理王艺桦为公司创始人，曾在广告及报业公司担任高管，管理经验丰富，并能够及时洞察文化产业发展趋势，把握公司战略发展方向。副总经理孙肇志、副总经理蔡小婷、财务总监及董秘蔡红等管理团队成员在公司任职多年，能够深刻理解公司业务布局，且历经较长时间磨合，合作高效。

**图表4：公司管理层简介**

姓名	职位	履历
王艺桦	董事长，总经理	1986年至1997年任西安市电影公司金鸡电影广告公司副经理；1997年至2006年任华商报广告部主任，副总编，总经理同时兼任华商数码股份公司总经理副董事长，华商报业管理委员会副主任主持日常工作；2006年至今任荣信教育文化产业发展股份有限公司董事长兼总经理。
孙肇志	副总经理	2007年加入公司，2011年至2014年任荣信教育文化产业发展股份有限公司监事，2014年至今任荣信教育文化产业发展股份有限公司董事，副总经理
蔡小婷	副总经理	2005年至2006年任西安冰点文化传播有限公司杂志广告运营主管；2006年至今先后任荣信教育文化产业发展股份有限公司广东办经理，巡展项目部经理，大客户部总监，区域总监，副总经理。
蔡红	财务总监，董事会秘书	1988年至1998任西安友谊集团公司出纳，会计，主管会计；1998年至1999年任深圳市大华会计师事务所审计师；1999年至2004年任西安市劳动保护用品有限公司财务科长，财务总监；2004年至2012年任陕西鑫盛世纪农业科技股份有限公司财务总监；2012年加入公司，现任荣信教育文化产业发展股份有限公司董事，董事会秘书，财务总监。

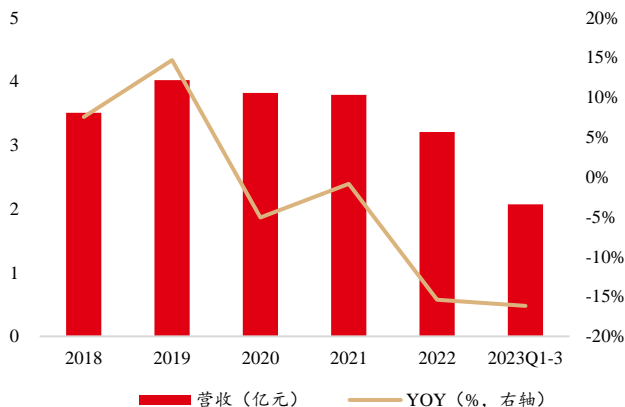
资料来源：wind，中邮证券研究所

### 1.3 财务分析：需求复苏缓慢致经营短期承压，加码短视频渠道激发增长新动能

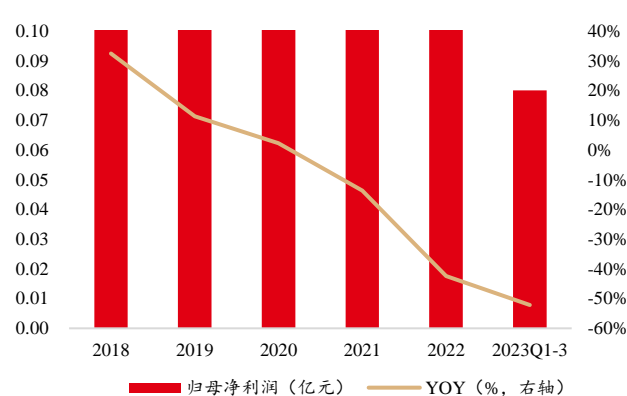
**消费复苏不及预期致经营短期承压，短视频渠道释放成长空间。**2020-2022年受疫情冲击，公司线下渠道销售大幅下滑，而重点推进的短视频电商渠道尚在探索期，销售表现不稳定，公司营收、利润均出现下滑。2023年受需求恢复放缓、大众消费趋向谨慎以及公司加大促销推广、研发投入等因素的影响，2023Q1-Q3 营收/归母净利润分别下滑 16.17%/52.16%。从渠道端



看，2023H1 公司线下渠道销售收入同比增长 1.32%，线上渠道销售收入同比下滑 14.28%，而同期全国图书零售市场短视频渠道仍然保持 47.36%的较高增长，随着公司对短视频电商渠道经营策略的积极调整，预计未来线上运营能力将有所提升。

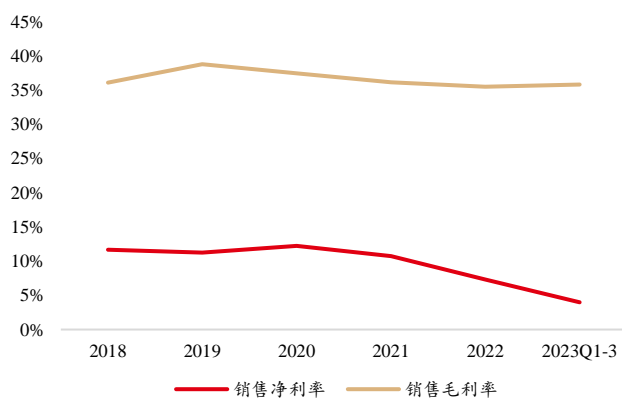
**图表5：2018-2023Q3 公司营收及增速**


资料来源：wind，中邮证券研究所

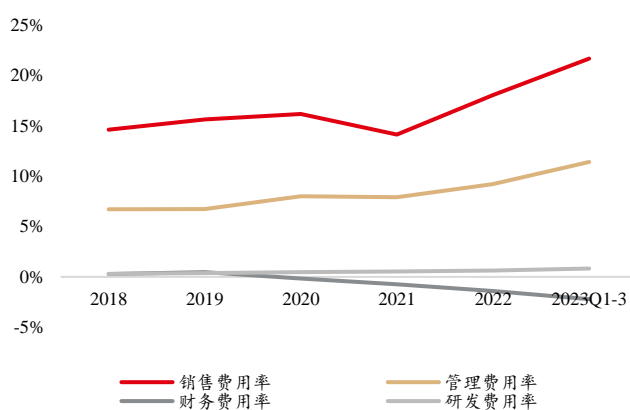
**图表6：2018-2023Q3 公司归母净利润及增速**


资料来源：wind，中邮证券研究所

**毛利率较为稳定，费用率有所增加。**公司毛利率水平较为稳定，大致维持在 35%-36%。期间费用率有所提升，其中销售费用率提升主要系公司加大直播带货力度，广告宣传费大幅增长，公司持续加大短视频渠道投入力度，预计对销售费用仍构成较高需求，随着后续短视频渠道运营效率的提升，销售费用率有望得到收缩；管理费用、研发费用较为稳定，收入下降导致相关费率略有提升，预计随着短视频营销效能有所体现，两项费用率将随之下降。

**图表7：2018-2023Q3 公司毛利率、净利率**


资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表8：2018-2023Q3 公司四项费用率**


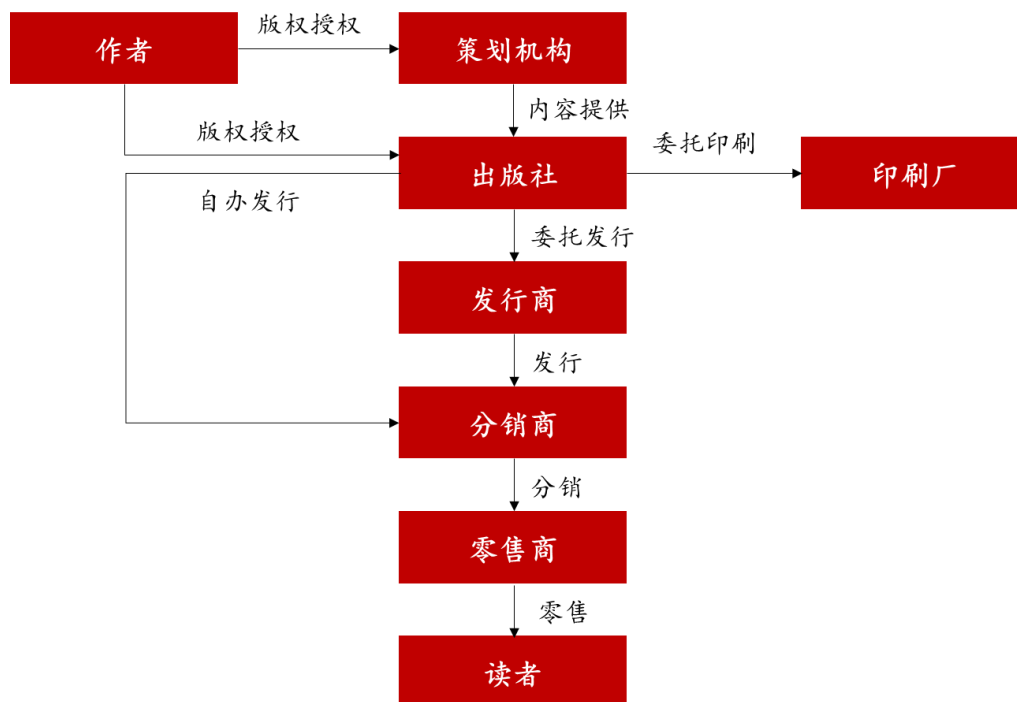
资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2 角逐短视频流量赛道，兼并收购提升行业集中度

图书产业链由策划、出版、发行、分销和零售五个环节构成，公司主要从事图书策划、发行。民营图书公司是图书策划环节的主体，出版社对自主策划或图书公司策划的作品进行报批，通过后可申请书号，并在国家新闻出版广电总局备案，之后再委托印刷厂进行图书印刷。发行商从出版社购入图书并进行分销，主要发行渠道包括省级新华书店发行集团、邮政系统、民营

发行企业、线上发行渠道等。分销商进一步分发给零售商，主要零售渠道为实体书店和线上渠道，实体书店包括新华书店、民营书店、跨界书店等；线上渠道包括当当、亚马逊、天猫、京东等。荣信文化主要从事图书策划、发行业务，公司将策划的图书授权给出版社，之后向出版社采购图书并通过线上线下经销商和自营直销渠道销售图书。

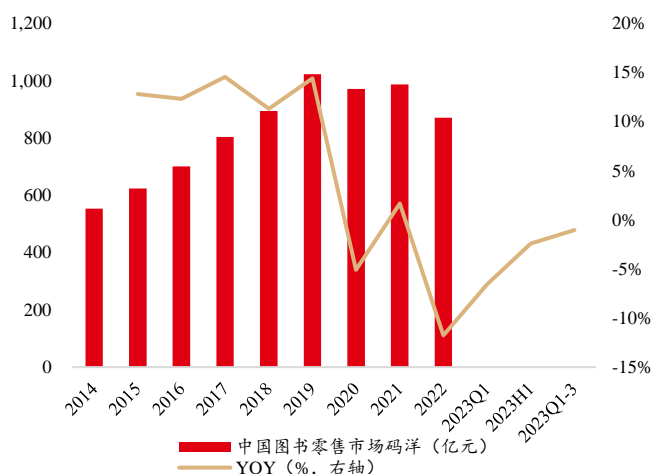
**图表9：图书产业链**



资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

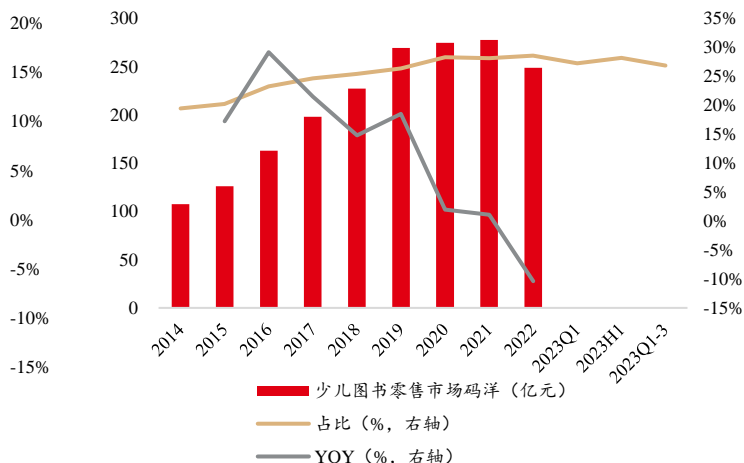
**少儿图书市场增速趋缓，向存量市场过渡。**近年来，得益于 80、90 后家长对儿童教育、亲子阅读等认知程度的不断提升，少儿图书市场蓬勃发展，2014-2022 年少儿图书市场零售码洋 CAGR 达到 11%，（2014-2022 年图书零售市场码洋 CAGR 为 6%），2022 年少儿图书零售市场码洋在图书零售市场总码洋中占比达到 28.58%。2020-2022 年受疫情影响，线下消费场景遇冷，图书行业整体增速下滑。2023 年前三季度图书零售市场同比下降了 1.04%，相比 Q1 及 H1 降幅进一步收窄，短期来看，修复态势有望延续。中长期看，2016-2017 年由于二胎政策放开等因素，出现了出生人口高峰，随后出生人口数量逐年下降，0-2 岁低幼图书销售率先受到冲击，后续会陆续波及 3-6 岁/7-10 岁/11-14 岁年龄段童书的销售。整体而言，中国少儿图书市场增速已渐渐趋缓，向存量市场过渡。

图表10：中国图书零售市场码洋及增速



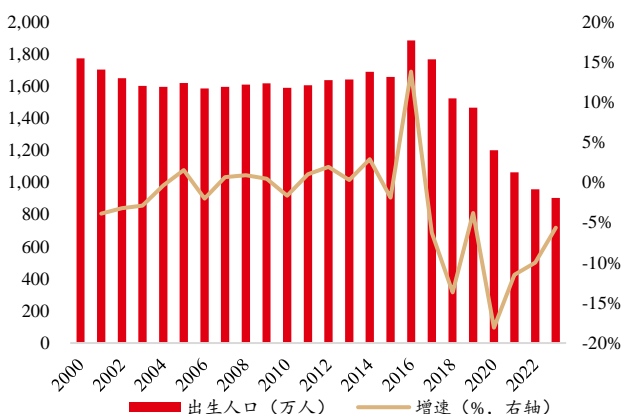
资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

图表11：中国少儿图书零售市场码洋及占比



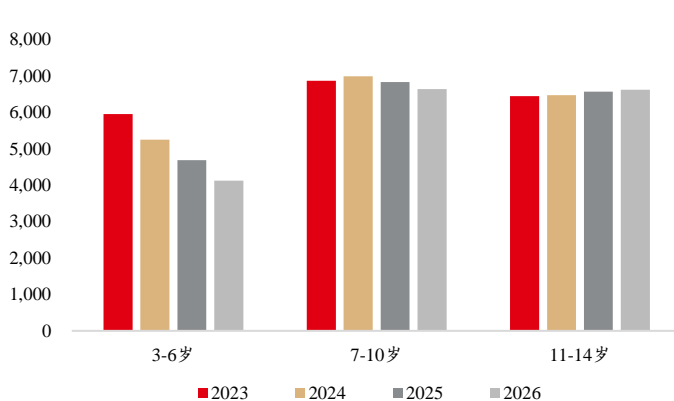
资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

图表12：中国 2000-2023 年出生人口数量及增速



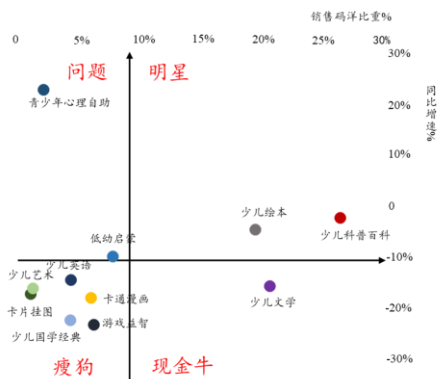
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表13：中国 3-14 岁各年龄段人口数 (万)

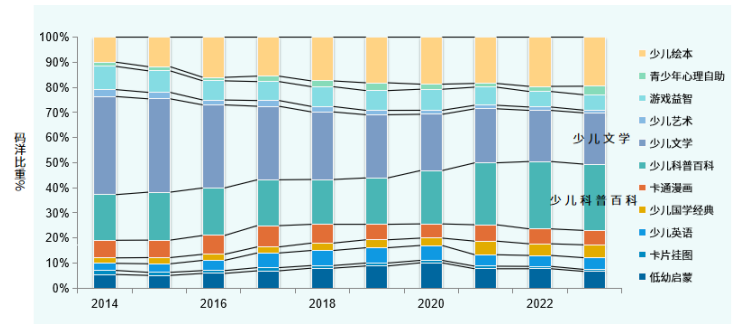


资料来源：wind，每日财经，中邮证券研究所

少儿科普百科成为潮流，占比有望进一步提升。世界强国兴衰变迁的历史表明，一国之国运国势系于对科学的正确认识、对创新的不断追求。创新成为决定国家、民族前途命运、生死存亡的重大问题，科学普及对创新有重要的支撑作用。习近平总书记开创性地提出“科技创新、科学普及是实现创新发展的两翼，要把科学普及放在与科技创新同等重要的位置”。近年来，科普普及相关政策密集落地，叠加 80、90 后父母的教育理念、国际科普图书的流行趋势折射等多种因素影响，少儿科普百科成为少儿图书市场的潮流，根据开卷数据，2023H1 少儿科普百科零售码洋在少儿图书市场零售码洋中占比达到 26.27%。随着人工智能与其他科技加速融合创新与聚变发展，人类社会正在逼近新一轮变革的临界点，科学普及活动的作用日益突出，且少儿科普和科技有着天然的联系，AI、VR、AR 等技术发展，能进一步促进少儿科普图书升级，使得少儿科普图书形式更为有趣，从而吸引家长购买。此外，短视频渠道的快速发展，也能提升高折扣低端科普书的销量。

**图表14：2022 年少儿细分市场规范及增速**


资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

**图表15：2014 年-2023 年 1-10 月少儿细分市场码洋结构变化**


资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

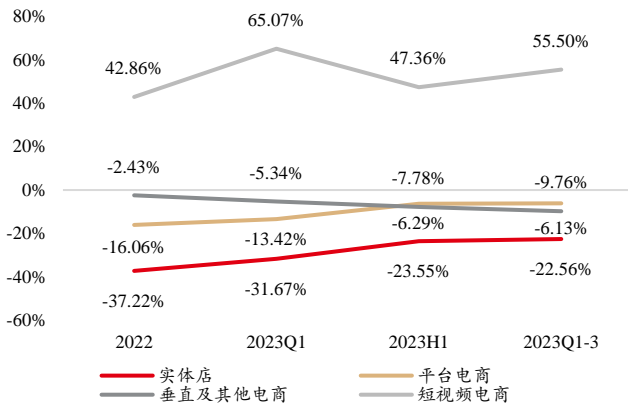
**图表16：科普教育相关政策**

政策	时间	颁布部门	内容
《国家自然科学基金委员会关于新时代加强科学普及工作的意见》	2023年9月	国家自然科学基金委员会	强调“将科普成果列入项目成果中”
《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》	2023年5月	教育部等十八部门	推动中小学科学教育学校主阵地与社会大课堂有机衔接，提高学生科学素质，培育具备科学家潜质、愿意献身科学研究事业的青少年群体
《基础教育课程教学改革深化行动方案》	2023年5月	教育部办公厅	持续深入开展科普教育,推动中小学定期开展科技节、科技小发明、科普读书、寻找最崇拜的科学家等活动，引导学生树立科学理想，积极开展科学创新实践活动。
《关于新时代进一步加强科学技术普及工作的意见》	2022年9月	中共中央、国务院	坚持把科学普及放在与科技创新同等重要的位置，强化全社会科普责任，提升科普能力和全民科学素质
《“十四五”国家科学技术普及发展规划》	2022年8月	科技部、中央宣传部、中国科协	坚持科普要“从娃娃抓起”，构建小学、初中、高中阶段循序渐进，校内、校外有机融合的科学教育体系。
全民科学素质行动规划纲要（2021—2035年）	2021年6月	国务院	激发青少年好奇心和想象力，增强科学兴趣、创新意识和创新能力，培育一大批具备科学家潜质的青少年群体，为加快建设科技强国夯实人才基础

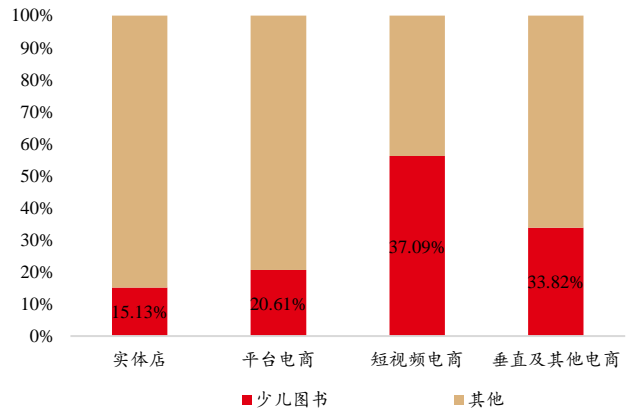
资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

结合国内少儿图书行业短视频渠道增长潜力以及海外少儿图书龙头公司发展经验，我们认为少儿图书策划与发行行业后续增长或将主要来自两个方向：

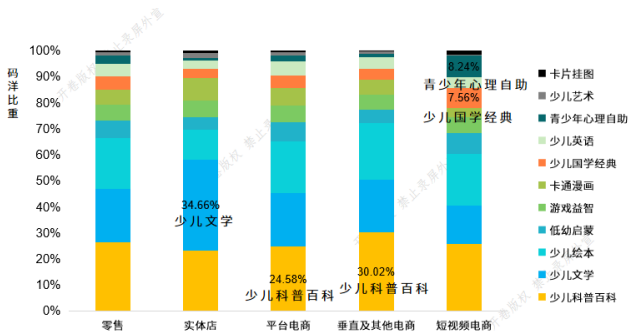
**1)提升短视频电商渠道销售能力。**少儿图书因拥有明确的应用场景，与短视频有较高的内容契合度，而短视频电商采用“直播带货+低折扣”方式带货，能够直击家长教育的痛点，比较适合少儿图书的销售。2023 年 1-2 月，少儿图书在短视频渠道实洋占比达到 37.09%，表现突出。线下图书销售渠道因沉浸式和场景化体验，具有一定的不可替代性，疫后线下渠道降幅收窄，但短视频渠道仍然维持高增，成为带动整体图书零售市场增长的主要动力。其中，少儿科普在短视频电商渠道中的码洋占比远高于其他品类。公司以少儿科普类图书为主（营收占比维持在 60%左右），线上销售渠道主要为京东、天猫、当当等电商平台，抖音、小红书等社群短视频电商仍在探索期，与此同时，抖音乐趣、傲游猫等图书旗舰店已积累一定粉丝量。2024 年公司开始布局全域营销，以抖音、小红书为两大抓手，充分发挥抖音平台短视频、直播以及小红书平台种草笔记的推广作用；同时，借助视频号、快手、地面实体店种草推广效果，最大程度上提高曝光度和知名度，公司传统货架电商渠道承接公域平台的外溢流量，实现销售转化。

**图表17：各销售渠道增速情况**


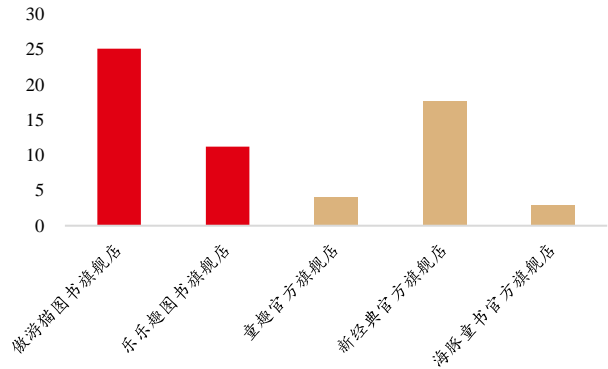
资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

**图表18：2022年少儿图书在各类渠道中实洋占比**


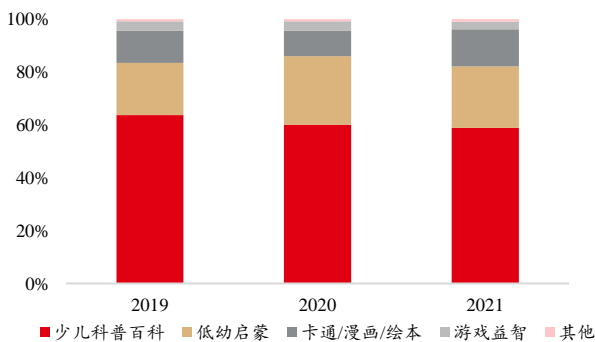
资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

**图表19：2023年1-10月不同渠道少儿细分行业码洋结构对比**


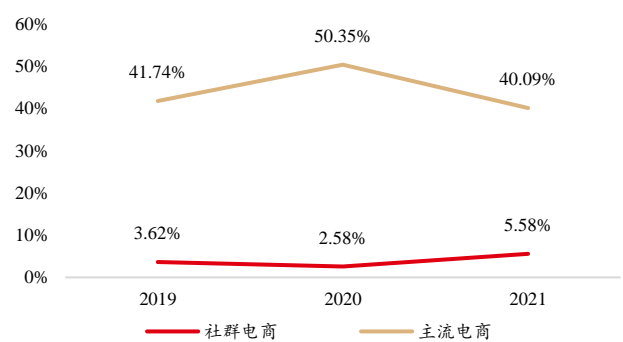
资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

**图表20：各童书策划公司抖音官方旗舰店粉丝数量（单位：万，截至2024年2月末）**


资料来源：抖音，中邮证券研究所

**图表21：公司各类型图书营收占比**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

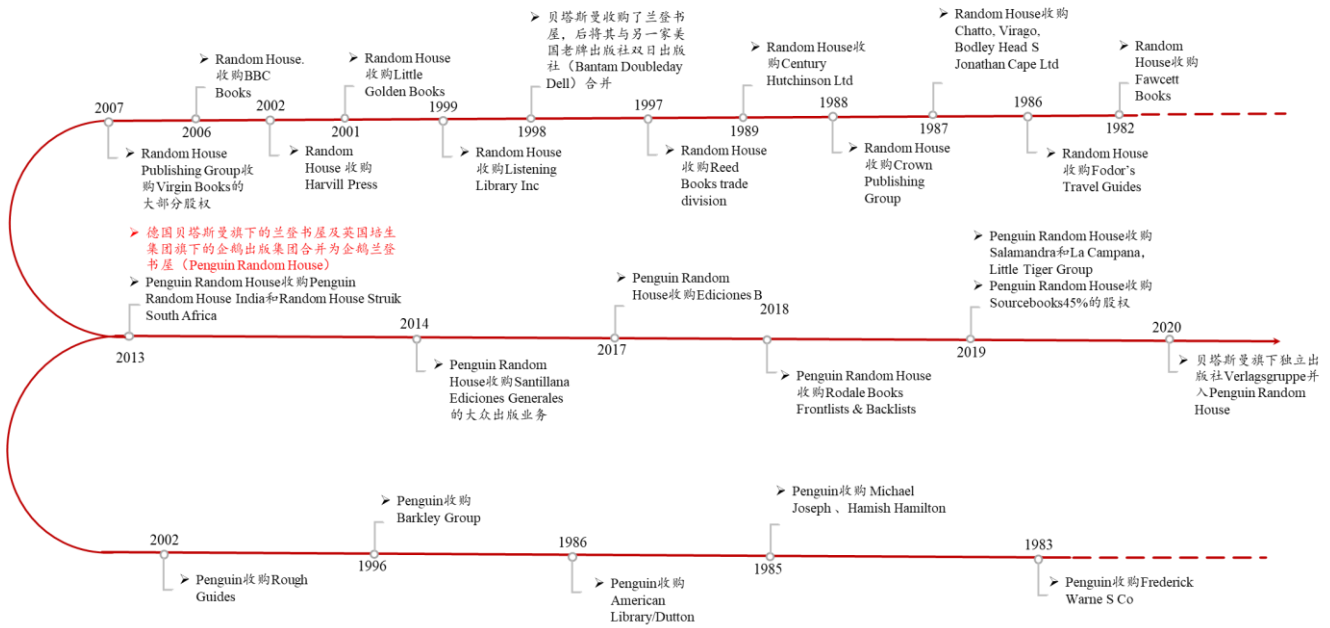
**图表22：公司社群电商/主流电商营收占比**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2)参照国外发展经验，通过并购、投资的方式提升市占率。以美国最大的综合性出版社企鹅兰登为例，兰登、企鹅出版社成立之后，分别通过收并购掌握了大量畅销书的独家版权，逐步发展壮大，2013年二者合并为企鹅兰登，市场地位进一步提升。根据尼尔森数据，2015年

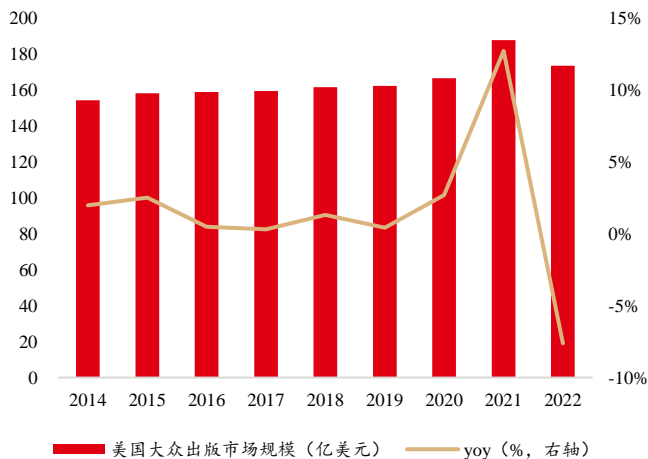
7月1日~2016年6月30日期间，企鹅兰登在美国主要童书出版社的市占率达到31%（第二名哈珀·柯林斯市占率为11%）。随着美国大众出版业务增速放缓，企鹅兰登通过收并购实现了全球范围内的本土化增长策略，营收稳定增长（2016-2022年营收CAGR为3.6%）。国内少儿图书竞争格局较为分散，2022年公司在少儿图书市场实洋市占率为2.59%（位列第二），伴随出生人口下降所带来的行业竞争加剧，未来并购整合亦或将成为国内少儿图书龙头公司推进行业供给侧改革、保持业绩增长的有效方式。

**图表23：企鹅兰登收并购事件梳理**



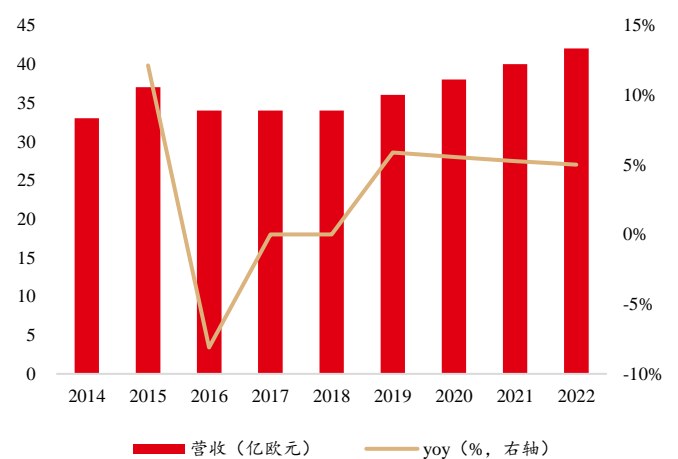
资料来源：企鹅兰登官网，中邮证券研究所

**图表24：美国大众出版市场规模及增速**



资料来源：美国出版协会，中邮证券研究所

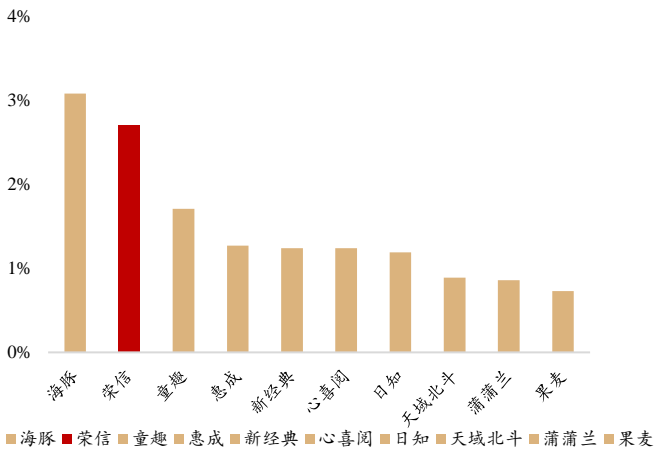
**图表25：企鹅兰登营收及增速**



资料来源：贝塔斯曼年报，中邮证券研究所

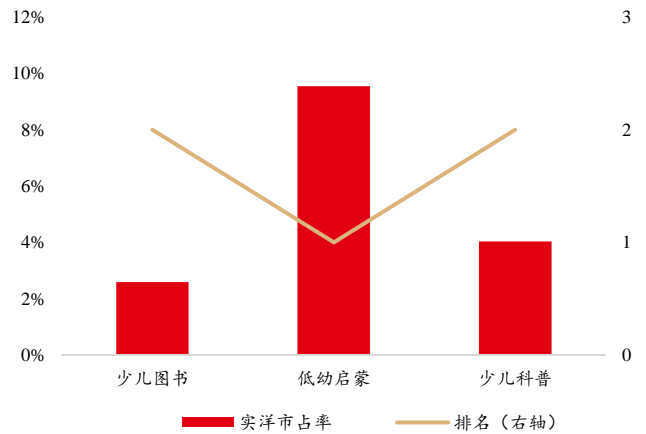


图表26：2021 年少儿图书码洋占有率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表27：2022 年公司在各少儿图书市场实洋市占率及排名

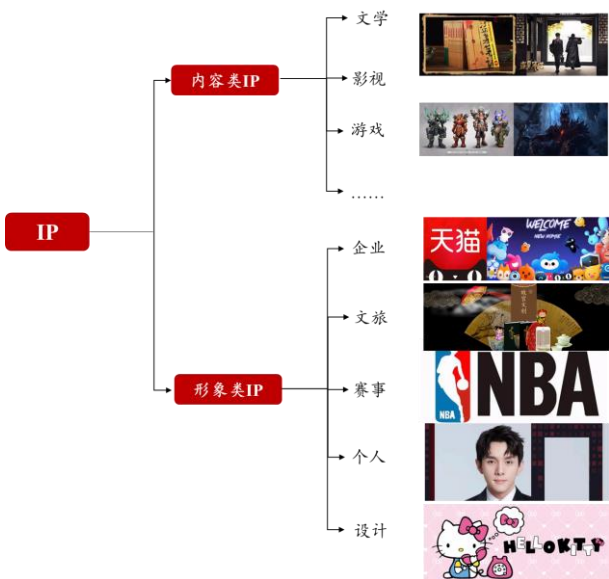


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3 基于图书构筑少儿 IP 矩阵，多元开发打开变现空间

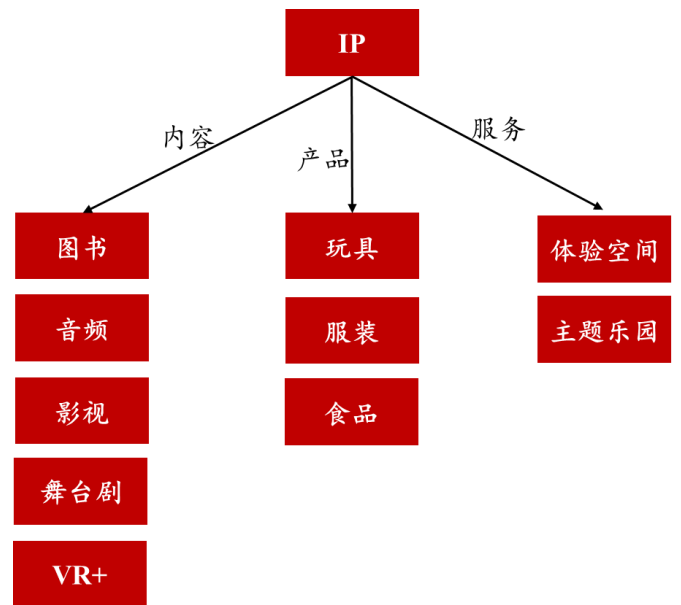
IP 分为内容类和形象类，变现方式主要为通过品牌授权或者自行开发等形式拓展新的内容形态、产品类型、服务形式等。内容类 IP 主要以原创内容为基础打造 IP 价值，比如原创的文学、音乐、游戏、动漫或影视作品等；形象类 IP 主要通过营销等方式将企业、文旅、赛事、个人、设计等人物形象 IP 化。IP 往往通过三类方式进行变现：1) 开发不同形态的内容，包括漫画、动漫、VR 游戏、剧集、综艺、电影、纪录片等；2) 打造线下体验生态，比如体验空间、主题乐园等；3) 通过授权等方式开发玩具、衣服、食品等周边衍生品。

图表28：IP 的分类



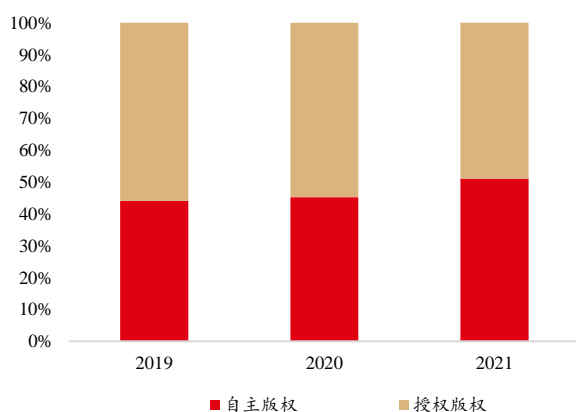
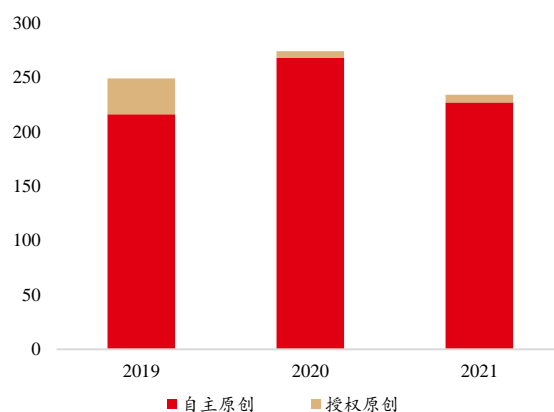
资料来源：广东省动漫行业协会，中邮证券研究所

图表29：IP 的主要变现方式



资料来源：亲子商业志，中邮证券研究所

基于图书原创能力，公司积累了丰富的少儿 IP 版权资源。公司凭借经验丰富的创作团队和强大的原创能力，开发创作了较多自主版权图书，2021 年公司自主版权图书营收占比为 51%，其中自主原创图书册数 227 册，占比达到 97%。由于产品受到国内外少儿图书消费者认可，公司积累了丰富的 IP 资源，兼具内容和形象：**1) 少儿内容 IP：**公司创意团队与英国编辑团队合作开发了自主原创的乐乐趣揭秘系列，包括《揭秘海洋》《揭秘汽车》还有《神奇植物立体书》等，相关产品凭借生动的互动表现形式，获得市场好评，2021 年实现营收 6968.51 万元。其中“乐乐趣揭秘翻翻书”系列自 2018 年面世已累计推出近 80 册图书，2022 年该系列图书全年热销 500 余万册。此外，公司还有“世界经典立体书珍藏版”系列以及《我们的身体》等热门系列书。**2) 少儿形象 IP：**2023 年公司推出大型原创 IP《莉莉兰的小虫虫》，其作者为《小猪佩奇》《班班和莉莉的小王国》《小羊肖恩》等全球大热动画的编辑克里斯·帕克，在保证内容质量的基础上，使其具备成为爆款的潜力。公司后续会根据小虫虫的形象和故事打造翻翻书、触摸书等各种形式的图书，以及贴纸、玩偶、书包等周边产品，提升小虫虫形象的认知度，打造大型跨国原创 IP，实现 IP 的多维度变现。

**图表30：自主版权图书营收占比**

**图表31：自主版权图书册数**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：自主版权包括自主原创和授权原创

**图表32：公司旗下热门 IP**


资料来源：京东乐乐趣官方旗舰店，中邮证券研究所

**图表33：公司最新原创 IP《莉莉兰的小虫虫》**


资料来源：新华网，中邮证券研究所

**多模态内容、衍生品、乐园等形式有望在未来重估公司现有少儿 IP 价值。** 1) 少儿内容 IP：以少儿科普 IP《十万个为什么》为例，少年儿童出版社独家授权大景文化和祺天文化借助

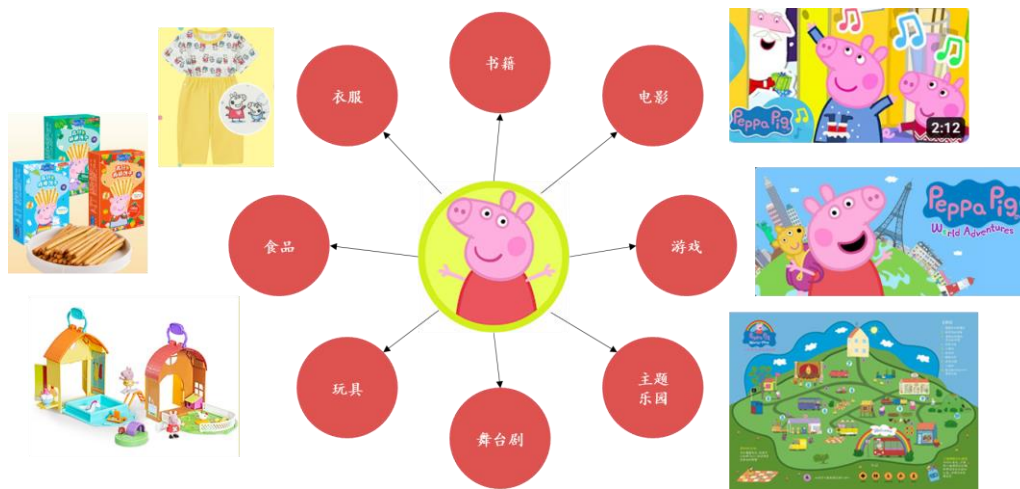
前沿舞台科技创作了《十万个为什么》舞台剧，联合喜马拉雅推出了《十万个为什么》少儿科普音频广播剧，联合抖音推出《十万个为什么》系列短视频。科技进步以及新媒体的发展丰富了少儿科普内容表现形式，强化了少儿科普内容 IP 转化力，伴随 AI、MR 等技术逐步成熟，少儿科普内容有望在多模态沉浸式场景下释放更广阔的想象空间。2) 少儿形象 IP：以小猪佩奇为例，除了动画电影等影视作品外，小猪佩奇 IP 商标持有者 eOne 还授权了优衣库、亿智食品等品牌开发食品、衣服等衍生品，授权了默林集团打造主题乐园等线下体验生态。公司旗下少儿 IP 具有全球普适性和视频化基础，参照《十万个为什么》及小猪佩奇等 IP 的变现路径，以及公司旗下 IP 矩阵与之在内容属性或形象方面高度相似，我们认为未来公司有机会在 AI 视频工具以及 MR 等技术的加持下，全面挖掘少儿 IP 在多模态沉浸式场景及各类衍生品应用中的商业价值。

图表34：《十万个为什么》多元内容形态



资料来源：宁波文旅消费，东方网，人民网，中邮证券研究所

图表35：小猪佩奇 IP 变现方式



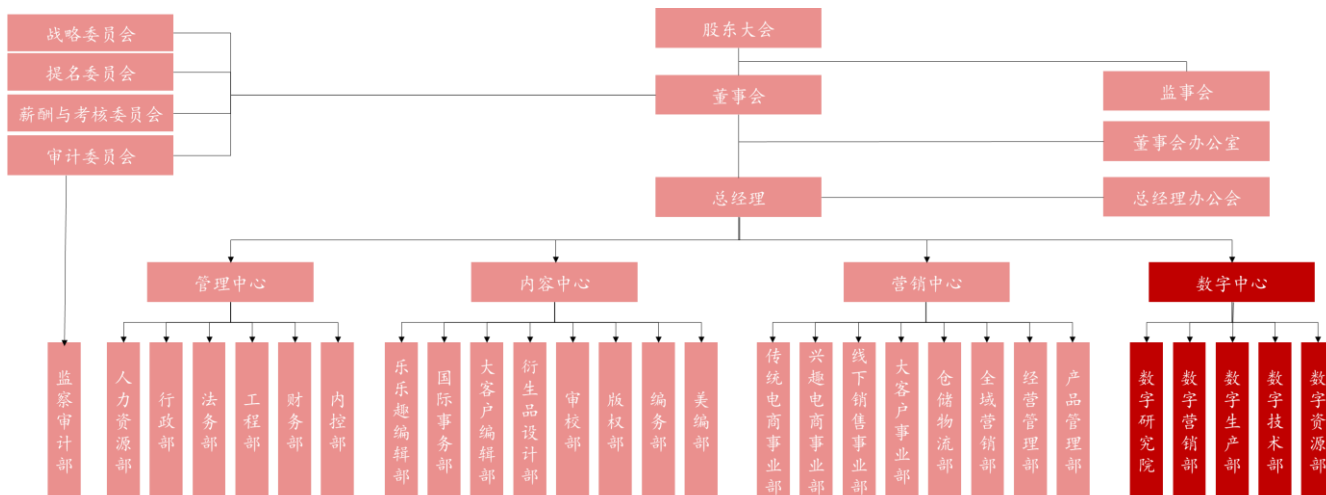
资料来源：前瞻产业研究院，Steam，小猪佩奇的玩趣世界官网，YouTube，京东，优衣库公众号，亿智食品公众号，中邮证券研究所

#### 4 以“一核两翼”为核心，统筹内外资源加速数字化转型

“一核两翼”规划推动数字化转型，成立数字中心加快转型步伐。2023 年中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，强调数字化转型是推动中国实现现代化的重要引擎，也是构建国家竞争新优势的有力支撑。顺应数字化发展趋势，公司提出“一核两翼”核心战略规划，一核”即夯实现有图书策划与发行主业，借助互联网技术提高业务运行的效率和质量；“两

翼”分别从内容生产端、消费者服务端推动图书产业链的变革。为了进一步推动“一核两翼”核心战略规划实施，2023年8月公司对组织架构进行调整，在原总经理下设的管理中心、内容中心、营销中心的基础上，增设数字中心，数字中心下设数字研究院、数字营销部、数字生产部、数字技术部、数字资源部共五个部门。数字中心的成立明确了相关部门职能，提高了经营效率，有利于加快内容生产端、消费服务端数字化变革以及新业务拓展步伐。

**图表36：公司组织架构图**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**主营业务：优化业务管理系统，实现提质增效。**公司将全面提升内部业务运行的数字化水平，通过优化业务管理系统，建立融合生产、管理和消费的数据中台，提升公司数据治理能力，搭建公司数据分析可视化体系，让业务管理过程“看得见，摸得着”，进而以数据反哺业务管理，提高业务运行的效率和质量。

**内容生产端：与金蝶、立邦合作，发布协同出版系统解决方案。**2023年8月公司与金蝶、立邦达成合作，基于荣信文化长期积累的出版行业业务能力和应用场景，并融合金蝶、立邦的优势及能力，三方共同打造了协同出版系统。协同出版系统涵盖包括选题、编校等整个图书的出版环节，实现图书的创作、生产过程标准化、可视化、流程化、安全化、一体化，提高内容出版的质量和效率。即使对于出版行业的新人，也可以基于管理看板明晰工作任务和进度，流程驱动各环节工作，高质量、高效率地完成本职工作的同时，沉淀、积累形成各个节点的知识库，进一步反哺、迭代提高每一道工序的标准和质量。此外，协同出版系统建立的统一文档安全管理体系，能够实现出版过程数据文件的规范管理，积累出版过程的数字资产。协同出版系统与公司内部使用的其他系统实现业务集成，构建了内容生产、业财管理一体化的数据体系，全面推动公司业务的数字化建设。

**消费者服务端：推出 AI 点读笔，携手科大讯飞实现功能升级。**2022年，公司依托“乐乐趣揭秘翻翻书”系列，“亮丽精美触摸书”系列等强大的少儿图书资源，推出了乐乐趣点读笔，帮助小朋友在趣味有声阅读中深入学习知识，点读笔还具有DIY录制点读贴、AI智能语音互动、本地音频播放、即时录音、AI智能阅读报告等功能，更利于小朋友培养阅读习惯。2023年公司和科大讯飞合作，利用“语音复刻”技术，推出了“AI声音定制”功能。AI语音定制功能可以让父母用自己的声音来生成点读包，从而帮助父母与孩子建立更多联结。公司将乐乐趣的



书和点读笔搭配销售，增加了内容的变现形式，进一步提高了图书销量。此外，点读笔作为触达用户入口，进一步帮助公司沉淀用户阅读数据，完善了会员服务链条。

**图表37：乐乐趣点读笔功能介绍**



资料来源：乐乐趣公众号，京东乐乐趣官方旗舰店，中邮证券研究所

## 5 盈利预测

伴随消费逐步修复，行业需求渐进回暖。公司持续加大自主版权图书开发，巩固竞争力，发力短视频电商，分享渠道红利，市占率有望逐步提升。此外，公司依托庞大的少儿图书 IP 资源，探索多模态沉浸式互动内容形式，挖掘 IP 价值，有望打开增长空间。

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 2.79/5.16/7.64 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.45/0.78 亿元，EPS 分别为 0.12/0.53/0.92 元，对应 2024 年 3 月 15 日收盘价，PE 分别为 165/39/22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

经济复苏不及预期风险；行业竞争加剧风险；出生率不及预期风险；版权合同到期无法续约风险；IP 变现不及预期风险。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	320.53	279.48	516.09	764.22	营业收入	-15.39%	-12.81%	84.66%	48.08%
营业成本	206.79	182.73	320.42	472.28	营业利润	-64.17%	-26.67%	324.33%	73.66%
税金及附加	0.49	0.36	0.67	0.99	归属于母公司净利润	-42.38%	-55.02%	324.33%	73.66%
销售费用	57.87	55.90	108.38	158.19	<b>获利能力</b>				
管理费用	29.48	32.14	42.84	49.67	毛利率	35.49%	34.62%	37.92%	38.20%
研发费用	2.06	2.52	3.10	3.82	净利率	7.30%	3.77%	8.66%	10.15%
财务费用	-4.51	-5.01	-7.14	-6.40	ROE	2.53%	1.15%	4.67%	7.50%
资产减值损失	-9.66	0.00	0.00	0.00	ROIC	1.05%	0.68%	4.05%	7.03%
<b>营业利润</b>	<b>16.70</b>	<b>12.25</b>	<b>51.96</b>	<b>90.24</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	10.60	0.00	0.00	0.00	资产负债率	8.24%	6.89%	10.78%	13.80%
营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.00	流动比率	11.51	13.78	8.57	6.64
<b>利润总额</b>	<b>27.27</b>	<b>12.25</b>	<b>51.96</b>	<b>90.24</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	3.86	1.71	7.27	12.63	应收账款周转率	3.31	2.92	4.50	4.99
<b>净利润</b>	<b>23.41</b>	<b>10.53</b>	<b>44.69</b>	<b>77.60</b>	存货周转率	2.32	1.88	2.89	3.47
归母净利润	23.41	10.53	44.69	77.60	总资产周转率	0.42	0.28	0.50	0.67
每股收益(元)	0.28	0.12	0.53	0.92	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.28	0.12	0.53	0.92
货币资金	630.18	581.24	556.53	602.93	每股净资产	10.96	10.83	11.33	12.25
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	98.58	93.16	136.19	169.83	PE	74.19	164.93	38.87	22.38
预付款项	21.32	36.55	44.86	47.23	PB	1.88	1.90	1.82	1.68
存货	144.99	152.28	204.71	236.14	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>902.30</b>	<b>866.88</b>	<b>949.96</b>	<b>1,068.03</b>	净利润	23.41	10.53	44.69	77.60
固定资产	21.48	20.71	19.91	19.11	折旧和摊销	5.17	2.24	2.44	1.82
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资本变动	-74.53	-16.05	-56.82	-17.62
无形资产	18.34	20.76	24.05	28.48	其他	10.77	-0.16	-0.16	-0.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>106.17</b>	<b>114.62</b>	<b>122.27</b>	<b>131.85</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-35.18</b>	<b>-3.45</b>	<b>-9.86</b>	<b>61.53</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,008.47</b>	<b>981.50</b>	<b>1,072.22</b>	<b>1,199.88</b>	资本开支	-4.11	-6.09	-7.87	-8.60
短期借款	0.00	-9.00	-12.00	-16.00	其他	0.36	-4.40	-2.22	-2.81
应付票据及应付账款	55.06	53.16	91.77	132.80	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3.74</b>	<b>-10.50</b>	<b>-10.09</b>	<b>-11.41</b>
其他流动负债	23.34	18.74	31.10	44.12	股权融资	491.62	-10.03	-1.93	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>78.41</b>	<b>62.90</b>	<b>110.87</b>	<b>160.92</b>	债务融资	-1.00	-12.98	-3.00	-4.00
其他	4.69	4.68	4.68	4.68	其他	-10.95	-12.04	0.16	0.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.69</b>	<b>4.68</b>	<b>4.68</b>	<b>4.68</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>479.67</b>	<b>-35.04</b>	<b>-4.77</b>	<b>-3.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>83.09</b>	<b>67.58</b>	<b>115.55</b>	<b>165.61</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>440.96</b>	<b>-48.94</b>	<b>-24.71</b>	<b>46.40</b>
股本	84.40	84.40	84.40	84.40					
资本公积金	625.86	625.86	625.86	625.86					
未分配利润	191.75	187.25	225.23	291.20					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	23.36	16.40	21.18	32.82					
<b>所有者权益合计</b>	<b>925.38</b>	<b>913.92</b>	<b>956.67</b>	<b>1,034.28</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,008.47</b>	<b>981.50</b>	<b>1,072.22</b>	<b>1,199.88</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048