

投资评级 **买入** 首次

## 出版行业专题研究：传递经典与新知

### 投资要点：

- **出版行业千亿大市场：**图书出版市场规模达 990 亿元，大类品种细分为大众图书、教材教辅、专业杂志三种。教材教辅需求经久不衰，一般由地方国有出版公司独占经营，行政垄断分省而治。大众图书的运作更为市场化，社科和少儿是最为重要的两大类，分别占据销售码洋的 20%、30%。
- **地方国有出版公司以教材教辅为基本，防御属性突出：**省级出版公司通常为省内教材教辅的单一采购来源，现金流稳定，普遍呈现低估值高分红特点。由于教材教辅实施政策性定价，提价空间被锁死，价格弹性有限。教材销量受制于学龄人口数量下滑、一科一辅等负面因素，长期展望并不明朗。从防御属性出发关注省份人口正增长、教材编写实力较强、净现金比例较高、股息率较高的中南传媒、凤凰传媒。
- **大众图书公司回归内容本源：**图书出版竞争格局分散，前三份额合计仅 10%出头。图书行业创新性不足，经典老书生命力极强，头部作品具有爆款效应。图书公司摸索出两条成熟的运作路径，一是以中信出版为代表的快速迭代、扩大优势品种数量；二是以新经典为代表的畅销+长销战略，依靠少数重磅作者的畅销系列打造长线竞争力。无论何种路线之下，优质内容的发掘和运营机制都是图书公司命脉所在，工作室改制、出版人平台、海外版权引进都是围绕内容战略的创新实践。最终结果都会反映在畅销书榜、出版效率和人效指标上，这些都是财务表现的重要落脚点。
- **增长瓶颈显现，破局需要跨品类扩张：**龙头书商中，中信出版长于经管，新经典长于文艺，在原有品类已触碰到天花板的现状下，双方都瞄准了少儿图书这一黄金赛道，少儿品类的成败将成为未来 5 年的胜负手。
- **估值体系分层：**出版行业适用两套估值体系，国有地方出版公司适用市净率或股息率估值，大众图书公司适用市盈率估值。地方出版公司估值持续压缩，根本原因是 ROE 进入了长期下降通道，没有看到盈利拐点之前 PE 估值无法提供安全感，只能锚定净资产或股息。大众图书公司通常拥有更高的盈利能力和更强的成长性，可以参照行业标杆中国出版来进行估值调整。

分析师:麦浩明  
Tel:18998532338  
Email:maihm3@foxmail.com

## 一、出版行业千亿大市场

据国家新闻出版署《2019年新闻出版产业分析报告》，2019年全国出版印刷发行服务实现营收1.89万亿元，总资产规模2.41万亿元，净资产规模1.22万亿元，**其中图书出版贡献990亿元营收规模，线上线下载七三开。**

图书出版市场可以细分为大众图书、教材教辅、专业杂志三类。其中大众图书又可以进一步划分为社科、教材教辅、文艺、科技、少儿、语言、生活休闲、综合图书8类。**社科和少儿是最为重要的两大类，分别占据销售码洋的20%、30%。**出版赛道的选择决定了成长性的巨大差异，2017-2019H1期间，文学类码洋同比增速为12.94%/-1.21%/-2.65%，少儿类码洋同比增速21%/14.5%/15.7%，社科类码洋同比增速16.9%/18.3%/19.2%，教辅类码洋同比增速15.2%/15.8%/16.1%，科技码洋同比增速45.4%/5%/5.6%，可见**文学类作品从2018年开始进入下行通道，少儿类和社科类成长动力较强。**

**国内出版集团分为国有和民营两大阵营。**中央级出版社主要包括中国出版集团、中国教育出版集团、中国科技传媒出版集团三大集团。省级出版社各省1-2家，如湖南的中南传媒、江苏的凤凰传媒、安徽的时代出版等，省级出版集团具有鲜明的地域垄断特征，在教材出版上具有独占优势。民营企业的经营重点在于大众图书领域，擅长于对优质内容进行发掘和策划、市场敏感度高，代表性公司包括新经典、读客文化等。

## 二、地方国有出版公司：教材教辅为主，防御属性突出

### 1、教材教辅为主，行政壁垒较高

省级出版公司在省内具有绝对垄断地位，通常为省内教材教辅的单一采购来源，各地的新华书店构成密集的发行终端网络，行政垄断赋予稳定的利润和现金流。

### 2、政策性定价，锁死提价空间

教材教辅具有公益属性，中小学教材实行政策性定价，采用成本加成定价方式，利润率稳定。具体定价公式为：教材零售价格=（印张单价×印张数量+封面价格+插页价格×插页数量）×（1+增值税率），国家发改委会同新闻出版总署规定印张中准价和浮动幅度，各省根据中准价确定具体执行标准，平均每3-4年调价一次。

教材有本版教材和租型教材之分，本版教材为公司自行组织策划、选题论证、组稿编辑、拥有专有出版权的图书，需要国家立项审批，自带知识产权，因而利润较高。租型教材一般是从人教社租入型板自行印刷和发行，并向人教社支付3%的租型费，实际操作中省外教材以强制租型的方式引入，是行政垄断的另一种体现。上市公司数据显示，本版教材毛利率为33%，租型教材毛利率为21.5%，本版教材市场规模为租型市场规模的1.7倍。实力较强的公司如中南传媒和凤凰传媒大量使用自编本版教材，并具有外向辐射的能力。

### 3、教材销量进入长期负增长区间

**由于提价受限，地方出版社的业绩驱动力主要来自于量而非价格。然而，教材销量直接取决于中小学学龄人口数量，持续下滑的出生率和学龄人口数量导致教材发行量增长式微。**

发展中国家走向发达国家的过程中大多面临生育率下滑的问题，即使国内放开二胎后也没有改变这个趋势。中国新出生人口的高峰在1990年前后出现，其后一路下滑，仅在2016年放开二胎首年有小幅反弹。**筛选投资机会首先关注人口基数大的省份，譬如新出生人口较多的大省广东、山东、河南等，2018年新出生人口均在百万人以上。其次关注省际人**

**口流动**，人口流动整体趋势是向东部沿海省份迁移。综合两个因素关注广东、浙江、山东的出版公司，规避人口流出的东北三省。

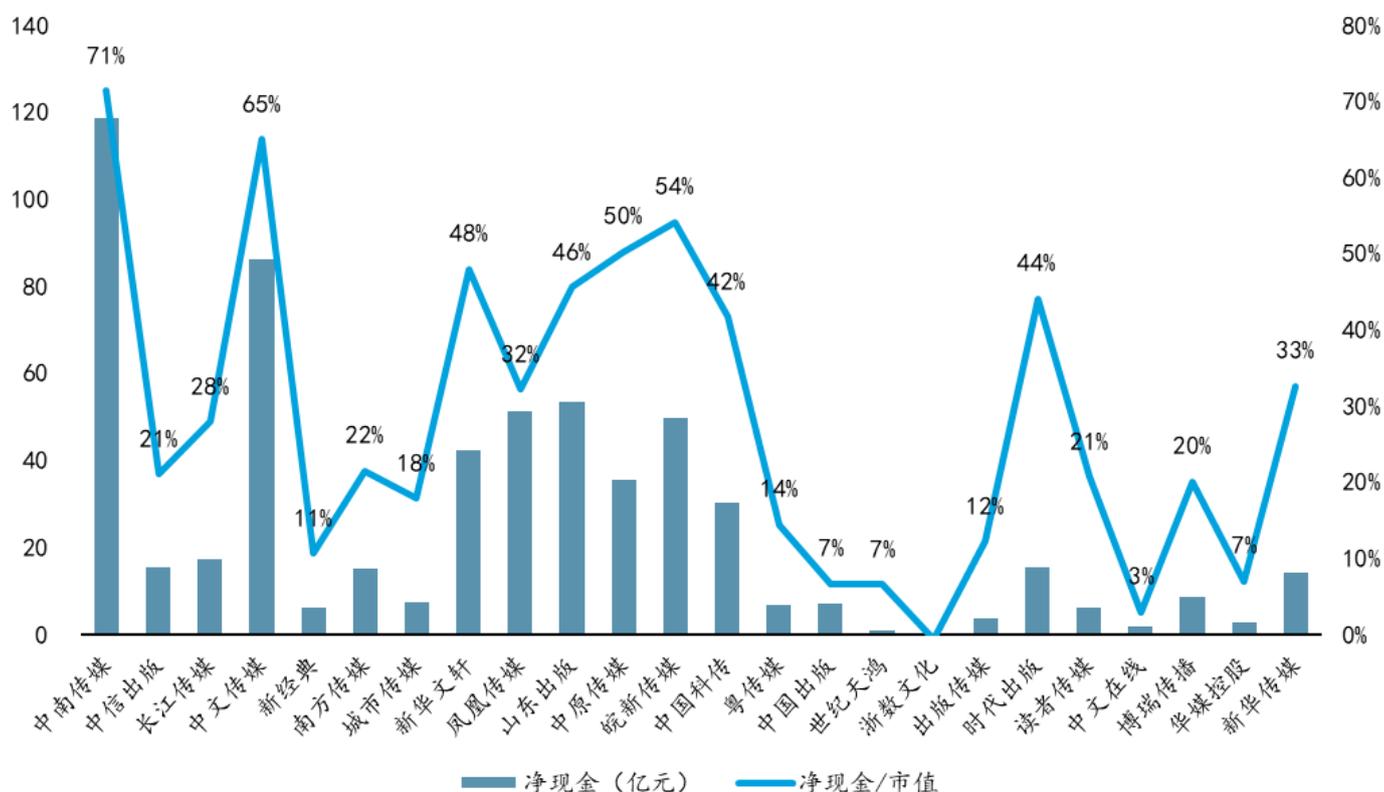
**表 1 规避人口负增长省份**

人口正增长省份		人口零增长省份		人口负增长省份	
广东	南方传媒	上海	新华传媒	辽宁	出版传媒
安徽	皖新传媒	山东	山东出版	甘肃	读者传媒
安徽	时代出版	山东	城市传媒		
江苏	凤凰传媒	河南	中原传媒		
湖南	中南传媒	湖北	长江传媒		
四川	新华文轩	湖南	中南传媒		

#### 4、零负债、净现金、高分红——防御首选

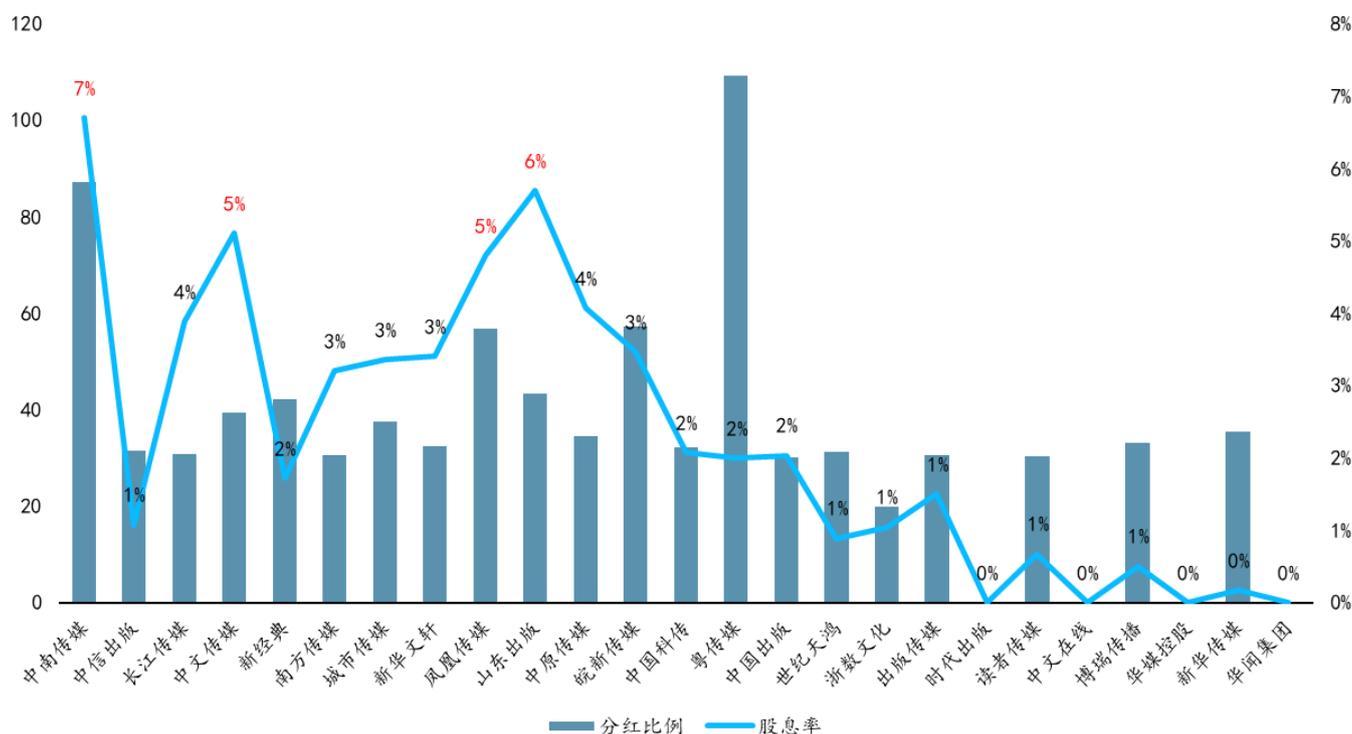
国有出版公司轻资产运作、垄断经营的特点体现在财务报表上是近乎于零的有息负债和庞大的货币资金规模。以行业龙头中南传媒为例，公司市值 166 亿元，账上净现金竟有 119 亿元，净现金占市值的比例超过了 70%。

**图 1 出版公司净现金比例较高**



高额现金规模的去向主要有二，一是分红，其二是对外投资非出版业务。股息率最高的一档公司是中南传媒、中文传媒、凤凰传媒、山东出版，2019 年分红比例在 50% 以上，股息率在 5%-7% 之间。

图 2 地方国有出版公司股息率较高



## 5、多元化尝试多以失败告终

主业增长乏力，出版公司自然考虑开发第二主业，投资案例大部分都不会跳脱出传媒大行业，多数集中在影视及游戏领域。譬如江西省出版集团旗下的中文传媒，2014 年以 26.6 亿元对价收购游戏公司智明星通，收购后公司业绩走上快车道，2014 年上线的策略游戏《列王的纷争》峰值流水近 4 亿，挑战 IGG《王国纪元》的全球策略手游的领导者地位。智明星通营收从 2014 年的 9.3 亿元快速攀升至 2017 年的 40 亿元，净利润从 1.3 亿元上升至 7.6 亿元，顺利推动中文传媒业绩翻番，但其后新游戏进展缓慢，业绩可持续性较差。又如安徽省的皖新传媒，确立“传统主业提升与转型、资本市场与实体经济两轮驱动”的战略，频繁开展多元化收并购活动，先后发起对法国凤凰书店、新世界出版社、沪江网英语网校、蓝狮子出版社、巴九灵文创（吴晓波频道）的收购。

总体来说国有出版公司的转型缓慢且成功率较低，一方面是动力不足，传统业务没有竞争威胁，轻松维持 10% 以上净利率；另一方面是能力不足，既有优势来自于政策护航，一旦进入游戏、影视等内容制作行业，很容易水土不服难以出彩。

## 6、2017 年后集体出现业绩下滑，利空并未解除

2017 年后省级出版公司普遍出现业绩下滑，主要原因有几种：

(1) 学龄人口天花板出现，中小學生人数与教材教辅需求之间是严格的线性相关关系，放开二胎对出生率的改善也仅仅是昙花一现。

(2) 2014-2015 牛市期间收购的游戏、影视资产结束了 3 年业绩承诺期开始挤泡沫。

(3) 一科一辅政策实施，教辅整治压力巨大。教材教辅一般存在两条征订渠道，一是由省教育厅、新华书店和各地教育局主导的批量购买，相对规范；二是由各个学校自主主导的征订环节，灰色寻租空间较大。以湖南省为例，整治行动从 2017 年 6 月一直持续到 2018 年 12 月，2017 年秋季教辅材料征订总额大幅下降了 40%。

(4) 人教社教材取代省内本版教材，在义务教育起始年级统编使用，挤占了自编教材的生存空间。

(5) 纸价上涨。2017-2018 年两年纸浆价格处于过去 10 年周期的顶部，根据山东出版披露的成本数据，纸张成本占出版成本的 35%，占印刷成本的 21%，2017 年纸价 20% 的涨幅将侵蚀毛利率 6 个百分点。纸价是周期性因素不容忽视，2020 年下半年纸价上升也较快，可以预见出版企业的毛利率会再次出现大幅度下滑。

## 三、大众图书公司：内容为王

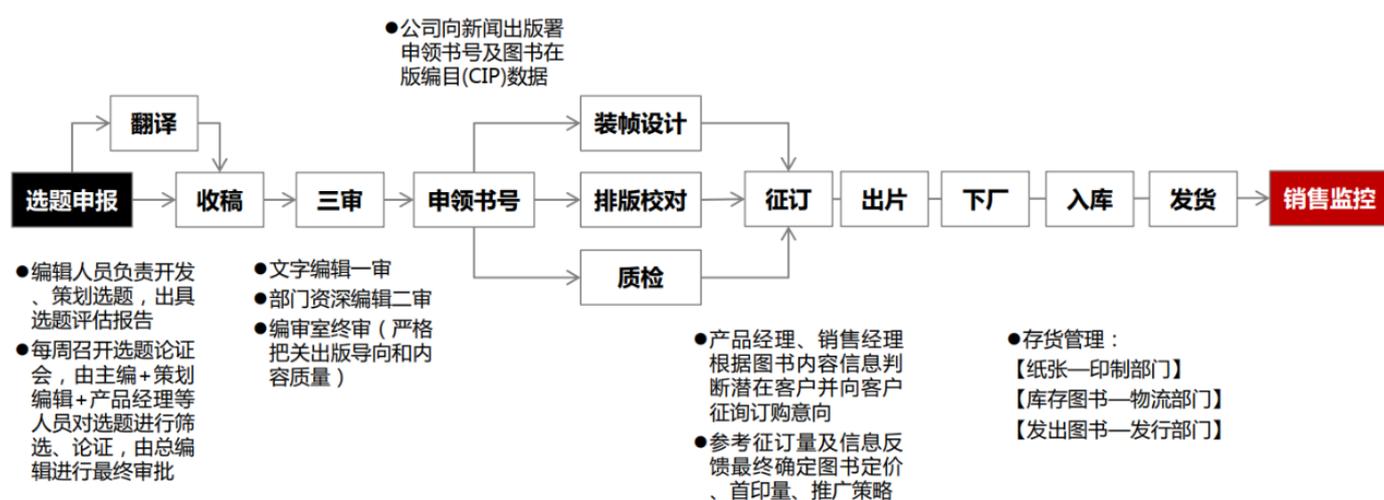
### 1、行业集中度较低

政策规定国内出版社都是国资属性，图书公司可与出版社合作进行图书出版。一本书从研发到生产，需要经历选题策划——发稿——审校——书号申领——印刷——入库销售等环节。图书公司又称书商，负责图书的策划和编辑，与作者签订版权，然后向出版社供稿，出版社负责审校以及印刷发行等，最后与书商结算。两方博弈过程中，市场化运作的图书公司在内容上会有更强的掌控权，很多时候出版社只是扮演书号贩子的角色。

版权采购主要有两种来源，一是通过网络、书展、投稿等渠道审读网络图书，直接与作者沟通，与作者本人或者工作室签订版权协议。二是与版权代理机构签署协议，由其定期提供图书清单，从中挑选有市场潜力的品种，通常发生在国外版权的采购中；策划部门研究目标群体，对图书进行定位，提炼图书主旨，讨论图书文案。多次审校和排版后交由设计师完成设计；最后环节是确认定价并向供应链确认征订情况，调整首印量。以码洋原价为基准，产业链的价值分配为直接生产成本占 40%，出版环节占 20%-30%，发行环节占 5%-10%，零售商占 30%。全行业的平均利润率在 15%-25% 左右。

图书出版行业竞争格局分散，就上市公司而言，码洋份额最高的中国出版市占率仅为 7.5%，中信出版以 2.47% 位列第二，新经典以 1.01% 位列第三，读客传媒以 0.83% 位列第五。出版市场仍然处于比较初级的阶段，行业特色是 SKU 极多，单品不确定性较大，暂时未出现掌控全局的绝对龙头。

图 3 图书出版流程



### 2、经典内容生命力极强

出版行业与其他传媒领域最大的差异之一，是内容的创新性较差。据 2019 年新闻出版产业分析报告显示，新出版图书品种、总印数均有所减少，重印图书品种、总印数增加。2019 年出版新版图书 22.5 万种、25 亿册；重印图书 28.1 万种，62 亿册，新书码洋已经逐渐下降至 20% 以下，畅销榜 Top30 中有 60% 都是上市时间大于 3 年的老书，2019 年度当当畅销书排行榜 Top10 均为以前年度上市的书籍。以上市公司新经典的头部 IP 为例，《窗边的小豆豆》《百年孤独》《嫌疑人的献身》等经典作品出版时间已超过 5 年，至今仍长期位居畅销书榜前 10 位，为 IP 运营者带来长线红利。

表 2 当当网畅销书排行榜

排名	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
1	人间失格	活着	人间失格	追风筝的人
2	神奇校车 图画书版	我喜欢生命本来的样子	解忧杂货店	解忧杂货店
3	活着	神奇校车 桥梁书版	追风筝的人	从你的全世界路过
4	小熊和最好的爸爸	我的第一本地理启蒙书	天才在左疯子在右	摆渡人
5	流浪的地球	人间失格	这就是二十四节气	岛上书店
6	神奇校车 桥梁书版	小熊和最好的爸爸	岛上书店	白夜行
7	我喜欢生命本来的样子	雪落香山树	神奇校车 图画书版	活着
8	正面管教	少年读史记	摆渡人	天才在左疯子在右
9	万般滋味，都是生活	神奇校车 图画书版	我不	偷影子的人
10	少年读史记	你坏	白夜行	平凡的世界

### 3、内容为王，爆款效应显著

销量排名前 1% 的图书码洋占比达到了 53%。图书公司两大成长路径分别是品类的扩张和提升品种效率，由于爆款效应显著，增加品种数量所带来的边际效用并不高，新经典等公司依靠少数爆款也能活得非常滋润。

畅销书榜单能够充分体现图书公司的 IP 价值和运作水平。业内三大权威榜单分别为开卷年度畅销榜、京开研究院年度畅销榜和新闻出版产业分析印刷数榜。根据开卷信息提供的历年畅销榜单，上榜较多的公司包括新经典、中南传媒、凤凰传媒、中国出版、新华文轩等。

表 3 开卷 2019 年非虚构类畅销榜

非虚构类排名	书名	出版社	上市公司
1	你当像鸟飞往你的山	南海出版公司	新经典
2	正面管教	北京联合出版	
3	次第花开	海南出版社	
4	郭论	湖南文艺出版社	中南传媒
5	半小时漫画中国史 (4)	海南出版社	
6	国家安全知识百问	人民出版社	
7	断舍离	湖南文艺出版社	中南传媒
8	非暴力沟通	华夏出版社	
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
10	半小时漫画中国史 (3)	海南出版社	

表 4 开卷信息 2019 年虚构类畅销榜

虚构类排名	书名	出版社	上市公司
1	红岩	中国青年出版社	
2	云边有个小卖部	湖南文艺出版社	中南传媒
3	三体	重庆出版社	
4	活着	作家出版社	
5	三体 II: 黑暗森林	重庆出版社	
6	三体 III: 死神永生	重庆出版社	
7	平凡的世界	北京十月文艺出版社	中国出版、新经典
8	百年孤独	百年孤独	
9	人生海海	北京十月文艺出版社	中国出版、新经典
10	追风筝的人	上海人民出版社	

表 5 开卷信息 2019 年少儿类畅销榜

少儿图书排名	书名	出版社	上市公司
1	夏洛的网	上海译文出版社	
2	没头脑和不高兴	浙江少年儿童出版社	
3	青铜葵花	江苏凤凰少年儿童出版社	凤凰传媒
4	猜猜我有多爱你	上海上谊/明天出版社	中文传媒
5	米小圈脑筋急转弯-脑力挑战赛	四川少年儿童出版社	新华文轩
6	米小圈脑筋急转弯-机灵小神童	四川少年儿童出版社	新华文轩
7	小猪唏哩呼噜(上)	春风文艺出版社	出版传媒
8	米小圈脑筋急转弯-谁是聪明人	四川少年儿童出版社	新华文轩
9	小猪唏哩呼噜(下)	春风文艺出版社	出版传媒
10	米小圈脑筋急转弯-古堡大冒险	四川少年儿童出版社	新华文轩

#### 4、做书理念差异导致不同的成长路径选择

##### (1) 中信出版

中信出版是大众图书出版龙头，背靠中信集团，图书出版、发行零售、网络传播全牌照经营。中信出版早在 2000 年经济全球化期间确立以商业精品书、畅销书为核心的发展战略，引入权威的经管类精品内容，早期代表性作品《谁动了我的奶酪》。2005-2012 年中信出版的理念转变为“我们提供知识，以应对变化的世界”，“坚持出自己认为的好书、坚持寻找具有新观点、新理念的作者，不随大流”，出版领域从经管向大众化方向拓展，中信书店零售渠道铺开，这一阶段的代表作包括《史蒂夫·乔布斯传》《激荡三十年》等。2013 年之后公司定位从出版公司向知识服务与创意传播公司转型，发展愿景转变为“从中国看世界，把时间变成历史”，中信书店规模继续扩大，同时顺应数字出版浪潮将销售渠道向线上倾斜。2019 年中信出版在创业板上市，成为大众出版公司在资本市场的一面旗帜，这一阶段的代表作包括《原则》《灰犀牛》《薛兆丰经济学讲义》等。

##### (2) 新经典

新经典强调优质内容，坚持精品路线，在文学和少儿的两大优势品类中推出大量畅销+长销作品。公司版权库拥有各

类版权 4300 余种，其中纸质书版权 3000 种，电子书有声书等版权 1000 多种。

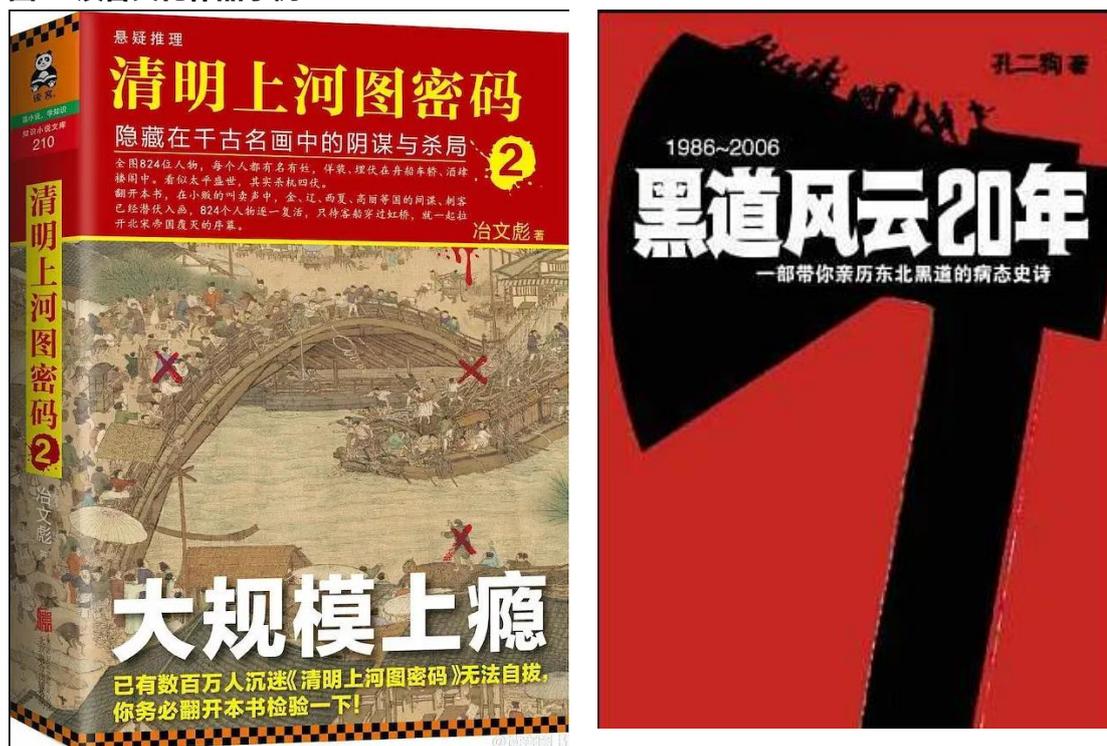
新经典的内容战略是“畅销+长销”，“力求把有趣、有益、值得反复阅读的好作品送到更多读者受众”，“既讲究图书的品位，又注重图书的影响，目的是实现优质图书资源的市场最大化。”运作思路尽量以高产作家的系列作品为运作对象，通过锁定作家来锁定作品，实现细水长流。

### (3) 读客文化

读客文化则提出个性鲜明的读客方法，读客方法包括 16 字要诀：超级符号、购买理由、货架思维、品牌寄生。①超级符号：以卖词语和符号的方式来卖产品，如王老吉销量的真正爆发是贴上怕上火的标签。②购买理由：找到打动购买者的购买理由，包括品类价值和品种价值。③货架思维：产品最终都要放在货架上，要将产品信息有效传达，和周围产品形成有效区别。④品牌寄生：产品必须寄生于文化母体之上，文化母体是指人类文化中的生活方式、偏好。

读客文化在选题策划和广告营销上具有很强的爆破力。书籍封面极具视觉冲击力，色彩辨识度明显，公司要求让读者在 5 米外就能注意到读客的书，品牌特色鲜明。文案设计采用口号式夸张营销，如畅销书《清明上河图密码》的宣传语是“大规模上瘾”、“买书吧，读了你就能在这本通俗小说中爽到”，充分调动读者的兴趣。

图 4 读客文化作品示例



对比可见，不同的图书公司发展道路迥异，新经典和读客都是深耕做好书，收入依靠少数畅销+长销品种，新经典强项在于文艺作品，读客强项在于悬疑及科幻类作品；中信出版以传递知识为理念，主力产品经管类书籍，既然做知识内容必然需要不断更新升级，这也决定了中信出版的发展路径要求畅销品种多、迭代速度快，必须依托于高效的内容发掘机制。2016-2018 年中信出版出书总品种 1155/1342/1447 种，其中新书品种 998/1210/1310 种，新书占比达 90%，产品推陈出新的效率很高，反观新经典每年销售品种中有 70%-80%均为老书，创新性略显匮乏。

## 5、成熟的内容运作体系是图书公司命脉所在

### (1) 绑定重量级合作作者

中信出版累计与全球 2000 家以上出版公司、版权代理机构展开版权合作，国内外合作作者达到 1.3 万人以上，版权库拥有各类版权超过 15000 种以上。无论在选题储备还是出版规模上，公司都是经管类图书的第一品牌。公司合作的著名学者包括吴敬琏、张五常、林毅夫、钱颖一、周其仁等，国外著名学者罗伯特席勒、保罗克鲁格曼、丹尼尔卡尼曼、大卫哈维、贾雷德戴蒙德等；合作政治家、经济学家基辛格、格林斯潘、伯南克、吴晓波等；合作企业家王石、冯仑、稻盛和夫、杰克韦尔奇等。

新经典合作作家 1700 位，与博达、大苹果卡门等国际大型版权代理机构以及讲谈社、企鹅兰登等国际知名出版机构保持良好合作。签约的知名作家包括加西亚·马尔克斯，VS 奈保尔、巴勃罗·聂鲁达、川端康成、村上春树、东野圭吾、余华、麦家、周国平、格非、张爱玲、王小波、三毛等。2006 年新经典公司首次接触东野圭吾并签下 20 多部作品版权，目前已拥有 60 多部作品的独家授权，累计销量超 2300 万册，其作品高产+畅销的特征构筑公司有力的基本盘。2017 年是新经典的高光时刻，当年东野圭吾 3 部作品登上虚构类海外作者畅销书 Top5 排行榜，个人码洋占有率 0.67%，领先第二名近 3 倍。

海外图书品种的出版效率更高，仅用 12% 的品种占比贡献了 24% 的码洋。究其原因，一方面引进版图书通常在海外地区已为畅销作品，质量和市场都经历了一轮检验。另一方面海外作品提供更为多元化的阅读口味，文化差异形成了独特的阅读体验。新经典尤其擅长于海外作者的运营，公司签约的 35 位名家来自全球各地，其中 7 位曾获得诺贝尔文学奖，充分体现文艺领域的深厚积累，尤其对于日韩一线作家资源的控制力极强。

图 5 新经典重要作家及代表性作品

作家	成就	代表作品
加西亚·马尔克斯	哥伦比亚作家、记者、社会活动家，1982 年诺贝尔文学奖得主。世界文学史上最伟大的西班牙语作家之一，拉丁美洲魔幻现实主义文学的代表人物，被誉为“20 世纪的文学标杆”。	《百年孤独》 《霍乱时期的爱情》
王小波	中国作家，两获《联合报》中篇小说大奖，凭借电影剧本《东宫西宫》获得了阿根廷国际电影节最佳编剧奖。	《黄金时代》 《一只特立独行的猪》
黑柳彻子	日本作家，1981 年，根据在巴学园的经历，写下了脍炙人口的代表作《窗边的小豆豆》，在日本国内销售就达 938 万册，并陆续被引进 35 个国家，被广大媒体和读者评为“世纪最有价值图书”。	《窗边的小豆豆》
东野圭吾	日本著名作家，创作 30 余年来作品逾 90 部，几乎囊括日本所有大奖。包括第 31 届江户川乱步奖、《周刊文春》推理小说榜年度第 1 名、第 52 届推理作家协会奖等。	《白夜行》 《解忧杂货店》 《嫌疑人 X 的献身》
麦家	著名作家，编剧，浙江省作家协会主席。《暗算》获第七届茅盾文学奖。《解密》入选英国“企鹅经典”文库，是中国第一部被收进该文库的当代小说。	《暗算》 《人生海海》
余华	中国当代作家，中国先锋派小说的代表人。《活着》和《许三观卖血记》同时入选百位批评家和文学编辑评选的“九十年代最有影响的十部作品”。其作品已被翻译成英语等 20 多种语言在外国出版。	《活着》 《许三观卖血记》

## (2) 搭建出版人平台

“出版人平台”是中信出版探索的出版机制，“以产品线为纵向脉络，以客户导向为横向脉络”组成网格式业务组织，以读者需求定位产品，以产品统领项目，以项目统领业务，满足读者不同方向的精神需求。

中信出版在公司内部实行举手制方式。举手制即只要具有清晰、独到的选题拓展思路和足够的专业能力，并被公司认可就有机会通过公开竞聘，成立自己的编室或子品牌。每个工作室由 9-20 人组成，独立负责策划选题，同时参与封面设计和营销方案等出版发行流程。公司还有一个内部竞争的机制，对于几个编室同时看好的作者或版权，内部先进行一轮报

价竞标，确保最懂选题的编辑能够脱颖而出，提高选题的成功率。2014 年公司只有 7 个编室，实行举手制后充分激发了编辑的能动性，目前已经有 31 个出版子品牌独立运作，每年出版新书品种 1400 种以上。

图 6 中信出版出版人工作室定位及作品

工作室/部门	定位	代表性图书
财经优品工作室	财经类高端优质图书出版；为金融类高端资格认证考试的考生提供专业、权威的考试品类	《商业银行大变革：组织与流程再造》《投资银行：估值、杠杆收购、兼并与收购》
中信童书	儿童精品阅读；中国原创+海外引进图书；逐步开发阅读体验馆为渠道补充	《小白找朋友》《世界上最大的蛋糕》
无界工作室（中信书店内容事业部）	经典、新锐的文学作品	《草原动物园》《灰猫奇异事务所》
见识城邦	社科人文出版品牌	《花朵与我》《激情藏在安静的角落》
中信大方	文化生活提案者	
《比较》编辑部	吴敬琏主编，经济学连续出版物	《比较》译丛系列
小满工作室		《零烦恼居住全书》《慢食，慢生活》
穆工作室	精品化、艺术化、主题化	《新诗十讲》《本能减脂》
灰犀牛	专注经济、金融、互联网等领域；学术+专业；依托高端智库（中国经济50人论坛/中国金融40人论坛/互联网金融千人会等）、同时引进国际优质版权	《看中国》《灰犀牛》
中信美术馆	艺术生活普及、美学知识生产	《中国美术史·大师原典》、艺术家限量签名版画
中国道路研究出版中心	学术，社会科学	《解放生活：生有所信，老有所托》《西方如何“营销”民主》《互联网时代的新创客》《高效能工作整理术：如何征服工作中的拦路虎》
墨菲专业图书工作室	商业财经实务图书品牌	
文艺社	文艺	《火车上的女孩》《消失的爱人》
新思文化工作室	内容创新出版品牌，历史、新知、人文、社科	《战争史》《激战时刻：改变世界的二十场战争》
商业社	本土原创商业图书	《水煮三国》《激荡三十年》《阿里巴巴模式》
财经社	财经	《黑天鹅》《伟大的博弈》
经管社（先见）	经管，互联网创业和创新	《21世纪资本论》《杰克·韦尔奇自传》《从0到1》
前沿经济社	时代前沿，变革发展	《长尾理论》《创客》
红披风	少儿、生活、文化	《日和手帖》《海豹的旅行》

中信出版在内容发掘的机制上做了很多创新性的尝试，2020 年公司发布“共享出版平台计划”，将内容运作体系进一步外拓，给予外部图书策划人选题合作、图书项目整体合作、战略资本合作 3 种可选合作方案。共享平台服务于出版产业全链条，理想状态下作者、版权方、译者、设计师、编辑、审校、营销等都可以在平台上实现需求对接。公司的优势在于市场敏感度高、对市场理解更为精准，因而能够充分融合外部创意和内部平台的品牌宣传、版权采购和营销渠道优势。共享平台也是一种引入外部竞争的机制，2020 年全年计划品种 1500 个，其中为共享平台预留 200-300 种书号，削减内部书号份额更有利于促进优胜劣汰。

图 7 中信出版发布共享出版平台计划

**共享出版平台计划**

共享出版平台由中信出版集团与出版人杂志共同发起，目的在于将中信出版积累的出版和传播能力，赋予每一个有梦想和有实力的创作者。共享出版平台将用“品牌+资金+平台”的方式，从品牌赋能、出版资源、资金支持、渠道服务等多方面投入合作，以数据为驱动，做最优化的市场匹配，助力优秀的出版策划机构和个体，开发优质内容资源，让他们专注于内容的打造，保护他们珍贵的创造力，为广大读者提供优质的阅读产品和知识服务。

**对于优秀的出版策划人，平台计划将开放：**

1. 中信出版的品牌能力，提供上市募集资金，全力投入优秀内容产品的研发。
2. 高效的运营系统，从生产到整合营销，它一直在保障中信图书的品种和市场占有率有较高增长。
3. 版权资源库，它能敏捷地对接国内和国外的优秀选题。
4. 全渠道销售体系，包括地面店和电商的重要合作伙伴，它们也将成为合作人的伙伴。
5. 自营渠道，包括中信书店在内的自营连锁书店，中信出版在各平台的自营旗舰店，它们将让出版人有更多的发布触点和自主权。
6. 内容延伸矩阵：深度的联合开发团队对接，包括电子书、有声书、课程、文创、策展、IP 延伸及版权输出服务。
7. 产业基金的扶持，中信出版管理的产业基金项目将支持事业合伙人从创业到资本市场全过程。

## 6、内容运作评价指标：作品看畅销榜，效率看出版效率和人效

中信出版和新经典分别是经管和文艺领域龙头，两家公司的作品为畅销榜常客。

表 6 当当图书畅销榜新经典入选书籍及排名

2016	2017	2018	2019
解忧杂货店 (2)	解忧杂货店 (2)	解忧杂货店 (11)	人生海海 (17)
白夜行 (6)	白夜行 (10)	百年孤独 (17)	平凡的世界 (21)
嫌疑人 X 的献身 (17)	嫌疑人 X 的献身 (20)	白夜行 (21)	白夜行 (23)
霍乱时期的爱情 (76)	恶意 (30)	平凡的世界 (30)	百年孤独 (29)
雪国 (99)	霍乱时期的爱情 (60)	恶意 (37)	解忧杂货店 (39)
	人民的名义 (92)	霍乱时期的爱情 (38)	恶意 (73)
		一只特立独行的猪 (46)	霍乱时期的爱情 (76)
		嫌疑人 X 的献身 (56)	
		撒哈拉的故事 (74)	
		活着 (79)	
		第七天 (88)	

表 7 当当经管类畅销榜中信出版入选书籍及排名

2017	2018	2019
思考，快与慢(3)	薛兆丰经济学讲义 (1)	薛兆丰经济学讲义 (1)
智能时代：大数据与智能革命重新定义未来(4)	思考，快与慢 (4)	美国陷阱 (2)
小岛经济学：鱼、美元和经济的故事(5)	智能时代：大数据与智能革命重新定义未来 (7)	思考，快与慢 (3)
灰犀牛：如何应对大概率危机(8)	区块链革命：比特币底层技术如何让改变货币、商业和世界 (10)	贫穷的本质 (修订版)：我们为什么拜托不了贫穷 (4)
爆裂：未来社会的 9 大生存原则 (9)	反脆弱：从不确定性中受益 (12)	反脆弱：从不确定性中受益 (5)
魔鬼经济学(10)	灰犀牛：如何应对大概率危机 (13)	智能时代：大数据与智能革命重新定义未来 (14)
习惯的力量：为什么我们这样生活，那样工作? (12)	爆裂：未来社会的 9 大生存原则 (14)	百岁人生：长寿时代的生活与工作 (15)
引爆点(13)	小岛经济学：鱼、美元和经济的故事 (18)	规模：复杂世界的简单法则 (19)
怪诞行为学(18)	规模：复杂世界的简单法则(20)	
反脆弱：从不确定性中受益(19)		

**出版效率和人效是最重要的效率表征指标。**出版效率即把书商所出版图书放在同行中对比，平均销量处于什么水平，全国平均水平是 1，数值越大即出版效率越高，数值越小即出版效率越低。优秀的出版社追求的是以适度的品种获得更大的市场销量。中信出版在经管图书上的出版效率高较高，新经典文学和社科的出版效率较高，读客文化作为黑马在文艺社

科等图书上出版效率更高。随着品种数量的增加，出版效率会有自然下滑的趋势。

表 8 出版效率对比

中信出版		新经典		读客文化	
经管	8.9	少儿	3.3	文艺	11.7
少儿	3	文学	7.5	社科	28.8
文学	3.6	生活	4.3	少儿	7.5
		社科	6.6		
整体	5.6	整体	8.5	整体	13.8

在人效数据上,中信出版/新经典/读客文化三家公司的人均收入分别为 115/238/186 万元,人均净利润 15/62/29 万元,其中中信出版业态较多元容易形成干扰,如果单纯对比策划人员的人效,三家公司分别为 366/390/468 万元,放在传媒大行业中均属优秀水平,甚至可以和游戏影视行业的研发效率进行对标。

无论是策划人数、每年的新书品种数量、人均新书数量,还是合作作家数量、版权库储备,中信出版均大幅领先于同行,内容生产体系的沉淀更为稳定和成熟,业绩稳定度更有保障;新经典倾向于以质量取胜,静态效率优秀,但保守有余进取不足;读客文化擅长于打造爆款,业绩偶然性强。

表 9 图书公司经营效率对比

	中信出版	新经典	读客文化
图书出版收入 (亿元)	14.7	9.09	3.79
编辑策划人员	402	233	81
策划人效 (万元)	366	390	468
新书品种	1471	356	211
人均新书	4	1.5	2.6
合作作者人数	13000	1700	
版权库	15000	4300	
公司营业收入 (亿元)	18.88	9.25	3.97
公司净利润 (亿元)	2.51	2.4	0.62
员工总数	1645	389	214
人均收入 (万元)	115	238	186
人均净利润 (万元)	15	62	29

## 7、渠道向线上迁移，线下渠道搭建难度大

实体书店的折扣率比线上高,消费者从单纯的购书需求出发更倾向于选择线上书店。**线下渠道搭建难度大,库存、选品、租金、人工、客群维护等管理成本高,亏损概率大,历来是吃力不讨好的一个环节,但书店也是极为重要的线下引流渠道和品牌地标,很难直接放弃。**

实体书店第一阶段的转型是从卖书转向贩卖生活方式,譬如大部分的书店都搭配咖啡厅、文创礼品、文化沙龙等增值服务。第二阶段的转型是加载专业系统和数控模型,提升到店转化率、库存周转率、社交圈提及率并实现标准化。以业界知名的西西弗书店为例,后台布置了 19 个专业系统、三大数控模型,采控模型对门店的客群定位、阅读习惯、消费能力

进行模型分析，再对图书进行标签化处理，形成一一对应关系，决定门店的采购品种；流控模型用于指导图书单品摆放、上架周期等，根据销售形态实现新书赶老书推陈出新；调控模型即优化店内内部调剂，优化库存效率。

实体书店大多表现挣扎，上市公司也概莫能外，新经典曾短暂试水书店零售业务，但经营效果不甚理想，2018 年贡献营收 2000 万元左右，2019 年完成图书分销业务的剥离。中信出版旗下的中信书店同样经历了较长时间的亏损，2018 年书店业务贡献了 7000 万的亏损。2019 年中信书店开展信息化系统改造，整体替换升级了 11 个系统，包括库存管理、ERP、零售门店 cose、会员系统、仓储物流系统、电商平台等系统。公司预期所有系统升级完成 3 万个 SKU 增加到 10 万-20 万中之间，运营效率的大幅提升意味着盈利能力的大幅改善。实体书店可能是运营难度最高的零售形态，盈利与否就是经营能力的分水岭，经过大刀阔斧改造后的中信书店已初步实现扭亏。**截至 2019 年年底，中信书店在全国拥有 101 家店面，其中 65 家机场店，12 家写字楼店，其他是城市商务中心店。**

## 8、增长瓶颈显现，倒逼书商转型

### (1) 跨品类扩张

**书商普遍以跨品类扩张作为第二增长曲线来源，最普遍的举措是进入童书赛道。**同样以新经典和中信出版为例：

新经典成立了子品牌爱心树来运作童书业务，力求“让每个孩子都成为爱书人”。童书代表作为销量超 1100 万册的《窗边的小豆豆》，连续多年稳居少儿类畅销榜前 5。在海外则通过美国子公司的收并购实现了对童书资源的掌控，目前新经典美国已经拥有 Boyds Mills Press、Calkins Creek、Kane Press、Word song 和 Mine edition 等多个子品牌。在少儿书运作上新经典仍然存在品类数较少、执行力不佳的问题，老书长销但新书较少，2020 年上半年新书只有 60 种。

中国少儿图书零售市场码洋结构是少儿文学占 28%、绘本占 25%，新经典策略聚焦在高端绘本，少儿文学较为薄弱，结构上的错配导致增长低于行业平均水平。2020 年上半年新经典少儿业务实现营收 1.17 亿元，营收增速 16%，虽是公司主要增量来源，但仍然大幅落后于竞争对手。目前新经典已将少儿发行团队独立出来运作，并且成立团队做强少儿文学，效果有待检验。

2019 年中信出版的童书品种增速高达 64%，收入占比已达到 27%，真正成为举足轻重的品类。中信少儿系列 2020 年继续高歌猛进，童书销售增速高达 50%，新品种数达 385 个。**中信童书继续锚定 50% 的年增长计划，目标在 3 年内做到国内童书市场市占率第一。**快速增长的支撑体现在营销政策上，近期公司召开了童书业务发布会，线下实体书店渠道人员支持上翻 10 倍，营销费用上翻 3 倍，计划投入 800 个重点品种，支撑快速增长的内容储备是《小狗钱钱》《这个历史太有趣》以及刘慈欣的科幻漫画系列。

### (2) 图书影视互动

爆款书籍的影视化会对销量产生显著推动，2017 年东野圭吾旗下三大作品《解忧杂货店》《白夜行》《嫌疑人 X 的献身》被拍成电影上映，当年书籍销量明显大增。新经典试图运作自有版权实现“图书影视互动”的探索，于 2014 年成立了新经典影业。影业公司储备项目均为小说转化影视项目，领衔的有路遥《人生》、井上靖《敦煌》、张爱玲《红玫瑰与白玫瑰》、梦枕獯《阴阳师》、高阳《慈禧全传》、季栋梁《上庄记》。2020 年年底首先落地的《阴阳师》电影《晴雅集》已成功搬上银幕，3 亿投资成本仅收获 4.5 亿票房，亏损幅度较大。

## 四、出版行业两套估值体系

出版行业适用两套估值体系，国有地方出版公司适用市净率或股息率估值，大众图书公司适用市盈率估值。

2018年后地方国有出版公司估值受压，甚至出现估值降维的趋势，即从PE估值法向PB估值甚至股息率切换，本质原因是ROE进入了长期下降通道，如中南传媒ROE从2016年的15%下降至2019年的9.5%，凤凰传媒ROE从2016年的10.5%下降至9.9%，山东出版ROE从22%下降至15%。尽管每年现金流相对稳定，盈利能力也不差，但成长空间被锁死，转型大多失败，大量现金没有很好的投资去向，因此估值体系只能锚定净资产或股息率，具备很强的防御属性。

出版行业的估值锚是中国出版(601949.SH)。中国出版地位相当于出版界的中国电影，每年出版图书超2万种，营收63亿，归母净利润7亿元。中国出版为出版行业央企级单位，自带国家队光环，集合了出版、发行、物资供应、印刷等全产业链业务，下属人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、三联书店、中国民主法治出版社等一批兼具悠久历史和极高知名度的优秀出版社，扮演出版行业中流砥柱的角色。

过去3年，中国出版业绩增速较慢(扣非个位数增长)，盈利能力一般(ROE11%)，市盈率长期稳定在13-17倍之间。以中国出版为对标对象，稍逊一档的中南传媒、凤凰传媒等公司盈利能力相近，成长性较差，近期交易于1-1.5倍PB。大众图书公司通常拥有更强的盈利能力和更可观的成长性，因而享受较高估值，如中信出版2017-2019三年复合业绩增速高达26%，ROE约20%，上市以来估值中枢在35倍PE左右。

表 10 出版公司估值对比

	市值 (亿元)	2019 净利润 (亿元)	ROE	三年业绩 CAGR	PE (ttm)	PB
中南传媒	165	12.76	9.4%	-11%	11	1.2
凤凰传媒	155	13.44	9.9%	4.7%	12	1.1
中国出版	107	7.03	11%	6.5%	14	1.6
中信出版	74	2.51	19.5%	26%	29	4.1
新经典	55	2.4	13%	17%	26	2.8