

从美国图书市场供需格局演变，看中国图书行业未来发展——大众图书出版行业系列报告之一

核心观点

- 美国个人图书消费支出经历三次拐点，收入增长是图书消费需求增长的核心动力。从美国的历史经验看，图书消费支出增速（剔除物价因素）与实际 GDP 增速保持高度一致，大众图书支出在个人消费支出中的占比与人均收入显著正相关。在 1975 年第一次需求拐点处，美国人均 GDP 为 7,820 美元；1993 年第二次需求拐点处，美国人均 GDP 为 26,460 美元。收入是图书需求爆发的内在动因。
- 销售渠道及阅读政策亦是需求增长的助推器，图书主流销售渠道的变革推动着产业竞争格局的重构：（1）1990 年代超级书店快速扩张，有效增加单店图书供给，通过消费场景升级和规模效应带来的促销折扣刺激图书需求，推动行业景气度提升；（2）网络销售渠道已成为拉动纸质书销量增长的主要动力。2016 年亚马逊线上销售市场份额 42%，同比增长 14.6%，成为纸质图书销售的最主要渠道和增长驱动力。（3）美国 90 年代以来的阅读推广政策对提高民众阅读率起到积极作用。
- 美国图书供给端形成“龙头公司优势突出，畅销图书持续霸榜”的趋势。美国年新书品种约 30 万种，五大出版商占据了大众图书市场 80% 的市场份额，同时五大出版集团的图书持续霸占畅销书榜单。从企鹅兰登书屋的发展历程看，选题策划是出版社的核心竞争力，上市融资与兼并整合是扩大市场规模的重要路径，签约畅销作家、打造畅销作品是树立竞争优势的重要环节。
- 对标国内：（1）需求端看，人均收入足以支撑图书消费比重提升，渠道+政策共同拉动需求回暖。目前国内人均 GDP 和图书消费支出占比均与美国第一次需求拐点处接近，国内人均收入已经能够支撑以图书为代表的精神文化消费支出比重提升。同时，实体渠道复苏、线上渠道有力拉动，以及“全民阅读”政策初见成效，成为需求释放的助推器，有望共同拉动需求回暖；（2）供给端看，新书供给质量提升更为关键，畅销书供给逐步聚拢。国内新书供给接近美国 2001 年左右水平，已较为充足，未来新书供给的关键是提升图书质量；同时，国内市场竞争格局仍然分散，但开始出现“霸榜”畅销书。

投资建议与投资标的

- 从宏观行业层面上看，国内大众图书市场处于需求趋于回暖、供给结构逐步改善的拐点阶段。从微观公司层面上看，一方面，拥有优质畅销图书版权的龙头公司将受益需求回暖和供给结构改善，获得高于行业的业绩增长；另一方面，从企鹅兰登等公司发展路径看，通过资本方式扩张是图书出版公司做大规模的重要手段，扩张方向包括拓展图书产品类型、获取优质 IP 及作者资源、进入/整合重要市场等，国内出版公司需要灵活的机制以及强大的整合能力应对发展过程中所必须的外延扩张。
- 建议关注板块中拥有“畅销+长销”属性的龙头出版商新经典(603096，未评级)，以及一般图书出版业务占比较高，在美食、少儿图书出版等领域具有优势的城市传媒(600229，未评级)。

风险提示

- 经济增速放缓风险，优质内容供应不足风险，新兴数字化娱乐方式冲击



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

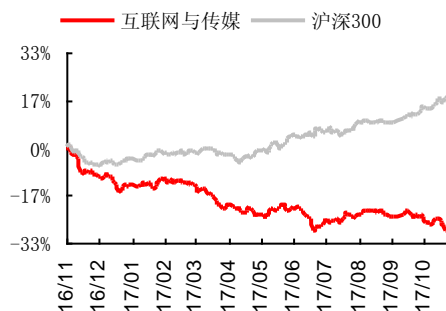
行业

互联网与传媒

报告发布日期

2017 年 11 月 27 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

联系人

马继愈

021-63325888-6107

majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

- 沿“时间分配”与“消费支出”双维度，把握细分行业龙头投资价值 2017-11-24
- 在线电影票务平台：从“烧钱”的上半场走向“挣钱”的下半场 2017-09-10
- 管中窥豹：从龙头公司深度对比再看数字阅读行业 2017-08-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。乐晴智库收集整理 www.767stock.com 深度投资研究免费下载

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露，见本报告最后部分。本页的免责声明。

目 录

1 行业概览：美国图书出版行业现状如何？	5
1.1 产业链构成：出版商和零售商主导的产业格局	5
1.2 竞争格局：五大出版商占据大众图书市场 80% 市场份额	6
1.3 图书定价：2016 年大众图书平均零售价格 14.2 美元	7
2 行业需求：图书消费需求受到哪些因素的影响？	8
2.1 美国个人图书消费支出占比经历三次拐点	8
2.2 1976-1981 年图书支出占比缓慢回升	9
2.3 1992-2000 年图书消费支出占比快速提升	11
2.4 2001 年后图书支出占比有所下降	12
2.5 图书需求的影响因素总结	13
3 渠道变迁：图书销售渠道如何重构产业格局？	14
3.1 网上销售已成为最主要的大众图书销售渠道	14
3.2 巴诺书店：连锁式扩张迅速占领图书零售市场	14
3.3 网络渠道快速崛起，产业格局发生巨大变革	18
4 龙头公司：企鹅兰登如何发展壮大？	20
4.1 企鹅兰登书屋概览	20
4.2 三大关键环节助推企鹅兰登树立竞争优势	22
4.2.1 上市融资与兼并整合	22
4.2.2 选题策划能力	23
4.2.3 签约知名畅销书作家/诺贝尔文学奖得主	23
4.3 财务表现：收购助力扩大规模，整合效应较为明显	23
5 对标国内：中美图书市场有何异同？	25
5.1 供给端：新书供给数量充足，畅销书供给逐步聚拢	25
5.1.1 新书品类：新书供给数量较为充足，提升质量是关键	25
5.1.2 畅销书：开始出现“霸占”畅销榜的趋势	25
5.1.3 图书定价：平均定价平稳增长，优质畅销书具有更大提价空间	26
5.2 需求端：人均 GDP 和图书消费支出占比均与美国第一次需求拐点处接近	26
5.3 渠道拉动：消费升级促进实体渠道客户回流，第三方平台驱动电商销售高增长	27
5.3.1 实体渠道：政策释放积极信号，实体书店冬去春来	27
5.3.2 线上渠道：电商销售增速保持高位，第三方平台成增长新动力	27
投资建议	29
风险提示	29

图表目录

表 1：美国图书产业链收入分配表	5
图 1：美国出版行业及大众出版净收入（十亿美元）	6
图 2：主要类别大众出版净收入（十亿美元）	6
图 3：美国图书出版机构组成	6
图 4：2015 年美国大众图书市场出版商份额	6
表 2：美国畅销书出版商分布	7
表 3：美国图书定价变化（美元）	7
图 5：美国大众图书平均批发价格和零售价格	8
图 6：美国大众图书支出占个人消费支出的比重（剔除物价因素）	9
图 7：图书需求与人均收入正相关	9
图 8：图书消费支出增速与实际 GDP 增速	10
表 4：1880-1989 年美国图书新书产量	10
表 5：巴诺和鲍德斯书店的扩张（1993-1994 年）	11
表 6：美国国会图书馆图书中心策划阅读活动统计	12
表 7：美国政府阅读推动法案统计	12
表 8：美国 15 岁以上国民平均每天娱乐休闲时间分配（小时）	13
图 9：美国图书零售渠道演变	14
图 10：2016 年美国图书零售渠道销售份额	14
表 9：巴诺书店发展史	15
图 11：1990 年代巴诺书店运营数据（单位：百万美元）	16
图 12：1990 年代巴诺书店营业利润率及净利率（%）	16
图 13：巴诺超级书店销售额（单位：百万美元）	17
图 14：1990 年代超级书店数量及单店销售额（百万美元）	17
图 15：2000 年后巴诺书店运营数据（单位：百万美元）	17
图 16：2000 年后巴诺书店营业利润率及净利率（%）	17
图 17：2000 年后巴诺超级书店销售额（单位：百万美元）	18
图 18：2000 年后巴诺超级书店数量及单店销售额	18
图 19：美国纸质书销量（单位：百万册）	18
图 20：纸质书分渠道销售量（单位：百万册）及增速	18
图 21：美国出版商电子书出销量（百万册）	19
图 22：美国电子书价格走势	19
图 23：亚马逊自出版和自有出版图书销售额	20
图 24：各出版机构电子书市场份额	20
图 25：贝塔斯曼集团收入构成	21

图 26: 企鹅兰登书屋 2016 年收入地区构成	21
图 27: 企鹅兰登畅销书数量	21
表 10: 企鹅兰登并购情况	22
表 11: 2000-2009 年上榜作品评分最高的五大作家	23
图 28: 企鹅兰登书屋营收情况（2013 年之前为兰登书屋）	24
图 29: 企鹅兰登书屋 EBITDA 及利润率	24
图 30: 企鹅兰登净利率水平	24
图 31: 企鹅兰登书屋各项成本占收入比重	24
图 32: 美国 2002-2012 年新书品种数	25
图 33: 中国 2011-2016 年新书品种数	25
表 12: 中国虚构类 TOP10 畅销书出版社分布	25
表 13: 国内不同种类图书定价（元）	26
表 14: 国内图书消费支出占比测算	26
图 34: 2005-2015 年出版物发行网点数量	27
图 35: 当当自营图书销售码洋（亿元）	28
图 36: 天猫图书销售码洋（亿元）	28
图 37: 新华文轩互联网发行渠道收入（百万元）及增速	28
图 38: 新华文轩线上渠道销售额（百万元）及占比（%）	28

1 行业概览：美国图书出版行业现状如何？

1.1 产业链构成：出版商和零售商主导的产业格局

美国图书出版产业链上主要包括图书零售商、出版商、图书作者以及版权经纪人等主体，各主体之间按照较为规范的方式进行收入分配。一般情况下，图书零售商获得图书定价的 50%；精装本图书作者版税率为 10%-15%，平装书作者版税率为 7.5%-12.5%；版权经纪人通过提供代理服务能够获得作者总收入中的 15%。

从分配比例上看，出版商和零售商是产业主导者，其内部及相互之间的博弈直接影响了图书出版产业的格局演变。

表 1：美国图书产业链收入分配表

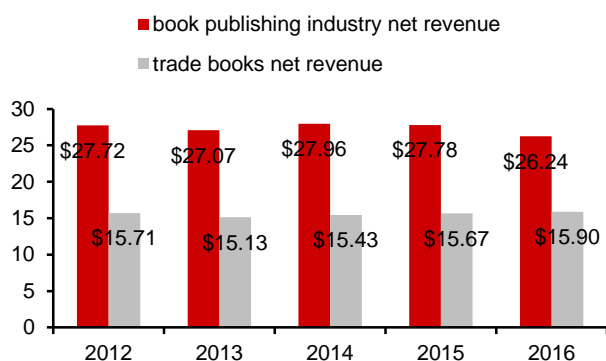
精装书 (Hardcore)		
总定价	\$24.95	
零售商	\$12.48	50.00%
出版商	\$9.98	40.00%
作者	\$2.12	8.50%
版权经纪人	\$0.38	1.50%
平装书 (Paperback)		
总定价	\$14.95	
零售商	\$7.48	50.00%
出版商	\$6.35	42.50%
作者	\$0.95	6.40%
版权经纪人	\$0.17	1.10%

资料来源：Author Earnings，东方证券研究所

从收入规模看，美国出版商整体销售收入进入略有波动、相对稳定的阶段。2016 年大众图书销售收入 159 亿美元，同比增长 1.5%；包含期刊等在内的整体出版业销售收入为 262.4 亿美元，同比下滑 5.5%。

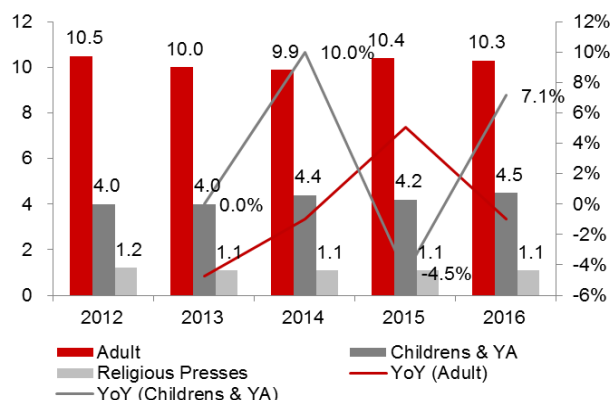
按图书类别看，2016 年美国成人图书净收入为 103 亿美元，同比下降 1.0%，在大众图书市场中占比 65%；儿童及青少年图书净收入为 45 亿美元，同比增长 7.1%，是维持大众图书规模稳定的主要动力。

图 1：美国出版行业及大众出版净收入（十亿美元）



资料来源：Association of American Publishers，东方证券研究所

图 2：主要类别大众出版净收入（十亿美元）



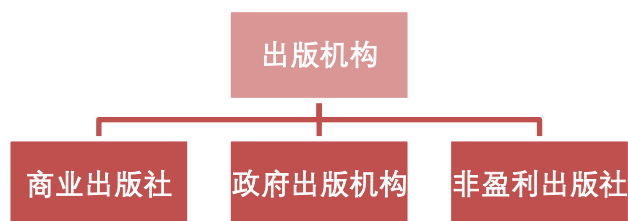
资料来源：Association of American Publishers，东方证券研究所

1.2 竞争格局：五大出版商占据大众图书市场 80%市场份额

美国的出版机构大致可分为商业出版机构、政府出版机构和非盈利出版机构三大类。其中商业出版企业以赚取利润为目的，在大众出版市场上占据主导地位。政府出版机构系美国联邦、州和地方各级政府建立的出版机构或部门，例如专门负责联邦政府各分支官方出版物印刷、发行工作的政府印刷局；非盈利出版机构主要包括大学出版社、宗教组织、学术或专业组织、博物馆等。

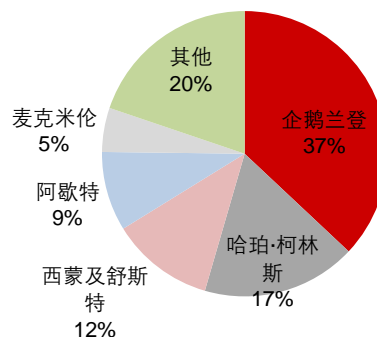
五大商业出版社占据大众图书市场 80%市场份额。企鹅兰登书屋、哈珀·柯林斯、西蒙—舒斯特、阿歇特和麦克米伦为美国最大的五家商业出版机构，2015 年在大众图书市场的份额分别为 37%、17.5%、11.7%、9%和 5%，占据主导地位。

图 3：美国图书出版机构组成



资料来源：公开信息，东方证券研究所

图 4：2015 年美国大众图书市场出版商份额



资料来源：2015 年度国际出版趋势报告美国分报告，东方证券研究所

从市场畅销书的分布看，五大出版集团霸占畅销书榜单，同时独立出版商生存改善。根据纽约时报年度数据进行统计，五大出版集团长期霸占畅销书榜单。2016 年 TOP50 畅销书中，五大出版集

团占据了 70% 份额；TOP20 畅销书中，五大出版集团占据了 65% 份额；TOP10 畅销书中，五大出版集团占据了 80% 份额。

但近 10 多年来，独立出版商的生存环境正趋于改善，例如，TOP50 畅销书中，五大出版集团外的出版商所占数量从 2004 年的 9 本提升到 2016 年 15 本。我们认为，独立出版商地位的提升与互联网销售渠道以及电子书崛起有较大关系。

表 2：美国畅销书出版商分布

出版集团	TOP50			TOP20			TOP10		
	2004 年	2010 年	2016 年	2004 年	2010 年	2016 年	2004 年	2010 年	2016 年
Random House	15	9	8	5	4	2	0	2	1
Penguin Group	8	7	6	5	4	2	4	4	1
Hachette	2	5	5	1	1	1	1	0	1
Simon&Schuster	6	10	3	3	4	2	2	2	1
Harpercollins	4	3	7	1	2	3	0	0	2
Macmillan	6	5	6	1	2	3	1	0	2
Publishers									
Others	9	11	15	4	3	7	2	2	2

资料来源：纽约时报畅销书榜单，东方证券研究所

1.3 图书定价：2016 年大众图书平均零售价格 14.2 美元

美国图书行业在经历了“精装书革命”后，精装本和平装本的价差已经缩小到约 2:1，目前成人虚构类读物的精装本定价约 26 美元，平装本定价约 15 美元。根据出版商协会公布的销售额和销量数据，2016 年美国大众图书出版商批发价格约 6.4 美元，对应终端零售价格约 14.2 美元，近五年图书零售价格基本保持稳定。

2016 年美国人均个人收入约 4.9 万美元，单本图书零售价格占人均收入比重为 0.03%。

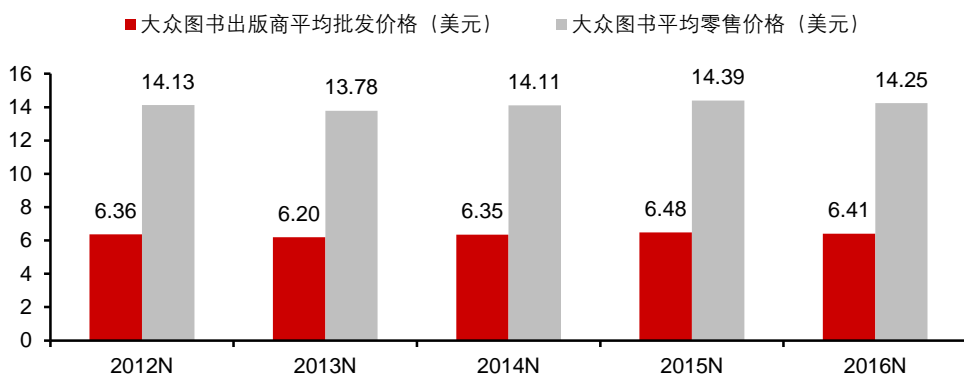
表 3：美国图书定价变化（美元）

分类	2016N	2015N	2014N	2013N
儿童读物				
精装本	18.21	18.26	17.89	17.99
平装本	9.2	7.43	7.42	7.32
大众市场平装本	6.7	6.53	6.32	6.42
青少年读物				
精装本	21.09	19.53	19.39	19.61
平装本	15.97	12.17	12.36	12.94
大众市场平装本	7.94	8.07	7.65	7.43
成人读物（虚构）				
精装本	25.84	26.67	26.82	26.69
平装本	15.48	15.48	15.6	15.69

大众市场平装本	9.51	7.69	7.66	7.66
---------	------	------	------	------

资料来源：School Library Journal，东方证券研究所

图 5：美国大众图书平均批发价格和零售价格



资料来源：Association of American Publishers，东方证券研究所

2 行业需求：图书消费需求受到哪些因素的影响？

大众图书作为满足个人休闲阅读和精神需求的商品，本质是一种可选消费品。因此，随着个人收入的提升和物质需求的满足，居民的图书需求理论上会不断增强。从上文的行业现状分析中可以看出，目前美国出版业销售收入已进入相对稳定的阶段。但在不同历史时期，图书消费需求是否存在过向上的拐点？拐点期美国人均 GDP 水平如何？与美国对比，目前中国的图书需求可能处于什么样的阶段，未来是否也会迎来拐点？

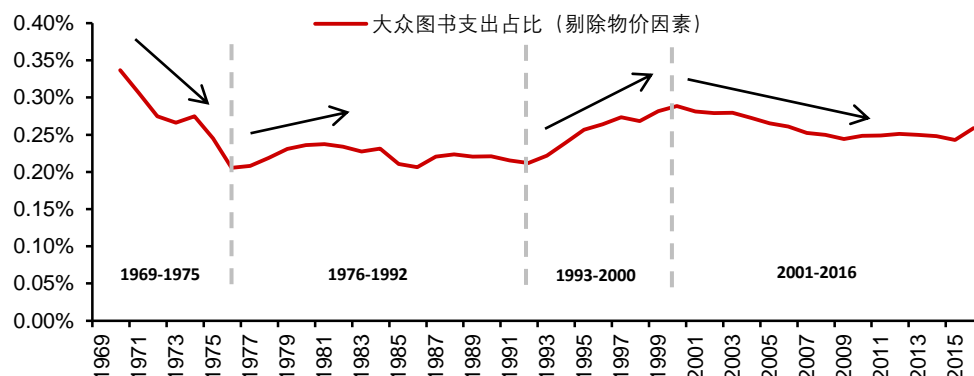
研究上述问题对我们判断目前国内图书的需求现状和未来市场空间具有重要意义。本部分我们将依据 1969-2016 年的美国个人消费支出数据，分析不同时期图书消费需求的变化，并挖掘背后的影响因素和逻辑。

2.1 美国个人图书消费支出占比经历三次拐点

以个人消费支出中大众图书支出所占比重衡量消费者图书需求变化。从 1969-2016 年大众图书消费支出占比数据可以看出，美国图书市场存在三次重要的需求拐点：（1）1976 年，图书支出占比停止下滑，进入缓慢提升阶段；（2）1992 年，大众图书支出占个人消费支出比重进入快速提升阶段；（3）2000 年后，图书支出比重出现缓慢下降。

我们认为，图书需求变动受到收入、渠道、供给、政策、替代品等多方面因素的影响，我们将分不同的阶段进行详细分析。

图 6：美国大众图书支出占个人消费支出的比重（剔除物价因素）



资料来源：Bureau of Economic Analysis，东方证券研究所

2.2 1976-1981 年图书支出占比缓慢回升

美国个人图书消费支出占比在经历了 1969-1975 年的快速下滑后，于 1976-1981 年进入到缓慢提升阶段；此后至 1992 年，美国大众图书消费支出占个人消费支出的比重保持基本稳定、略有波动的状态。我们认为，在 1976 年的第一次需求拐点处，图书消费需求的回升主要受到以下因素的影响：

● 图书需求与人均收入显著正相关

定量角度看，以 1975 年后的数据进行回归，剔除价格因素后的大众图书支出比重与人均收入显著成正比，收入提升后消费者会倾向于增加个人消费支出中大众图书消费的比例。经济发展状况、个人收入水平是影响图书需求的重要因素。在 1975 年第一次需求拐点处，美国人均 GDP 为 7820 美元；1993 年第二次需求拐点处，美国人均 GDP 为 26460 美元。

图 7：图书需求与人均收入正相关

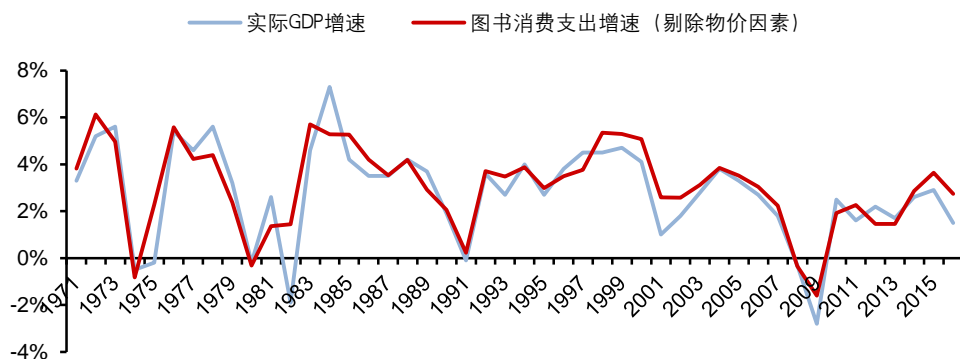
	df	SS	MS	回归统计				
回归分析	1	8.4696E-07	8.47E-07	Multiple R	0.61397483			
残差	40	1.3998E-06	3.5E-08	R Square	0.376965092			
总计	41	2.2468E-06		Adjusted R Square	0.36138922			
				标准误差	0.000187071			
				观测值	42			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	-0.00000028	0.00049650	-0.00555	0.995603	-0.00101	0.001001	-0.00101	0.001001
Personal Income	0.0002436	0.00004951	4.919539	0.000000	0.000144	0.000344	0.000144	0.000344

资料来源：Bureau of Economic Analysis，东方证券研究所

定性角度看，1969-1982 年为美国经济“滞胀”阶段，其中经济谷底分别出现在 1970、1974-1975、1980 和 1982 年。在 1969-1975 的高通胀、高失业和低（负）增长阶段，消费者会首先削减图书等非必要消费品的开支，导致大众图书支出在个人消费支出中的比重快速下滑。而 1976-1981 年为“滞胀”期间为美国实际 GDP 和实际人均 GDP 增长较快的阶段，除 1980 年陷入短暂停滞外，实际 GDP 保持了 2.6%-5.6% 的增长，图书消费支出增速（剔除物价因素）与实际 GDP 增速保持高度一致。个人对图书消费的支出比重的逐渐向“滞胀”前水平靠拢。

图 8：图书消费支出增速与实际 GDP 增速



资料来源：Bureau of Economic Analysis，东方证券研究所

● 供给：70-80 年代图书内容繁荣刺激需求回暖

图书供给与需求相互促进：需求增长促使出版商生产更多内容，同时内容品类扩展、图书种类增加也是刺激消费者需求提升的重要因素。从 1880-1989 的 110 年间，美国共出版约 180 万种新书，其中 913,197 种为 1970-1989 年间出版，占比 49.56%。图书内容的大幅增加、图书品类的拓展丰富对拉动需求的回暖起到积极作用。

表 4：1880-1989 美国图书新书产量

年度	新书产量 (种)	占比
1900-1909	83,512	4.53%
1910-1919	107,906	5.86%
1940-1949	91,511	4.97%
1950-1959	124,675	6.77%
1970-1989	913,197	49.56%
1880-1989	1,842,781	-

资料来源：Bowker，《海外出版动态》，东方证券研究所

● 零售渠道变革：购物中心书店兴盛刺激平装书销量增长

20 世纪 70 年代是开设购物中心书店的全盛时期，这一零售渠道的变革对个人图书消费支出带来了正面影响，主要体现在：（1）零售渠道变革与美国当时主要的人口迁移相关，中产阶级从城市中心区搬到了城郊，形成了众多的卫星城，城郊的购物中心成为了美国零售业的新中心，购物中心书店的开设符合“逆城市化”进程，提高了居民购书的便利性；（2）20 世纪 60 年代末及 70 年代，购物中心内连锁书店的兴起刺激了平装书的销量，平装书大众市场的销售额成为整个行业的增长推动力。购物中心内的书店与传统书店相比，顾客可以在更轻松怡人的书店环境中选购图书（以往美国平装书主要在书报亭、药店、超市、机场、汽车总站、火车站以及其他便利书店中售卖）。

这一时期产生两大购物中心连锁书店：其中沃尔登图书在 20 世纪 70 年代迅速扩张，到 1981 年，沃尔登图书已经有七百五十家分店；戴顿·哈德森公司通过整合在 1972 年成立 B.达尔顿图书公司，至 1980 年，在美国的购物中心里有超过四百五十家 B.达尔顿书店。

2.3 1992-2000 年图书消费支出占比快速提升

1992 年起，美国个人大众图书消费支出占总支出的比重开始快速提升，我们认为除实际 GDP 和个人收入再次恢复高增长外，还受到以下两个因素的提振：

● 零售渠道变革：超级书店从消费体验、促销折扣等各个方面刺激读者消费需求

20 世纪 90 年代早期，随着巴诺书店和鲍德斯书店的竞争日趋激烈，两家公司都纷纷关闭许多开设在商场里的 B.达尔顿和沃尔登连锁书店，转而开设超级书店。从 1993 年到 1994 年，巴诺书店关闭了约 52 家 B.达尔顿书店，而新开设 68 家超级书店；同期，鲍德斯书店关闭了 57 家沃尔登书店，新开设约 41 家超级书店。

根据前文，超级书店相比开设在商场中的连锁书店，对图书消费的刺激更加强烈，（1）快速全国扩张和更有效的供货系统让更多图书得以进入市场；（2）图书消费场景显著升级，体验式图书消费吸引更多客户；（3）竞争和规模经济使得图书促销折扣出现；（4）催生“精装书革命”，精装书价格下降催生更多品质消费。

表 5：巴诺和鲍德斯书店的扩张（1993-1994 年）

指标 年度	销量（百万美元）		门店数量	
	1993N	1994N	1993N	1994N
巴诺书店				
巴诺超级书店	600	958	200	268
B.达尔顿	737	665	750	698
总计	1337	1623	950	966
鲍德斯				
鲍德斯超级书店	225	425	44	85
沃尔登图书	1146	1086	1159	1102
总计	1371	1511	1203	1187

资料来源：《文化商人：21 世纪的出版业》，东方证券研究所

● 政策推动：大力开展全民阅读推广活动

阅读政策能为出版产业发展营造良好社会环境，推动国民阅读需求提升。美国政府对于阅读的推广主要体现在相关政策、法案制定和项目、活动开展等多个层次：（1）设立负责推动全民阅读的单位国会图书馆图书中心，核心任务为以国会图书馆的威望与资源激发民众阅读兴趣。自 1977 年成立起开展了多想阅读推广活动，并在 90 年代进入活动组织高峰期；（2）20 世纪 90 年代以来，美国政府先后推出了诸如“美国阅读挑战”（America Reads Challenge）、“卓越阅读方案”（Reading Excellence Program）等项目，提高民众阅读率。

表 6：美国国会图书馆图书中心策划阅读活动统计

时间	活动主题	时间	活动主题
1981 年	读书使我们不同	1995-1996 年	阅读塑造未来
1987 年	全国读书年	1995 年至今	“词汇之河”比赛
1989 年	青少年阅读年	1996 年至今	书籍与超越
1991 年	终生读者年	1997-2000 年	建设阅读之国
1992 年	探索新世界——阅读	1998 年	全美阅读日
1993-1994 年	书籍改变生活	1998 年至今	一城一书活动
1993 年至今	“文学通讯”比赛	2000 年至今	多读一读和它有关的书

资料来源：公开信息，东方证券研究所

表 7：美国政府阅读推动法案统计

项目/法案	简介
早期学习计划	1994 年提出，针对贫困家庭五岁儿童提供学前教育服务，重视语言学习、阅读技巧和态度的养成
即时读写计划	1995 年教育部出台启动，号召社会各界一起帮助提升儿童阅读能力
美国阅读挑战	1997 年克林顿政府提出，目标是让孩子在三年级结束前能够独立且顺利地阅读
卓越阅读方案	1999 年美国众议院通过，要求协助儿童在小学三年级结束时候能具备自行阅读能力

资料来源：公开信息，东方证券研究所

2.4 2001 年后图书支出占比有所下降

2001 年后图书支出占比小幅下降，我们认为与其他休闲娱乐方式的兴起有关系，如电子游戏和上网娱乐、观看电视等。从 15 岁及以上年龄段美国居民休闲娱乐时间分布看，2005 年后居民阅读时间逐渐缩短，与之相对的是，花费在游戏及电脑娱乐上的时间不断增加。大众图书作为娱乐方式的一种，同样需要与其他娱乐方式争夺用户时间。

表 8：美国 15 岁以上国民平均每天娱乐休闲时间分配（小时）

年度	合计	体育活动	社交	电视	阅读	休闲	电脑	其他（如旅游）
2004	6.28	0.35	1.13	3.02	0.43	0.28	0.37	0.7
2005	6.43	0.33	1.16	3.07	0.45	0.35	0.39	0.69
2006	6.37	0.33	1.11	3.1	0.44	0.33	0.37	0.68
2007	6.37	0.41	1.13	3.07	0.38	0.33	0.36	0.69
2008	6.48	0.35	1.12	3.29	0.39	0.26	0.43	0.65
2009	6.53	0.34	1.1	3.32	0.37	0.28	0.45	0.66
2010	6.4	0.35	1.07	3.23	0.34	0.31	0.46	0.65
2011	6.34	0.36	1.05	3.19	0.33	0.34	0.44	0.63
2012	6.57	0.37	1.05	3.42	0.37	0.31	0.45	0.6
2013	6.46	0.36	1.12	3.24	0.34	0.29	0.48	0.63
2014	6.5	0.33	1.02	3.35	0.35	0.31	0.52	0.62
2015	6.43	0.35	1.07	3.29	0.35	0.31	0.5	0.58
2016	6.43	0.38	0.98	3.31	0.33	0.35	0.47	0.61

资料来源：纽约时报畅销书榜单，东方证券研究所

2.5 图书需求的影响因素总结

综上，我们认为，从美国的历史经验看，图书需求主要受到以下因素的影响：

（1）收入是需求爆发的内在动因。图书作为精神文化消费品，本质是可选消费品，收入增长是图书消费需求增长的核心动力。从美国来看，1）图书消费支出增速（剔除物价因素）与实际 GDP 增速保持高度一致；2）人均收入高低显著影响大众图书消费支出比例，在 1975 年第一次需求拐点处，美国人均 GDP 为 7820 美元；1993 年第二次需求拐点处，美国人均 GDP 为 26460 美元。

（2）渠道是需求变现的必要条件。1992-2000 年，美国居民图书消费支出占比快速提升，这与连锁式超级书店的兴起有密切关系，更好的消费体验、促销折扣出现都恰好刺激了读者的消费需求。

（3）政策是需求的助推器。1）美国自 1977 年成立起开展了多项阅读推广活动，并在 90 年代进入活动组织高峰期；2）20 世纪 90 年代以来，美国政府先后推出了诸如“美国阅读挑战”（America Reads Challenge）、“卓越阅读方案”（Reading Excellence Program）等项目，提高民众阅读率。

（4）供给与需求相互促进。需求增长促使出版商生产更多内容，同时内容品类扩展、图书种类增加也是刺激消费者需求提升的重要因素。从 1880-1989 的 110 年间，美国共出版约 180 万种新书，其中 913,197 种为 1970-1989 年间出版，占比 49.56%。内容的增加是推动 1976-1981 年图书需求回暖的重要原因。

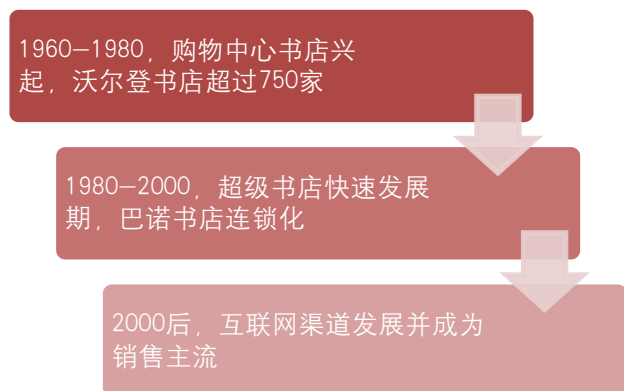
3 渠道变迁：图书销售渠道如何重构产业格局？

从美国个人图书消费支出的变化趋势及原因中，我们看到不同阶段图书销售渠道的变迁对图书需求产生了重要影响，是需求变现的重要条件。继续深入研究渠道变革的历史和影响后，我们认为，每轮图书主流销售渠道的变化，都伴随着产业需求和格局的重构。以亚马逊为代表的网上销售，和以巴诺书店为代表的超级书店，不仅在需求端，也在图书供给、产业格局、产业链利益分配等方面，对美国图书市场带来了巨大变革。

3.1 网上销售已成为最主要的大众图书销售渠道

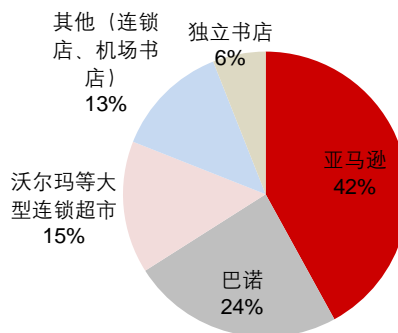
美国图书零售渠道经历了独立书店—百货公司—购物中心—超级书店—网络零售的转变。目前图书销售渠道主要包括独立书店、大型连锁书店、网上书店、图书发行商、图书俱乐部、书刊代理商等，前三者为零售渠道，后三者为批发渠道。以亚马逊为代表的互联网渠道已成为纸质图书销售的最主要渠道，2016 年渠道销售占比 42%，同比提升 4pct；以巴诺为代表的连锁书店和沃尔玛为代表的大型连锁超市销售占比分别为 24% 和 15%。

图 9：美国图书零售渠道演变



资料来源：公开信息，东方证券研究所

图 10：2016 年美国图书零售渠道销售份额



资料来源：2016 年度国际出版趋势报告美国分报告，东方证券研究所

3.2 巴诺书店：连锁式扩张迅速占领图书零售市场

巴诺书店（Barnes & Noble）是美国最大的连锁书店，旗下成员书店包括道尔顿书店、图书之星、过往书店、双日和斯克里布纳书店等，其书店以超级书店为主，同时也拥有部分社区书店等。

巴诺书店起源于 1873 年，但从 1970 年开始真正连锁化发展。外延和内生并举的发展模式让巴诺成为超级书店的头号玩家以及 90 年代全美第一大图书零售连锁商。截至最新财年，巴诺共有 633 家终端书店，销售收入为 38.95 亿美元。

表 9：巴诺书店发展史

时间	事件
1873 年	成立，由查尔斯·蒙哥马利·巴恩斯在伊利诺伊州的惠顿经营二手书生意
1917 年	巴恩斯的儿子威廉姆将书店搬到纽约，与 G.克利福德·诺布尔合作经营图书批发，向纽约的中小学、大学和图书馆提供教科书。早期巴诺书店主营面向教育机构的经营批发，后转件转向零售业，在曼哈顿第五大道和第十八号街交汇处开设第一家大型书店
1969 年	玩具、工具生产集团爱梅特尔（Amtel）收购巴诺书店
1971 年	莱昂纳德·瑞吉奥收购巴诺书店，并在纽约和波士顿扩张门店，收购当地两家连锁书店
1986 年	巴诺书店收购 B.达尔顿书店连锁
1989 年	收购斯克里的布纳尔书店和美国西南部地区的连锁书店大众书亭（Bookstop）和书星（Bookstar），成为全国性的零售商和美国最大的书商之一。
20 世纪 90 年代早期	与竞争对手鲍德斯书店的竞争日趋激烈，两家公司纷纷关闭许多开设在商场里的 B.达尔顿和沃尔登连锁，而新开了更多超级书店。
1997 年	创立自己的在线书店“b&n.com”，1998 年贝塔斯曼以两亿美元收购 b&n.com 百分之五十股份，1999 年 b&n.com 宣布销量达到 2.02 亿美元，成为美国第五大图书销售商
2003 年	巴诺书店回购了贝塔斯曼在 b&n.com 的所有股份
2003 年	涉足出版领域，收购斯特灵出版
2009 年	巴诺推出第一款电子阅读器 Nook，正式进入电子书市场。
2013 年	决定未来 10 年关闭旗下多至三分之一的零售书店

资料来源：公司公告，公开信息，东方证券研究所

以巴诺书店为代表的超级书店模式对整个图书出版行业带来了极大的影响，主要体现在：

（1）让更多图书进入市场成为可能。连锁集团在全国开设超级书店，并且开发了更为有效的供货系统，这意味着进入到市场的图书量空前增长。1970 年代，畅销书的标准为 50 万册，而在 2000 年代，畅销书标准提升到 800-1000 万册；

（2）图书消费场景显著升级，体验式图书消费吸引更多客户。超级书店通常坐落在最好的地段，整洁、宽敞、灯光明亮，设有沙发、咖啡店以及阅读休闲区，通过更好的客户体验吸引读者进入并驻足浏览图书；

（3）加剧畅销书效应。连锁书店通常面临高额的租金，因此对那些能增加书店的类别和深度，但会降低存货周转率的书更为谨慎。随着连锁书店主导地位日益增强，畅销书排行榜前几名图书的重要性越来越被强调，畅销书效应加剧；

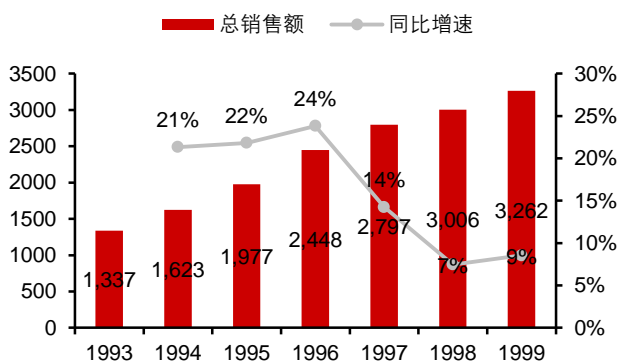
（4）竞争和规模经济使得图书促销折扣出现。20 世纪 90 年代开始，连锁书店之间以及连锁书店与独立书店之间的竞争催生了销售折扣的出现。连锁书店集中货品采购和存货控制使得它们在于供应商的谈判中有很大的优势，规模经济使得它们更有可能提供促销折扣，它们对新书榜单上的畅销书会给出 30%-40%折扣，对其他精装书则根据库存类型和深度给出一般折扣（10%-20%）；

(5) 催生“精装书革命”。连锁书店的兴起刺激了平装书销量，平装书出版社地位不断提升，倒逼精装书出版向大众市场平装书靠拢。20 世纪 80、90 年代，精装版和平装版价差缩小（价差从 10:1 下降到 3:1），精装书销量大幅增长。

20 世纪 90 年代是巴诺书店黄金发展期，推动行业景气度提升。1993-1999 年间，巴诺销售额从 13.4 亿美元提升到 32.6 亿美元，复合增速为 16%，远高于同期全国图书消费支出增速（CAGR=10%）。收入的增长主要得益于超级书店的大幅扩张，1993-1999 年之间，巴诺共新开了 340 家超级书店；扩张同时，单店销售额保持增长，表明当时读者对超级书店的需求一直没有饱和。

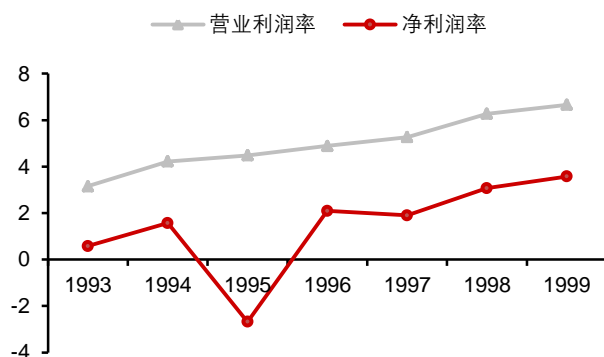
1993-1999 年，巴诺书店营业利润从 0.4 亿提升到 2.3 亿美元，复合增速为 33%，公司营业利润率和净利率在此期间均不断提升。这个时期巴诺书店发展的核心在于一方面超级书店更好的体验契合了读者的升级需求，而随着规模的扩大，巴诺能够从出版商拿到更低的进货折扣、进行更大的打折幅度、更好地摊薄租金以及运营成本。

图 11：1990 年代巴诺书店运营数据（单位：百万美元）



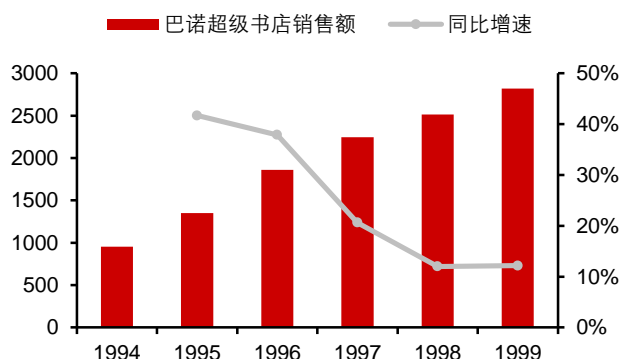
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 12：1990 年代巴诺书店营业利润率及净利率 (%)



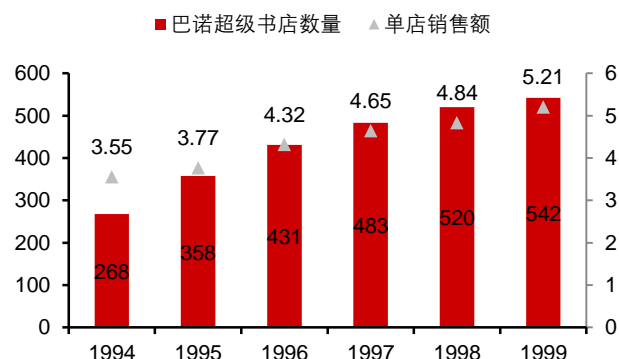
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 13：巴诺超级书店销售额（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 14：1990 年代超级书店数量及单店销售额（百万美元）

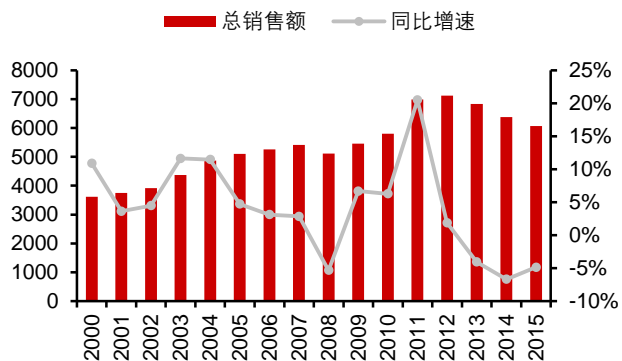


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

2000 年之后，虽然巴诺书店在业务上做了很多探索（1999 年收购 Gamestop store、2003 年将网上书城纳入合并报表、2009 年开始 NOOK 电子书阅读器业务），但整体销售额仍然难改颓势；而面对高额的租金以及运营费用，公司利润率也大幅下降。

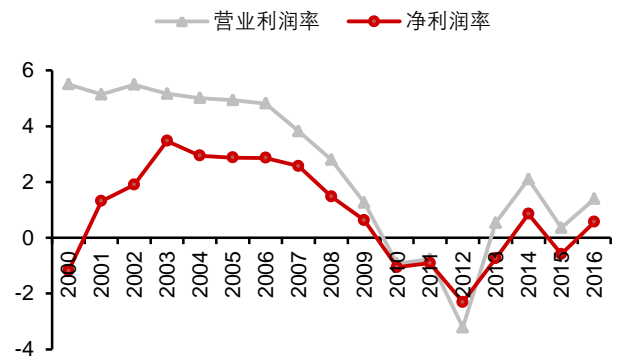
销售额下滑主要由于巴诺超级书店的降温。2000-2008 年，巴诺超级书店扩张减速，单店销售额仍然维持增长；2008 年巴诺书店数量达到最高峰 726 家，此后逐渐关闭经营不善的书店，单店销售额也逐年下降。亚马逊的崛起对实体书店形成的冲击在巴诺的业绩上体现得非常明显。

图 15：2000 年后巴诺书店运营数据（单位：百万美元）



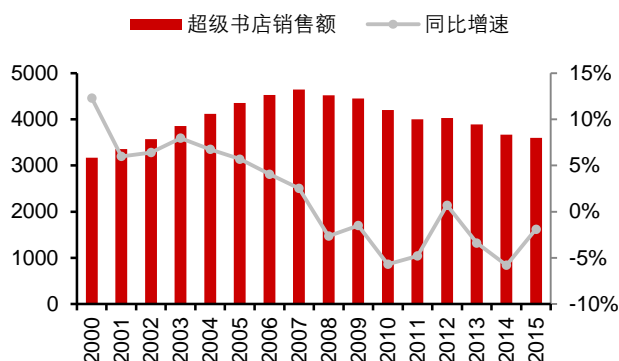
资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 16：2000 年后巴诺书店营业利润率及净利率 (%)



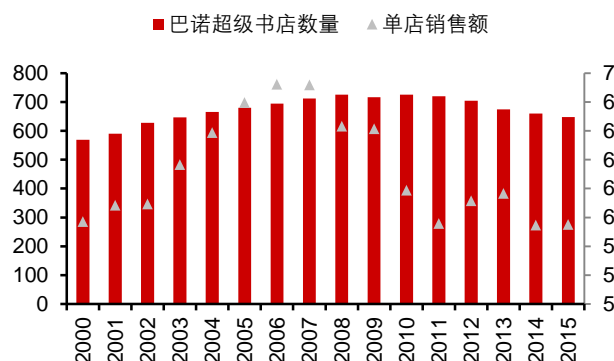
资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 17：2000 年后巴诺超级书店销售额（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 18：2000 年后巴诺超级书店数量及单店销售额



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

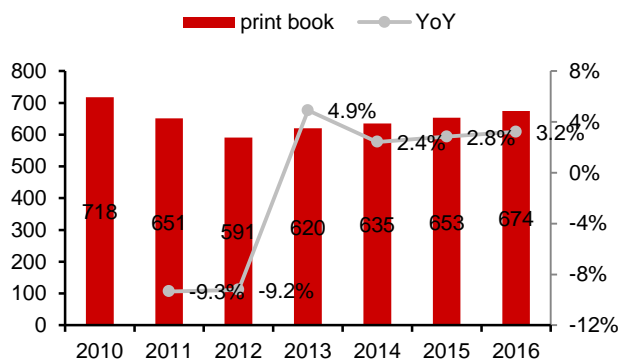
3.3 网络渠道快速崛起，产业格局发生巨大变革

亚马逊自 1995 年成立起销售收入迅速增长，亚马逊商业模式改变了消费者的购书方式，网络渠道不受单一店面库存限制，可同时提供几乎全部在版书目供消费者选择，极大激发了图书购买的需求；2015 年图书销售收入约 52.5 亿美元，占公司总收入比重接近 10%。以亚马逊为代表的网络零售渠道为美国图书出版产业带来巨大变革。

● 变革 1：网络渠道为拉动纸质书销售的主要动力

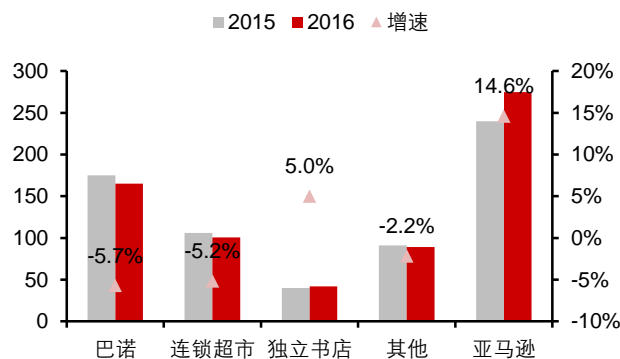
从图书销量看，纸质书销量自 2013 年起有所回暖，2016 年纸质书销量为 6.72 亿册，同比增长 3%。其中，亚马逊 2016 年销量为 2.75 亿册，同比增长 14.6%，为拉动纸质书销量增长的最主要渠道。

图 19：美国纸质书销量（单位：百万册）



资料来源：Nielsen BookScan，东方证券研究所

图 20：纸质书分渠道销售量（单位：百万册）及增速



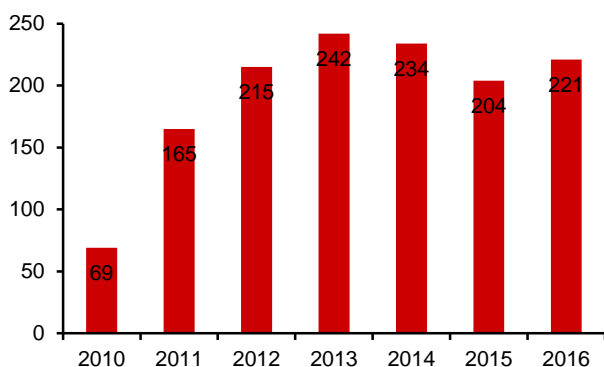
资料来源：Author Earnings，东方证券研究所

● 变革 2：电子书迅速崛起，成为传统出版商与网络零售渠道的重要博弈阵地

亚马逊于 2007 年发布 kindle，并以 9.9 美元的低定价和海量内容吸引用户购买，电子书进入快速发展阶段。美国出版商电子书销售量由 2005 年 0.7 亿册大幅增长至 2.2 亿册，2016 年电子书销售量占图书市场的 21%。

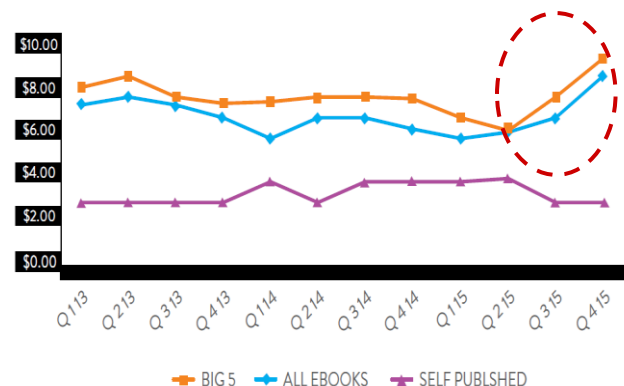
值得注意的是，2014、2015 年电子书销量出现大幅下滑，2016 年也未回到 2013 年销量水平，其主要原因是 2014 年 5 大出版商与亚马逊就销售电子书达成代理协议、电子书重新实行代销制后，电子书销售折扣降低，价格大幅提高。2015 年电子书售价从 9.99 美元提升至 14~15 美元，电子书售价的中位数已接近 10 美元。

图 21：美国出版商电子书出销量（百万册）



资料来源：Nielsen BookScan，东方证券研究所

图 22：美国电子书价格走势



资料来源：Author Earnings，东方证券研究所

● 变革 3：自出版和亚马逊独立出版兴起，挑战传统利益分配机制

亚马逊 2007 年推出 Kindle 自出版平台（Kindle Direct Publishing），允许作者在亚马逊网站上制作出版自己的电子书，并作者提供最高 70% 图书销售分成，大幅简化出版流程，激发作者创作热情，刺激内容供给；

2009 年亚马逊建立了自己的图书出版公司——“亚马逊出版”（Amazon Publishing），建立了 13 个出版品牌，涵盖小说、文学、社科、儿童、青少年、漫画等图书领域。

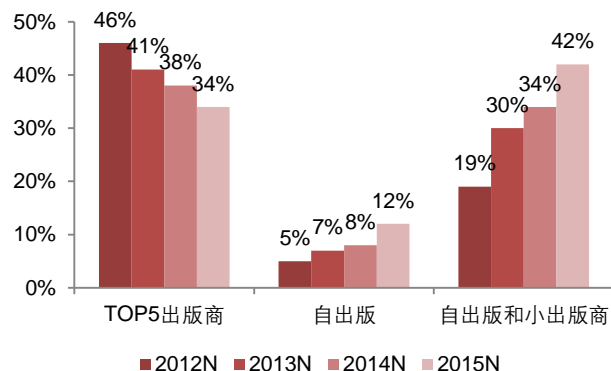
自出版和亚马逊出版在纸质书领域的销售量非常小。但在电子书领域，其影响力已经几乎与传统出版商相当；且自出版电子书价格远低于传统出版，预计未来将进一步蚕食传统大出版商在电子书市场的份额。

图 23：亚马逊自出版和自有出版图书销售额

自出版			
类型	2016 销售量 (百万册)	2016 销售额 (百万美元)	零售价 (美元)
电子书	204	596	2.92
纸质书	22	226	10.32
亚马逊出版			
类型	2016 销售量 (百万册)	2016 销售额 (百万美元)	零售价 (美元)
电子书	60	258	4.3
纸质书	1	9	9.6

资料来源：Author Earnings，东方证券研究所

图 24：各出版机构电子书市场份额



资料来源：Author Earnings，东方证券研究所

● 变革 4：出版商对网络渠道供货折扣提升，亚马逊对企鹅兰登平均折扣为 53%

目前，亚马逊对企鹅兰登书屋的有效折扣为 53%，除了正常对渠道的供货折扣外，亚马逊要求出版商支付“市场营销基金”以获得更好的图书推广。大出版商通常需要额外给出 5%-7% 折扣，而小出版商的比例更高，导致实际折扣率可能会超过 60%。

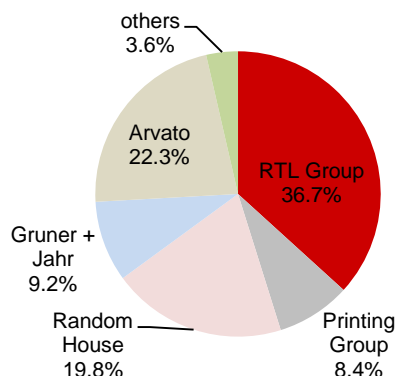
4 龙头公司：企鹅兰登如何发展壮大？

4.1 企鹅兰登书屋概览

美国大众图书出版龙头企鹅兰登书屋于 2013 年 7 月成立，由英国培生集团旗下企鹅出版社和德国贝塔斯曼集团旗下兰登书屋合并而来。2017 年培生公司向贝塔斯曼出售企鹅兰登书屋 22% 股份，作价 7.8 亿美元，估值 35 亿美元。目前德国传媒集团贝塔斯曼共持有企鹅兰登书屋 75% 股份；此外，贝塔斯曼集团旗下还拥有欧洲著名娱乐内容制作及广播公司 RTL 集团、欧洲最大的期刊杂志出版商古纳雅尔（Gruner + Jahr），全球媒体服务供应商欧唯特（Arvato）、全球音乐唱片公司 BMG 及印刷集团 Printing Group 等。

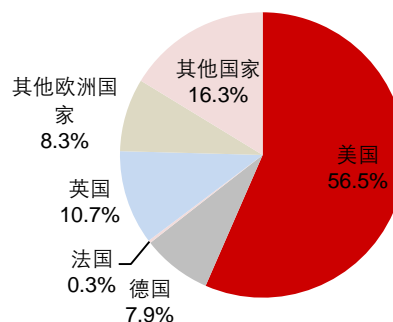
2016 年，贝塔斯曼集团共实现营业收入 169.5 亿欧元；其中，企鹅兰登书屋营业收入 33.6 亿欧元，占比 19.8%。从企鹅兰登书屋收入的地区构成看，美国是其最重要的市场，收入占比 56.5%；此外，以英国、德国、法国等为代表的欧洲国家亦是企鹅兰登书屋的重要收入来源市场。

图 25：贝塔斯曼集团收入构成



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 26：企鹅兰登书屋 2016 年收入地区构成

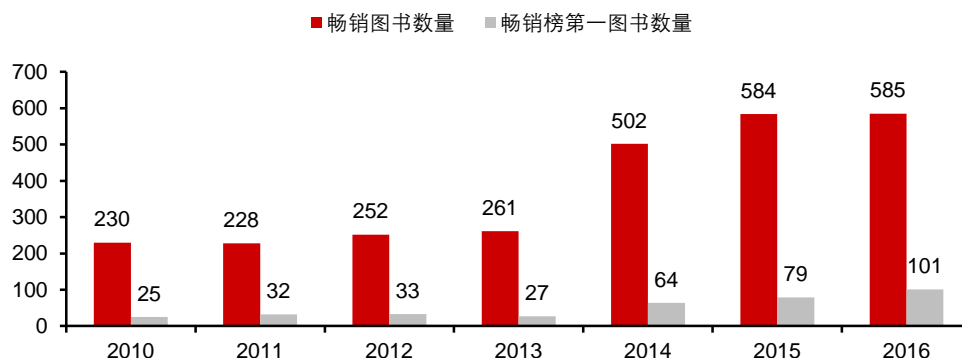


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

企鹅出版社和兰登书屋在合并前均为全球知名大众图书出版集团，具有悠久历史和文化积淀。其中，企鹅出版社成立于 1935 年，创始人艾伦·莱恩通过低定价（6 便士，精装图书价格 7-8 先令）平装本满足中产阶级群体阅读需求，迅速打开知名度并积累读者。同时，**企鹅出版社通过图书封面设计与品牌营销，使企鹅形象深入读者，具备品牌溢价和品牌影响力。**兰登书屋成立于 1925 年，创始人贝内特·瑟夫和唐纳德·克洛普弗通过购买现代丛书公司，开始出版经典文学名著。

企鹅兰登在畅销书数量、年新书品种、图书销量等方面竞争优势突出。公司图书持续霸榜畅销榜，合并后的畅销书效应越加明显。2014-2016 年，公司进入 New York Times bestsellers 榜单的畅销书图书数量分别为 502、584 和 585 本，其中排名畅销榜第一的图书数量分别为 64、79 和 101 本，保持不断增长。公司年新书品种超过 15000 种，年销售量达 7 亿册以上，成为全球最大的大众图书出版集团。

图 27：企鹅兰登畅销书数量



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

4.2 三大关键环节助推企鹅兰登树立竞争优势

我们认为，企鹅兰登成长过程中最重要的三个环节（能力）：上市融资与兼并整合、选题策划能力、签约畅销书作家。

4.2.1 上市融资与兼并整合

1960 年，兰登书屋公开发行 30% 股份，并利用募集资金收购著名出版集团克诺夫出版集团（Knopf Publishing Group）和其他规模较小的出版社。兰登书屋和企鹅出版社在合并前后的兼并整合一般围绕三个方面进行：

● 拓展图书产品类型

通过收购出版公司，拓展图书品类和产品类型，是企鹅兰登书屋壮大过程中增强实力、奠定行业地位的重要方式。例如 1944 年兰登书屋收购格罗塞与邓拉普出版社进入平装书市场，1996 年企鹅出版社收购著名旅行和音乐指南出版商 Rough Guide 51% 股权。

表 10：企鹅兰登并购情况

时间	收购方	并购标的	拓展领域
1944	兰登书屋	格罗塞与邓拉普出版社	平装书
1960	兰登书屋	克诺夫出版集团（Knopf Publishing Group）	高端文学作品和政要图书
1973	兰登书屋	巴兰坦图书公司（Ballantine Books）	大众图书
1982	兰登书屋	福西特纸皮书出版社（Fawcett Books）	平装书
1986	兰登书屋	福德尔旅游指南公司（Fordor's Travel Guides）	旅游图书
1988	兰登书屋	皇冠图书公司（Crown Publishing Group）	低价图书出版
1996	企鹅出版社	Rough Guide	著名旅行和音乐指南出版商
1999	兰登书屋	Listening Library Inc	有声书出版
2006	兰登书屋	BBC books	重点拓展包括厨艺、园艺、自然、历史和大众科学等在内的非虚构类图书品类
2006	兰登书屋	德国宗教出版公司 Gerth Medien	拓展宗教图书
2006	兰登书屋	美国出版商 Multnomah Publishers	拓展自出版业务

资料来源：公司公告，公开信息，东方证券研究所

● 进入/整合重要市场

作为全球出版业龙头，企鹅兰登书屋在发展过程中偏向于通过收购进军重要市场，或整合已进入市场的出版商形成地区龙头。如 1975 年企鹅通过收购维京出版社进入美国市场，该社丰富的作者资源对企鹅在美国的市场开拓起了有力的促进作用；2008 年 Random House South Africa 合并 Struik Publishing，成为南非最大出版商之一；2014 年企鹅兰登书屋收购西班牙语、葡萄牙语图书出版商 Santillana Ediciones Generales，强化在拉丁美洲市场影响力，并成为最大的西班牙语文学出版商。

● 获取优质 IP 及作者资源

由于畅销书作家对出版社业绩影响重大，通过收购获得知名签约作家和优质 IP 成为增强竞争力的重要方式。如：

1983 年，公司收购英国儿童出版社弗雷德里克·沃恩公司（Frederick Warne），沃恩出版社拥有的彼得兔等系列经典品牌成为企鹅在全球经营的出版、授权和娱乐项目；

1996 年企鹅美国出版公司合并普特南·伯克利集团，获得普特南集团畅销书作家，如汤姆·克兰西、迪克·弗兰西斯、帕特里夏·康威尔、诺拉·罗伯茨，以及以出版《喜福会》闻名的华裔女作家谭恩美（Amy Tan）。

4.2.2 选题策划能力

选题策划是出版社的核心竞争力，例如企鹅出版社在二战前出版《希特勒想要什么》取得破纪录销量，兰登书屋策划《尤利西斯》获得持续收入利润贡献。同时，公司始终注重经典和畅销书出版，企鹅出版社 20 世纪 40 年代创立“海雀”和“经典”两大品牌，专注儿童非小说图画书和经典书籍出版，积累众多经典作品。

4.2.3 签约知名畅销书作家/诺贝尔文学奖得主

兰登出版社成立之初，创始人贝瑟夫通过个人关系争取签约美国著名作家尤金·奥尼尔和鲁滨逊·杰弗斯，为公司发展打下基础。由于畅销书效应的存在，拥有畅销作品对图书公司发展至关重要。目前企鹅兰登书屋拥有的诺贝尔奖得主包括托马斯·曼、托里·莫里森、帕斯捷尔纳克、川端康成、奈保尔、奥尔翰·帕慕克等。同时，公司注重签约畅销书作家，为公司持续贡献销售爆款和收入。企鹅兰登书屋签约的畅销书作家包括约翰·格里森姆、丹·布朗、托马斯·哈里斯、迈克尔·克莱顿等，公司旗下的双日出版社拥有丹·布朗、约翰·格里森姆两个超级畅销书作家。

表 11：2000-2009 年上榜作品评分最高的五大作家

作者	上榜作品数量	作品总分	平均分	版权所属出版集团
詹姆斯·帕特森	36	2203	61.19	Harpercollins
丹·布朗	4	1422	355.5	Penguin Random House
约翰·格里森姆	12	1313	109.42	Penguin Random House
尼古拉斯·斯帕克	10	642	64.2	Hachette Book Group
珍妮特·伊万诺维奇	16	639	39.94	Penguin Random House

资料来源：Publishers weekly，东方证券研究所

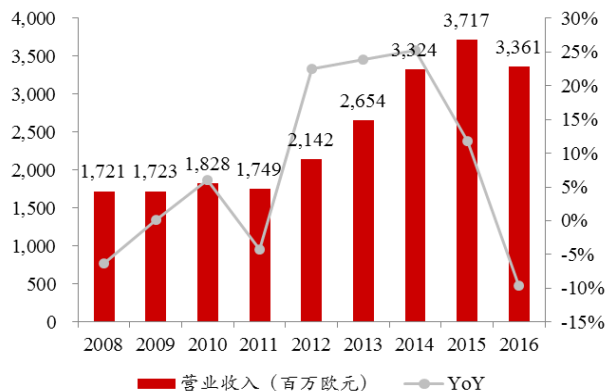
4.3 财务表现：收购助力扩大规模，整合效应较为明显

收购企鹅出版之前，兰登书屋营业收入基本保持在 17-18 亿欧元之间，2012 年由于《五十度灰》大卖而使收入提高到 21 亿欧元。2013 年 7 月收购企鹅出版之后，整体收入提升至 33 亿欧元以上。

从利润率来看，以 EBITDA 口径计算，兰登书屋的利润率一直保持提升趋势，特别是收购企鹅出版之后，2016 年 EBITDA margin 达到 16%。从企鹅兰登书屋合并后净利率水平看，2014-2016

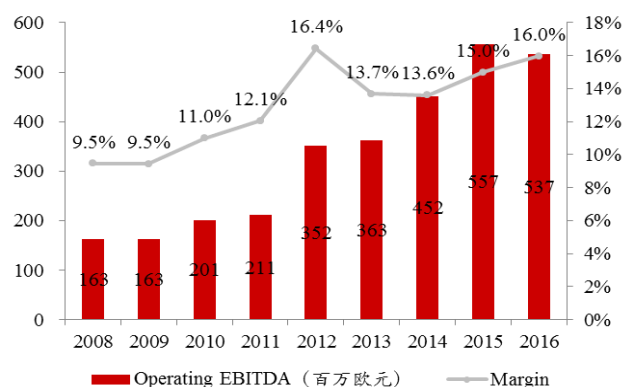
净利率从 8.28% 提升至 11.82%，同样保持提升趋势，净利率的提升主要受益于其他营业支出的不断下降。

图 28：企鹅兰登书屋营收情况（2013 年之前为兰登书屋）



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 29：企鹅兰登书屋 EBITDA 及利润率

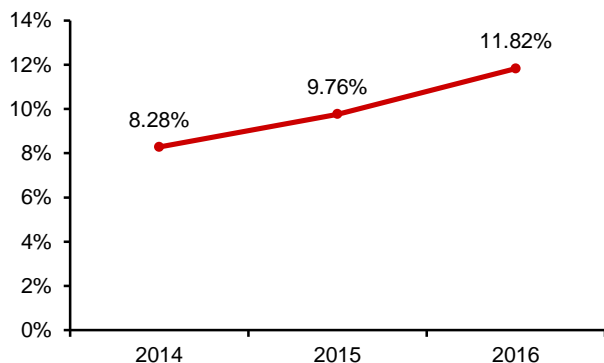


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

从成本费用看：材料成本、版税成本、人工成本及其他营业支出为最大的成本支出，占总收入的比重均在约 20%；其中，人事支出占比最大（2014 年除外），且比重略有提升。

将企鹅兰登的财务数据与国内民营出版龙头新经典对比看：（1）净利率水平：2016 年新经典净利率 18.42%，高于企鹅兰登；（2）2014-2016 年新经典版权成本占营收的比重分别为 21.7%、18.9%和 18.3%，与企鹅兰登接近；（3）成本端的差异主要在于人工成本及其他支出。

图 30：企鹅兰登净利率水平



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 31：企鹅兰登书屋各项成本占收入比重

成本构成	2014	2015	2016
材料成本	21.64%	21.38%	21.51%
版税成本	19.77%	20.10%	19.84%
人事成本	21.90%	22.80%	22.91%
折旧摊销减值等	2.54%	2.53%	2.41%
其他营业支出	25.22%	22.20%	20.53%

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

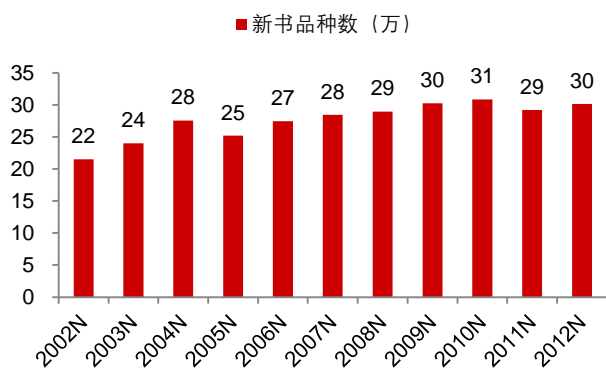
5 对标国内：中美图书市场有何异同？

5.1 供给端：新书供给数量充足，畅销书供给逐步聚拢

5.1.1 新书品类：新书供给数量较为充足，提升质量是关键

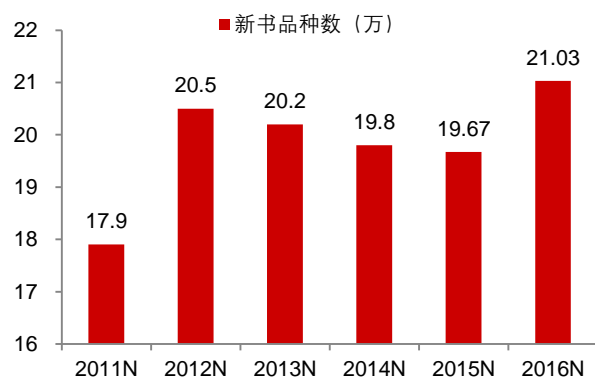
20 世纪 70-80 年代,美国共产出 91.21 万种新书,平均每年产出 4.56 万种;2002 年新书品种 21.51 万, 2012 年新书品种达到 30.16 万, 2002 年以来美国每年新书品种数保持稳定。2016 年, 国内新书品种 21.03 万, 接近美国 2002 年水平。从行业规模和所处发展阶段来看, 国内新书供给数量已经较为充足, 未来新书供给的关键是提升图书质量。

图 32：美国 2002-2012 年新书品种数



资料来源：Bowker，东方证券研究所

图 33：中国 2011-2016 年新书品种数



资料来源：开卷信息，东方证券研究所

5.1.2 畅销书：开始出现“霸占”畅销榜的趋势

与美国五大出版商占据 TOP10 畅销榜 80% 的份额相比, 国内畅销书所属出版社极其分散。2008、2012 和 2016 年这三年的 TOP10 畅销书（虚构类）共来自 15 个不同的出版社, 并且基本分属于不同的出版集团。从近两三年来看, 南海出版社、十月文艺出版社、长江文艺出版社开始出现“霸占”畅销榜的趋势。

表 12：中国虚构类 TOP10 畅销书出版社分布

2008 年		2012 年		2016 年	
出版社名称	畅销书数量	出版社名称	畅销书数量	出版社名称	畅销书数量
当代世界出版社	1	光明日报出版社	1	百花洲文艺出版社有限责任公司	1
陕西师范大学出版社	2	湖南文艺出版社	1	北京十月文艺出版社	1
上海人民出版社	2	华夏出版社	1	湖南文艺出版社有限责任公司	1
长江文艺出版社	2	南海出版公司	1	南海出版公司	4
作家出版社	3	上海文化出版社	1	上海人民出版社	1
		上海文艺出版社	1	重庆出版社	2

现代出版社	1
长江文艺出版社有限公司	3

资料来源：开卷信息，东方证券研究所

5.1.3 图书定价：平均定价平稳增长，优质畅销书具有更大提价空间

从绝对值看，国内大众图书定价在 35-38 元之间，约为美国平均定价的 40%。考虑到人均可支配收入的差异，图书零售定价占人均可支配收入的比重稳定在 0.12% 左右，这一指标高于美国同期水平。我们认为，国内整体行业平均图书定价增速预计将继续与人均可支配收入增速保持基本一致。

但对应到供给结构改善（即新书供给提升质量、畅销书供给集中化）的趋势，图书定价也将出现结构差异，即优质畅销书将有更大的提价空间。以新经典出版的《白夜行》为例，其最新版本定价上涨 50%，但销售依旧强劲。

表 13：国内不同种类图书定价（元）

种类	2016 年	2015 年	2014 年
文学	36.62	35.11	33.79
少儿	41.04	38.08	36.28
社科、生活及其他	47.86	43.53	37.09
加权平均单本定价（元）	38.37	36.4	34.67
城镇居民人均可支配收入（元）	33616	31194.83	28844
平均定价占可支配收入比重	0.11%	0.12%	0.12%

资料来源：新经典招股说明书，国家统计局，东方证券研究所

5.2 需求端：人均 GDP 和图书消费支出占比均与美国第一次需求拐点处接近

根据图书零售码洋等数据测算（假设平均图书销售折扣为 75%），目前国内图书消费支出占国民消费性支出的比重为 0.22%，约为美国 20 世纪 70-80 年代的水平。2016 年中国人均 GDP 为 8123 美元，与美国 1975 年第一次需求拐点时人均 GDP 水平相当，参照美国图书消费支出变化趋势，国内人均收入已经能够支撑以图书为代表的精神文化消费支出比重提升。

表 14：国内图书消费支出占比测算

年份	人均 GDP (美元)	国民人均消费性 支出 (元)	图书销售码 洋 (亿元)	平均销 售折扣	人均图书消费 支出 (元)	图书消费支出 占比
2011	5633.80	10317.27	428	75%	23.82	0.23%
2012	6337.88	11567.87	465	75%	25.76	0.22%
2013	7077.77	13396.70	500	75%	27.56	0.21%
2014	7683.50	14728.00	553	75%	30.32	0.21%
2015	8069.21	16049.82	624	75%	34.05	0.21%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2016	8123.18	17556.21	701	75%	38.02	0.22%
------	---------	----------	-----	-----	-------	-------

资料来源：国家统计局，世界银行，开卷数据，东方证券研究所

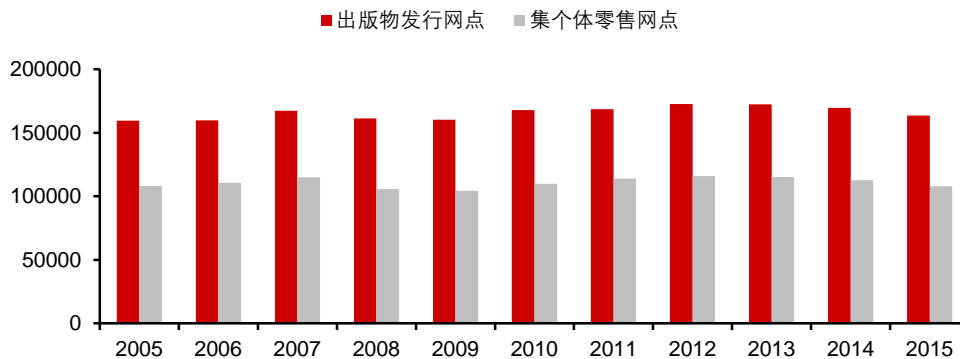
5.3 渠道拉动：消费升级促进实体渠道客户回流，第三方平台驱动电商销售高增长

5.3.1 实体渠道：政策释放积极信号，实体书店冬去春来

2010-2016 年，实体销售渠道的码洋规模约在 340 亿元上下波动，每年呈现微幅增长或负增长态势。在网上书店快速发展和房租成本不断上涨的冲击下，2012 年起出现了实体书店的关店潮。2015 年，全国出版物发行网点共 16.36 万家，较 2012 年减少约 0.89 万家；其中集体个体零售网点 10.78 万家，较 2012 年减少 0.83 万家。

存量实体渠道积极迎合消费升级，体验式消费拉动顾客回流。市场优胜劣汰之后，存量实体书店自身也在适应潮流趋势、加快转型发展，以新华文轩等为代表的国有及民营书商，尝试通过建立书城、重新装潢、配咖啡厅等模式，吸引年轻读者。政策扶持有望使实体书店逐渐回归，并向购物中心、社区等流量密集的区域发展，提高线下读者的触达率，外加实体书店自身的转型发展，将进一步激发了读者走向线下，拉动实体渠道销售回暖。

图 34：2005-2015 年出版物发行网点数量

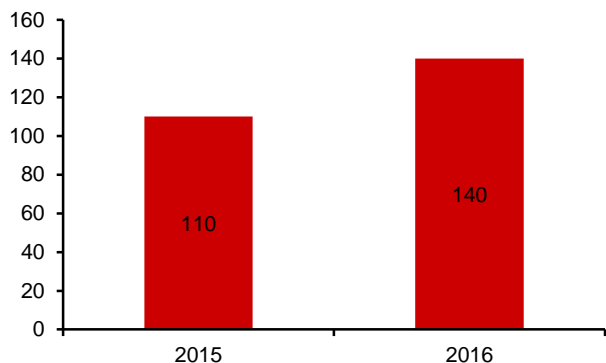


资料来源：Bureau of Economic Analysis，东方证券研究所

5.3.2 线上渠道：电商销售增速保持高位，第三方平台成增长新动力

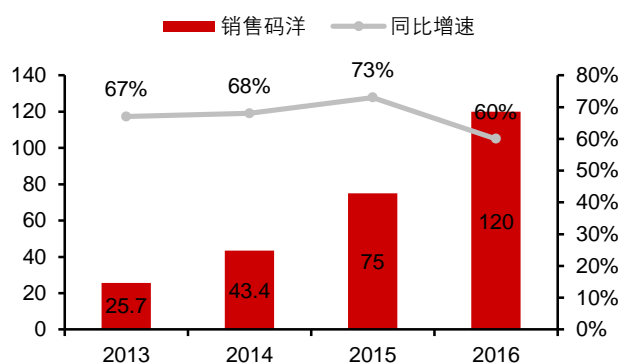
线上电商是增速最快的销售渠道。2014-2016 年，线上销售渠道码洋规模为 210、280 和 365 亿元，同比增长 24%、33%和 30%。以当当、京东和天猫等为代表的电商图书销售规模快速增长：当当网 2015-2016 年自营图书销售码洋分别为 110 和 140 亿元，同比增速均在 25%以上；天猫图书 2014-2016 年销售规模分别为 43.4、75 和 120 亿元，同比增长 68%、73%和 60%。

图 35：当当自营图书销售码洋（亿元）



资料来源：公开信息，《2016 年天猫图书白皮书》，东方证券研究所

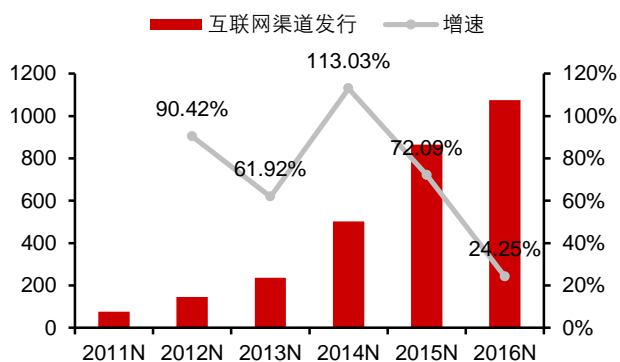
图 36：天猫图书销售码洋（亿元）



资料来源：公开信息，《2016 年天猫图书白皮书》，东方证券研究所

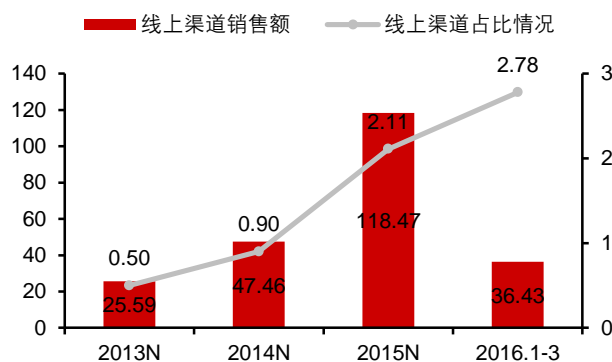
线上线下诉求一致，电商第三方平台快速增长，是驱动线上销售的重要推手。根据开卷信息《2016 年图书零售市场零售发展报告》，网点第三方平台销售增速约为 60%，其中京东第三方平台的增速在 100%-200%，远高于电商渠道整体增速。第三方平台业务快速增长的原因在于：（1）电商的大力推动。第三方书店不用电商自身承担库存、人工等成本，通过收取服务费等形式，扣除维护成本、返点外均为净利润，电商平台的发展意愿高；（2）线下书店对线上的重视度提高。出版社、新华书店及民营书店等均尝试进驻第三方平台运营网上书店，是第三方平台销售增长的主要推动力。其中，以新华文轩和博库图书等为代表的优质公司的进入和长期运营，对线上销售的增长起到了刺激作用。随着京东和天猫等对第三方业务的发力，此项业务将成为驱动线上渠道销售增长的新动力。

图 37：新华文轩互联网发行渠道收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：新华文轩线上渠道销售额（百万元）及占比 (%)



资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

从宏观行业层面上看，国内大众图书市场处于需求趋于回暖、供给结构逐步改善的拐点阶段：

- **需求端：人均收入足以支撑图书消费比重提升，渠道+政策共同拉动需求回暖。**目前国内人均GDP和图书消费支出占比均与美国第一次需求拐点处接近。参照美国图书消费支出变化趋势，国内人均收入已经能够支撑以图书为代表的精神文化消费支出比重提升。同时，实体渠道复苏、线上渠道有力拉动，以及“全民阅读”政策初见成效，成为需求释放的助推器。
- **供给端：新书供给质量提升更为关键，畅销书供给逐步聚拢。**具体而言：**（1）新书品类：**国内新书供给数量接近美国2001年左右水平，较为充足，未来新书供给的关键是提升图书质量；**（2）畅销图书：**市场竞争格局仍然分散，但开始出现“霸榜”畅销书；**（3）图书定价：**国内图书平均定价占人均可支配收入比重约0.12%，预计整体大众图书定价增速将继续与人均可支配收入增速保持一致，单优质畅销书将有更大的提价空间。

从微观公司层面上看，一方面，拥有优质畅销图书版权的龙头公司将受益需求回暖和供给结构改善，获得高于行业的业绩增长；另一方面，从企鹅兰登等公司发展路径看，通过资本方式扩张是图书出版公司做大规模的重要手段，扩张方向包括拓展图书产品类型、获取优质IP及作者资源、进入/整合重要市场等，国内出版公司需要开放的心态、灵活的机制以及强大的整合能力应对发展过程中所必须的外延扩张。

建议关注图书出版发行板块中拥有“畅销+长销”属性的龙头出版商新经典，以及一般图书出版业务占比较高，在美食、少儿图书出版等领域具有优势的城市传媒。

风险提示

- 经济增长放缓

图书作为可选消费品，其需求与经济增速、个人收入等密切相关。若经济增长放缓，将导致个人收入增加缓慢，消费者可能削减图书支出，对行业整体需求和增速带来显著负面影响。

- 优质内容供给不足

图书市场的“畅销书”效应明显，优质内容对拉动图书需求的增加具有重要意义。若行业优质内容供应不足，则会影响行业整体需求，影响相关公司业绩兑现并加大波动。

- 数字化娱乐方式冲击

大众图书作为休闲娱乐方式的一种，同样需要与其他娱乐方式争夺用户时间。若消费者的娱乐偏好转向移动游戏、VR等新兴娱乐方式，则会对图书需求产生冲击。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

