

寻找“全媒体出版”领军者

增持(持平)

投资要点:

- 全媒体出版模式下出版发行产业链面临重构。
- 全媒体出版对应文化产业升级机遇。
- 关注新产业格局中的产业链整合者、价值扩张者。

报告摘要:

- **“全媒体出版”格局。**全媒体出版格局下,有更多的市场参与者,产业生态复杂化;出版发行产业链面临重构和变革,价值传递过程更加多元化;作者与出版社的关系突破传统的依赖性;运营商介入找到利益分配点。
- **多方争夺数字出版平台。**数字出版平台尚未真正建立,产业链断裂引发众多市场参与者的平台化热潮。就整合内容资源能力和开放性而言,发行商、独立第三方、网络运营商在打造数字出版平台方面优势相对突出。
- **新产业链各环节的价值点。**出版社的价值点将存在于更丰富的内容资源、更专业的出版方向、更优质的品牌和大型出版集团建设的胜出者;发行商的价值点在于产业链向内容平台的延伸以及文化 Mall 带动的整合营销;运营商的价值点在于内容资源和用户资源的有效整合。
- **推荐新格局下具备产业链整合能力的“新华传媒”。**新华传媒在内容平台建设和终端设备制造均已实现实质进展;传统发行商有望转型新型发行运营商。依托新华 e 店和亦墨阅读器打造的“数字出版发行平台”,公司有望以“数字出版平台+发行运营+终端”的模式实现产业链整合,并可牵动传统平面广告升级跨媒体广告组合策略,推进整合营销。
- **推荐新格局下扩张自身价值的“出版传媒”。**公司立足整合优质出版资源,寻求数字出版合作;畅销书出版有增长潜力,常销书、教育图书出版具备专业优势;进军动漫市场,市场前景广阔;跨区域行业合作有进展。
- **投资建议:**

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	评级	变动
新华传媒	9.01	0.22	0.25	0.30	36	增持	首次
出版传媒	11.62	0.23	0.26	0.30	44	增持	首次

分析师

王铮

电话: 010-88085968

Email: wangzheng@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	37
总市值(亿元)	2682
流通市值(亿元)	1699
重点公司(家)	15
重点公司占行业市值比重	42%

相关研究

传媒行业 2010 年 6 月跟踪报告-三网融合方案明朗

2010.6.18

传媒行业 2010 年下半年投资策略-“全媒体”浪潮

2010.6.17

传媒行业 2010 年 5 月跟踪报告-广电系多领域布局三网融合, 电影、数字出版迎来黄金机遇期

2010.5.6

目录

一、“全媒体出版”时代.....	5
(一) “全媒体出版”解读.....	5
1、全媒体出版利用多种媒介把内容价值最大化.....	5
2、全媒体出版基于数字出版拓展了出版模式，但比数字出版的外延更广.....	5
3、全媒体出版带来新盈利模式.....	6
(二) “全媒体出版”驱动力.....	6
1、技术驱动.....	6
2、政策支持.....	6
3、用户驱动——阅读习惯的转变、“便携式个人图书馆”的概念冲击.....	7
4、市场驱动——出版商转型，发行商、运营商、设备商介入.....	7
二、“全媒体出版”格局.....	8
(一) 出版产业生态复杂化：更多市场参与者.....	8
(二) 出版发行产业链的重构与变革：更多元的价值传递过程.....	8
1、传统出版发行模式中，出版社作为平台对出版内容实现数量和质量的控制.....	8
2、数字出版的崛起，要求构建数字出版平台，产业链结构复杂化.....	9
3、价值传递多元化——作者与出版社的关系突破传统的依赖性.....	9
4、价值传递多元化——运营商介入找到利益分配点.....	9
(三) 多方争夺的数字出版平台.....	10
1、产业链断裂引发的平台化热潮.....	10
2、发行商、独立第三方、网络运营商构建数字出版平台具备优势.....	10
(四) 版权与定价是数字化运营的关键.....	11
三、国际对比看新产业链各环节的价值点.....	12
(一) 国际对比之自我出版热、长尾理论.....	12
(二) 国际对比之亚马逊、巴诺、苹果、出版商之间的博弈.....	13
1、亚马逊、巴诺的“终端+内容”模式.....	13
2、苹果、谷歌改变规则.....	13
3、康拉思事件.....	13
(三) 新产业链各环节价值点剖析——出版社.....	14
1、挑战：独立出版作者竞争、运营商议价.....	14
2、出版社：更丰富的内容资源、更专业的出版方向、更优质的品牌.....	15
3、“双百亿”目标带来集团化契机.....	15
(四) 新产业链各环节价值点剖析——发行商、运营商.....	16
1、发行商：内容平台、文化 mall 模式带动的整合营销.....	16
2、运营商：资源整合者.....	17
3、运营体系的壁垒：牌照、资金、用户基础.....	17
(五) 新产业链各环节价值点剖析——终端设备商.....	17
1、终端设备商：更精致的产品、更平民化的价格.....	17
2、转型“终端+内容”.....	17
四、投资策略：寻找“全媒体出版”领军者.....	18

（一）全媒体出版对应文化产业升级机遇	18
（二）寻找领军者落脚新产业格局中的战略定位	18
（三）关注具备产业链整合能力的公司的投资价值——新华传媒	18
（四）关注新格局中扩张自身价值的公司的投资价值——出版传媒	18
五、新华传媒（600825）：中国巴诺的产业链整合机遇	19
（一）拥有数字出版平台与电子阅读器，产业链整合潜力巨大	19
1、突破发行商角色向产业链上下游延伸	19
2、新华 e 店数字出版平台雏形初现	19
3、亦墨电子阅读器上市，技术主管进入合资公司管理层	20
4、传统发行商转型新型发行运营商	20
5、产业链整合：数字出版平台+发行运营+终端	20
（二）内容、发行、媒体、实体店四大资源的全媒体出版意义	21
（三）评级：增持	22
1、投资要点	22
2、盈利预测与估值	22
3、风险点	23
六、出版传媒（601999）：优质出版资源整合者	24
（一）集结领军出版资源，品牌建设潜力巨大	24
1、畅销书出版仍有增长潜力	24
2、常销书、教育图书出版具备专业优势	25
（二）进军动漫市场，产业前景广阔	25
（三）跨区域跨行业合作	26
（四）评级：增持	26
1、投资要点	26
2、盈利预测与估值	26
3、风险点	27

插图

市场表现	1
图 1: 全媒体出版采用多种出版模式	5
图 2: 全媒体出版案例	5
图 3: 出版产业生态复杂化: 更多市场参与者	8
图 4: 出版发行产业链的重构	8
图 5: 作者与出版社原有的上下游关系中加入平行的竞争关系	9
图 6: 运营商介入找到利益分配点	9
图 7: 试水数字出版平台的几种力量	10
图 8: 数字化运营管理的五个方面	11
图 9: DIY 出版商 lulu.com	12
图 10: 长尾理论	12
图 11: 亚马逊、巴诺、苹果为代表的三足鼎立	14
图 12: 2009.12-2010.6 博客用户统计数据	14
图 13: 2009.12-2010.6 网络文学用户统计数据	14
图 14: 出版社更丰富、更专业、更强化品牌	15
图 15: 发行商实体店体验升级并向产业链上下游延伸	16
图 16: 运营商的价值在于实现上游内容资源与下游用户资源的整合	17
图 17: 新华传媒突破发行商角色向上下游产业链延伸	19
图 18: 新华 e 店定位数字出版平台	19
图 19: 亦墨手持阅读器	20
图 20: 整合内容资源与终端用户资源转型发行运营商	20
图 21: 产业链整合框架	21
图 22: 内容、发行、媒体、实体店资源	21
图 23: 出版传媒一般图书出版发行业务收入情况 (百万, %)	24
图 24: 动漫产业链相关产品	25

表格

行业数据	1
表 1: 全媒体出版盈利模式	6
表 2: 国家政策支持	6
表 3: 不同市场力量打造数字出版平台优劣势分析	10
表 4: 出版社在全媒体出版时代的价值点	15
表 5: 2009 年部分出版集团经营数据 (单位: 亿元)	16
表 6: 发行商在全媒体出版时代的价值点	17
表 7: 新华传媒盈利预测	22
表 8: 部分万榕书业合作畅销书作家及作品	24
表 9: 出版传媒一年来跨区域跨行业举措	26
表 10: 出版传媒盈利预测	26

一、“全媒体出版”时代

(一)“全媒体出版”解读

1、全媒体出版利用多种媒介把内容价值最大化

全媒体出版是一种内容多种媒介出版，通过纸质媒介、互联网、手持阅读器、手机、数字图书馆等把内容最大化地利用和传播的出版模式。

图 1：全媒体出版采用多种出版模式



资料来源：中文在线，宏源证券

2、全媒体出版基于数字出版拓展了出版模式，但比数字出版的外延更广

数字出版是全媒体出版的重要组成部分，但全媒体出版的外延更广。《非诚勿扰》、《贫民窟的百万富翁》、《孔子》等知名影视文学的全媒体出版，除了同时采用纸质图书、互联网、手持阅读器、手机阅读出版发行，还借助电影延伸了文学作品的内涵。时代出版围绕中小学教育开发的数字化产品通过与数字电视频道合作发布，也将出版拓展至电视媒体。

图 2：全媒体出版案例

	图书出版： 长江文艺出版社 网络出版：中文在线 手机出版：移动梦网 手持阅读器出版 电影发行		图书出版： 作家出版社 网络出版：中文在线 手机出版：移动梦网 手持阅读器出版 电影发行		图书出版：中华书局 网络出版：中文在线 手机出版：移动梦网 手持阅读器出版 电影发行
--	---	--	---	--	---

资料来源：宏源证券

3、全媒体出版带来新盈利模式

传统图书出版模式主要依靠图书销售获得收入，而全媒体出版带来电子书销售、内容收费、内容微支付、手机信息费分成、广告费分成、数字电视收视费分成等新盈利模式。

表 1：全媒体出版盈利模式

出版模式	提供服务	盈利模式	内容载体	代表商
同步出版	在纸质媒体、互联网、手机、数字图书馆、手持阅读器同时发布内容，并全程与反盗版联盟进行百分之百的版权保护	传统销售 网络付费阅读 手机信息费分成 电子书销售	纸质图书 互联网 手机 手持电阅读器	中文在线
付费阅读	互联网或手机订阅报刊杂志，付费阅读	网络付费阅读 手机信息费分成	互联网 手机	国内外报刊杂志
	签约作者在网上发布作品，达到一定点击量进入 VIP 区，读者继续阅读需付费，起点中文网的收费标准是每千字 2-3 分钱	网络付费阅读（微支付）	互联网	盛大文学
多功能书店	出版社在网站上发布图书销售信息，并提供在线阅读与在线购买服务	传统销售 网络付费阅读	纸质图书 互联网	国内外出版商
条目式服务	将工具书内容拆成一个个词条在线，提供在线搜索查询	内容收费	互联网	国内工具书出版商
	授权将图书部分内容扫描至网络服务器，允许在线搜索，获取搜索广告收入分成	广告收入分成	互联网	Google
内容再开发	将出版内容编制成音视频书，通过广播、数字电视频道发布并提供服务	广播广告收入 电视收视费分成	广播 数字电视频道	国内外出版商
	将出版内容重新开发成手机报刊杂志等形式，用户通过手机订阅	手机信息费分成	手机	国内外出版商

资料来源：宏源证券

（二）“全媒体出版”驱动力

1、技术驱动

技术革命对于传媒行业具有创造性的驱动作用。数字技术、网络技术的广泛应用，使传统出版走向“出色的快速查询、海量的存储、低廉的成本、方便的编辑、更加环保”的可能性变成现实。

2、政策支持

近年来的文化政策多次表现出对全媒体出版模式的支持。

表 2：国家政策支持

时间	政策	内容
2006 年	国家“十一五”时期文化发展纲要	加快传统出版发行业向现代出版发行业的转换，积极发展电子书、手机报刊、网络出版物等新兴业态。发展手机网站、手机报刊、IP 电视、移动数字电视、网络广播、网络电视等新兴的传播载体。
2008 年	国务院下发对新闻出版总署的新“三定”方案	设立科技与数字出版司，加强对新媒体、新业态的研究、开发、利用，以更加积极的姿态和更加专业的水准推动数字产业又好又快发展。

2009 年	文化产业振兴规划	加大对文化创意……数字内容和动漫等重点文化产业的扶持力度……积极发展有声读物、电子书、手机报和网络出版物等新兴出版发行业态。加强数字技术、数字内容、网络技术等核心技术的研发，加快关键技术设备改造更新。
2010 年 1 月	关于进一步推动新闻出版产业发展的指导意见	提出“发展数字出版等非纸介质战略性新兴产业”的任务和“运用高新技术促进产业升级，推进新闻出版产业发展方式转变和结构调整”的措施，“支持电子纸、阅读器等新闻出版新载体的技术开发、应用和产业化，提高数字阅读设备的质量、方便性以及版权保护水平”。

资料来源：文化部、新闻出版总署、人民网、宏源证券

3、用户驱动——阅读习惯的转变、“便携式个人图书馆”的概念冲击

国民阅读习惯的转变：2010 年 4 月，中国出版科学研究所发布“第七次全国国民阅读调查”成果，2009 年 18 周岁以上成年国民数字出版阅读率为 24.6%，网络在线阅读和手机阅读是两大主要数字化阅读方式，分别有 16.7% 的国民通过网络在线阅读，14.9% 的国民接触手机阅读，另有 1.3% 的国民使用其他手持阅读器进行数字化阅读。从接触时长角度，2009 年我国 18-70 岁国民人均每天通过手机阅读的时长为 6.06 分钟，与上年相比，国民每天平均接触报纸、图书、期刊的时间有所下降，而上网和进行手机阅读的时间在增加。同时，在接触过数字化阅读方式的国民中，有 52.1% 的读者表示能够接受付费下载阅读，能够接受的一本电子图书的平均价格为 3.45 元。

电纸书揭幕“便携式个人图书馆”时代：2009 年，以 kindle 为代表的电子阅读器的热销在世界范围内掀起出版数字化的热潮。在中国，内容的匮乏、版权环境的不健全限制了“电纸书”带来理想的阅读体验；但 2009 年汉王科技电纸书 26.63 万的销量向阅读市场和出版产业强势推介了“便携式个人图书馆”的概念。“便携式个人图书馆/学习馆/娱乐馆”在存储和使用形态上的便利性使其具备了巨大的市场潜力。

4、市场驱动——出版商转型，发行商、运营商、设备商介入

根据《2010 年传媒蓝皮书》数据，全国 579 家图书出版社中有 90% 开展了电子书业务；盛大文学、番薯网、中文在线高调打造数字出版平台；中国移动投资建设手机阅读基地；汉王、方正、大唐等厂商争夺电子阅读器市场。

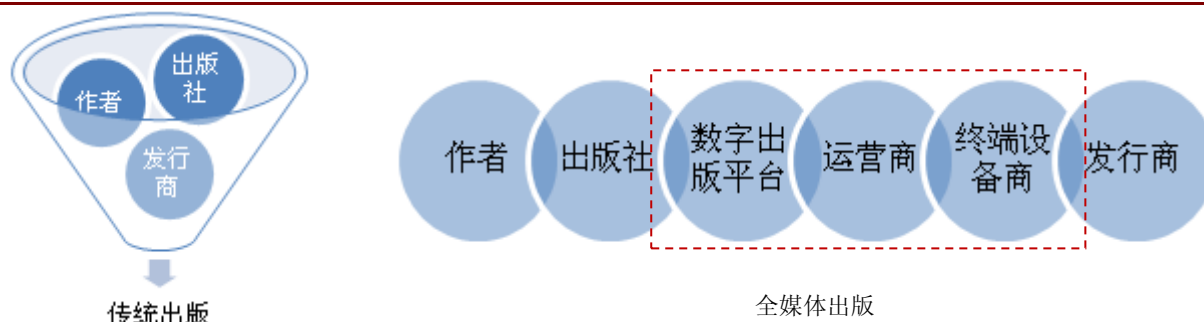
众多厂商的投资和介入成为推动全媒体出版兴起、出版产业升级的最重要力量。

二、“全媒体出版”格局

（一）出版产业生态复杂化：更多市场参与者

传统的出版模式下，图书销售收入的分配可以简化为在作者、出版社、发行商三者之间发生；而在全媒体出版模式中，参与利益分配的主体扩展为作者、出版社、数字出版平台、运营商、终端设备商、发行商。其中数字出版平台、运营商、终端设备商的参与者多来自于互联网、通信、电子行业，为新进入者，且为具备强烈的市场开拓意识的新进入者；这与受文化产业政策保护、长期处于不完全竞争市场的传统出版发行商形成鲜明对比。

图 3：出版产业生态复杂化：更多市场参与者



资料来源：宏源证券

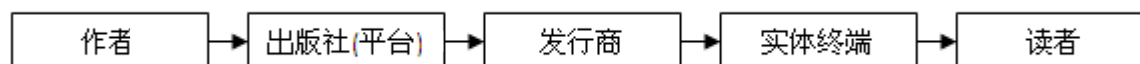
（二）出版发行产业链的重构与变革：更多元的价值传递过程

1、传统出版发行模式中，出版社作为平台对出版内容实现数量和质量的控制

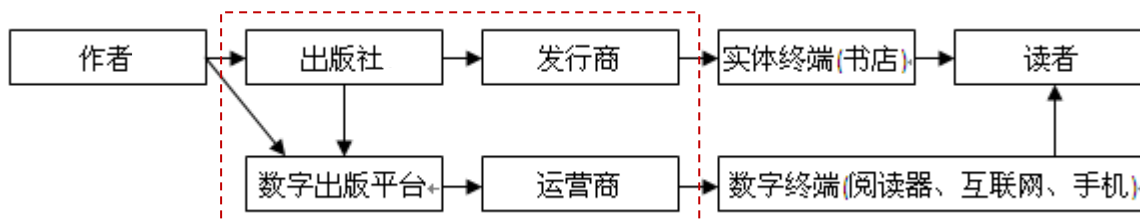
传统出版发行产业链简单清晰，价值的传递过程是作者提供内容，由出版社正式出版，而后经过经销商以及新华书店的发行过程，将成品——纸质图书销售给读者。在传统的出版发行模式中，出版社是唯一具备牌照的出版平台，通过书号的控制能对出版内容从数量和质量上进行把关。

图 4：出版发行产业链的重构

传统出版发行产业链：



全媒体出版发行产业链：



资料来源：宏源证券

2、数字出版的崛起，要求构建数字出版平台，产业链结构复杂化

而全媒体出版发行模式中，由于数字出版加入，除了需要传统出版平台，还必须存在一个数字出版平台；在数字出版相关的价值传递中，数字出版平台将与作者、出版社、内容运营商同时发生关系；产业链结构复杂化，价值传递过程多元化。

3、价值传递多元化——作者与出版社的关系突破传统的依赖性

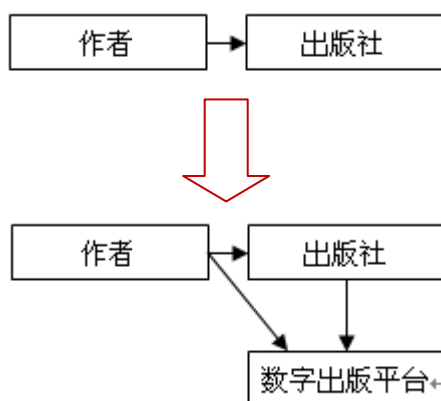
价值传递多元化，在内容提供层面，体现为作者可以通过与出版社合作再由出版社使用数字出版平台进行数字出版，也可以选择直接由数字出版平台出版内容；数字出版平台因此对作者进行独立出版形成支持。

网络小说、个人博客的崛起就是独立出版的雏形，而盛大的起点中文网则在网络文学市场推进了网络文学出版平台的建设，代表了数字出版平台构建的重要力量。

以起点中文网为代表的数字出版平台建设，彻底突破作者与出版社原有的依赖关系；作者可以方便地向为数众多的读者发布个人作品，无需受制于书号。这一批由数字出版催生的独立出版作者，与传统出版社形成了直接的竞争关系。

原本产业链的上下游关系中加入了平行的竞争关系。

图 5：作者与出版社原有的上下游关系中加入平行的竞争关系

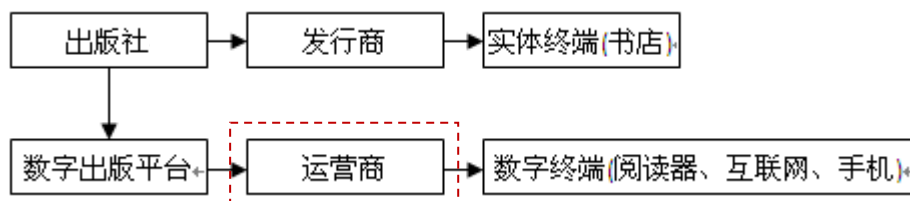


资料来源：宏源证券

4、价值传递多元化——运营商介入找到利益分配点

在发行层面，传统发行渠道不再适用于数字出版物，运营商得以介入，对内容收费分一杯羹，并开拓更多新的盈利模式。传统发行商中实力最为强大的新华书店，在数字出版物的发行环节面临全新的挑战；而中国移动为代表的运营商介入新的发行模式，传统的发行商将要面对全新的竞争对手。

图 6：运营商介入找到利益分配点



资料来源：宏源证券

（三）多方争夺的数字出版平台

1、产业链断裂引发的平台化热潮

在全媒体出版发行模式下的新产业链中，数字出版平台和新运营体系实际上尚未形成，造成产业链的断裂。数字出版平台在产业链中与出版社、发行商、运营商形成了上下游的关系，而由于运营体系尚未健全，数字出版平台与终端设备商之间的关系也可以扁平化为上下游。

产业链的断裂造成国内数字出版形态的复杂和混乱，以及竞争的无序；数字出版平台的上下游都不得不延伸产业链，试图打造数字出版平台，以奠定未来在出版新格局中的竞争基础。当然产业链的断裂也意味着新的产业机遇：延伸、整合产业链，将有助于企业在数字出版中获得主导优势。

图 7：试水数字出版平台的几种力量



资料来源：宏源证券

2、发行商、独立第三方、网络运营商构建数字出版平台具备优势

数字出版平台建立的关键在于内容资源的整合和数字化出版，传统出版发行产业链上游的出版社，具备内容优势，但难以展开横向整合，且开放性不足；独立的第三方的崛起本身就是以整合内容资源为思路的，具有很好的开放性，但作为行业新进入者，无论在牌照还是争取主流资源上都面临考验；发行商，尤其是实力最为雄厚的渠道商新华书店，与出版社长期合作，在整合主流出版资源方面独具优势，但开放性不足；网络运营商是最具开放性的主体，同时拥有数字化内容资源优势，但由于互联网监管的难度，未来牌照前景的不确定性很大；电信运营商具备庞大的无线用户群体，但在内容资源上缺乏优势；而终端设备商无论在用户规模还是内容优势上，都尚未具备足够的基础。就整合内容资源能力和开放性而言，发行商、独立第三方、网络运营商在打造数字出版平台方面优势相对突出。

表 3：不同市场力量打造数字出版平台优劣势分析

市场力量	代表商	产业链整合方向	优势	劣势
出版社	世纪出版	横向整合出版资源，并向更开放的方向发展	内容和牌照优势	横向整合存现实难度
独立第三方	中文在线 /起点中文网	为产业新进入者，争取主流的出版资源的合作	开放性	行业新进入者

发行商	新华书店/当当	向产业链上游延伸，整合出版资源	出版资源优势突出	开放性不足
电信运营商	中国移动/电信	向产业链上游延伸，争取、整合出版资源	无线用户规模庞大	出版资源不足
网络运营商	新浪/百度	向产业链上游延伸，争取、整合出版资源	开放性 网络用户规模庞大	牌照、互联网监管
终端设备商	汉王/方正	向产业链上游延伸，争取、整合出版资源	终端产品品牌优势	出版资源不足

资料来源：宏源证券

（四）版权与定价是数字化运营的关键

数字化出版内容的运营相比传统的出版物发行有更丰富的内涵，涵盖版权、内容与产品、渠道、定价的管理；在内容与产品管理上，具备更开放的设计空间；在渠道方面，可以更精准地定位细分市场。

版权仍然是运营的关键，数字化使得盗版更加容易，版权价值的保护力度，对于获得内容资源起决定性的作用；对于版权的保护，同时关系到新产业链条里各个利益分配方的盈利规模。

数字化出版的内容在定价上将建立新的规则，产业链条上各主体的利益得以协调，同时为读者用户广为接受的价格策略是运营的另一大关键。目前数字出版内容的定价在全球范围内都尚未建立成熟的模式。

图 8：数字化运营管理的五个方面



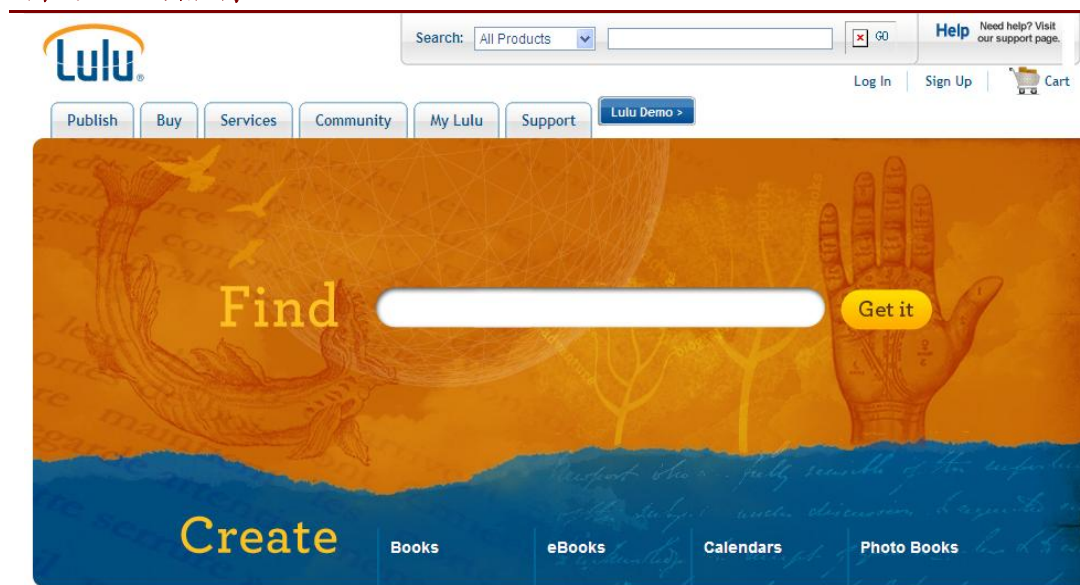
资料来源：宏源证券

三、国际对比看新产业链各环节的价值点

（一）国际对比之自我出版热、长尾理论

《长尾理论》一书中描述了美国的自我出版模式。Lulu.com 是一个新型的 DIY 出版商。只需支付不到 200 美元，Lulu 不仅可以把作者的作品变成一本平装或精装书，给它一个 ISBN 号码，还能保证在线零售商们把它列入书库。这些自我出版的图书销售利润的 80% 都分配给作者。

图 9: DIY 出版商 lulu.com



资料来源：宏源证券

维基百科、个人博客、文学创作网站的兴起都从不同角度验证了互联网使用者参与内容生产的巨大热情。“人们越来越多地把互联网当作发表成果的第一平台……一个全新而又高效的首次出版渠道正在兴起，而且正在变得越来越成熟”。

而大量互联网使用者参与内容创作的动机也突破了原先专业内容创作者获得商业收入的目标，“声誉经济”、“互惠经济”的力量使得更高数量级的作者以新的参与方式进入出版市场。

图 10: 长尾理论



资料来源：宏源证券

（二）国际对比之亚马逊、巴诺、苹果、出版商之间的博弈

华文天下图书公司总编辑杨文轩撰写的《数字出版的美国故事》揭示了美国数字图书产业各种参与力量之间戏剧性的博弈过程。本节部分内容参考了该文章。

1、亚马逊、巴诺的“终端+内容”模式

2007-2009 年，亚马逊采用“终端+内容”的模式确定了数字出版基本商业模式和运营规则，即不仅销售电子阅读器，还搭建了内容平台 Kindle Store，从出版商那里采购数字图书，自行定价，放置在内容平台上，供读者付费下载。

Kindle 的热销，使得美国最大的连锁书店巴诺公司也推出阅读器 Nook，并利用其与出版商良好的合作关系建立内容平台，开展与亚马逊的竞争。巴诺旗下的电子书店，还进一步支持 iPhone、黑莓手机、多种电脑系统、以及其他公司的阅读器。

虽然共同采用“终端+内容”模式，亚马逊与巴诺所倚赖的资源优势各有特色；亚马逊倚赖电子商务运营所积累的庞大的消费人群、完善的结算和配送系统、数十万数字图书内容，打造全球最大的数字图书销售平台，并以 Kindle 的销售带动运营。而巴诺更依靠与出版商良好的合作关系，还从 Google 手中获得 50 万册公版图书；其数字化战略依赖强大的内容建设，并支持读者通过各种终端、在任何时间、任何地点进行访问。

2、苹果、谷歌改变规则

在电子阅读器推广初期，亚马逊不惜赔本销售，将数字图书价格定为 9.99 美元，而美国一般纸质图书价格在 26 美元左右。低廉的价格给读者带来吸引力，也在读者心中先入为主地划下了 10 美元的心理界线。过低的价格影响了纸质图书的销售，引起出版商与亚马逊之间不断升级的矛盾。亚马逊从内容平台上撤下了部分未能达成一致协议的出版商的数字图书。

2010 年初 iPad 正式发布，内置电子书店 iBooks Store，使得 iPad 成为一款极具潜力的电子阅读器；苹果公司与若干出版集团达成代理协议，以“代理制模式”销售数字图书，即出版商制定零售价格，零售商获取 30% 的代理佣金。相对应 Kindle 原有的“经销制模式”，“代理制模式”理顺了出版商和零售商之间的利益分配。Google 也高调进入数字图书市场，也采用了代理制模式。苹果和 Google 的进入，迫使亚马逊与部分出版商以代理制模式达成和解。

但出版商夺取定价权后，便掀起提价潮。出版商、运营商、终端设备商尝试建立多赢的商业模式，消费者却需要支付更多费用，一些数字图书价格甚至超过打折后的纸质书。提价对读者产生了冲击，甚至有读者发起抵制高价电子书的行动。

3、康拉思事件

亚马逊不甘心放弃低价的制胜策略，作为电子商务巨人，在数字图书带来的出版产业格局的重新调整机遇中，将长期战略定位为整合产业链——上下游通吃。

亚马逊利用自有的亚马逊重唱（类似 lulu 的出版平台）高调出版了惊悚小说家康拉思的小说，数字版仅定价 2.99 美元，而后才推出平装版，定价 14.95 美元，作者获得数字版收入的 70%。而后又宣布成立名为亚马逊交叉口的出版公司，专门出版外国翻译作品。

“康拉思事件”的标志意义体现在四个方面：1. 亚马逊成为一家出版商，拥有出版商

同样的定价权；2.改变了传统纸书和数字图书的出版次序，先出数字图书，后出纸书，而之前美国大部分数字图书都是基于纸制书的数字化；3.定出 2.99 美元的超低价格；4.作者分成比例高达 70%，而无须与其他出版商分享。

康拉思事件给美国出版业带来又一次破坏产业基本游戏规则冲击；传统出版业和新兴数字产业的正面冲突仍未结束，旧的交易规则不断被调整，新的商业模式正在建立。

图 11：亚马逊、巴诺、苹果为代表的三足鼎立



资料来源：宏源证券

（三）新产业链各环节价值点剖析——出版社

1、挑战：独立出版作者竞争、运营商议价

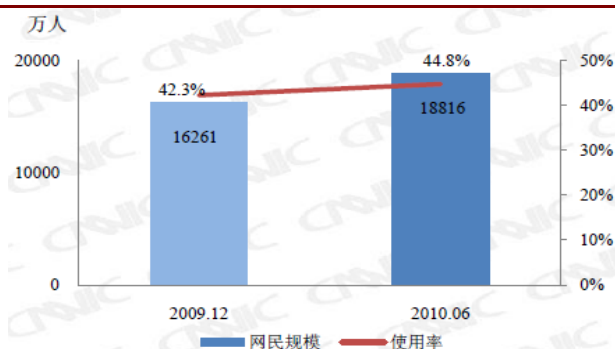
前文《“全媒体”格局》中已分析，作者与出版社将突破原有的依赖关系，通过数字出版平台直接发布个人作品，从产业链角度，原本处于出版社上游的作者与出版社可能形成直接的竞争关系。从数量级角度，长尾理论与互联网用户使用数据揭示了，内容创作者的数量在激增，原先内容生产者和消费者的力量对比被彻底颠覆。

图 12：2009.12-2010.6 博客用户统计数据



资料来源：CNNIC，宏源证券

图 13：2009.12-2010.6 网络文学用户统计数据



资料来源：CNNIC，宏源证券

借鉴数字出版的美国故事中运营商在数字图书定价过程中几番叫板传统出版商的博弈过程，在中国全媒体出版模式进程中，出版社与运营商在利益分配环节也尚未形成成熟

的模式。

2、出版社：更丰富的内容资源、更专业的出版方向、更优质的品牌

面对更复杂严峻的挑战，出版社的价值将存在于更丰富的内容资源、更专业的出版方向、更优质的品牌。

全媒体出版时代，传统出版社在内容制作环节面临更多竞争，同时也意味着可以和更多内容提供者合作。内容资源的占有量决定了出版社的市场潜力，在数字化运营中也可以开发更多收入模式。

教育图书一直是传统出版社的关键市场，全媒体出版时代，教育图书、专业图书市场的壁垒仍然存在，专业的出版方向对传统出版社的市场份额形成保护。

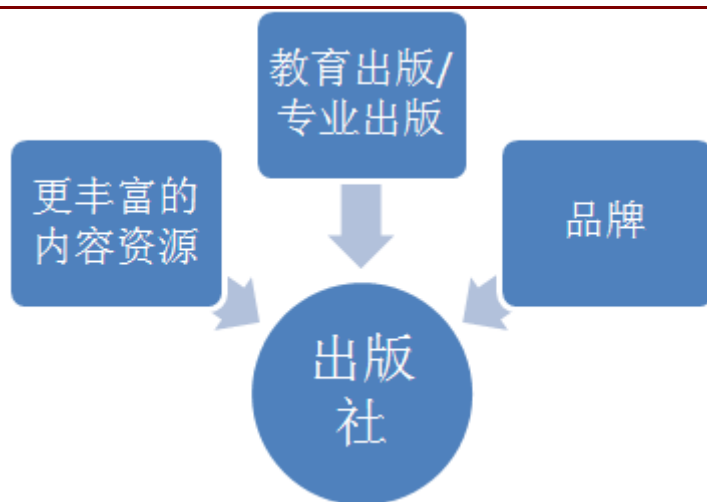
长尾理论的长尾代表了未来阅读市场无限丰饶的选择，在内容爆炸的环境里，过滤器的作用将更加突出，Google 的价值就在于信息的搜索过滤；优质的品牌本身就是最强大的过滤器。同时，营销策划在出版发行产业的作用将更为突出。

表 4：出版社在全媒体出版时代的价值点

价值点	意义	代表
更丰富的内容	决定市场广度，更多收入模式	出版传媒（吸收民营出版力量）
更专业的出版方向	壁垒较高	时代出版（重大出版工程、古籍出版）
更强的营销品牌	内容爆炸环境中的过滤器	磨铁等民营文化公司

资料来源：宏源证券

图 14：出版社更丰富、更专业、更强化品牌



资料来源：宏源证券

3、“双百亿”目标带来集团化契机

2009 年国家新闻出版总署发布的《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》中提出“大力培育一批走内涵式发展道路的‘专、精、特、新’的现代出版传媒企业……在三到五年内，培育出六七家资产超百亿、销售过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业，培育一批导向正确、主业突出、实力雄厚、影响力大、核心竞争力强的专业出版传媒企业。”传统出版业迎来集团化契机；走向集团化是传统出版业在全媒体时代的重要制胜之道。

表 5: 2009 年部分出版集团经营数据 (单位: 亿元)

出版集团	销售收入	总资产
凤凰出版传媒集团	120.00	100 以上
浙江出版联合集团	96.00	90.00
湖南出版投资控股集团	75.80	82.00
山东出版集团	72.90	96.40
中原出版传媒集团	72.52	77.12
江西省出版集团	63.00	100.00
安徽出版集团	56.00	110(含市值)
河北出版传媒集团	42.17	60 以上
中国出版集团	41.30	70.00
山西出版集团	35.00	35.00
广东省出版集团	33.96	52.90
云南出版集团	28.15	30.90
北方联合出版传媒集团	12.92	22.43
上海世纪出版集团	12.14	20.57
重庆出版集团	12.00	28.00
上海文艺出版集团	9.85	7.13
陕西出版集团	5.00	7.00

资料来源: 出版商务周刊, 宏源证券

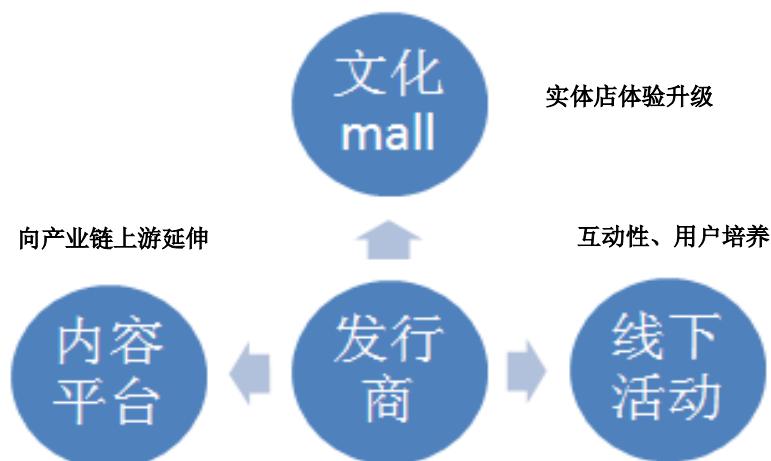
(四) 新产业链各环节价值点剖析——发行商、运营商

1、发行商: 内容平台、文化 mall 模式带动的整合营销

前文《“全媒体”格局》中已分析, 传统发行渠道不再适用于数字出版物, 传统发行商面临着运营商抢滩数字出版物发行市场的威胁。

在全媒体出版时代, 传统发行商的价值将存在于充分发挥原有的资源优势, 在内容平台建设、实体店体验升级、拓展线下活动整合营销几个方面实现突破。

图 15: 发行商实体店体验升级并向产业链上下游延伸



资料来源: 宏源证券

表 6: 发行商在全媒体出版时代的价值点

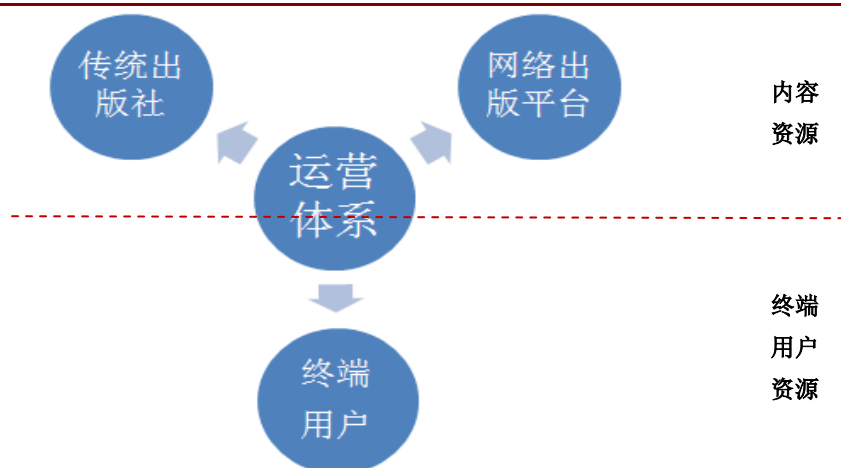
价值点	意义	代表
内容平台建设	向产业链上游延伸，发挥得天独厚的出版资源优势	巴诺、新华传媒
打造文化 mall	实体店模式升级，无可替代的一站式文化消费体验	新华传媒
线下活动	实现整合营销传播，提升互动性，走用户培养道路	新华传媒

资料来源：宏源证券

2、运营商：资源整合者

在全媒体出版的新产业链中，运营商的价值在于有效整合内容资源与用户资源实现规模化盈利。其中运营商又分为通信运营商（中国移动、中国电信等）、互联网运营商。今年五月，中国移动手机阅读业务正式上市，通过整合三十几家传统出版社与盛大文学等内容资源，与华为、中文在线等合作搭建运营体系，向庞大的无线用户群体推广手机阅读。“内容资源+庞大用户群”的整合模式为运营商的典型模式。

图 16: 运营商的价值在于实现上游内容资源与下游用户资源的整合



资料来源：宏源证券

3、运营体系的壁垒：牌照、资金、用户基础

对于想要介入数字出版运营的主体而言，运营体系的壁垒在于牌照、资金、用户基础。

（五）新产业链各环节价值点剖析——终端设备商

1、终端设备商：更精致的产品、更平民化的价格

目前国内手持阅读器价格多在 1500 元人民币以上，过去半年，大量厂商进入手持阅读器市场，掀起降价潮，但整体而言，价格仍未实现平民化，销售仍然以礼品市场为主。特别是 iPad 上市之后，手持阅读器销售面临更强的冲击，在美国，Kindle 也已经开始降价。终端设备商未来的价值将存在于更精致的产品、更平民化的价格。

2、转型“终端+内容”

从长远看，终端设备商若不愿意将战略仅定位为设备商，也将转型“终端+内容”模式。但正如前文分析，终端设备厂商无论在用户规模还是内容优势上，都尚未具备足够的基础。

四、投资策略：寻找“全媒体出版”领军者

（一）全媒体出版对应文化产业升级机遇

全媒体出版概念实质上对应了《文化振兴产业规划》提出的“文化产业升级”机遇。

《规划》在“重点任务”章节中提出“出版业要推动产业结构调整 and 升级，加快从主要依赖传统纸介质出版物向多种介质形态出版物的数字出版产业转型。出版物发行业要积极开展跨地区、跨行业、跨所有制经营，形成若干大型发行集团，提高整体实力和竞争力。”以及“发展新兴文化业态。采用数字、网络等高新技术，大力推动文化产业升级。”

数字出版在出版业内已经讨论多年，但全媒体时代开启得益于亚马逊找到具备市场潜力的商业模式，掀起全球出版发行业变革的浪潮；数字出版的世界性趋势对国内出版业的映射体现在汉王科技强势推销“电子书”、盛大文学高调打造对接“云中书城”的“锦书”、中国移动建设手机阅读基地。

具备敏锐市场意识的参与者对阅读市场的觊觎形成的激烈争夺格局，使得整个出版发行业不得不正视全媒体出版的时代主题。

反映在资本市场上，全媒体出版将带来值得持续关注的出版发行业产业升级投资主题。

（二）寻找领军者落脚新产业格局中的战略定位

在大的产业升级背景下，对于出版发行业的投资视角应突破短期盈利，而更侧重于中长期有望在全媒体出版新产业格局中胜出的优势企业。

出版发行业未来领军者应具备结合自身资源优势前瞻性地正确定位未来新格局中的地位的眼光，并采取相应的战略行动。

（三）关注具备产业链整合能力的公司的投资价值——新华传媒

《国际对比看新产业链各环节的价值点》一节中描述了产业游戏新规则构建过程中具备产业链整合能力的公司具备广阔的前景。建议关注具备产业链整合能力的“新华传媒”（600825）。

（四）关注新格局中扩张自身价值的公司的投资价值——出版传媒

《国际对比看新产业链各环节的价值点》一节中描述了新格局中出版社的价值点在于更丰富的内容资源、更专业的出版方向、更优质的出版品牌。建议关注在新格局形成过程中扩张自身价值的“出版传媒”（601999）。

五、新华传媒（600825）：中国巴诺的产业链整合机遇

（一）拥有数字出版平台与电子阅读器，产业链整合潜力巨大

1、突破发行商角色向产业链上下游延伸

2010年4月28日，新华传媒发布公告与解放日报报业集团、上海易狄欧电子科技有限公司共同设立项目公司，在数字出版市场走出重要一步。而后新华传媒旗下的新华e店亮出“新华传媒、解放日报集团携手易狄欧成立全新数字出版平台”的口号。该举措是新华传媒在全媒体出版时代突破传统发行商角色向上下游产业链延伸的标志性事件。

图 17：新华传媒突破发行商角色向上下游产业链延伸



资料来源：宏源证券

2、新华e店数字出版平台雏形初现

目前新华e店拥有文学类、经管类、社科类、科技类、教育类、语言类、生活类、IT类、原创类等类别全面的数字图书产品；并为北京阅读纪、北京齐物秋水、看书网原创区、万榕书业等民营文化公司以及薛涛、吕玫等作者设立专栏。新华e店销售传统出版图书的电子版，并集结民营文化公司作品，以及排行榜的设置已经具备了数字出版平台的基本功能。其中的原创专区、热门专栏，体现了该平台开放性的尝试。

图 18：新华e店定位数字出版平台



关于我们

2010年4月29日，新华传媒集团宣布携手解放日报集团，与上海易狄欧电子科技有限公司合作，共同注册成立全新的平台公司——上海新华解放数字阅读传媒有限公司。

新公司将以手持移动阅读器终端为切入点，推出全新品牌和形象的阅读器终端。同时，三方将充分利用自己的优势资源，整合数字出版内容，开发衍生产品，实现在传统的业务之上搭建全新数字出版发行平台的最终目标。

解放日报集团拥有上海最有影响力的《解放日报》、《新闻晨报》、《新闻晚报》、《申江服务导报》等报刊丰富的内容资源和优秀的内容采集、编辑队伍，新华传媒集团拥有沪上优势的营销渠道以及广告经营业务的优势宣传渠道，上海易狄欧电子科技有限公司作为全新的创业公司，也拥有其不可替代硬件制造优势。三方合作，优势互补。

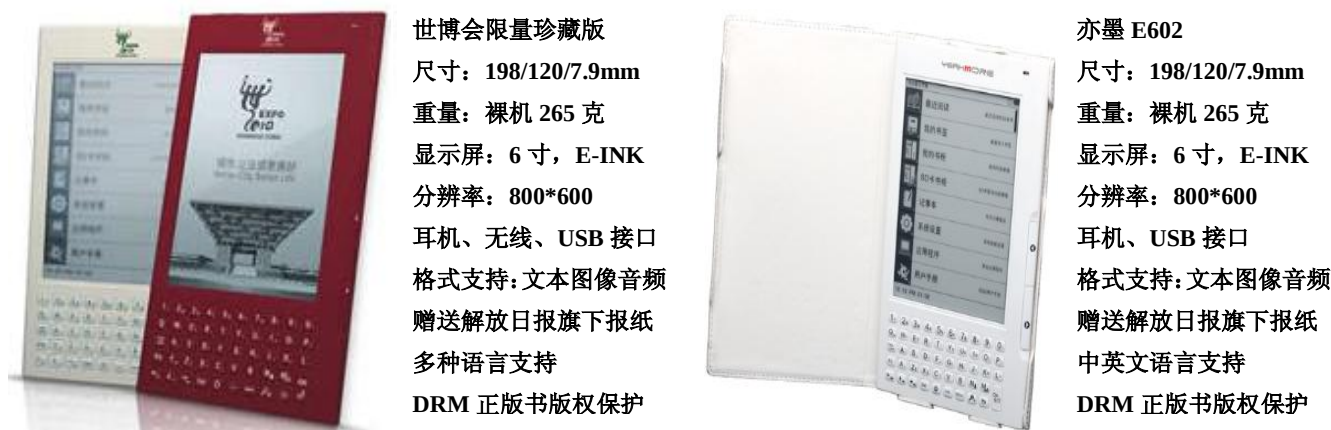
时至史上最环保的世博会在上海举行，世博特许产品也几乎都符合低碳世博的环保理念。为了更好的配合“城市，让生活更美好”的世博主题，践行创办绿色环保企业的承诺，值此契机，新公司发布了首款4色系列世博特许限量版电子书阅读器E602EXPO。日前，这款限量版产品已经在国内上市！

资料来源：宏源证券

3、亦墨电子阅读器上市，技术主管进入合资公司管理层

5 月份，合资项目公司——上海新华解放数字阅读传媒有限公司正式推出亦墨电子阅读器，还特别打造世博版电子阅读器，并在新华 e 店销售，在世博会设立宣传区。目前电子阅读器的销售主要受益于礼品市场以及世博主题。新成立的合资公司主要人员构成为吸收原来的易狄欧人员为主，其中电子阅读器相关项目技术主管已进入合资公司管理层。

图 19：亦墨手持阅读器

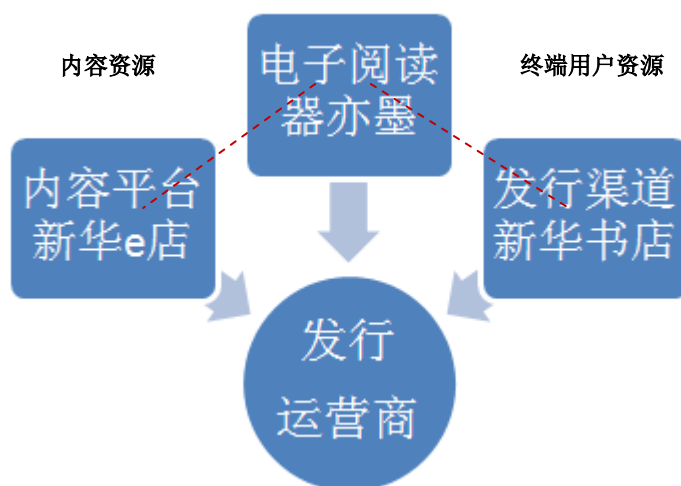


资料来源：宏源证券

4、传统发行商转型新型发行运营商

拥有新华 e 店——数字内容平台，和新华书店强大的发行渠道所对应的庞大用户群以及电子阅读器的终端用户，新华传媒有能力将内容资源和终端用户资源有效整合，并依托靠数字内容平台和电子阅读器建立起来的运营体系实施运营。新华 e 店网站的说明中提出“搭建全新数字出版发行平台”，该平台在数字出版之上加入发行，实质上表明了发行环节，新华传媒从传统发行商转型新型发行运营商的目标。

图 20：整合内容资源与终端用户资源转型发行运营商

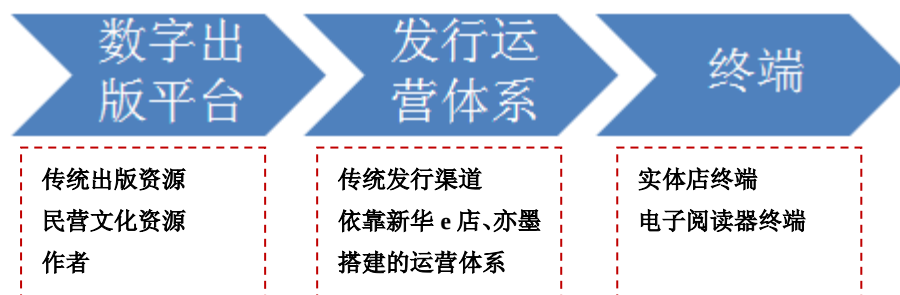


资料来源：宏源证券

5、产业链整合：数字出版平台+发行运营+终端

通过数字出版平台、发行运营体系、终端建设，新华传媒产业链整合的框架已初步搭建。

图 21: 产业链整合框架



资料来源: 宏源证券

(二) 内容、发行、媒体、实体店四大资源的全媒体出版意义

新华传媒在内容、发行、媒体、实体店几个方面拥有丰富的文化资源。在全媒体出版时代, 多种资源优势拥有更多意义。

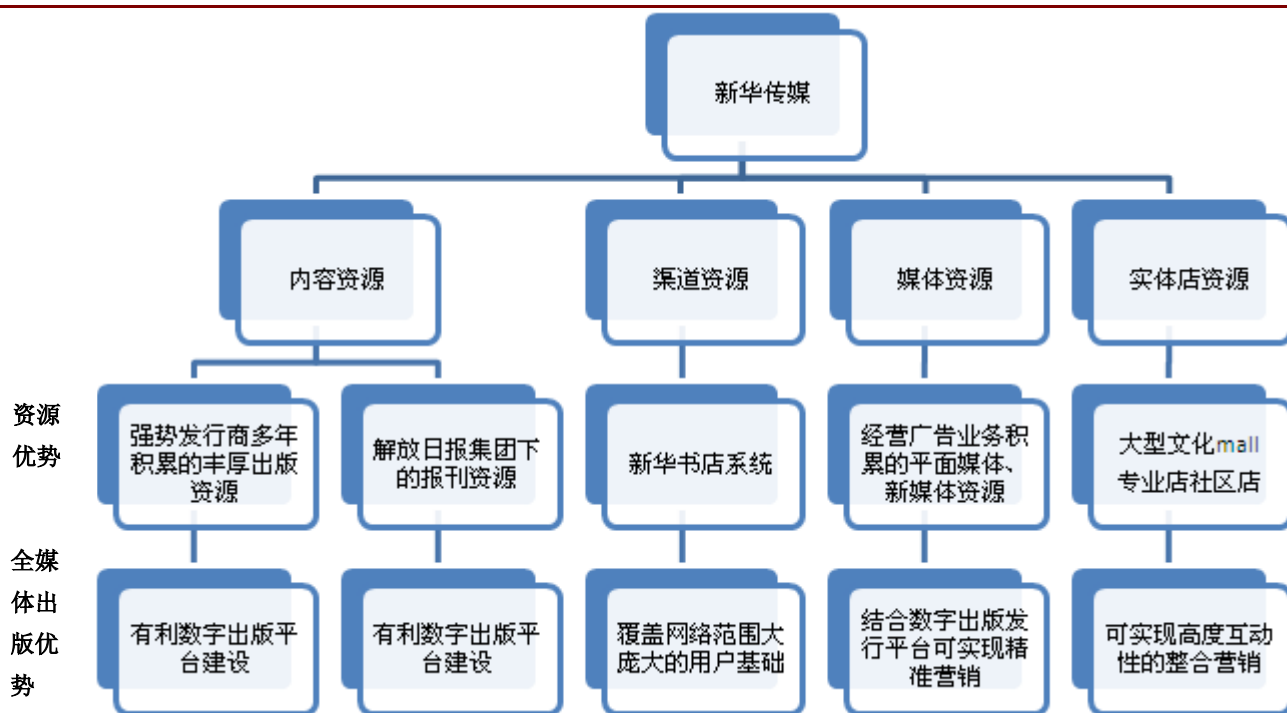
作为强势发行商, 新华传媒与传统出版社多年合作积累的内容资源, 以及解放日报旗下的报刊资源, 有利于其推进数字出版平台的建设。

新华书店系统强大的渠道资源覆盖范围广, 拥有庞大的用户基础。

转型新型发行运营商之后, 新华传媒经营广告业务积累的各种媒体资源可以在全新的数字出版发行平台中互动提升广告的精准投放和数字出版物的精准营销。

各种层次的实体店资源可开发线下活动, 加强和读者用户之间的互动, 实现整合营销。

图 22: 内容、发行、媒体、实体店资源



资料来源: 宏源证券

(三) 评级: 增持

1、投资要点

未来两年公司的投资亮点在于:

1. 产业链整合机遇, 面向全媒体出版的“分享无线阅读体验的数字平台和实体平台”的升级战略;

2. 由数字平台牵动的传统平面广告升级跨媒体广告组合策略;

3. 新型文化 mall 的建设。

2、盈利预测与估值

预测新华传媒 2010 年 EPS0.25, 2011 年 EPS0.30, 当前股价 9.00 元对应 2010 年 PE36 倍, 2011 年 PE30 倍, 给予“增持”评级。

表 7: 新华传媒盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	1678.21	2905.08	2277.50	2450.00	2890.00
图书	1090.62	779.46	780.52	800.00	900.00
音像制品	107.82	65.54	53.33	50.00	40.00
文教用品	272.25	189.30	138.26	150.00	200.00
广告收入	25.77	1756.49	1141.78	1300.00	1600.00
其他	147.72	103.05	96.89	100.00	100.00
内部抵消	-2.29	-63.45			
二、营业总成本	1639.51	2676.44	2026.87	2172.35	2540.42
营业成本	1275.01	2020.00	1443.13	1577.00	1796.80
图书	797.98	510.43	525.34	536.00	585.00
音像制品	80.92	44.48	34.78	33.00	26.80
文教用品	231.73	159.54	110.73	120.00	158.00
广告收入	24.04	1296.33	684.08	806.00	944.00
其他	140.80	70.67	85.47	80.00	80.00
内部抵消	-2.22	-63.45			
毛利率	24.0%	30.5%	36.6%	35.6%	37.8%
图书	26.8%	34.5%	32.7%	33.0%	35.0%
音像制品	24.9%	32.1%	34.8%	34.0%	33.0%
文教用品	14.9%	15.7%	19.9%	20.0%	21.0%
广告收入	6.7%	26.2%	40.1%	38.0%	41.0%
营业税金及附加	5.39	65.99	65.43	68.60	80.92
营业税金及附加比率	0.3%	2.3%	2.9%	2.8%	2.8%
三项费用	353.57	558.99	504.69	516.75	652.70
主营业务占比	21.1%	19.2%	22.2%	21.1%	22.6%
销售费用	267.33	366.04	394.04	392.00	491.30
主营业务占比	15.9%	12.6%	17.3%	16.0%	17.0%
管理费用	90.96	163.66	129.52	134.75	173.40

主营业务占比	5.4%	5.6%	5.7%	5.5%	6.0%
财务费用	-4.71	29.29	-18.87	-10.00	-12.00
主营业务占比	-0.3%	1.0%	-0.8%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	5.54	31.46	13.62	10.00	10.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.11	18.09	19.02	20.00	20.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	61.81	246.72	269.65	297.65	369.58
加：营业外收入	9.86	55.64	33.23	35.00	35.00
减：营业外支出	0.91	3.04	6.12	3.00	3.00
五、利润总额	70.76	299.33	296.76	329.65	401.58
减：所得税	1.35	52.18	56.70	62.63	76.30
所得税率	1.9%	17.4%	19.1%	19.0%	19.0%
六、净利润	69.40	247.15	240.06	267.02	325.28
减：少数股东损益	0.00	5.12	7.07	7.00	7.00
归属于母公司所有者的净利润	69.40	242.04	232.99	260.02	318.28
七、每股收益：	0.07	0.23	0.22	0.25	0.30

资料来源：宏源证券

3、风险点

- 1.”分享无线阅读体验的数字平台和实体平台”战略推进速度低于预期。
- 2.传统广告业务未能实现突破，平面广告行业景气下滑。

六、出版传媒（601999）：优质出版资源整合者

（一）集结领军出版资源，品牌建设潜力巨大

1、畅销书出版仍有增长潜力

2008 年出版传媒旗下的万卷公司与知名文化策划人路金波、李克合作设立万榕书业与智品书业，为国内传统出版社吸收民营文化公司策划资源的典范。2009 年万卷公司生产码洋 3.6 亿元，较 2008 年增长 5.5 倍，市场占有率迅速提升，明显受益于其对民营文化资源的成功运营。

图 23：出版传媒一般图书出版发行业务收入情况（百万，%）



资料来源：宏源证券

万榕书业 2009 年出版新书 300 本，生产码洋 2 亿元，与一批国内一线畅销书作家保持稳定的合作关系，且具有突出的策划营销能力。

表 8：部分万榕书业合作畅销书作家及作品

作家	万卷公司出版作品
韩寒	《三重门》、《一座城池》、《像少年啦飞驰》、《毒 2》、《光荣日》等
安妮宝贝	《莲花》、《选择之道》
蔡智恒	《鲸鱼女孩 池塘男》、《第一次亲密接触》、《榭寄生》、《夜玫瑰》等
石康	《奋斗》、《奋斗乌托邦》、《激情与迷惘》、《支离破碎》等
郭妮	《封印之书（萤火森林）》、《拜托了，双子星》、《封印之书（镜之门）》
今何在	《九州幻想 立春》、《九州幻想 八月》、《九州幻想 七瓣》等
孙睿	《草样年华 3》、《活不明白》、《长大不成人》、《逗》等
宁财神	《武林外传》、《祝福你、阿贵》
慕容雪村	《多数人死于贪婪》、《天堂向左，深圳往右》、《葫芦提》等
安意如	《陌上花开》、《美人何处》
李承鹏	《寻人启事》
江南	《上海堡垒》
饶雪漫	《左耳》、《左耳终结》、《微雪》、《小妖的金色城堡 2》、《离歌》等
沧月	《镜 织梦者》、《镜 双城》、《镜 破军》、《风玫瑰》、《七月雪》等

资料来源：宏源证券

2010 年 4 月出版传媒与盛大签署的战略合作协议，盛大文学将为出版传媒和春风文艺社提供更丰富的出版选题资源 and 市场渠道。在畅销书出版领域，出版传媒的增长仍然很有空间。

2、畅销书、教育图书出版具备专业优势

智品书业在畅销书策划上具备专业优势，《家藏四库》创造了单套书市场发行量突破亿元的记录。

2010 年 6 月底，出版传媒与金星国际教育集团签署战略合作协议，在占出版市场最大份额的教育领域引入与民营领先教育服务机构的合作；围绕教学教辅产品链，出版传媒的增长也有望实现突破。

（二）进军动漫市场，产业前景广阔

2010 年 2 月，出版传媒公告拟收购蓝猫动漫 55% 的绝对控股权，进军前景广阔的动漫产业。蓝猫动漫是国内著名的动漫品牌，代表作有《蓝猫龙骑团》、《蓝猫淘气三千问》等。出版传媒将以纸质图书为媒，进行动漫制作及衍生品开发，出版产品结构进一步得以优化，盈利空间潜力巨大。

从全球范围看，动漫是国民经济的支柱性产业，在美国居第六位，在日本居第二位，在韩国居第四位。中国具有世界上最大的少年儿童市场，动漫以及衍生产品的需求规模可达数千亿。《文化产业振兴规划》将动漫产业列入国家重点发展的文化产业八大门类之一。

2009 年，中国动漫市场规模明显扩大，优秀的漫画刊物月发行量达到上百万册；制作完成电视动画片 322 部 171816 分钟，比 2008 年增长 31%；动画电影中《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》票房收入达 1 亿元；动漫衍生产业也发展迅猛，仅仅 09 年上半年“喜羊羊”的各种衍生品和图书音像产值累计超过 4000 万元；网络动漫、手机动漫也发展迅速。

图 24：动漫产业链相关产品



资料来源：宏源证券

(三) 跨区域跨行业合作

表 9: 出版传媒一年来跨区域跨行业举措

时间	事件	意义
2009 年 6 月	收购内蒙古新华发行集团部分股权	跨区域的产业链延伸
2009 年 6 月	收购天津出版总社部分股权	跨区域出版资源合作
2009 年 9 月	投资中天证券	跨行业合作

资料来源: 宏源证券

(四) 评级: 增持

1、投资要点

未来两年公司的投资亮点在于:

1. 品牌出版资源的进一步占领和整合;
2. 一般图书市场、教辅教材的盈利增长;
3. 动漫相关产品出版和制作的经济效益。

2、盈利预测与估值

预测出版传媒 2010 年 EPS0.26, 2011 年 EPS0.30, 当前股价 11.62 元对应 2010 年 PE44 倍, 2011 年 PE38 倍, 给予“增持”评级。

表 10: 出版传媒盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	1,022.65	1,177.68	1,291.93	1,456.20	1,580.00
出版	336.15	393.55	534.33	641.20	760.00
发行	577.54	627.73	621.26	630.00	630.00
物资销售	150.23	246.19	219.84	230.00	230.00
印刷	25.77	28.17	31.21	35.00	40.00
其他	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00
内部抵消	-82.66	-136.95	-137.61	-100.00	-100.00
二、营业总成本	953.31	1,090.30	1,208.35	1,362.23	1,467.21
营业成本	776.53	900.15	973.06	1,093.10	1,176.43
出版	227.84	265.11	359.24	430.9	510.72
发行	472.65	520.52	522.83	522.3	522.27
物资销售	139.44	230.78	204.13	213.4	213.44
印刷	17.35	19.76	21.76	24.5	28.00
其他	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
内部抵消	-83.89	-136.89	-137.71	-100.00	-100.00
毛利率	24.1%	23.6%	24.7%	24.9%	25.5%
出版	32.2%	32.6%	32.8%	32.8%	32.8%
发行	18.2%	17.1%	15.8%	17.1%	17.1%

物资销售	7.2%	6.3%	7.1%	7.2%	7.2%
印刷	32.7%	29.9%	30.3%	30.0%	30.0%
营业税金及附加	6.00	6.40	6.81	7.28	7.90
营业税金及附加比率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
三项费用	165.37	176.64	225.78	256.85	277.88
主营业务占比	16.2%	15.0%	17.5%	17.6%	17.6%
销售费用	53.49	68.70	84.92	96.11	104.28
主营业务占比	5.2%	5.8%	6.6%	6.6%	6.6%
管理费用	107.03	125.59	154.86	174.74	189.60
主营业务占比	10.5%	10.7%	12.0%	12.0%	12.0%
财务费用	4.85	-17.65	-14.00	-14.00	-16.00
主营业务占比	0.5%	-1.5%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	5.41	7.11	2.70	5.00	5.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	-0.07	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.80	2.88	25.79	20.00	20.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	70.07	90.33	109.37	113.97	132.79
加：营业外收入	35.65	25.53	23.74	35.00	35.00
减：营业外支出	1.00	0.41	0.82	1.00	1.00
五、利润总额	104.72	115.46	132.29	147.97	166.79
减：所得税	0.09	1.74	2.71	2.96	3.34
所得税率	0.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
六、净利润	104.63	113.72	129.58	145.01	163.45
减：少数股东损益	-0.11	-1.83	0.26	0.20	0.20
归属于母公司所有者的净利润	104.74	115.54	129.33	144.81	163.25
七、每股收益：	0.19	0.21	0.23	0.26	0.30

资料来源：宏源证券

3、风险点

- 1.品牌资源占领整合步伐放缓。
- 2.一般图书市场盈利低于预期。

分析师简介:

王铮: 宏源证券研究所传媒行业研究员，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。