



看好传统出版商数字内容资源整合潜力

增持(维持)

报告摘要:

- **中南传媒推荐理由。**看好中南传媒在未来数字出版格局中成为重要的内容资源整合方,打造数字发行平台的潜力。1.分析数字出版发展格局,无论从内容资源占有还是政策支持角度,传统大型出版商将成为主导力量;2.中南传媒拥有国内唯一的由出版社主导的数字出版基地;3.中南传媒成立了天闻数媒科技(北京)公司和专门的数字出版工作小组推进数字内容资源的整合,并有明确“数字资源全屏服务平台项目”的规划,在国内的大型出版集团中走在前列;4.中南传媒领导层对于出版发行业态提出明确的转型战略,并具有大力推进的执行力。目前中南传媒的股价12元左右,11年PE仅30倍,安全边际较高,给予“买入”评级。
- **数字出版格局关键问题讨论。**1.对中南传媒的主要推荐理由?2.前瞻数字出版的发展,内容商与平台商可能孰强孰弱?3.以当当网为代表的网络运营商和以中南传媒为代表的传统出版商在争取用户上谁更有优势?4.国内版权资源分散,整合内容资源难度有多大?5.数字发行平台有望走向开放性吗?6.国内出现较大规模数字发行平台的时间?7.数字出版的盈利前景如何?
- **数字出版业界动态。**1.iPad热销带动国内电子期刊业快速发展,阅读天下月度电子杂志下载量达200万。2.九月网用户调查表明,对于电子书的购买决策因素更多是来源于内容和拥有感。3.京东当当图书价格战,挤压图书出版商生存空间,出版商拟出限价令。4.美国巴诺书店遭遇电子商务与数字出版代理权双重夹击,但其数字出版产品销量高速增长。5.谷歌电子书店构建开放式数字发行平台,获得4000家出版商支持。
- **上市公司选题策划规划动态。**1.中南传媒提出2011要重点打造100种上架图书,包括30种市场畅销书,并加大内容资源整合力度;同时酝酿运行机制改革,各出版社将根据不同的产品线建立相应的事业部,每一个事业部相当于一个利润中心,有任务目标,也有权益保障,责、权、利相匹配。2.时代出版2011年的选题思路仍然延续了做深做细教育图书与专业图书的特点。在数字出版方面,仍然以时代网络教育为主的教育产品为主。

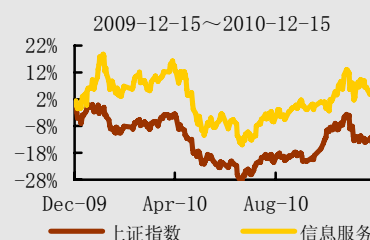
分析师

王铮

电话: 010-88085968

Email: wangzheng@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	32
总市值(亿元)	2667
流通市值(亿元)	1621
重点公司(家)	11
重点公司占行业市值比重	41%

相关研究

“十二五”产业与消费升级共舞——传媒行业2011年投资策略
2010.12.3

中南传媒:“全媒体出版”先行者
2010.10.28

“十二五”新文化消费时代(一)
2010.10.15

寻找“全媒体出版”领军者
2010.8.4

“全媒体”浪潮——传媒行业2010年下半年投资策略
2010.6.17

目录

一、数据观察.....	3
1、读览天下每月电子杂志下载量达 200 万本.....	3
2、用户调查：读者已经开始接受电子书的付费阅读，但对电子书缺乏拥有感.....	3
二、产业观察.....	3
1、京东当当图书价格战，多家出版商拟出限价令.....	3
2、美连锁书店遭遇电子商务与数字出版代理权之争两重夹击.....	4
3、谷歌电子书店构建开放式数字发行平台，获得 4000 家出版商支持.....	4
三、上市公司观察.....	5
1、中南传媒 2011 年欲打造 30 种畅销书，强化传统出版与数字出版对接.....	5
2、时代出版 2011 年选题策划思路延续教育与专业出版为主.....	5
四、数字出版格局关键问题讨论.....	6
1、 对中南传媒的主要推荐理由？.....	6
2、 前瞻数字出版的发展，内容商与平台商可能孰强孰弱？.....	6
3、 以当当网为代表的网络运营商和以中南传媒为代表的传统出版商在争取用户上谁更有优势？...7	7
4、 国内版权资源分散，整合内容资源难度有多大？.....	7
5、 数字发行平台有望走向开放性吗？.....	7
6、 国内出现较大规模数字发行平台的时间？.....	7
7、 数字出版的盈利前景如何？.....	8
附：中南传媒：未来的数字出版龙头企业（评级：买入）.....	10
附：政策角度前瞻数字发行格局将有利于传统出版社.....	11

一、数据观察

1、读览天下每月电子杂志下载量达 200 万本

读览天下 (www.dooland.com)，国内三大电子杂志平台之一，每月电子杂志下载量已达 200 万本，近几个月电子杂志下载量每月以平均 50% 的速度增长。

随着 iPad 的热卖，电子杂志人气急升。运营读览天下的华悦数码公司总裁陈迟在接受媒体采访时表示“2007 年，我们是国内首家原版数字期刊发行平台，但是一直到去年，每个月的下载量才 30 多万本，可是现在这个数字已经达到 200 多万本了。”各大刊社对电子阅读市场的需求和认识也越来越重视，从 2007 年只有 20 家合作，到 2008 年 150 家，今年已经有 1000 多家的。“今年大概有 180 家刊社都是主动联系到了我们，希望可以一起合作的，大概占到了新增刊社的 30% 左右”。

读览天下目前的产品定价机制为，单本购买多数电子期刊价格为纸质电子期刊价格的一半；全年订阅有不同的优惠程度；另有包年阅读全站杂志的 VIP 套餐，价格为 518 元。

2、用户调查：读者已经开始接受电子书的付费阅读，但对电子书缺乏拥有感

新华书店旗下九月网发布的一份调查报告显示：读者已经开始接受对电子书的付费阅读，但是用户对电子书缺乏拥有感。

调查报告显示，对于电子书的购买决策因素更多是来源于内容和拥有感。并且，与其他商品不同，读者对电子书的价格并不敏感。

在阅读时更倾向于纸书还是电子书的调查显示，55% 的读者选择了纸质书，34% 的用户选择电子书，11% 的用户在购买不到纸书的情况才会选择电子书。

通过电话回访调查显示，大部分的用户都对电子书表示关注。随着 IT 技术的发展，人们的生活越来越依靠 IT，数字阅读逐渐成为主流的阅读方式。电子书的便携、随意和价格优势，将会吸引越来越多的读者。

在对价格的调查中，6% 的用户认为电子书是纸书价格的 1/4 合适（以下同），12% 的人选择 1/5，15% 的用户选择 1/8，62% 的用户选择 1/10，5% 的用户选择了免费。

二、产业观察

1、京东当当图书价格战，多家出版商拟出限价令

今年 11 月 1 日杀入图书网购市场的京东商城，与 12 月 8 日刚刚在美国上市的当当网打响图书价格战。首先是京东商城宣布每本书都比竞争对手便宜 20%，随即当当网李国庆声称当当的价格为全网最低价，且送书速度最快。

就网销图书行业现状而言，网店的图书进货价整体而言低于实体店；随着网购成为重要的图书销售渠道，弱势的出版商不得不接受日益渐低的折扣供货。

国内大型出版公司的代表正在和京东、当当及其他网店接触，谋求出台限价措施以保护传统的出版发行商。

（新闻来源：凤凰网、人民网）

点评: 去年6月,卓越与当当已经爆发过一次图书价格战,图书出版商与网络销售渠道的合作并非十分愉快;大型网络书城市场地位的建立,使得出版商尤其是小型出版商处于弱势的谈判地位;同时由于电子商务行业中许多“规矩”尚未完善,交易环境的不确定性更加使得出版商在与渠道商的合作中充满疑虑。这解释了为什么在数字出版领域,传统出版商普遍采取保守的,不出让版权支持渠道商进行平台建设。

在数字出版领域,我们仍然维持传统出版商尤其是大型出版集团将突破渠道的包围,自发合作建设数字发行平台的判断。

2、美连锁书店遭遇电子商务与数字出版代理权之争两重夹击

近日,持有美国连锁书店巨头鲍德斯 37%的股份的投资者威廉·阿克曼管理的对冲基金公司波欣广场资本管理公司提出为鲍德斯斥资 9.6 亿美元,合每股 16 美元收购比其规模更大的竞争对手巴诺集团。鲍德斯方面称,“欢迎”阿克曼参与其收购巴诺的计划中。

目前这两家集团的销售额均有下滑,并遭受了亚马逊等电子书零售商的强烈冲击。在过去一年,巴诺有三个季度都亏损,而鲍德斯的财务状况比巴诺更为糟糕。合并后,两家集团有望通过规模经济,减少书店数量,降低后勤支持与配货方面的成本。

美国著名连锁书店巴诺集团的最新财务数据表示,传统的纸质书销量下滑,Nook 阅读器、儿童用品和其他非书类产品表现出色。同时,巴诺网站上的电子书和纸质书销售状况很好。

面对即将到来的圣诞销售季,巴诺预测,网站的销量会提高 75%,这得益于他们的核心产品和数字产品。到这个财年(到 2011 年 4 月)数字产品会有 4 亿美元的收入。而在传统书店方面,同店销售额预计会提高 5%~7%,但是还要依靠 Nook 电子阅读器、儿童用品以及其他非图书商品的拉动。

2011 财年前 6 个月的收入增长率为 42%,达到 33 亿美元,净亏损达 7510 万美元,而 2010 财年前 6 个月净亏损 1170 万美元。巴诺预计在 2011 财年会亏损更多,原因是大量的数字出版投资以及代理权之争。

(新闻来源:出版商务周报)

点评: 连锁书店作为传统图书销售渠道,不敌网络图书销售渠道;进军数字出版领域,又饱受数字出版投资与图书内容代理权之争之苦。

数字产品的收入高速增长,体现了美国大连锁书店转型数字发行模式符合行业发展趋势;但缺乏自有内容资源的渠道商整合内容资源,处理大量的代理权注定是一个艰难的历程。

3、谷歌电子书店构建开放式数字发行平台,获得 4000 家出版商支持

12 月 6 日,基于云计算的谷歌电子书店正式在美国上线,提供约 4000 家出版商的近 300 万种电子书供用户购买或下载,其中 200 余万种为免费的公共版权图书,使谷歌成为了世界最大的电子书提供商。目前,谷歌电子书店仅对美国用户开放,2011 年年初将推出国际版。

谷歌电子书店提供的图书包括大众类、科技类、医学类、学术类等。书店上线的同时,谷歌还为书店专门推出了网页阅读器、针对苹果等阅读设备的免费应用程序等。

谷歌将其电子书店打造成开放式平台,其电子书可在使用开放式格式电子阅读器上阅

读。另外，用户也可使用任何安装了支持 HTML5 的浏览器的电脑、上网本、平板电脑、iPhone、iPad 以及安装了 Android 系统的智能手机进入谷歌电子书店阅读、购买电子书。

此次与谷歌合作的 4000 家出版商，其中包括兰登书屋、企鹅、哈珀·柯林斯、阿歇特图书集团、西蒙与舒斯特、麦克米伦等出版巨头。谷歌称，这六大出版商中已有五家转向了代理定价制，即每售出一本电子书，谷歌将获得 30% 的利润，出版商获得 70%。目前，与谷歌合作的其他出版商主要使用传统的批发定价模式。

对于谷歌电子书店的上线，出版商均表示很乐观，因为亚马逊多了一个强有力的电子书零售对手。去年，亚马逊几乎占据了整个美国电子书市场，让很多出版商担心市场会被亚马逊垄断。目前，许多大型出版商的电子书销售已经占到总销售额的 9%~10%，且呈现出快速增长的态势。

（新闻来源：出版商务周报）

点评：代理定价将成为数字发行平台的主流定价模式。开放式平台将是全球范围数字发行的大趋势；但在中国环境中，具备正规的出版发行资质的数字图书资源，仍将大概率掌握在出版商手中。

《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》中提出将进一步出台并规范网络、手机出版管理法规。中国未来的数字发行平台若走向开放式，数字图书也首先经由传统出版集团进行数字出版再进入开放式平台是大概率事件。

大型出版商的电子书销售总额已经占到总销售额的 9%~10%，表明美国出版业正在迅速进入数字出版时代。

三、上市公司观察

1、中南传媒 2011 年欲打造 30 种畅销书，强化传统出版与数字出版对接

中南传媒在集团年度选题策划工作中，提出 2011 年要重点打造 100 种上架图书，包括 30 种市场畅销书。明年，集团重点出版工程专项基金将启动，用于对重点图书、畅销书的资助以及稀缺产品资源的购买，加大内容资源整合力度。

2011 年，中南出版传媒集团各出版单位在运行机制的改革上将迈出实质性的步伐，扩大资源整合的力度、细分责任主体的事业部制正在酝酿之中。各出版社将根据不同的产品线建立相应的事业部，每一个事业部相当于一个利润中心，有任务目标，也有权益保障，责、权、利相匹配。

围绕新型业态，加速数字出版的发展，强化传统出版与新业态对接也是集团出版主业的重要内容。

（新闻来源：出版商务周报）

点评：中南传媒对于一般图书的选题策划，走在国内出版集团前列；其加大内容资源整合力度的战略，有利于与数字出版的对接。事业部制的运行机制改革，使得中南传媒在走向市场化的道路上在国内出版集团中处于领先地位。

2、时代出版 2011 年选题策划思路延续教育与专业出版为主

传统图书出版规划延续了集团的九大产品线，各社图书产品线更加清晰。具体说来，

人民出版社以经管和心理为重点产品线，教育社以学术精品为重要产品线，并在向大众精品图书进行转型。特别是少儿社也在尝试图书玩具化、玩具图书化的出版新概念，打造新型的互动出版业态。

依赖安徽教育大省的地缘优势，在数字出版方面，设想打造以时代空中课堂、时代在线课堂为代表的三大课堂，让数字出版服务于教育；在影视图书方面，结合集团影视方面的签约项目推进进行；具体的互动项目上，与故宫博物馆和中国美术馆合作项目，这两项都是作为大型的出版工程，每项工程计划超过百卷，耗资数亿，历时五到十年才能完成。

（新闻来源：出版商务周报）

点评：时代出版 2011 年的选题思路仍然延续了做深做细教育图书与专业图书的特点。在数字出版方面，仍然以时代网络教育为主的教育产品为主。

四、数字出版格局关键问题讨论

过去一周，我们对北京的基金公司就“数字出版”与“看好中南传媒打造数字发行平台的潜力”主题进行了路演。现将我们对于数字出版格局的关键问题观点总结如下：

1、对中南传媒的主要推荐理由？

看好中南传媒在未来数字出版格局中成为重要的内容资源整合方，打造数字发行平台的潜力。

原因是：

1.分析数字出版发展格局，无论从内容资源占有还是政策支持角度，传统大型出版商将成为主导力量；

2.中南传媒拥有国内唯一的由出版社主导的数字出版基地；

3.中南传媒成立了天闻数媒科技（北京）公司和专门的数字出版工作小组推进数字内容资源的整合，并有明确“数字资源全屏服务平台项目”的规划，在国内的大型出版集团中走在前列；

4.中南传媒领导层对于出版发行业态提出明确的转型战略，并具有大力推进的执行力。

2、前瞻数字出版的发展，内容商与平台商可能孰强孰弱？

如果未来三五年出现三五个大的数字发行平台，那么平台商处于优势地位；如果将走向很多小平台共存的局面，内容商将处于优势地位。

但未来出现三五个大平台的可能性较大，因此平台商将相对强势；可参考当当网为代表的电子商务平台商壮大后，出版商较为被动的局面。

因此在目前数字出版的推进过程中，内容商普遍不愿意轻易与想要构建数字发行平台的发行商、网络运营商、电信运营商、终端设备商合作；不希望再次出现渠道壮大以后，压榨内容商的生存空间的局面。

而以中南传媒为代表的强势出版商，则会选择横向整合内容资源，构建自己数字发行

平台。媒体报道：“龚曙光认为，未来在数字出版的链条上，一定是由创作者、中盘商和平台运营商组成，而中南传媒数字出版基地的建设，就是期望利用自有资源整合业界资源，来形成一个为新媒体提供内容产品的中盘商。‘我们希望通过这样的一个基地的建设，形成对内容资源的巨大整合和吸附能力，为不同的数字传播渠道和平台提供优质产品。’”

3、以当当网为代表的网络运营商和以中南传媒为代表的传统出版商在争取用户上谁更有优势？

不一定，取决于数字发行平台上的内容资源整合度和盈利模式。未必是具备先发优势的网络渠道商更有用户优势。

数字发行平台是一个全新的网络平台，内容资源的整合度高，就有希望争取到最大众的用户。

相关的案例，国内有“读览天下”(www.dooland.com)，国外有谷歌电子书店。

4、国内版权资源分散，整合内容资源难度有多大？

国内版权资源较为分散是事实，但是大型出版集团在版权资源上有绝对优势。以中国出版集团为例，旗下就有人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、生活·读书·新知三联书店、中国大百科全书、中国美术出版总社、人民音乐出版社、中国对外翻译出版公司、现代教育出版社等多家出版机构。

目前国内中国出版集团、中南传媒、凤凰出版集团、长江文艺出版社、中信出版社、广西师大出版社等几个大型出版商所拥有的一般图书版权资源接近国内版权资源的一半。

由大型出版商牵头整合内容资源，在中国版权交易环境尚未完全健全的背景下，可行性明显高于渠道商或网络、电信运营商。

5、数字发行平台有望走向开放性吗？

《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》体现了新闻出版总署希望由传统出版单位掌握内容资源的倾向。

在中国，若要建立开放性的平台，该平台的主导方预计也将为传统出版单位。

6、国内出现较大规模数字发行平台的时间？

整体判断是三五年内出现三五个较大的数字发行平台。

判断依据在于以新华传媒为代表的传统发行商、盛大文学为代表的非公有制网络运营商、中国移动为代表的电信运营商、汉王和大唐为代表的终端设备商，各方力量都虎视眈眈数字出版平台的建设，而在实现技术上，无论是平台的构建、网络支付、图书内容的数字加工，都非常成熟，主要问题在于内容资源的整合。

同时国内外数字出版的试水者，都有规模高速成长的成功运营案例；国内以中南传媒的在数字出版领域走在前列的出版商也在努力推进转型数字出版的进程。新闻出版总署在政策上也明确给予支持。

多种力量都在转型之路上不断努力，将直接加快数字出版时代的到来，预计两年内国内将出现一个内容资源规模较大的数字发行平台。三五年内将出现三五个大型数字发行平台。

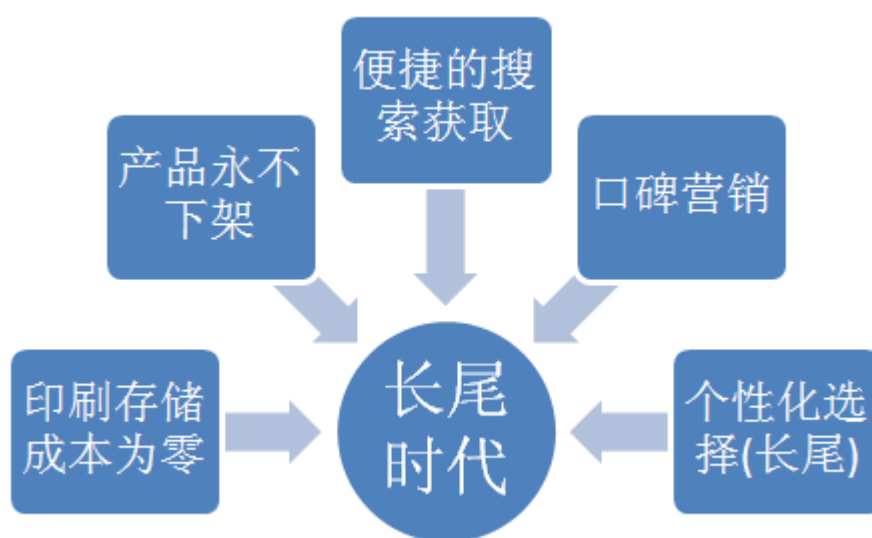
7、数字出版的盈利前景如何？

国内一般图书市场近年增长缓慢，原因在于盗版、出版纯度不够高。但转型数字出版后，图书内容的流通就进入互联网经济体系，长尾理论将发生作用，直接刺激一般图书的销售增长。

读览天下的高速成长，与国内期刊商纷纷谋求与其合作，都体现了数字出版盈利的可行性。

而网络盗版问题，也将在业内频繁的维权起诉过程中得到抑制。

图 1：长尾时代



资料来源：宏源证券

一般图书增长空间巨大：

以中南传媒为例，一般图书的出书总品种、新书品种明显高于教材教辅，但一般图书的产量却不到教材教辅的 20%，销量仅勉强维持在教材教辅的 10%左右。而一般图书销售额为教材教辅的 20%左右，体现出一般图书较教材教辅有更高的定价空间。一般图书出版的毛利率也明显高于教材教辅。

中南传媒每年一般图书再版率维持在 40%附近，这意味着平均每本书的销售周期为 2.5 年。随着时间的推移，多数一般图书都将退出“货架经济”体系。

从绝对量角度，中南传媒出版的每本一般图书年均产量仅为 15000 册左右，销售量在 10000 册左右；与具有明显区域性的教材教辅相比，一般图书的销量扩展余地很大。当然一般图书的平均产销量较低也说明传统出版社在出版的纯度上有较大的提升空间；但纵观图书零售市场，年度销量在 10 万册以上的书就可以在畅销榜占有一席之地。转型数字出版发行后，长尾经济有望为出版业改写一般图书的销售困境。

表 1：中南传媒图书运营数据

年份	产品 种类	出书 总品种	新书 品种	再版书 品种	再版率	产量 (万册)	销量 (万册)	销售额 (万元)	销售率
2007 年	一般图书	2051	1221	830	40.47%	3102.28	2078.58	20500.8	67.00%

	教材教辅	1897	943	954	50.29%	23202.99	22426.29	81996.52	96.65%
	音像制品	228	150	78	34.21%	899	738	5827.15	82.09%
2008 年	一般图书	2473	1480	993	40.15%	3619.26	1987	18635.74	54.90%
	教材教辅	2023	919	1104	54.57%	25643.94	24374.93	98081.09	95.05%
	音像制品	216	130	86	39.81%	985	803	5437.3	81.52%
2009 年	一般图书	3033	1890	1143	37.69%	4257.97	2759.86	21384.6	64.82%
	教材教辅	2209	828	1381	62.52%	22692.68	23342.88	95082	102.87%
	音像制品	245	142	103	42.04%	1086	992	6641.02	91.34%
2010 年 1-6 月	一般图书	1758	1219	539	30.66%	2133.53	1077.64	8674.97	50.51%
	教材教辅	1235	428	807	65.34%	11049.08	11094.36	45597.82	100.41%
	音像制品	167	107	60	35.93%	418.85	374.71	2469.33	89.46%

资料来源：招股说明书，宏源证券

表 2：中南传媒一般图书与教材教辅运营比较

指标	年份	出书 总品种	新书 品种	再版书 品种	产量	销量	销售额
一般图书/ 教材教辅	2007 年	108.12%	129.48%	87.00%	13.37%	9.27%	25.00%
	2008 年	122.24%	161.04%	89.95%	14.11%	8.15%	19.00%
	2009 年	137.30%	228.26%	82.77%	18.76%	11.82%	22.49%
	2010 年 1-6 月	142.35%	284.81%	66.79%	19.31%	9.71%	19.02%

资料来源：宏源证券

表 3：中南传媒出版业务毛利率

毛利率	2007	2008	2009	2010 年 1-6 月
一般图书	43.07%	42.26%	41.59%	41.87%
教材教辅	29.04%	33.24%	26.73%	30.86%
期刊	48.73%	47.56%	50.85%	52.81%
音像制品	40.09%	28.07%	32.29%	29.48%

资料来源：招股说明书，宏源证券

表 4：中南传媒产销量均值

年份	产品种类	产量/出书总品种	销量/出书总品种	销售额/出书总品种
2007 年	一般图书	15125.69	10134.47	99955.14
	教材教辅	122314.13	118219.77	432243.12
2008 年	一般图书	14635.10	8034.78	75356.81
	教材教辅	126761.94	120489.03	484829.91
2009 年	一般图书	14038.81	9099.44	70506.43
	教材教辅	102728.29	105671.71	430430.06
2010 年 1-6 月	一般图书	12136.12	6129.92	49345.68
	教材教辅	89466.23	89832.87	369213.12

资料来源：宏源证券

数字出版将带来的一般图书销售增长空间但难以量化，我们尝试做简单的测算。假设主流出版社皆转型数字出版后，直接刺激一般图书的销售量翻番，带来的纯销售额增量有望达 336 亿。

图 2：数字出版带来的一般图书销售增长空间测算

09 年全国图书出版业纯销售额 560 亿

一般图书销量翻番


 Δ 一般图书销售额
 $=560 \times 60\% = 336$ 亿

出版物销售额约 40% 来自中小学及大中专课本

资料来源：宏源证券

这个简单测算并未考虑数字图书未来的定价机制、数字发行平台所采用的盈利模式（购买付费 or 租赁付费，是否提供增值服务，是否开展广告业务）、读者阅读习惯的转变趋势、出版产品纯度提升还走向丰饶化等等可进一步探讨的因素；但仍可以侧面说明，在具备印刷与存储成本的归零、产品永不下架、便捷的搜索与获取、长尾变长变宽、口碑营销等特点的长尾经济规则发生作用时，一般图书市场经济规模的增量将在数百亿。

附：中南传媒：未来的数字出版龙头企业（评级：买入）

中南传媒的投资要点在于：

1. 中南传媒拥有新闻出版总署布局的全国数字出版基地，有望成长为未来的数字出版龙头企业。
2. 业态布局合理，各传统业务升级路径清晰；两年内有望有重要并购；全产业链模式协同优势突出，毛利率高。
3. 跨区域市场的拓展蕴含潜力。
4. 预测中南传媒 2010 年 EPS0.33，2011 年 EPS0.38，2012 年 EPS0.46；2011 年 40 倍市盈率对应目标价位 15.2，给予“买入”评级。

风险点：

1. 出版发行业务省外市场开拓受阻。
2. 广告市场景气度低于预期。

表 5：中南传媒盈利预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3,549.85	4,052.32	4,918.92	5,622.09	6,678.49
出版	1234.58	1243.56	1,424.30	1,596.73	1,904.30
发行	2554.61	2957.48	3,792.65	4,347.62	5,143.24
物资销售	521.78	519.9	520.00	546.00	560.00
印刷	540.11	656.73	653.64	686.32	720.64
报纸和新媒体	346.14	414.34	468.33	585.41	790.31
内部抵消	-1712.79	-1809.31	-2,000.00	-2,200.00	-2,500.00
二、营业总成本	3,212.96	3,591.90	4,347.29	4,953.68	5,871.56
营业成本	2,081.08	2,390.06	2,944.15	3,341.01	3,958.87
出版	805.81	871.36	968.5	1,069.8	1,275.9
发行	1798.19	2010.20	2,586.6	2,956.4	3,497.4

物资销售	496.94	496.97	499.0	524.2	537.6
印刷	442.51	540.69	537.9	564.8	593.1
报纸和新媒体	227.48	263.73	295.05	368.81	497.90
内部抵消	-1700	-1800.26	-1,950.00	-2,150.00	-2,450.00
毛利率	41.4%	41.0%	40.1%	40.6%	40.7%
出版	34.7%	29.9%	32.0%	33.0%	33.0%
发行	29.6%	32.0%	31.8%	32.0%	32.0%
物资销售	4.8%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
印刷	18.1%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
报纸和新媒体	34.3%	36.4%	37.0%	37.0%	37.0%
营业税金及附加	41.20	49.52	59.03	67.47	80.14
营业税金及附加比率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
三项费用	1,073.16	1,108.61	1,314.11	1,515.21	1,802.55
主营业务占比	30.2%	27.4%	26.7%	27.0%	27.0%
销售费用	381.55	461.69	550.92	629.67	747.99
主营业务占比	10.7%	11.4%	11.2%	11.2%	11.2%
管理费用	717.09	655.88	777.19	899.53	1,068.56
主营业务占比	20.2%	16.2%	15.8%	16.0%	16.0%
财务费用	-25.47	-8.96	-14.00	-14.00	-14.00
主营业务占比	-0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	17.52	43.71	30.00	30.00	30.00
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	1.16	0.52	1.00	1.00	1.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	338.05	460.94	572.64	669.41	807.93
加：营业外收入	48.89	35.77	35.00	35.00	35.00
减：营业外支出	14.18	8.96	10.00	10.00	10.00
五、利润总额	372.76	487.74	597.64	694.41	832.93
减：所得税	1.12	0.27	0.60	0.69	0.83
所得税率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
六、净利润	371.64	487.48	597.04	693.71	832.10
减：少数股东损益	2.27	7.88	5.00	5.00	5.00
归属于母公司所有者的净利润	369.37	479.59	592.04	688.71	827.10
七、每股收益：	0.21	0.27	0.33	0.38	0.46

资料来源：宏源证券

附：政策角度前瞻数字发行格局将有利于传统出版社

《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》在涉及到网络出版、数字内容的部分体现了对传统出版单位发展数字出版的大力支持。

表 6:《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》解读

章节	《意见》节选	点评
总体目标	要形成一批发展思路清晰、内容资源充沛、立足自主创新、出版方式多样、营销模式成熟、市场竞争力强、产品影响广泛的数字出版龙头企业	提出要形成一批“数字出版龙头企业”
主要任务	积极探索出版资源数字授权解决方案；鼓励传统出版单位开展互联网出版业务；支持传统出版单位设立完全市场化的数字出版公司，尽快做大做强，成为数字出版龙头企业。	体现出对传统出版单位设立数字出版公司并成为数字出版龙头企业的支持
	支持非公有制企业从事网络出版活动。支持民营新技术公司研发基于不同传输平台和阅读终端的游戏、动漫、音乐等数字出版产品和具有自主知识产权的移动终端等硬件设备。建立数字出版企业评估体系，对长期从事数字出版活动且出版导向正确、技术实力雄厚、竞争优势明显、发展前景广阔、经营业绩突出的非公有制企业予以重点扶持；建立健全网络出版准入退出机制，完善准入退出评估标准。	对非公有制企业从事网络出版活动的鼓励主要在于“游戏、动漫、音乐等数字出版产品和具有自主知识产权的移动终端等硬件设备” 提出“网络出版准入退出机制”
保障措施	对内容资源丰富、具备技术和其他条件的传统出版单位优先赋予网络出版权；鼓励条件成熟的传统出版单位开发基于互联网和手机等移动终端的数字出版产品；鼓励传统出版企业与新媒体公司进行深层次合作，探索新型业务模式和营销模式，拓展和延伸出版产业链；倡导联合重组，鼓励非公有制企业与拥有内容资源优势的国有出版企业嫁接重组，拓展发展领域，形成新的市场主体。	对传统出版单位优先赋予网络出版权 鼓励非公有制企业与国有出版企业嫁接重组，形成新的市场主体
	加快修订《出版管理条例》、《互联网出版管理暂行规定》等法律法规，制定发布《手机媒体出版服务管理办法》、《数据库出版服务管理办法》、《互联网文学出版服务管理办法》和《互联网游戏审批管理细则》等部门规章，加快规范数字出版产业发展的法规体系建设。	法规的健全将进一步规范网络出版

资料来源：宏源证券

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。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 13801356800 Zhangjun3@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@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。