

新经典 (603096.SH)

——深根细作内容产业，图书影视互动值得期待

投资评级： 推荐

投资要点：

公司专注于文学、少儿等大众图书领域的内容策划，储备有丰富的版权资源，坚持实施精品化策略。目前拥有授权期内图书版权 2,967 项，与加西亚·马尔克斯、黑柳彻子、村上春树、东野圭吾、余华、安妮宝贝等知名作家，以及博达、大苹果、卡门、讲谈社、大江社、东贩等版权代理机构保持良好的合作关系。《百年孤独》、《窗边的小豆豆》、《撒哈拉的故事》、《白夜行》等“畅销并且长销”的图书品种，已经具备了较高的市场地位和良好的口碑。

公司获取外部版权能力眼光独到，加之公司优秀的发行策划能力，构建核心竞争力。经过多年的经验积累，建立了一套市场化的选题决策和跟踪机制，在把握中国读者的阅读需求和市场特点基础上，进一步精准判断出选题的市场潜力。通过战略调整，主打自有版权的图书策划和发行，公司进一步整合优质资源，投入具有较强竞争优势及盈利能力的内容创意业务，优质内容的潜力持续释放。

稳步推进“图书影视互动”模式，深化文化产业布局。公司依托文学版权方面丰富的资源储备，公司引入影视行业资深人士为外部股东作为导演储备，并同时逐步进行影视剧版权储备，初步建立“图书影视互动”模式，未来公司影视业务这一块以稳定推进为主，并给公司带来利润增量。

盈利预测：我们预计公司 2017-2019EPS 分别为 1.63/2.23/2.87，2017-2019PE 为 38/27/21，给予“增持”评级。

风险提示：公司人才流失，版权资源管理不及预期、影视业务推进不及预期，业务整合不及预期。

发布时间：2017 年 09 月 18 日

主要数据

行业指数	4681.65
上证指数/深圳成指	3241.74/10967.47
公司家数	108
总市值(百万元)	1771250.02
流通市值(百万元)	977475.80

52 周行情图

相关研究报告

联系方式

研究员： 李典
 执业证书编号：S0020114110013
 邮 箱： lidian@gyzq.com.cn
 电 话： 021-51097188-1866
 地 址： 上海市浦东新区民生路 1199 弄

目 录

一、公司简介：立足大众出版，内容为王	4
1.1、公司发展：明确大众出版出版方向，打造中国版“兰登书屋”	4
1.2、股权结构：股权高度集中，公司股东资源丰富	5
1.3、商业模式：立足图书策划与发行，构建“图书影视互动”业务模式	6
二、财务分析：业绩稳健，行业领先，战略调整初见成效	7
2.1、公司业绩稳健，行业领先	7
2.2、加大内容创意业务投入，战略调整初见成效	8
三、行业分析：产业规模持续扩张，文学 IP 改编热度不减	10
3.1、大众图书占比持续提高，少儿图书成最快增长点	10
3.2、文学 IP 是影视剧 IP 重要源头	12
四、公司分析：以优质内容为核心的民营出版龙头，深根细作，文学影视联动值得期待	14
4.1、深根细作，版权储备丰富、稳定	14
4.2、选题精准而独到，内容创意精益求精	15
4.3、销售渠道精耕细作，细细打磨出成果	16
4.4、探索“图书影视互动”模式，深化文化产业布局	18
五、投资建议	19

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司 IPO 前股权结构.....	5
图 3：公司业务模式介绍.....	6
图 4：公司 2014-2017H1 营收情况.....	7
图 5：公司 2014-2017H1 归母净利润情况.....	7
图 6：2017H1 公司毛利率 VS 行业毛利率.....	7
图 7：2017H1 公司扣非净利率 VS 行业扣非净利率.....	7
图 8：公司 2014-2017H1 分业务营收情况.....	8
图 9：公司 2014-2017H1 分业务营收占比情况.....	8
图 10：公司 2014-2017H1 分业务毛利率情况.....	8
图 11：公司自有版权图书业务分业务毛利率情况.....	8
图 12：公司 2014-2017H1 毛利率情况.....	9
图 13：公司 2014-2017H1 净利率情况.....	9
图 14：公司 2014-2017H1 期间费用率情况.....	9
图 15：公司 2014-2017H1 期间费用率情况.....	10
图 16：2010-2016 图书零售市场（网上书店和实体书店）情况.....	10
图 17：2010-2016 图书零售市场（网上书店和实体书店）情况.....	11
图 18：公司 2014-2017H1 毛利率情况.....	12
图 19：公司 2014-2017H1 净利率情况.....	12
图 20：销量排名前 5%的图书品种对市场的码洋贡献率.....	12
图 21：历年大众畅销书 TOP100 品种结构比较.....	12
图 22：2017 年网剧播放量 TOP10 作品.....	13
图 23：2014-17 年 10 亿以上播放量网剧 IP 种类分布.....	13
图 24：2015-2017H1 国产电影票房 TOP50 IP 改编来源.....	13
图 25：2015-2017H1 国产电视剧播放量 TOP50 IP 来源.....	13
图 26：公司码洋品种效率.....	17
图 27：2016 年销售图书生命周期比较.....	17
图 28：2015-2017H1 国产电影票房 TOP50 IP 改编来源.....	18
图 29：2015-2017H1 国产电视剧播放量 TOP50 IP 来源.....	18
表 1：IPO 募集资金用途.....	错误！未定义书签。
表 2：公司 2014-2016 主要客户销售往来情况.....	14
表 3：公司 2014-2016 主要客户销售往来情况.....	16
表 4：畅销书榜单新经典上榜情况.....	17

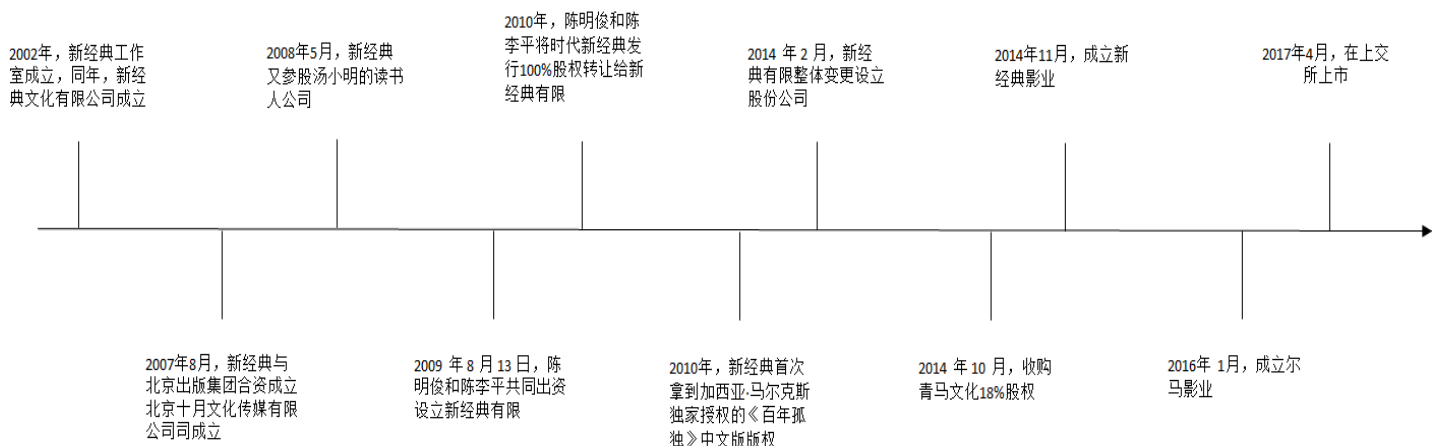
一、公司简介：立足大众出版，内容为王

1.1、公司发展：明确大众出版出版方向，打造中国版“兰登书屋”

新经典文化有限公司起家于 2002 年成立的新经典工作室，其创办人是陈明俊，最初以出版经典外国文学作品而独树一帜；2007 年 8 月，新经典与北京出版集团合资成立北京十月文化传媒有限公司，共同打造华语文学产品线；2010 年，首次拿到了加西亚·马尔克斯独家授权的《百年孤独》中文版版权，是当年出版界最大的新闻之一；2014 年，新经典有限整体变更设立股份公司；同年 11 月，成立新经典影业；2016 年成立尔马影业，强化公司在影视剧业务方面的布局；2017 年 4 月，在上交所正式上市。

现在的新经典文化有限公司，已成为中国最具实力的民营出版公司之一，同时在图书策划与发行业务的基础上涉足影视剧业务，初步构建了“图书影视互动”的业务模式。旗下有新经典、爱心树、十月文化、读书人四个品牌。新经典主打外国经典文学；爱心树品牌主打童书，其中《窗边的小豆豆》累计销量 380 万本，《可爱的鼠小弟》系列销量突破 260 万册；十月文化品牌主打张爱玲、沈从文、路遥、陈忠实、三毛等华语文学中著名作家的作品；读书人品牌主打财经励志类图书，其中《富爸爸，穷爸爸》系列中文简体版的销量突破 600 万册。

图 1：公司发展历程

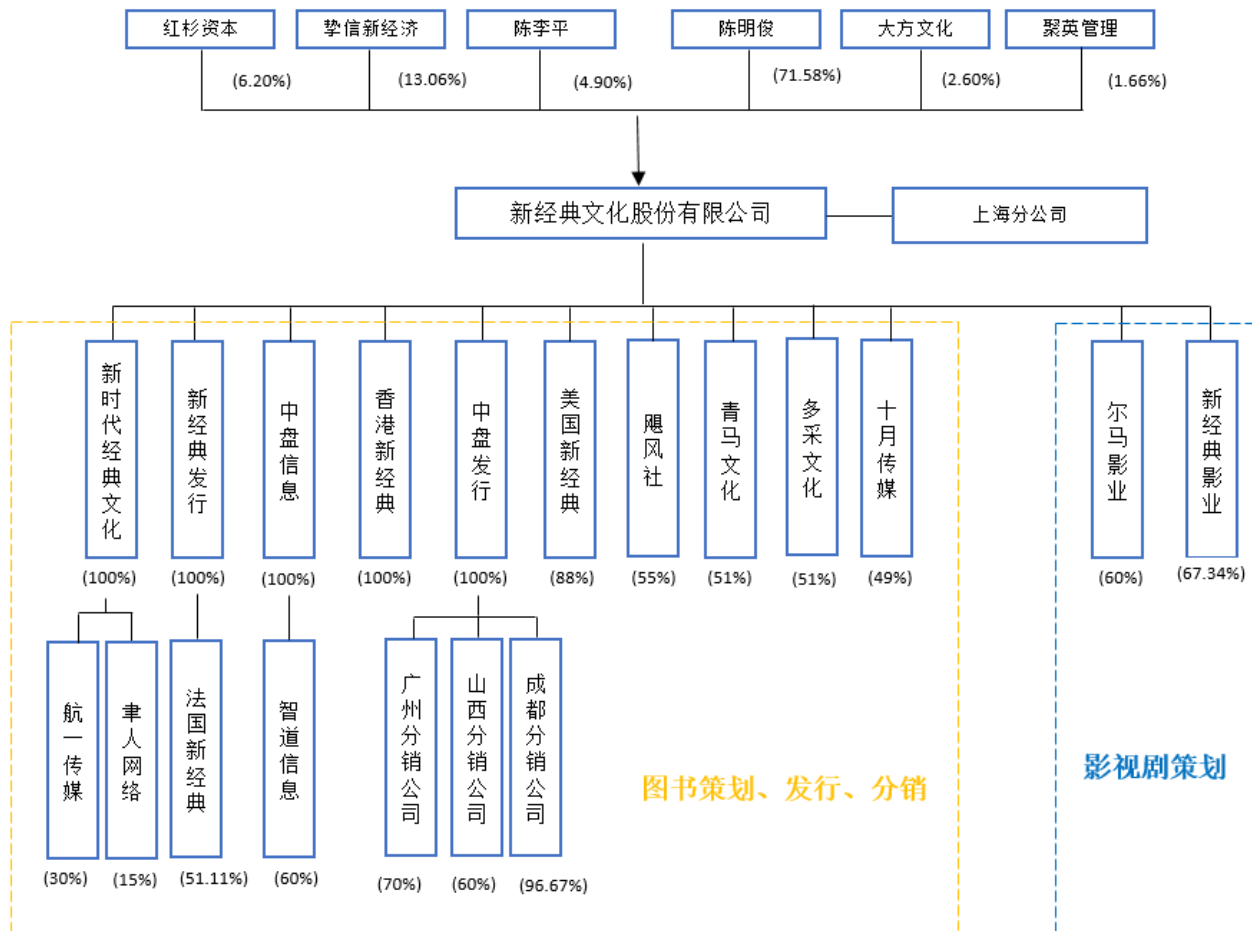


数据来源：公开资料，国元证券研究中心整理

1.2、股权结构：股权高度集中，公司股东资源丰富

公司股权高度集中，陈明俊和陈李平兄弟合计直接持有公司 57.35% 股权，为公司实际控制人。另一方面公司股东带来丰富资源，红杉资本和挚信新经济分别持有上市公司 9.79% 和 4.65% 股权。挚信投资曾投资豆瓣、迅游网络、美团、学霸君等；红杉资本则是股权投资业内翘楚，曾投资新浪网、京东、阿里等。大方文化持有公司 1.95% 股权，持有 2.3% 股权大方文化股东王进文（笔名止庵）是传记随笔作家，周作人、张爱玲研究者，自由撰稿人，他的代表作有《惜别》、《周作人传》、《神拳考》等；持有大方文化 13.41% 股权的股东韩子鱼，是新经典日籍译者猿渡静子的儿子。而猿渡静子是村上春树和马尔克斯的版权代理，曾翻译《村上春树 RECIPE》、《水知道答案》等日本图书。聚英管理持有上市公司 1.24% 股权，持有聚英管理 15.09% 股权的路茗茗，为作家路遥的女儿。

图 2：公司 IPO 前股权结构

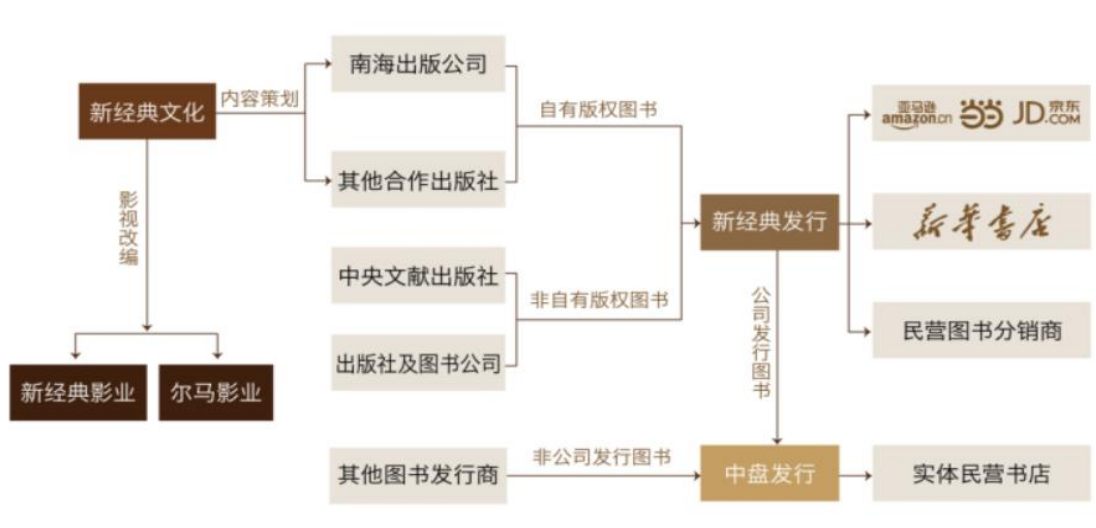


数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

1.3、商业模式：立足图书策划与发行，构建“图书影视互动” 业务模式

新经典文化股份有限公司，是一家立足版权资产管理、以内容创意为核心的文化传媒企业，业务集中在图书策划与发行、图书分销、影视剧策划业务三个领域。1)、**公司版权资源丰富，内容策划能力强。**公司有十年以上图书行业经验，主要专注于文学、少儿等大众图书领域的内容策划，公司先后与 800 多位国内外知名作家，包括多位诺贝尔文学奖得主建立起良好且稳固的合作关系，期间推出了 3000 多部作品，塑造一批百万级畅销作品，拥有 2 亿人次以上的读者，推出《窗边的小豆豆》、《百年孤独》、《撒哈拉的故事》、《倾城之恋》、《解忧杂货店》等一系列有市场影响力的产品；2)**公司图书发行能力强。**公司是具有总发行资质的民营图书公司，拥有卓越的产品运营能力与渠道管理能力，建立了服务于现有发行体系的图书销售网络。业务主体为全资子公司——新经典发行，主要客户包括三类：当当网、亚马逊、京东等线上渠道，新华书店系统，民营图书分销商；3)、**公司初步构建了“图书影视互动”的业务模式。**2014 年新经典影业成立、2016 年尔马影业成立，公司在图书策划与发行业务的基础上涉足影视剧业务，新经典已经获得多部优秀作品的影视剧独家版权，其中有路遥《人生》、张爱玲《红玫瑰与白玫瑰》、高阳《慈禧全传》、古龙《欢乐英雄》、季栋梁《上庄记》，以及梦枕貊《阴阳师》等多项改编版权，并且已协助完成《公路美人》、《年少轻狂》、《诡劫》、《幸福很囧》等多部电影的宣传推广，属于原有版权资产管理业务的延伸。

图 3：公司业务模式介绍



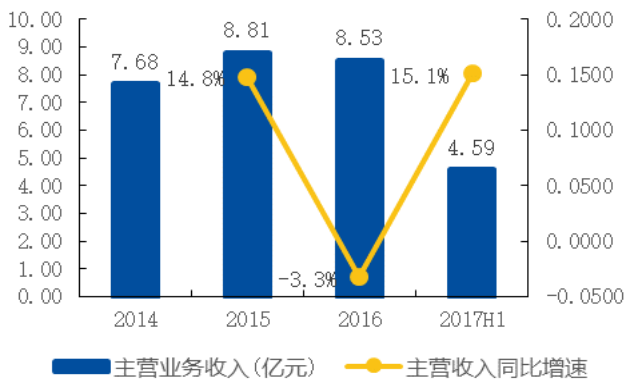
数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

二、财务分析：业绩稳健，行业领先，战略调整初见成效

2.1、公司业绩稳健，行业领先

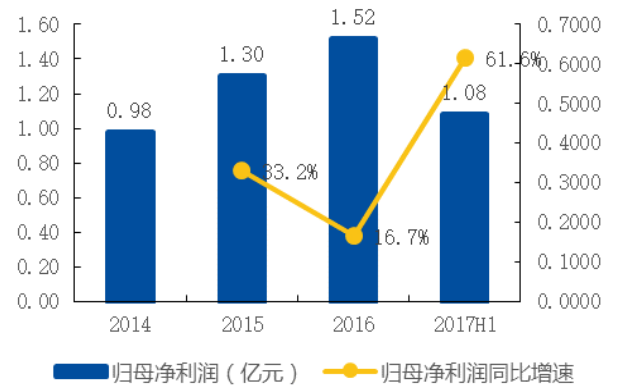
公司业绩稳定增长。公司 2017H1 营收 4.59 亿元，同比增长 15.14%；归母净利润 1.08 亿元，同比增长 61.62%。公司营收从 2014 年的 7.68 亿增长至 2016 年的 8.53 亿元，2014-2016 营收 CAGR 为 5.9%；公司归母净利润从 2014 年的 0.98 亿元增长至 2016 年的 1.52 亿元，2014-2016 归母净利润 CAGR 为 24.54%。

图 4：公司 2014-2017H1 营收情况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

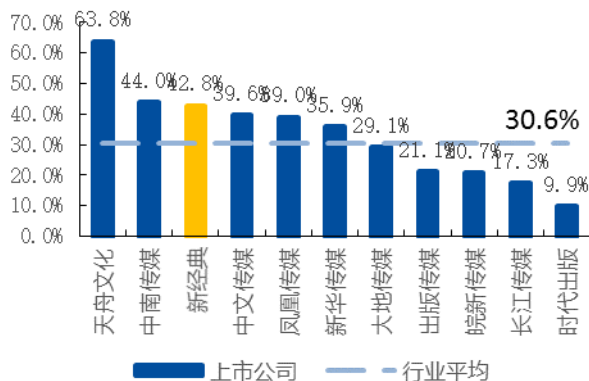
图 5：公司 2014-2017H1 归母净利润情况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

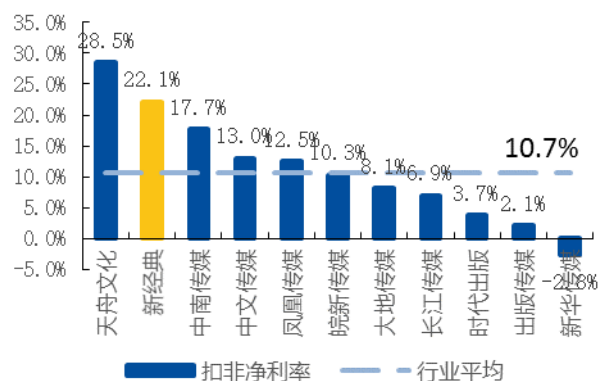
公司盈利能力远高于行业平均。我们将 2017H1 公司毛利率和扣非净利润率与同行业（天舟文化、中文传媒、时代出版、新华传媒、中南传媒、皖新传媒、出版传媒、凤凰传媒、长江传媒、大地传媒）相同指标进行对比，公司盈利能力远高于行业平均，其中公司毛利率为 42.8%，高于行业平均毛利率为 30.6%；公司扣非净利率为 22.1%，高于行业平均净利率 10.7%。

图 6：2017H1 公司毛利率 VS 行业毛利率



数据来源：Wind，国元证券研究中心整理

图 7：2017H1 公司扣非净利率 VS 行业扣非净利率

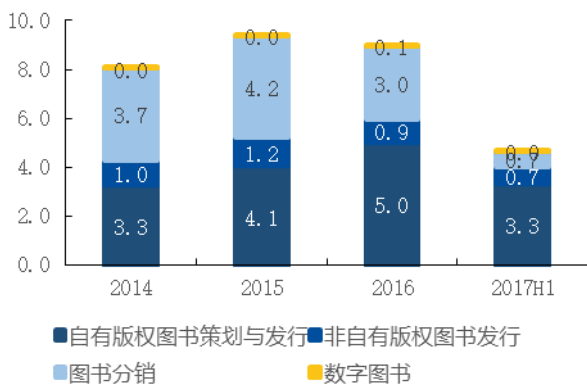


数据来源：Wind，国元证券研究中心整理

2.2、加大内容创意业务投入，战略调整初见成效

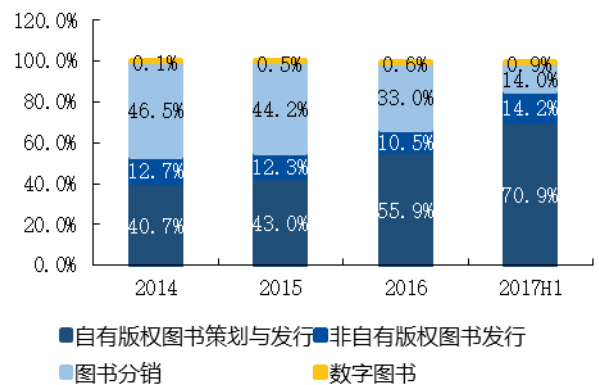
公司加大对内容创意业务投入，盈利能力更强的自有版权图书策划和发行业务营收规模逐步扩大。公司主营业务收入按主要业务类别可分为自有版权图书策划和发行业务、非自有版权图书发行、图书分销和数字图书。2014年公司自有版权图书策划和发行业务营收规模为3.3亿元，占比40.7%，2016年该项业务营收规模达5.0亿元，占比55.9%，2017H1占比达70.9%。主要原因系公司进一步整合优质资源，公司逐步转让部分分销公司的股权，收缩分销业务；投入具有较强竞争优势及盈利能力的 content 创意业务，优质内容的潜力持续释放，使得毛利率较高的自有版权图书策划和发行业务规模增加。

图 8：公司 2014-2017H1 分业务营收情况



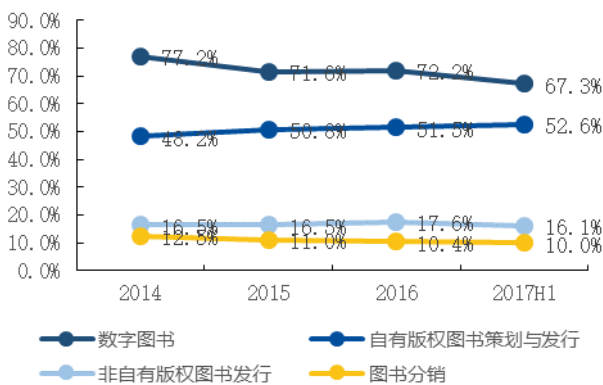
数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

图 9：公司 2014-2017H1 分业务营收占比情况



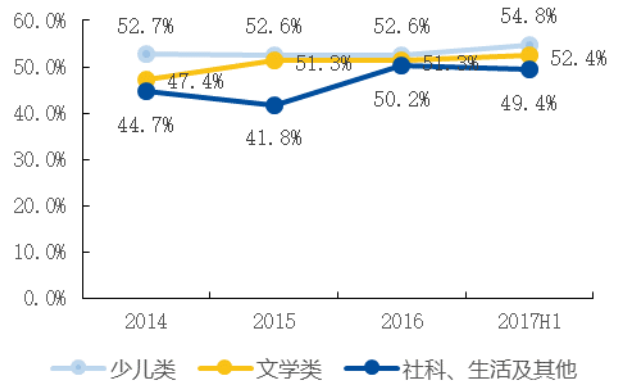
数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

图 10：公司 2014-2017H1 分业务毛利率情况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

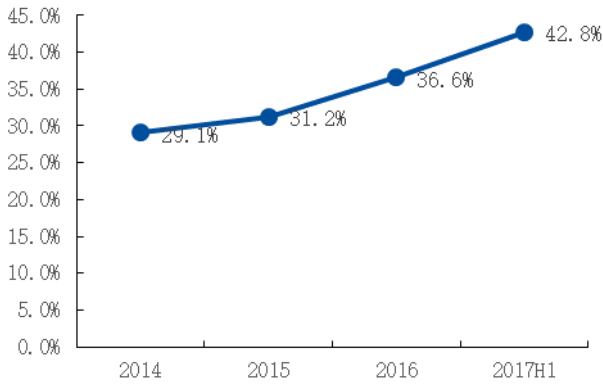
图 11：公司自有版权图书业务分业务毛利率情况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

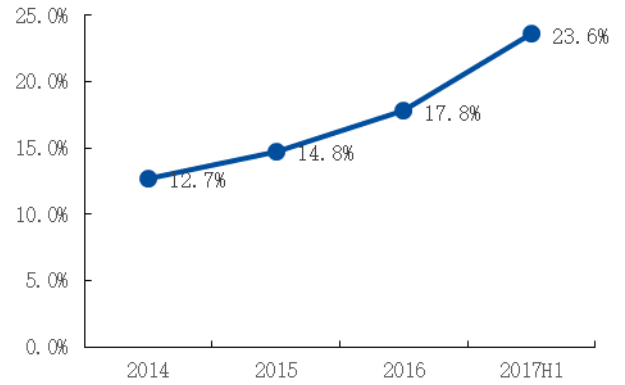
公司战略调整初见成效，毛利率、净利率水平稳步提高，期间费用逐步下降。公司毛利率从 2014 年的 29.1% 提升至 2017H1 的 42.8%，期间费用稳步下降，净利润从 2014 年的 12.7% 提升至 2017H1 的 23.6%。

图 12：公司 2014-2017H1 毛利率情况



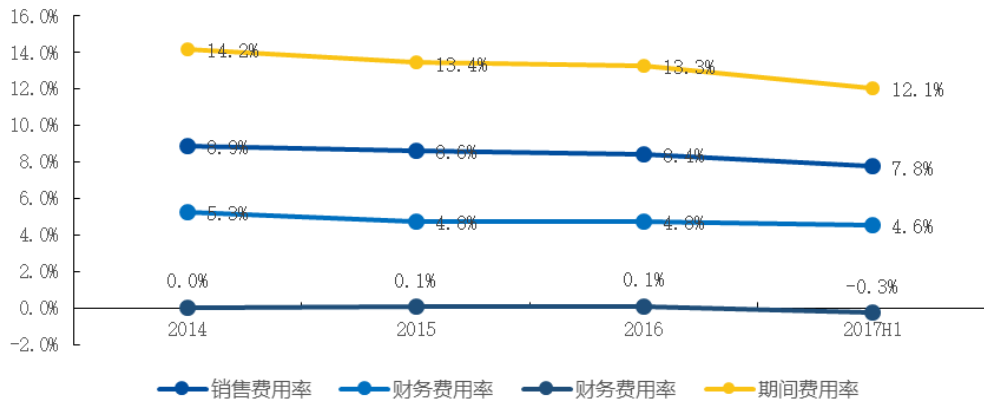
数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

图 13：公司 2014-2017H1 净利率情况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

图 14：公司 2014-2017H1 期间费用率情况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

三、行业分析：产业规模持续扩张，文学 IP 改编热度不减

3.1、大众图书占比持续提高，少儿图书成最快增长点

随着近年来国民经济增长带动文化消费升级以及国家对文化产业的政策支持，图书行业经历了产业规模的持续扩张销售码洋不断增长；同时伴随着人口结构、个人收入的变化、互联网普及，在对传统实体书店带来一定的冲击同时引起了国民阅读需求的分化。图书行业的产业链包括“内容策划—出版印刷—发行—分销—零售”五个主要环节。

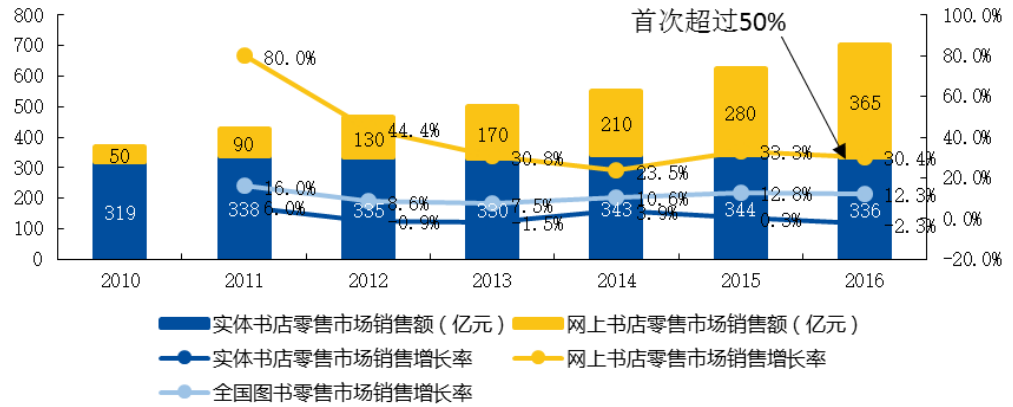
图 15：图书业务产业链概况



数据来源：招股说明书，公司半年报，国元证券研究中心整理

图书零售市场销售网店规模首次超过实体书店，增长推动力主要来自第三方平台。2016年全国图书零售市场总码洋规模为701亿元，较2015年的624亿元增长了12.30%。其中网店零售规模达365亿元，网店规模首次超过实体书店，网上书店在2016年依然保持30%左右的增长。增长的主要推动力来自于第三方平台，第三方图书业务同比增速达60%左右，出版社、出版公司、新华书店开店和深度运营是第三方平台销售增长的主要推动力；实体书店渠道销售规模为336亿元，同比增长率为-2.33%，出现小幅下降，没有能够延续2015年正向增长的势头。线下体验式消费不会被线上渠道完全替代，未来市场格局线上线下会趋于一个稳定比例。未来线上渠道将持续分流实体店份额，但实体书店提供的阅读体验式消费并不能被线上渠道完全取代，线上对线下的分流会遭遇增长极限，线上线下渠道份额会平稳在一定比例，形成互为补充的市场格局。

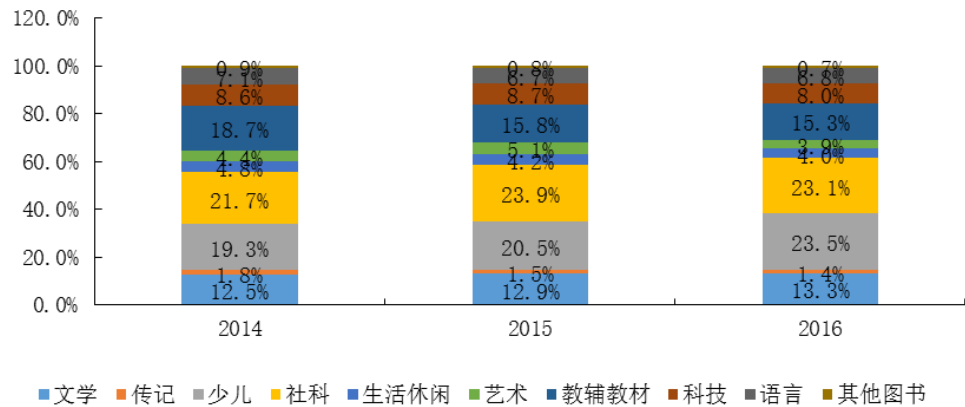
图 16：2010-2016 图书零售市场（网上书店和实体书店）情况



数据来源：开卷，国元证券研究中心整理

大众图书成为图书市场的主体。据开卷信息数据显示，2016年社科、文艺（文学、传记、艺术）、少儿、生活休闲四类大众图书合计占据图书销售总码洋的69.1%，大众图书成为图书市场的主体。在细分市场方面，2016年细分市场码洋比重少儿（23.51%）超过社科（23.09%），成为图书零售市场中最大的细分类。

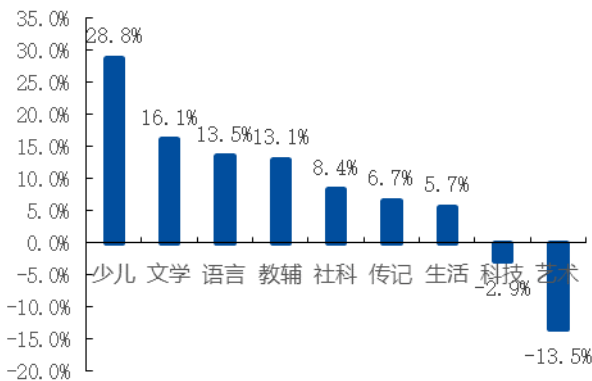
图 17: 2010-2016 图书零售市场（网上书店和实体书店）情况



数据来源：开卷，国元证券研究中心整理

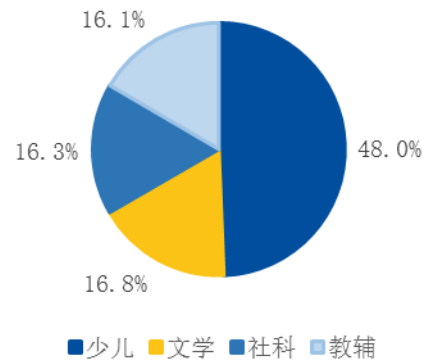
少儿、文学、教辅三大细分类别是市场增长的主要推动力。2016年少儿图书增长速度为28.8%，增长速度居首，2016年少儿图书对图书市场增长贡献率为48%，文学类图书增长速度为16.1%，次于少儿图书，对图书市场贡献率为16.8%。

图 18：公司 2014-2017H1 毛利率情况



数据来源：《2016 年全国图书零售市场报告》，国元证券研究中心整理

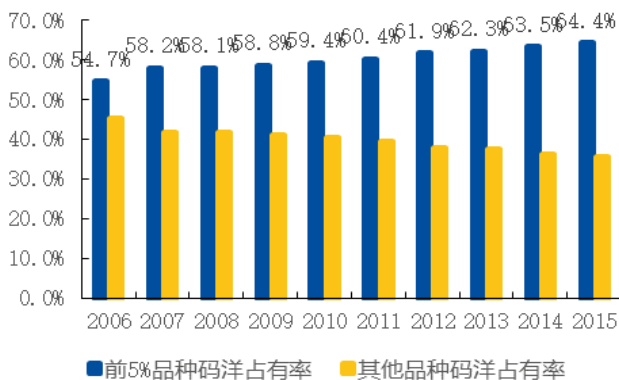
图 19：公司 2014-2017H1 净利率率情况



数据来源：《2016 年全国图书零售市场报告》，国元证券研究中心整理

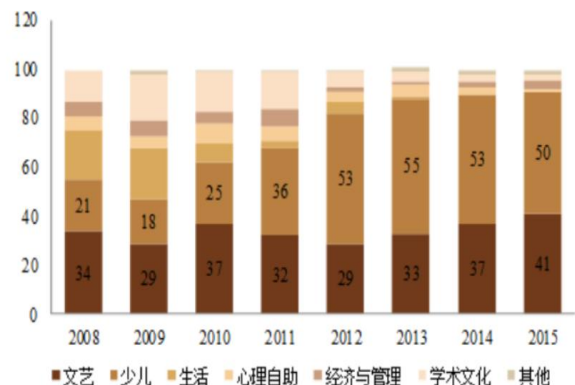
畅销书已经成为拉动中国图书零售市场发展的重要力量。2015 年，销量排名前 5% 的图书品种为零售市场贡献了 64.43% 的市场销售码洋，其中少儿类、文艺类图书占据畅销书品种的主体。

图 20：销量排名前 5% 的图书品种对市场的码洋贡献率



数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

图 21：历年大众畅销书 TOP100 品种结构比较



数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

3.2、文学 IP 是影视剧 IP 重要源头

对于电影、电视剧以及网络剧而言，文学尤其是网络文学已经成为提供灵感甚至内容的最重要源头。根据艺恩视频智库数据显示，截至 2017 年 8 月 8 日，2014 年-2017 年间，56% 的十亿量级的网络剧均为文学 IP 改编内容。同时，2017 年开播的网络剧播放量 TOP10 中，文学 IP 占据五席。2015-2017H1 国产电影票房 TOP50 中 IP 改编来源于“小说+网文”的有 53%，2015-2017H1 国产电视剧播放量 TOP50 中，IP 改编来源于“小说+网文”的有 73%。

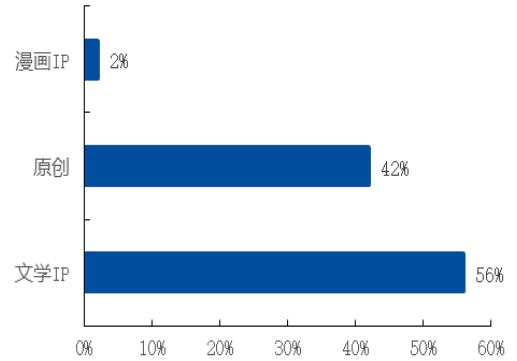
图 22：2017 年网剧播放量 TOP10 作品

排名	剧集名	IP 类型	累计播放量 (万)
1	热血长安	原创	1050210.38
2	双世宠妃	文学 IP	295530.75
3	乡村爱情进行曲 (上)	原创	161211.06
4	鲜肉老师	原创	135985.62
5	鬼吹灯之黄皮子坟	文学 IP	134992.78
6	终极三国 2017	原创	119159.62
7	我与你的光年距离	漫画 IP	114206.06
8	恶魔少爷别吻我	文学 IP	109458.76
9	鬼吹灯之牧野诡事	文学 IP	104443.5
10	恶魔少爷别吻我 第二季	文学 IP	98249.42

数据来源：艺恩网，国元证券研究中心整理

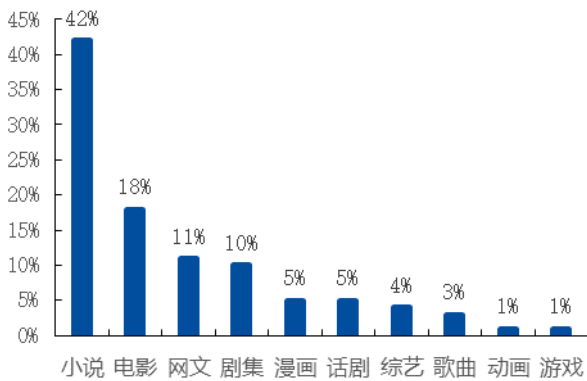
注：统计日期为 2017 年 1 月 1 日-2017 年 8 月 7 日

图 23：2014-17 年 10 亿以上播放量网剧 IP 种类分布



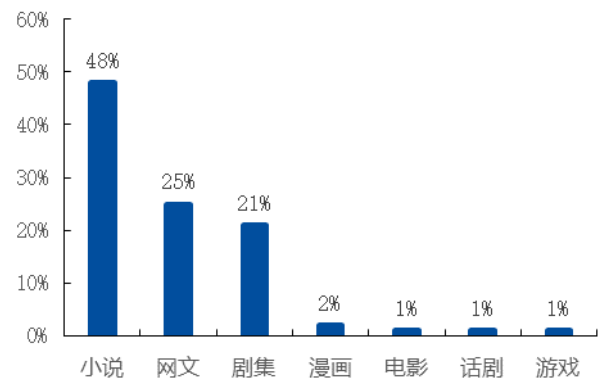
数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

图 24：2015-2017H1 国产电影票房 TOP50 IP 改编来源



数据来源：艺恩《消费升级下影视内容行业洞察》，国元证券研究中心整理

图 25：2015-2017H1 国产电视剧播放量 TOP50 IP 来源



数据来源：艺恩《消费升级下影视内容行业洞察》，国元证券研究中心整理

四、公司分析：以优质内容为核心的民营出版龙头，深根细作，文学影视联动值得期待

4.1、深根细作，版权储备丰富、稳定

公司已有丰富的版权储备。公司拥有授权期内图书版权 2,967 项，畅销品种比例高，《百年孤独》、《窗边的小豆豆》、《撒哈拉的故事》、《白夜行》等“畅销并且长销”的图书品种，已经具备了较高的市场地位并拥有良好的口碑。

公司与版权方具有稳固的合作关系。公司与加西亚·马尔克斯、黑柳彻子、村上春树、东野圭吾、余华、安妮宝贝等知名作家，以及博达、大苹果、卡门、讲谈社、大江社、东贩等版权代理机构保持良好的合作关系，在版权获取方面掌握先发优势，有较强的版权获取能力。2011 年公司引入加西亚·马尔克斯的《百年孤独》正式引入中国，是图书行业具有影响力的标志性事件之一，反映出新经典在业界强大的品牌影响力。

股权绑定版权方。大方文化持有公司 1.95% 股权，持有 2.3% 股权大方文化股东王进文（笔名止庵）是传记随笔作家，周作人、张爱玲研究者，自由撰稿人，他的代表作有《惜别》、《周作人传》、《神拳考》等；持有大方文 13.41% 股权的股东韩子鱼，是新经典日籍译者猿渡静子的儿子。而猿渡静子是村上春树和马尔克斯的版权代理，曾翻译《村上春树 RECIPE》、《水知道答案》等日本图书。聚英管理持有上市公司 1.24% 股权，持有聚英管理 15.09% 股权的路茗茗，为作家路遥的女儿。

表 1：与公司合作主要作家代表

作者	获奖情况或评价	公司推出代表作品
[哥]加西亚·马尔克斯	1982 年诺贝尔文学奖得主	《百年孤独》、《霍乱时期的爱情》
[日]川端康成	1968 年诺贝尔文学奖得主	《雪国》、《伊豆的舞女》、《古都》
[英]V.S.奈保尔	2001 年诺贝尔文学奖得主、1971 年英国布克奖	《大河湾》、《米格尔街》、《我们的普世文明》
[智]巴勃罗·聂鲁达	1971 年诺贝尔文学奖得主	《二十首情诗和一首绝望的歌》、《疑问集》
[美]托妮·莫里森	1993 年诺贝尔文学奖得主	《所罗门之歌》、《宠儿》、《爱》
[加]艾丽丝·门罗	2013 年诺贝尔文学奖得主	《逃离》、《亲爱的生活》
[日]村上春树	2006 年弗朗茨·卡夫卡文学奖，2009 年耶路撒冷文学奖，2012 年国际交流基金奖得主	《1Q84》、《没有色彩的多崎作和他的巡礼之年》、《当我谈跑步时我谈些什么》
[日]东野圭吾	1999 年日本推理作家协会奖，2006 年直木奖、本格推理小说大奖，2008 年新风奖得主	《白夜行》、《嫌疑人 X 的献身》、《解忧杂货店》

[日]黑柳彻子	日本著名作家，联合国儿童基金会亲善大使	《窗边的小豆豆》、《小时候就在想的事》、《丢三落四的小豆豆》
[美]谢尔·希尔弗斯坦	著名绘本作家、诗人、剧作家、作曲家、歌手	《爱心树》、《失落的一角》、《阁楼上的光》
[美]李欧·李奥尼	1961、1964、1968、1970 年美国凯迪克奖	《小黑鱼》、《田鼠阿佛》
张爱玲	现代著名女作家	《倾城之恋》、《小团圆》、《半生缘》
三毛	现代著名女作家	《撒哈拉的故事》、《梦里花落知多少》
余华	著名作家，1998 年格林扎纳·卡佛文学奖，2004 年法国文学与艺术骑士勋章	《第七天》、《我们生活在巨大的差距里》
麦家	2008 年茅盾文学奖得主	《暗算》、《解密》
安妮宝贝	当代著名女作家	《得未曾有》、《莲花》、《彼岸花》
张小娴	当代著名女作家	《最遥远的距离》、《面包树上的女人》、《那些为你无眠的夜晚》

数据来源：招股说明书；国元证券研究中心整理

4.2、选题精准而独到，内容创意精益求精

公司在文学图书版权选择方面具有精准的判断力与长远的战略眼光，东野圭吾在国内大获成功彰显了公司实力。2002 年初引进的韩国文学作品《菊花香》，成功开启了韩国文学的阅读风尚；在 2006 年中国读者对于东野圭吾还十分陌生的时候，公司陆续签下其 40 部作品版权，在中国图书市场掀起了一股“推理热”，代表作《白夜行》、《嫌疑人 X 的献身》发行量都超过 125 万册，其 2014 年 5 月上市的新作《解忧杂货店》，累计发行量已超过 390 万册；2013 年获得诺贝尔文学奖的加拿大作家——爱丽丝·门罗，其代表作《逃离》早在 2009 年便由新经典引进，是门罗获诺贝尔文学奖之前在中国唯一出版的作品，累计发行量已超过 75 万册。

公司率先在国内推出儿童绘本。公司率先推出《爱心树》、《失落的一角》、《可爱的鼠小弟》等经典绘本，并在国内的幼儿园、小学等进行深入地阅读推广、倡导“亲子共读”的阅读理念，《可爱的鼠小弟》系列累计发行量已超过 880 万册，《爱心树》销量已超过 160 万册，绘本已经发展成为少儿市场中一个重要的领域。

公司的策划团队有着准确的产品定位与卓越的产品设计能力。团队基于对作品和作者的深刻理解，以及对读者阅读需求、消费习惯的认识，对图书进行定位与设计，既精准传达作品的创作意图，同时最大限度挖掘其市场价值。这不仅体现在公司策划的新书上，一些原本淡出排行榜的经典作品，经过公司重新策划，也能够一跃成为畅销书。

4.3、销售渠道精耕细作，细细打磨出成果

公司拥有丰富的媒体资源并通过多样化的图书推广与读者互动。和国内 100 多家地方一线媒体保持良好的合作关系，如《北京青年报》、《新京报》、《文汇报》、《广州日报》、《都市快报》、《深圳商报》、《金陵晚报》等。公司也与豆瓣网、新浪网、腾讯网、搜狐网、凤凰网等门户网站的读书频道有频繁互动，第一时间发布图书信息、收集读者反馈。微博和微信也是图书宣传推广的重要渠道，公司不仅设立了相关账号，安排专人维护，缩短了与读者之间的“距离”，也与这些平台上的阅读推广账号开展合作，将信息推送到更多的读者群体。除了通过媒体向读者进行图书宣传以外，新经典举办各类型的线下活动与读者直接沟通，包括新书发布会、作者签售会等等。2010 年开始举行的“新经典 阅读沙龙”也已经初具规模，曾经邀请过 V.S.奈保尔、莫言、余华、麦家、安妮宝贝、张小娴、梁文道等多位知名作者和书评人参与，形成了阅读推广和读者互动的有效平台。

公司重视发行渠道建设，与网上书店（第三方平台）、新华书店、民营分销商三类渠道成员建立了长久共赢的合作关系。公司是当当网、亚马逊、京东等网上书店的重要供应商，自 2011 年起公司连续 5 年成为当当网最大图书供应商；公司是较早与各省新华书店建立直接业务关系的民营图书发行商，在供货价格、回款条件等方面具有先发优势；公司服务的民营分销商客户约 140 家，形成了覆盖全国的民营图书发行网络。

表 2：公司 2014-2016 主要客户销售往来情况

年度	排名	客户名称	销售金额	占营收比重
2016 年	1	北京当当网信息技术有限公司	18713.13	21.95
	2	江苏圆周电子商务有限公司	6002.51	7.04
	3	新华文轩出版传媒股份有限公司	5535.98	6.49
	4	亚马逊卓越有限公司	3359.42	3.94
	5	浙江省新华书店集团有限公司	4639.3	5.44
		合计	38250.34	44.86
2015 年	1	北京当当网信息技术有限公司	15944.94	18.09
	2	江苏圆周电子商务有限公司	4386.37	4.98
	3	新华文轩出版传媒股份有限公司	4186.13	4.75
	4	亚马逊卓越有限公司	3337.39	3.79
	5	浙江省新华书店集团有限公司	3007.42	3.41
		合计	30862.25	35.02
2014 年	1	北京当当网信息技术有限公司	13015.52	16.95
	2	江苏圆周电子商务有限公司	5337.83	6.95
	3	新华文轩出版传媒股份有限公司	3778.49	4.92
	4	亚马逊卓越有限公司	2592.49	3.38
	5	浙江省新华书店集团有限公司	2076.62	2.7
		合计	26800.95	34.91

数据来源：招股说明书；国元证券研究中心整理

公司注重图书的长尾效应，着力打造“畅销并且长销”的优质图书。公司始终奉行“做有益、有趣、值得反复阅读的作品”的理念，坚持做好书、出精品，不依靠盲目扩张品种规模实现销量增长，而以内容质量为首要标准，公司策划与发行图书的单品种收益能力、图书销售生命周期、畅销书上榜数量等指标均处行业领先水平。

公司码洋品种效率远高于行业平均水平。公司经营各类图书码洋品种效率指标均大于1，意味着以更少的图书品种，创造了更高的销售码洋。如公司2015年出版的文学类图书，当年销售码洋相当于行业平均水平的6.87倍。公司图书生命周期指标优于同行业。2016年公司销售结构中，2014年及以前上市的图书销售额占比68.84%，超出行业平均水平10个百分点，说明公司每年的销售增长中“长销”品种对收入贡献较高。

图 26：公司码洋品种效率

图 27：2016 年销售图书生命周期比较

图书类别	码洋品种效率			上市时间	码洋贡献率	
	2016 年	2015 年	2014 年		新经典 (%)	行业均值 (%)
少儿	3.27	2.49	2.45	2016 年	14.01	18.58
文学	7.53	6.87	7.69	2015 年	17.15	22.89
生活	4.29	2.22	1.51	2014 年及以前	68.84	58.53
社科	6.6	4.33	5.35			

数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

注：码洋品种效率数值表示公司以百分之一的品种份额，创造了百分之几的码洋份额，高于 1 说明超过行业平均水平。

公司策划和发行的图书取得不俗的成绩。在 2016 年当当网、亚马逊、京东三大网上书店年度畅销书榜单中，新经典策划并发行的图书上榜数位居全行业第 1 名、第 2 名和第 2 名，体现了公司卓越的畅销书打造能力。《窗边的小豆豆》在上市 13 年来畅销不衰，公司《窗边的小豆豆》销售已经超过 1000 万册，在中国单一版本靠市场销售，是单本销量最大的一本书，是公司策划和发行能力的佐证。

表 3：畅销书榜单新经典上榜情况

TOP100 榜单	2016 年		2015 年		2014 年	
	上榜品种数	行业内排名	上榜品种数	行业内排名	上榜品种数	行业内排名
当当网年度畅销书 前 100 名	12	1	10	1	11	1
亚马逊年度畅销书 前 100 名	8	2	8	2	10	1
京东年度畅销书前 100 名	7	2	6	2	9	1

数据来源：招股说明书，国元证券研究中心整理

图 28：公司图书在当当网 2016 畅销书排名情况

序号	图书	排名
1	《解忧杂货店》	2
2	《白夜行》	6
3	《平凡的世界》	10
4	《百年孤独》	12
5	《嫌疑人X的献身》	17
6	《撒哈拉的故事》	26
7	《窗边的小豆豆》	29
8	《牧羊少年奇幻之旅》	58
9	《霍乱时期的爱情》	76
10	《金字塔原理》	89
11	《恶意》	95
12	《雪国》	99

数据来源：公司公告

图 29：《床边的小豆豆》发行量统计



数据来源：艺恩《消费升级下影视内容行业洞察》，国元证券研究中心整理

4.4、探索“图书影视互动”模式，深化文化产业布局

公司目前已经初步构建“图书影视互动”模式，利用好公司丰富的 IP 资源，逐步进行影视剧版权储备，深化文化产业布局。公司已有多部影视剧进入剧本创作阶段，已获得路遥先生《人生》的独家电影改编权，张爱玲女士《红玫瑰与白玫瑰》的独家电视剧改编权，高阳先生《慈禧全传》的独家电视剧改编权，古龙先生《欢乐英雄》的独家电影改编权，季栋梁先生《上庄记》的独家电影、电视剧（网络剧）、电视纪录片改编权，梦枕貊先生《阴阳师》的独家电影、电视剧改编权，并且已协助完成《公路美人》、《年少轻狂》、《诡劫》、《幸福很囧》等多部电影的宣传推广。

公司引入影视行业资深人士为外部股东，进行导演储备。余海果，为作家余华之子，持有尔马影业 40% 的股份。2015 年开始，余海果就将其父亲余华作品《许三观卖血记》改编为电影，并开始拍摄，至今还未公映。新经典影业的股东中就有《武林外传》导演尚敬，未来将参与古龙《欢乐英雄》电影的拍摄与制作。尚敬导演 2002 年凭借《炊事班的故事》系列剧，成为开创中国军旅生活情景喜剧第一人，2006 年执导了古装喜剧《武林外传》，赢得了高人气。

五、投资建议

公司专注于文学、少儿等大众图书领域的内容策划，储备有丰富的版权资源，坚持实施精品化策略。我们看好公司获取优秀外部版权的专业能力，加之公司优秀的发行策划能力，构建公司核心竞争力，未来公司会进一步整合优质资源，投入具有较强竞争优势及盈利能力的内容创意业务，优质内容的潜力持续释放。同时，公司深化文化产业布局，依托文学版权方面丰富的资源储备，稳步推进“图书影视互动”模式，看好未来公司影视业务给予公司带来的利润增量。我们预计公司 2017-2019EPS 分别为 1.63/2.23/2.87，2017-2019PE 为 38/27/21，给予“增持”评级。

风险提示：公司人才流失，版权资源管理不及预期、影视业务推进不及预期，业务整合不及预期。

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	852.71	986.55	1182.58	1436.24
增长率(%)	-3.25%	15.70%	19.87%	21.45%
归属母公司股东净利润	151.90	219.71	300.77	386.22
增长率(%)	16.74%	44.64%	36.89%	28.41%
每股收益(EPS)	1.128	1.632	2.234	2.868
每股股利(DPS)	0.223	0.322	0.441	0.566
每股经营现金流	1.113	1.469	1.605	2.382
销售毛利率	36.60%	42.00%	45.47%	47.56%
销售净利率	18.42%	23.03%	26.30%	27.80%
净资产收益率(ROE)	22.85%	14.39%	17.01%	18.59%
投入资本回报率(ROIC)	40.81%	63.89%	83.17%	90.11%
市盈率(P/E)	54.35	37.58	27.45	21.38
市净率(P/B)	12.42	5.41	4.67	3.97
股息率(分红/股价)	0.004	0.005	0.007	0.009

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	852.71	986.55	1182.58	1436.24
减：营业成本	540.65	572.20	644.86	753.16
营业税金及附加	0.68	0.79	0.94	1.15
营业费用	71.95	80.90	94.61	114.90
管理费用	40.61	46.86	56.17	68.22
财务费用	0.70	-17.09	-28.64	-33.63
资产减值损失	12.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	10.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	196.30	302.89	414.64	532.44
加：其他非经营损益	16.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	212.50	302.89	414.64	532.44
减：所得税	55.44	75.72	103.66	133.11
净利润	157.06	227.17	310.98	399.33
减：少数股东损益	5.16	7.46	10.21	13.11
归属母公司股东净利润	151.90	219.71	300.77	386.22
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	374.34	1232.31	1418.90	1698.42
应收和预付款项	161.44	222.10	224.61	308.38
存货	174.46	99.77	209.28	151.68
其他流动资产	31.16	31.16	31.16	31.16
长期股权投资	32.64	32.64	32.64	32.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5.79	4.49	3.19	1.89
无形资产和开发支出	10.55	10.51	10.51	10.51
其他非流动资产	0.34	0.17	0.00	0.00
资产总计	790.72	1633.16	1930.29	2234.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	90.58	63.71	109.26	90.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	90.58	63.71	109.26	90.59
股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	258.57	944.11	944.11	944.11
留存收益	306.27	482.59	723.96	1033.91
归属母公司股东权益	664.83	1526.69	1768.07	2078.01
少数股东权益	35.30	42.76	52.97	66.08
股东权益合计	700.13	1569.45	1821.03	2144.09
负债和股东权益合计	790.72	1633.16	1930.29	2234.68
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	149.85	197.75	216.16	320.73
投资性现金净流量	14.62	685.54	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-35.97	-25.32	-29.57	-41.21
现金流量净额	128.87	857.98	186.58	279.52

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

二级市场评级

买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn