

# 新经典 (603096)

## 天时、地利、人和，民营出版龙头扬帆启航 买入(首次)

2017年08月10日

证券分析师 张良卫

执业证书编号：  
S0600516070001  
021-60199792

[zhanglw@dwzq.com.cn](mailto:zhanglw@dwzq.com.cn)

研究助理 周良玖

021-60199792

[zhoulj@dwzq.com.cn](mailto:zhoulj@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	852.71	896.76	1,005.09	1,166.34
同比(%)	-3.25	5.17	12.08	16.04
净利润(百万元)	151.90	210.88	262.13	325.50
同比(%)	16.74	38.83	24.30	24.17
毛利率(%)	36.60	41.02	44.41	47.28
ROE(%)	22.85	13.40	14.49	15.48
每股收益(元)	1.14	1.58	1.97	2.44
P/E	37	27	21	17
P/B	6.32	3.56	3.10	2.67

### 投资要点

■ **精品图书出版的民营龙头。**公司主营自有版权图书策划发行、非自有版权图书独家发行、图书分销，近年来开始布局数字阅读、影视剧策划等创新业务。公司擅长出品“长销且畅销”精品图书，码洋品种效率、图书生命周期、退货率等经营关键指标均远优于行业平均。公司连续五年位居当当网图书供应商年度第一，策划出版图书在当当、亚马逊、京东三大网上书店2016年度畅销书前100榜单中上榜数量分别位居第一、第二和第三。

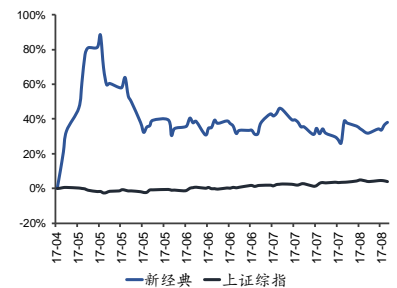
■ **兼具天时、地利、人和，公司发展迎最好时光！**天时：精神消费增长，国家鼓励政策，国内图书销售码洋持续增长，2016年超过701亿元同比增长12.30%；地利：卡位少儿、文学、社科等大众图书出版领域，2015年、2016年文学类码洋增速为15.22%、16.1%，少儿类增速为15.63%、28.84%；同时，近5年图书动销品种数增速逐渐放缓，精品图书集中度持续提升，公司也将获益于此；出版机构对于优质内容具有较强甄选、挖掘能力，处于内容产业价值链最上游，近年来包括中南博集、磨铁等出版机构均已成功将业务触角延至影视行业。人和：出版行业是文化创意行业，最核心竞争力在于强大策划团队，截至2016年底，公司图书策划团队共有员工143人、超十年行业经验资深人士27人，公司通过员工持股、股权激励等实现利益共享，并尝试通过平台+工作室模式吸引更多人才、激发创造活力。

■ **聚焦自有版权业务，募资助力产能扩张增长明确。**公司近年来战略性加码自有版权图书出版发行的投入，收缩低毛利的代理及分销业务，盈利规模及质量持续提升。公司2014-2016年年均策划图书三百余种，本次募集资金未来将分三年投向版权库建设项目，分别采购400、500、625种图书版权（年化25%增速）及4、6、8种影视版权，版权数明显提升。公司码洋品种效率整体呈现上升趋势，随着市场持续增长及需求多元化，公司在供给端仍有较大提升空间，而影视业务将成为未来估值及利润弹性基础。

■ **首次覆盖给予“买入”评级。**预计公司自有版权图书策划与发行业务2017-2019年维持较高增长，非自有版权图书发行及分销业务整体继续收缩，但对公司收入影响将边际递减，且会驱动公司毛利率的提升及费用率的改善，公司2017Q1净利率为24%，较上年同期提高5pct，改善明显。我们预计2017/2018/2019年归属净利为2.11/2.62/3.26亿元，增速分别为39%/24%/24%，EPS为1.58/1.97/2.44元。当前国内出版板块估值中枢在15-20倍之间，综合考虑到：1)大众图书出版相对较高行业增速及公司竞争地位、2)公司股权激励业绩要求为2017年扣非后增速不低于30%、3)公司未来版权采购计划、4)公司未来向影视领域布局的潜力，我们给予公司2017年30倍PE，对应目标价为47.4元/股。公司本次股票期权授予价格为45.24元/股，带来一定安全边际，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**版权合同到期无法续约；影视业务推进进度低于预期；核心技术团队流失；新媒体蚕食图书市场；海外图书版权竞争愈发激烈。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.02
一年最低/最高价	25.63/60.2
市净率(倍)	5.92
流通A股市值(百万元)	1,402

### 基础数据

每股净资产(元)	7.10
资本负债率(%)	13.54
总股本(百万股)	133
流通A股(百万)	33

### 相关研究

## 目录

<b>1 精品图书出版的民营龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 业务主要包括自有版权、代理版权及图书分销.....	5
1.2 精品迭出，各项经营指标远超行业平均水平.....	8
<b>2 天时：行业规模持续增长，大众图书迎来好时光</b> .....	<b>9</b>
<b>3 地利：卡位少儿、文学市场，竖起精品大旗</b> .....	<b>10</b>
<b>4 人和：强编辑团队+长效激励机制+平台模式试水</b> .....	<b>13</b>
<b>5 业务结构优化盈利能力提升，产能扩张增长明确</b> .....	<b>17</b>
5.1 业务结构优化，盈利能力提升中.....	17
5.2 自有版权图书策划产能扩张，影视业务弹性可期.....	18
<b>6 盈利预测和投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主营业务概览 .....	6
图表 3: 发行、分销业务的主要流程.....	6
图表 4: 公司策划与发行的华语文学图书前 5 名.....	6
图表 5: 公司策划与发行的外国文学图书前 5 名.....	6
图表 6: 公司策划与发行的少儿图书前 5 名 .....	7
图表 7: 独家发行的非自有版权图书前 5 名 .....	7
图表 8: 新经典发行图书上榜排行 .....	8
图表 9: 公司经营的各类图书码洋品种效率指标均大于 1 .....	8
图表 10: 2016 年销售图书生命周期比较 .....	8
图表 11: 总体退库码洋/发货码洋 (%) .....	9
图表 12: 各业务退库码洋/发货码洋 (%) .....	9
图表 13: 《窗边的小豆豆》上市 13 年来发行量轨迹 (单位: 万册) .....	9
图表 14: 居民人均消费水平 .....	10
图表 15: 国民各媒介接触时长对比.....	10
图表 16: 中国图书出版及定价情况.....	10
图表 17: 全国图书销售码洋情况.....	10
图表 18: 全国图书零售市场销售码洋(亿) .....	11
图表 19: 图书市场新书发行情况.....	12
图表 20: 销量排名前 5%的图书品种码洋贡献.....	12
图表 21: 大众畅销书 TOP100 品种结构 .....	12

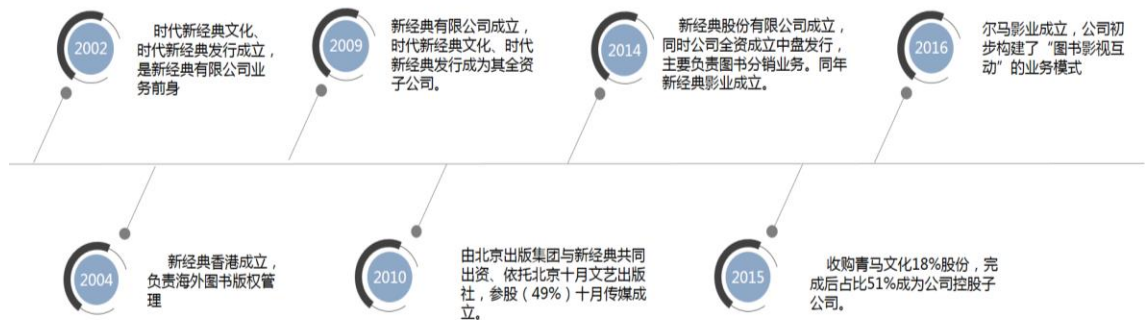
图表 22: 图书出版机构纷纷进军影视领域, 成为近年来的行业趋势 .....	13
图表 23: 2007 年-2014 年东野奎吾作品国内总销量 .....	13
图表 24: 与公司合作的主要作家列表 .....	14
图表 25: 公司对三毛作品进行了重新组合, 使其焕发新的生命力 .....	15
图表 26: 公司的核心技术人员及简历介绍 .....	15
图表 27: 公司核心管理层及相关作家资源得到股权绑定 .....	16
图表 28: 授予的股票期权在各激励对象间的分配情况 .....	17
图表 29: 限制性股票在各激励对象间的分配情况 .....	17
图表 30: 公司主营业务收入情况 .....	17
图表 31: 各业务板块营收情况 .....	17
图表 32: 公司整体毛利率水平 (单位: %) .....	18
图表 33: 各业务板块毛利率水平 .....	18
图表 34: 2017Q1 公司毛利率及净利率提升明显 .....	18
图表 35: 公司的募投项目规划 .....	18
图表 36: 公司版权库建设项目拟采购的版权进度 .....	19
图表 37: 公司主营业务收入测算结果 (单位: 万元) .....	20
图表 38: 公司主营业务毛利率测算 .....	21
图表 39: 公司费用率假设 .....	21

## 1 精品图书出版的民营龙头

公司前身新经典有限成立于 2009 年 8 月，2014 年改制为股份有限公司，经过多年发展公司已成为国内民营精品图书出版领域的龙头企业！公司深耕图书出版发行行业十余年，自成立以来，始终秉承“做有益、有趣、值得反复阅读的作品”的理念，致力于中外经典文学作品和高品质少儿图书等大众图书的策划与发行。

目前国内新闻出版业上市公司以国有出版集团为主，上市主体分别为中央级出版集团、省级出版集团、省级发行集团等，教材教辅出版发行业务占比高，且区域壁垒强，主要面向省内市场。公司作为民营书商代表，以经典文学和少儿类图书的策划出版为主，在行业中具有独特性。公司在兼顾图书的质量同时，更注重作品市场价值，立足读者需求，市场化程度高。截止 2016 年底，公司共推出 3000 多部作品，塑造了 30 多部百万级畅销作品，拥有 2 亿人次以上的读者，代表性作品包括《百年孤独》、《解忧杂货店》、《平凡的世界》、《撒哈拉的故事》、《梦里花落知多少》、《窗边的小豆豆》、《可爱的鼠小弟》图书作品在市场上具有极高的销量及美誉度。

图表 1：公司发展历程



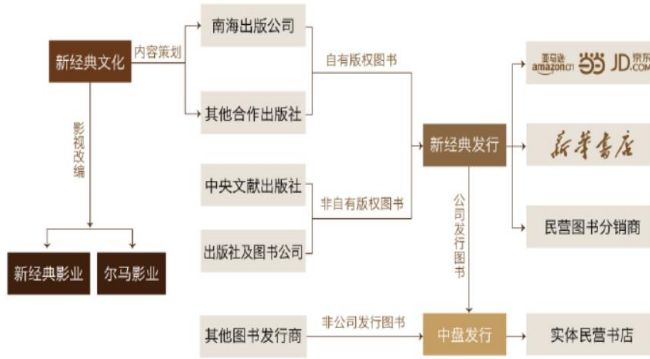
资料来源：根据招股说明书绘制，东吴证券研究所

### 1.1 业务主要包括自有版权、代理版权及图书分销

公司业务主要包括自有版权图书策划与发行、非自有版权图书独家发行以及图书分销业务三类。

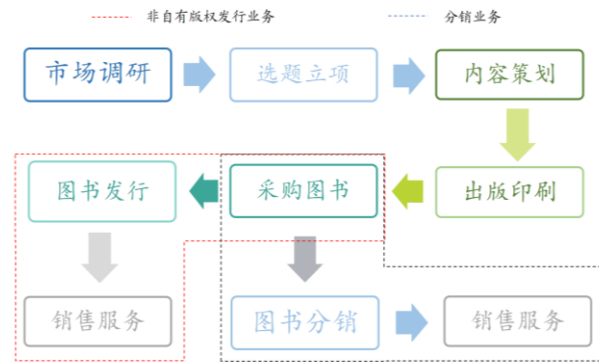
图书策划业务分为华语文学、外国文学，爱心树童书三个事业部，各事业部在经过分析、交流、讨论后，将部门策划人员的选题汇总，由公司选题委员会表决确定版权采购计划。公司与版权代理机构、图书作者签署《版权授权合同》，约定公司拥有该图书在中国大陆地区的独家中文简体版权的使用权，合同期一般为 5 年，部分版权使用期限短至 3 年，长至 7-10 年。公司所采购版权图书的版税率在 3%-17% 区间之内，通常为 7%-9%，个别知名作家的畅销图书的版税率可能高至 15%-17%。

图表 2：公司主营业务概览



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 3：发行、分销业务的主要流程



资料来源：东吴证券研究所

自有版权图书策划与发行也是公司最主要的收入来源。2014-2016 年，公司年均策划图书三百余种，专注于文学、少儿等大众图书领域的内容策划。

文学领域，在现当代经典名著的图书策划上成效显著，策划的作品包括老舍、张爱玲、三毛、余华、王安忆、安妮宝贝、张小娴在内的多位现当代作家经典作品，还拥有 200 多位外国知名作家（其中包括 7 位诺贝尔文学奖得主）作品的独家中文简体版权，包括加西亚·马尔克斯、V.S. 奈保尔、川端康成、爱丽丝·门罗、村上春树、东野圭吾等人的多部重量级作品。

图表 4：公司策划与发行的华语文学图书前 5 名

图书	上市时间	累计发行量 (万册)
1 《撒哈拉的故事》	2007 年 05 月	294.77
2 《梦里花落知多少》	2007 年 06 月	177.45
3 《倾城之恋》	2006 年 12 月	170.55
4 《小团圆》	2009 年 04 月	138.99
5 《雨季不再来》	2007 年 07 月	119.91

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 5：公司策划与发行的外国文学图书前 5 名

图书	上市时间	累计发行量 (万册)
1 《百年孤独》	2011 年 06 月	529.39
2 《解忧杂货店》	2014 年 05 月	396.77
3 《白夜行》	2008 年 09 月	311.01
4 《德川家康》	2007 年 11 月	237.11
5 《1Q84》	2010 年 05 月	208.80

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

少儿领域，公司与中外知名少儿图书作家紧密合作，先发优势明显。尤其是超级畅销书《窗边的小豆豆》，从 2008 年至 2012 年连续 5 年位居年度少儿类畅销书榜冠军，累计发行量超过 960 万册，内容入选北师大版和人教版小学语文推荐阅读书目。公司也是率先将儿童绘本引入中国的图书公司之一，《爱心树》、《可爱的鼠小弟》、《石头汤》等绘本被全国多地幼儿园、小学选为推荐读物。

图表 6: 公司策划与发行的少儿图书前 5 名

	图书	上市时间	累计发行量 (万册)
1	《窗边的小豆豆》	2003 年 01 月	966.31
2	《可爱的鼠小弟》	2004 年 06 月	883.09
3	《可爱的身体》	2010 年 01 月	171.95
4	《爱心树》	2003 年 09 月	165.64
5	《西尔斯亲密育儿百科》	2009 年 11 月	110.32

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

非自有版权图书独家发行业务是公司利用渠道网络优势及产品运营经验, 独家代理发行非自有版权的图书, 主要包括“采购图书→图书发行→销售服务”三个环节, 具体而言, 公司通过筛选出征订量较大、题材符合市场需求的图书品种, 形成初步的采购意向, 并对图书的合法合规性、市场前景、销量预期进行判断, 形成最终的采购计划。该部分业务采用委托代销经营模式, 按照具体销售数量确认支付给上游供书商的采购成本和销售收入。发货后公司负责每周与下游客户核对销售与库存情况, 视市场销售状况决定是否向上游补货, 下游客户包括新华书店系统、网上书店及民营分销商。该业务的代表产品包括《平凡的世界》、《穆斯林的葬礼》、《人生》等。

图表 7: 独家发行的非自有版权图书前 5 名

序号	图书	上市时间	累计发行量 (万册)
1	《平凡的世界》	2009 年 2 月	1,206.03
2	《穆斯林的葬礼》	2007 年 9 月	211.59
3	《人生》	2009 年 6 月	143.66
4	《边城》	2008 年 8 月	68.00
5	《四世同堂》	2008 年 8 月	56.69

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司图书分销业务主要代理销售其他出版社、图书发行商的产品, 业务主体为中盘发行下属的分销公司, 分销公司进行自主采购决策, 根据地方市场需求特点, 向图书发行商提交征订意向, 并由发行商对其供货。客户以民营书店等零售终端为主, 包括大型民营图书卖场、校园卖场及独立书店。分销公司还向下游书店提供销售指导及市场推广等增值服务, 指导书店的货架陈列、促销活动等日常经营, 协助书店举办图书签售、读书会等线下活动。

公司于 2012 年设立数字图书部门, 储备优质电子版权推动数字阅读平台的渠道布局, 截至 2016 年末, 公司上线数字图书 248 种, 与亚马逊 kindle、当当读书、掌阅等主流数字阅读平台建立了稳固的合作关系。公司推出的《第七天》数字版成为 2013 年中国电子书销量冠军, 东野圭吾《解忧杂货店》数字版 2014 年、2015 年、2016 年连续三年亚马逊纸电双榜前三名, 其中 2015 年和 2016 年连续两年夺得 Kindle 年度付费电子书畅销榜冠军。

2014 年 11 月新经典影业成立, 2016 年 1 月尔马影业成立, 公司计划通过对畅销图书进行影视剧改编, 以提高版权资源利用效率, 探索“图书影视互动”模式。公司涉足的影视剧业务属于原有版权资产管理业务的延伸, 采取与业内专业制作和发行机构联合

拍摄的经营模式。公司引入影视行业资深人士为外部股东，逐步进行影视剧版权储备，目前公司已经拥有了 6 部作品的独家改编权，多部影视剧进入剧本创作阶段。

## 1.2 精品迭出，各项经营指标远超行业平均水平

2014 年、2015 年及 2016 年，公司加权平均净资产收益率（归属于公司普通股股东的净利润）分别为 24.56%、26.12%及 25.17%，维持在较高水平，核心原因在于公司经营效率较高，体现在以下几个方面：

自 2011 年起，公司已连续五年位居当当网图书供应商年度第一。在当当网、亚马逊、京东三大网上书店 2016 年度畅销书前 100 榜单中，新经典策划并发行的图书上榜数量分别位居第一名、第二名和第二名。

图表 8：新经典发行图书上榜排行

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

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司经营的各类图书码洋品种效率（指百分之一的品种份额，创造了百分之几的码洋份额）指标均大于 1，公司码洋品种效率远高于行业平均水平，即以更少的图书品种，创造了更高的销售码洋。

图表 9：公司经营的各类图书码洋品种效率指标均大于 1

	2016 年	2015 年	2014 年
少儿	3.27	2.49	2.45
文学	7.53	6.87	7.69
生活	4.29	2.22	1.51
社科	6.6	4.33	5.35

资料来源：招股说明书，东吴证券研究

2016 年，公司销售结构中，2014 年及以前上市的图书销售额占 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，公司图书生命周期指标优于同行业。

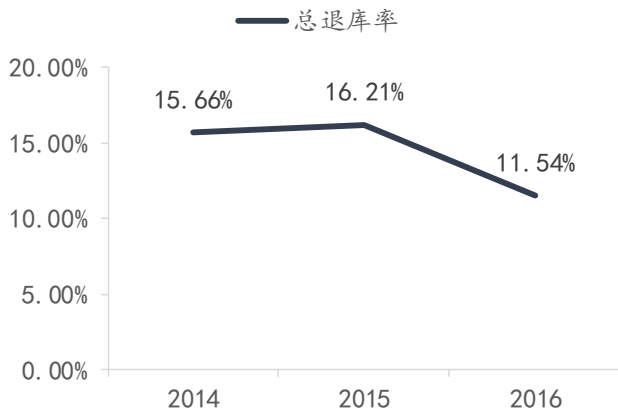
图表 10：2016 年销售图书生命周期比较

	新经典 (%)	行业均值 (%)
2016 年	14.01	18.58
2015 年	17.15	22.89
2014 年及以前	68.84	58.53

资料来源：招股说明书，东吴证券研究

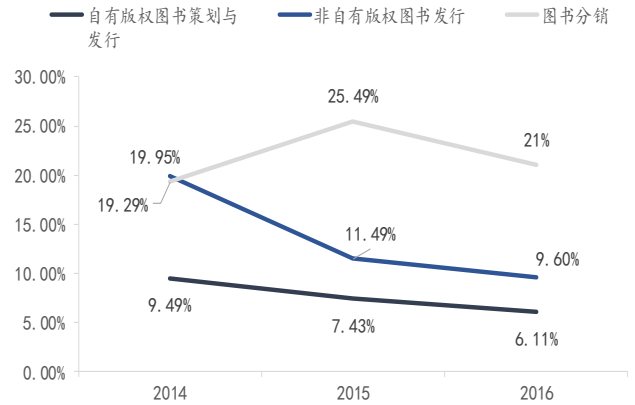
2016 年公司总退货率大幅下降，较 2014 年下降 4.12%，其中自有版权和非自有版权图书发行退货率连续三年明显下降，公司精品化产品策略实施有效降低了退货水平。

图表 11: 总体退库码洋/发货码洋 (%)



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图表 12: 各业务退库码洋/发货码洋 (%)



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

精品化策略带来产品价值的沉淀, 口碑与销量有望持续上升, 也保障了公司经营稳定性。公司出品的《窗边的小豆豆》在上市 13 年来畅销不衰, 至今累计发行量超过 1000 万册, 即是公司精品化出版的成功代表。

图表 13: 《窗边的小豆豆》上市 13 年来发行量轨迹 (单位: 万册)

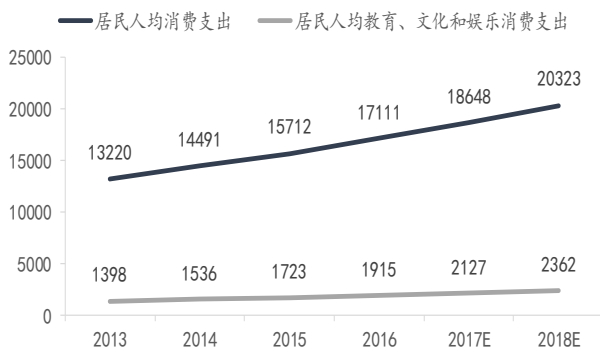


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2 天时: 行业规模持续增长, 大众图书迎来好时光

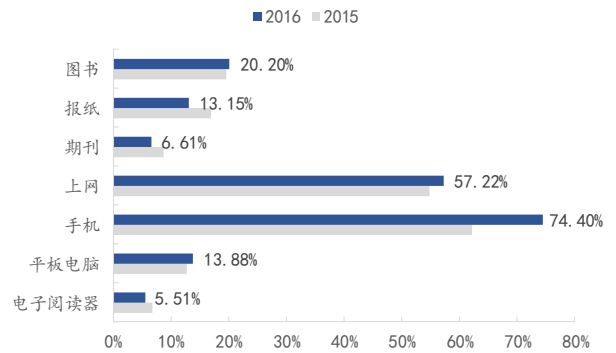
出版是一个相对比较稳健的市场, 主要受到阅读习惯的影响, 近年来随着中国人均文化消费、精神消费意愿走强, 为行业发展带来了新的活力。例如, 2016 年居民人均教育、文化和娱乐消费 1915 元, 连续 4 年复合增速 11.06%, 显著高于整体消费增速; 2016 年, 我国国民人均图书阅读量为 7.86 本, 较 2015 年增加了 0.02 本; 2016 年各媒介综合阅读率为 79.9%, 较 2015 年的 79.6% 略有提升, 其中图书阅读率为 58.8%, 较 2015 年的 58.4% 上升 0.4 个百分点, 阅读人群持续增加。

图表 14: 居民人均消费水平



资料来源: 统计局, 东吴证券研究所

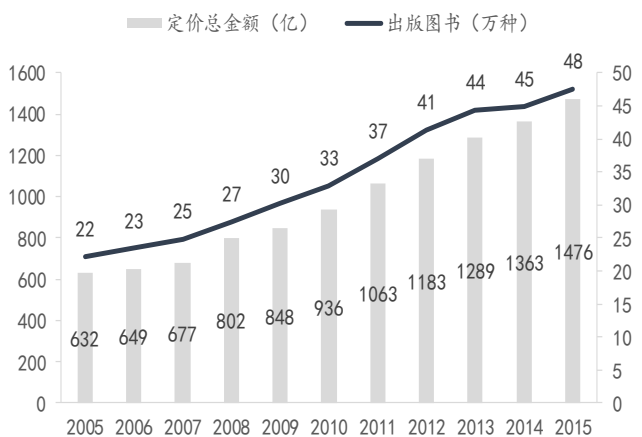
图表 15: 国民各媒介接触时长对比



资料来源: 全国国民阅读调查报告, 东吴证券研究所

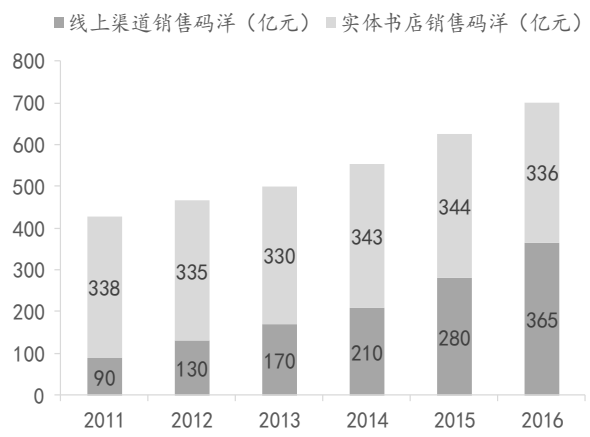
全国图书销售码洋也伴随着行业红利而持续增长, 2015、2016 年增速分别为 12.8% 及 12.3%。从渠道情况来看, 2016 年, 网店规模首次超过实体书店, 实体书店渠道同比增速为-2.33%, 出现小幅下降, 网上书店在 2016 年依然保持 30%左右的增长, 增长的主要推动力来自于第三方平台, 第三方图书业务同比增速达 60%左右。

图表 16: 中国图书出版及定价情况



资料来源: 《全国新闻出版业基本情况》, 东吴证券研究所

图表 17: 全国图书销售码洋情况



资料来源: 《中国图书零售市场年度观测报告》, 东吴证券研究所

政策趋势上, 国家从总体规划层面大力支持文化产业发展, 鼓励全民阅读。2016 年 12 月, 国家新闻出版广电总局发布《全民阅读“十三五”时期发展规划》, 作为首个国家级“全民阅读”规划, 该规划明确了全民阅读工作的指导思想、基本原则和主要目标, 提出了“举办重大全民阅读活动, 加强优质阅读内容供给, 推动全民阅读深入基层、深入群众, 大力促进少年儿童阅读, 保障困难群体、特殊群体的基本阅读需求, 完善全民阅读基础设施和服务体系, 提高数字化阅读的质量和水平, 组织引导社会各力量共同参与, 加强全民阅读宣传推广”等 9 项重点任务。我们预计出版领域未来仍有望保持较为稳健的增长态势。

### 3 地利: 卡位少儿、文学市场, 竖起精品大旗

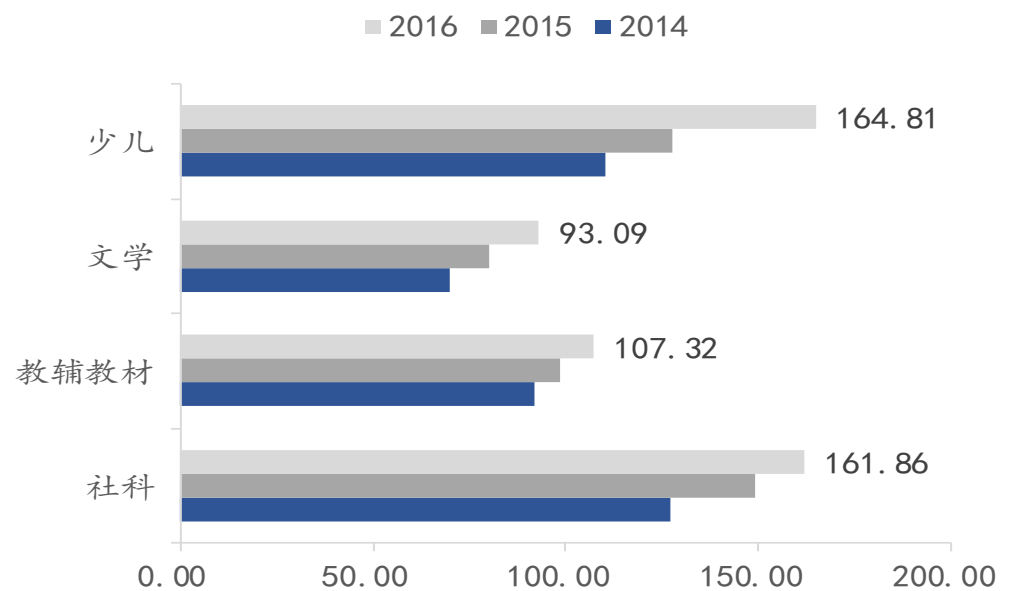
1) 公司卡位的少儿及文学细分类别是出版行业增长的主要驱动因素。2015 年及

2016 年，文学类图书销售码洋增速分别为 15.22%及 16.1%，销售码洋占比分别 12.88%及 13.28%，2016 年文学类图书市场份额次于少儿、社科、教辅及文学，位居第四。2015 年少儿类图书销售码洋增速分别为 15.63%及 28.84%，销售码洋占比分别为 20.46%及 23.51%，2016 年市场份额首次超过社科 (23.09%)，成为图书零售市场中最大品类。

近年来少儿细分市场突出的表现一方面得益于素质教育的全面推行，家长对于儿童阅读教育愈加重视，以及国家阅读分级标准在九年义务教育课堂之外的有力推动。据《全国国民阅读调查报告》统计，2015 年 0-17 周岁未成年人的图书阅读率为 81.10%，较 2014 年显著上升，青少年图书市场有较大的增长潜力。另一方面，更多的精品图书的出版也带动了市场的需求。

我们认为，少儿阅读率的提升未来也将有望进一步驱动其他细分领域的增长。公司策划业务主要专注于文学、少儿等大众图书领域，未来具有中长期的发展潜力。

**图表 18： 全国图书零售市场销售码洋(亿)**

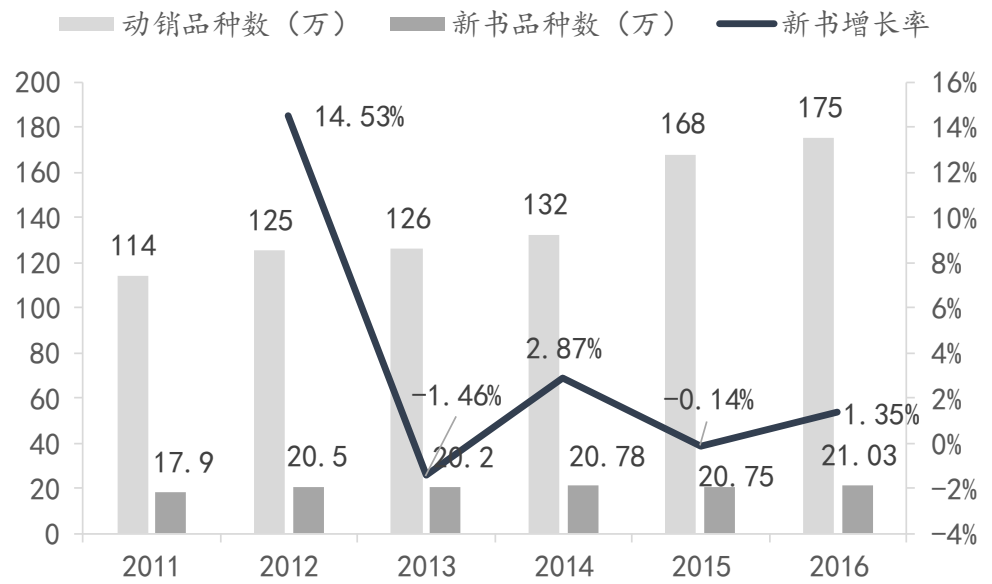


资料来源：《中国图书零售市场年度观测报告》，东吴证券研究所

2) 公司还将受益于图书出版精品化的趋势。近 5 年图书动销品种数增速逐渐放缓，新书品种从 2012 年到 2016 年始终在 20-21 万种之间，已经连续五年保持稳定，前期爆发式增长已经结束，主要原因首先是市场消费者开始趋于理性，对图书内容品质要求逐渐提高，其次是出版社等上游企业与发行商之间确立了委托代销的销售模式，自身需要承担大部分的风险，倒逼出版环节回归理性。

图书行业由数量导向到质量导向的经营思路的转变、由扩大品种规模到提高品种效率的转变、由粗放式扩张到精细化增长的转变。未来市场依靠数量、规模支撑增长的时代已不可持续，更优质、经典、生命周期长的图书市占率将持续提升。

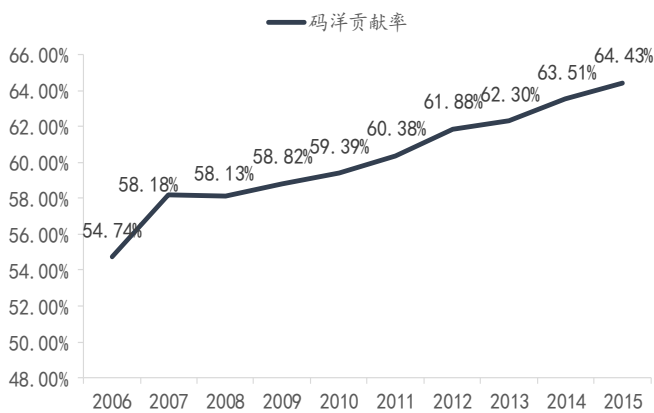
图表 19: 图书市场新书发行情况



资料来源:《中国图书零售市场年度观测报告》, 东吴证券研究所

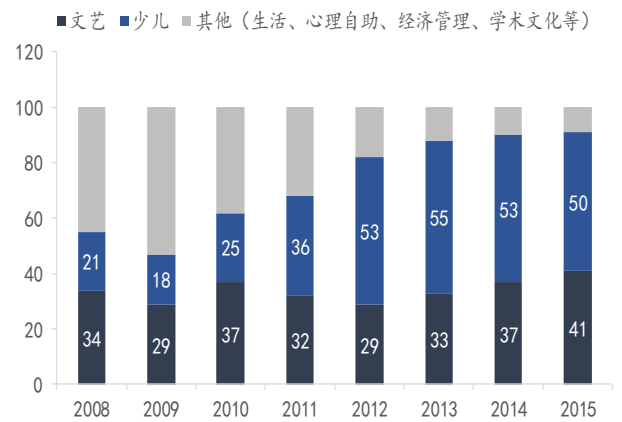
2015年,销量排名前5%的图书品种为零售市场贡献了64.43%的市场销售码洋,且前一百的畅销书中,少儿和文艺占比达到91%。

图表 20: 销量排名前5%的图书品种码洋贡献



资料来源:《中国图书零售市场年度观测报告》, 东吴证券研究所

图表 21: 大众畅销书 TOP100 品种结构



资料来源:《中国图书零售市场年度观测报告》, 东吴证券研究所

3) 文娱产业这两年的高速发展整体提升了内容产业的市场空间和行业地位,无论是在电视剧、电影还是游戏领域爆款频频,市场对于精品内容的接受程度及付费意愿逐渐提升。而图书出版是最重要的 IP 来源,这也是近年来包括中南博集、磨铁、果麦文化等众多民营出版机构纷纷大举进军影视行业的主要原因,其根本在于出版机构具有多年的精品内容出版经验,对于优质内容具有较强的甄选能力,处于价值链的最上游。

图表 22: 图书出版机构纷纷进军影视领域, 成为近年来的行业趋势

	已开发或正在开发的项目	在筹划项目
磨铁	《从你的全世界路过》、《悟空传》已于 2017 年影院上映	《一手遮天》、《天意》等 4 部电视剧 (超级网剧) 在筹划
中南博集	网剧《法医秦明》已于 2016 年完成上线搜狐;	《清道夫》(法医秦明第二季)、《金牌投资人》、《乖, 摸摸头》、《采珠勿惊龙》、《不存在的恋人》、《最初的相遇, 最后的别离》、《梦想号》、《枪与花》、《单身久了就会变成狗》等进入剧本创作;
果麦文化	《后会无期》、《万物生长》、《万万没想到》、《乘风破浪》已陆续在影院上映;	-
凤凰联动	《父亲的身份》、《心理罪》等影视剧, 《山楂树之恋》、《匆匆那年》、《昆虫总动员》、《老男孩》、《深夜前的五分钟》等电影;	-
新经典	尚无实质落地项目;	《人生》、《红玫瑰与白玫瑰》、《慈禧全传》、《欢乐英雄》、《上庄记》、《阴阳师》等影视项目正在筹划中; 公司同时计划采购优质影视剧改编权 18 部。

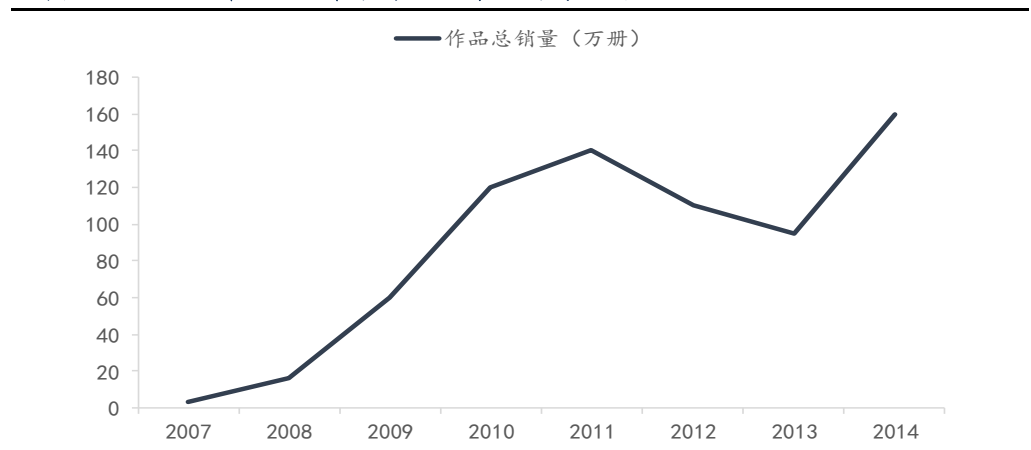
资料来源: 百度百科, 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4 人和: 强编辑团队+长效激励机制+平台模式试水

出版行业作为文化创意企业, 最核心竞争力在于强大策划团队。优秀的编辑具有精准判断作品市场价值的的能力, 对图书选题的市场价值具有精准的判断力与长远的战略眼光, 能够预见产品的商业价值, 并注重培养和引导潜在市场需求。

例如在 2005 年, 公司在国内尚未注意到东野奎吾作品市场价值的背景下, 率先引进了东野圭吾系列作品, 带动了国内的“推理热”。现在市场上销量最高的东野圭吾作品《白夜行》及《解忧杂货店》均是出自公司之手, 且这两本书出版的时间分别对应了东野奎吾作品总销量的两个高点 (2010 年及 2014 年)。

图表 23: 2007 年-2014 年东野奎吾作品国内总销量



资料来源: 开卷图书 (数据截止 2015 年), 东吴证券研究所

截至 2016 年底，公司拥有授权期内图书版权 2,967 项，《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”的图书品种均已具备较高市场地位及口碑，公司及编辑团队与加西亚·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着良好的合作关系。

图表 24：与公司合作的主要作家列表

作者	获奖情况或评价	公司推出的代表作品
[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》

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

优秀的编辑还需要有超群的产品定位与设计能力。中国台湾女作家三毛的作品早在 20 世纪 80 年代便被引进大陆市场，但截至 2000 年，其作品的销量表现低于预期。公司签下三毛的作品版权之后，对其读者群体进行了重新定位，认为三毛的作品区别于传统的经典名著，她自身传奇的经历对于充满梦想激情、追求自由的年轻读者必然有着极强的吸引力。公司策划团队与台湾皇冠集团及三毛的家人反复沟通后，最终决定按照三毛

一生的重要阶段将其作品重新组合，精选集成《雨季不再来》、《撒哈拉的故事》、《温柔的夜》、《梦里花落知多少》和《万水千山走遍》，图书封面还采用三毛喜爱的法国画家卢梭的画作，文字与封面相呼应，三毛系列作品累计发行量已超过 1,150 万册。

图表 25: 公司对三毛作品进行了重新组合，使其焕发新的生命力



资料来源：京东商城，东吴证券研究所

以上案例都说明了公司优秀的图书编辑出版能力，公司经过多年实践积累，形成了以资深人士为核心、凝聚一批有文学理想、市场判断力的策划团队，并建设了一套完善的人才培养及团队管理机制，积累了丰富的管理经验，公司董事长陈明俊先生，是将《百年孤独》正版版权引入国内的操盘手，在国内出版领域享有较高声誉。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司图书策划团队共有员工 143 人，资深人士 27 人，其中，资深人士大多拥有十年以上图书策划、营销从业经验，市场理解深刻，运作经验丰富。

图表 26: 公司的核心技术人员及简历介绍

核心技术人员	简介
陈明俊	出生于 1969 年，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。历任浙江省金华市第六中学教师、金华市荣生物资公司职员、北京全才教育研究中心副主任，2002 年 8 月参与创立时代新经典文化并担任执行董事，2009 年 8 月参与创立新经典有限并历任监事、董事及总经理。现任公司董事长，兼任香港新经典执行董事、中盘发行执行董事、飓风社董事、青马文化经理、新经典影业董事长、十月传媒董事、大端投资执行董事、经理。
猿渡静子	出生于 1969 年，日本国籍，中国现当代文学专业，博士学历。2002 年 8 月至 2014 年 2 月历任时代新经典文化策划与版权部经理、新经典有限策划与版权部负责人。现任飓风社董事长，兼任十月传媒董事。
陈丰	出博士学位。2001 年至 2015 年任法国 Picquier Philipp 出版社中国文学丛书主编，2011 年至 2015 年任上海九久读书人文化实业股份有限公司副总编，2015 年至今任公司副总编辑。
岳卫华	管理专业，本科学历。2001 年 3 月至 2004 年 4 月任接力出版社有限公司推广部编辑，2004 年 5 月至 2016 年 8 月历任时代新经典文化市场部负责人、新经典有限市场部负责人、公司人力资源部负责人。现任青马文化总编辑。

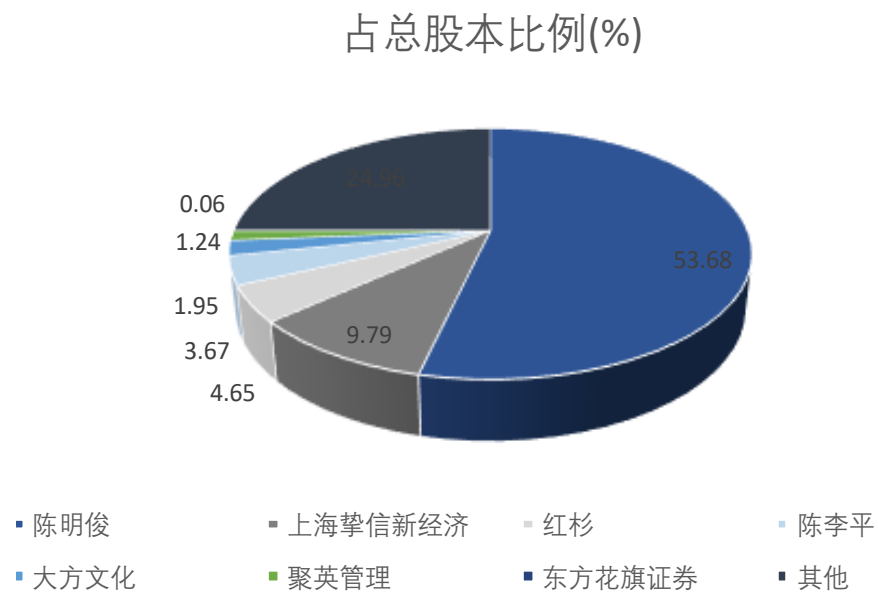
黎遥	美学专业，硕士学历。1999年6月至2006年7月任天津人民出版社编辑室主任，2006年7月至2014年2月历任时代新经典文化外国文学事业部负责人、新经典有限外国文学事业部负责人、新经典外国文学事业部负责人。现任公司副总编辑。
林妮娜	现代中国哲学专业，硕士学历。2003年7月至2014年2月历任时代新经典文化华语文学事业部负责人、新经典有限华语文学事业部负责人、公司华语文学事业部负责人、青马文化总编辑。现任青马文化总经理。
张苓	戏剧文学专业，博士学历。2008年9月至2014年2月历任时代新经典文化图书主编、新经典有限外国文学事业部主管。现任公司策划与版权部版权总监，兼任飓风社董事。
王金鑫	2006年至2007年任北京连邦软件股份有限公司技术部经理，2009年至2015年历任北京百道世纪网络信息技术有限公司技术总监、常务副总经理、总经理。2015年12月至今任新经典技术部总监、智道信息经理。

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

公司建立了多层次的人才激励体制，通过富有竞争力的薪酬吸引优秀人才，并设立员工持股平台维持核心团队的稳定性：

公司第五大股东大方文化的合伙人均为公司员工（或员工亲属），第六大股东聚英管理合伙人中，路茗茗系合作作家，其他非员工合伙人中部分系公司现有分销公司的原股东及核心管理层。此外，《武林外传》导演尚敬及余华之子余海果分别是公司旗下新经典影业及尔马影业的股东。

图表 27： 公司核心管理层及相关作家资源得到股权绑定



资料来源：Wind（截止 2017/04/25），东吴证券研究所

2) 公司上市后实施了第一期股票期权与限制性股票激励计划，向 90 位公司（含控股子公司）任职的董事和高级管理人员、中层管理人员、资深编辑及业务主管激励对象授予 334 万份股票期权及 130 万股公司限制性股票，合计占公司股本总额的 3.48%。其中股票期权授予价格为 45.24 元/股，限制性股票授予价格为 22.44 元/股。本次激励限制性股票解除限售条件为 2017 年、2018 年、2019 年相比 2016 年净利润的增速分别不低于 30%、40%及 50%。

图表 28: 授予的股票期权在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前股本总额的比例
中层管理人员、资深编辑及业务主管 (84 人)		334	100%	2.50%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 29: 限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前股本总额的比例
胡晓红	董事、副总经理	25	19.23%	0.19%
黎遥	副总经理	25	19.23%	0.19%
李全兴	财务总监、董事会秘书	30	23.08%	0.22%
中层管理人员 (3 人)		50	38.46%	0.37%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

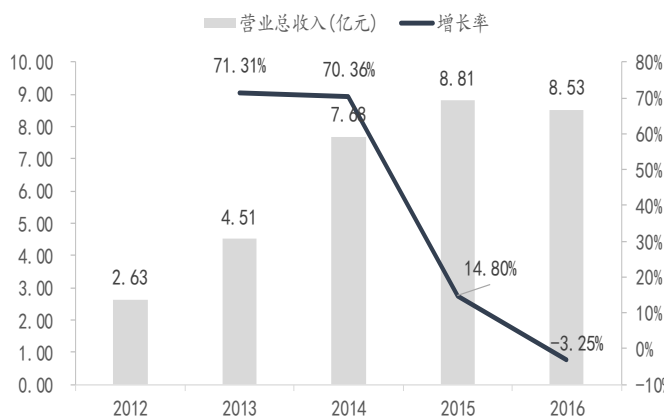
随着公司规模的不不断扩大, 为了进一步激发公司的创造力, 发挥公司“人和”优势, 2016 年, 公司提出“二次创业”口号, 开始内部重组, 原有金字塔式结构被打破, 编辑自由组队, 创建独立核算、自负盈亏的品牌工作室, 公司通过平台为工作室提供财务、发行方面的支持, 为新生代的编辑提供施展的舞台。

## 5 业务结构优化盈利能力提升, 产能扩张增长明确

### 5.1 业务结构优化, 盈利能力提升中

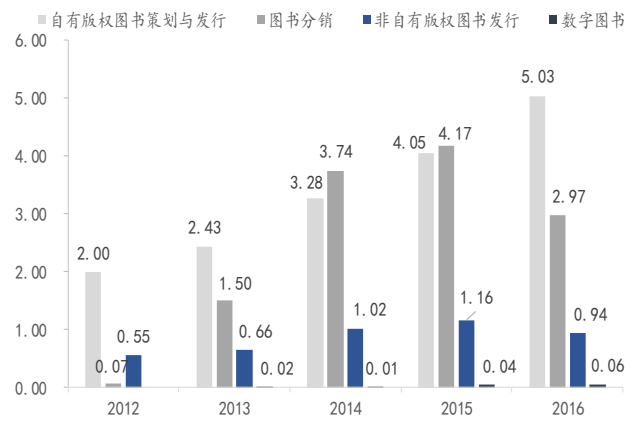
公司逐步调整业务结构, 增加内容创意业务投入, 减少对非自有版权图书发行业务及图书分销业务的投入。2014 至 2016 年, 公司自有版权图书策划与发行收入分别为 3.28 亿元、4.05 亿元 (+23.67%)、5.03 亿元 (+24.21%), 非自有版权图书发行业务及分销业务收入均处于业务收缩阶段。

图表 30: 公司主营业务收入情况



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 31: 各业务板块营收情况

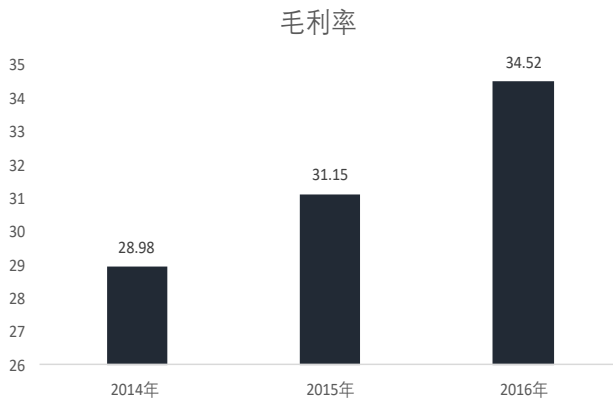


资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

公司非自有版权图书发行业务及图书分销业务 2016 年毛利率分别为 17.63% 及

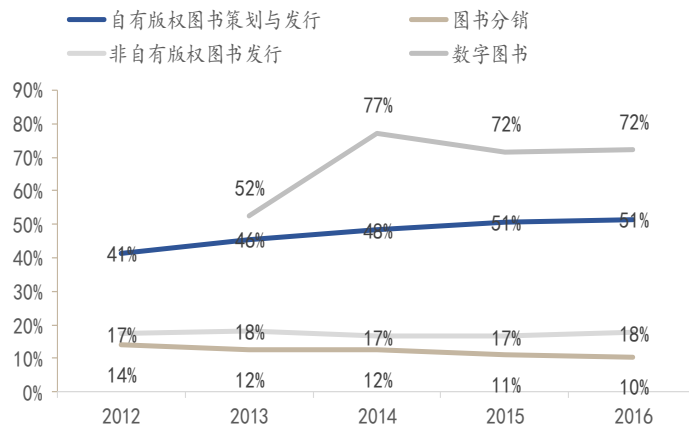
10.44%，处于较低水平。毛利率较低的非自有版权图书发行及图书分销业务规模下降，驱动公司过去三年主营业务毛利率持续提升，分别为 28.98%、31.15%及 34.52%。

图表 32: 公司整体毛利率水平 (单位: %)



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

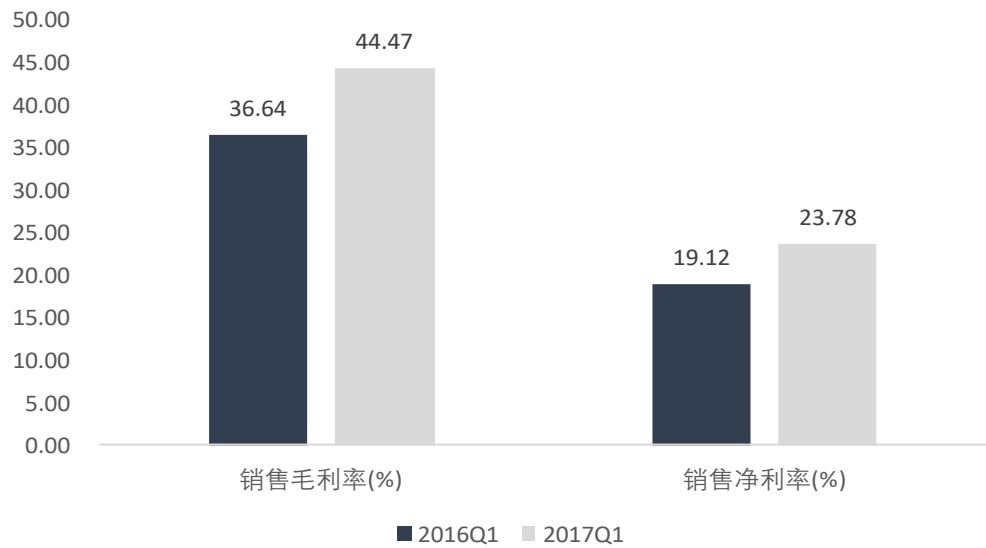
图表 33: 各业务板块毛利率水平



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

我们预期2017年公司还将持续受益于业务结构调整带来的盈利质量的提升,2017Q1,公司毛利率同比提升 8pct 达到 44.5%，净利率提升 5pct 至 23.8%。

图表 34: 2017Q1 公司毛利率及净利率提升明显



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5.2 自有版权图书策划产能扩张, 影视业务弹性可期

公司于 2017 年 4 月 IPO, 共发行新股 3336 万股, 募集资金 71,890.80 万元, 募集资金投资项目投向主要集中于公司的主营业务:

图表 35: 公司的募投项目规划

序号	项目	募集资金投资总额 (万元)
1	版权库建设项目	43,465.97
2	图书发行平台项目	15,925.48
3	补充流动资金	7,000.00

合计

66,391.45

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，版权库建设项目计划三年内投资约 43,465.97 万元采购图书版权 1,525 种，其中文学类 763 种，少儿类 457 种，社科、生活及其他类 305 种，并进行相应的策划开发工作。可以发现，公司拟采购版权数量以每年 25% 的数量增长。公司同时计划采购优质影视剧改编权 18 部，其中电影类 9 部，电视剧类 9 部。

图表 36：公司版权库建设项目拟采购的版权进度

图书类别	第一年	第二年	第三年	合计
文学类	200	250	313	763
少儿类	120	150	187	457
社科、生活及其他类	80	100	125	305
合计	400	500	625	1,525
影视剧类别	第一年	第二年	第三年	合计
电影类	2	3	4	9
电视剧类	2	3	4	9
合计	4	6	8	18

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司此前码洋品种效率明显高于行业平均水平，且整体呈上升趋势，品种增速远低于销售额增速。通过分析本次募投项目进度，未来公司将进一步加码版权采购，且版权数量增速可观（25%），当前市场对于精品图书的需求较为旺盛，读者的阅读选择也日趋多元化，公司产能仍有较大提升空间。

公司影视剧业务尚处于发展初期，主要进行电视剧、电影独家改编权的前期储备阶段，部分剧本已进入创作阶段，例如公司拥有路遥先生《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》的电影、电视剧改编权、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、梦枕貘先生《阴阳师》的独家电影电视剧改编权等，该业务有望成为公司未来的弹性业务，但是由于影视剧项目推进及确认节奏的不确定性，本报告中尚未对该业务进行业绩测算。

## 6 盈利预测和投资建议

公司目前主要分为自有版权图书策划与发行、非自有版权图书发行、图书分销、数字图书 4 部分业务，影视剧业务目前还处于版权收购、剧本编写前期投资阶段，未形成业务收入，本着谨慎性原则，在收入预测时暂时不考虑该部分业务收入。

### 一、核心假设：

行业层面，我们预计在国家政策、精神消费升级等东风下，图书出版行业未来仍有保持较为稳健的增长态势，尤其是大众出版中的少儿与文艺领域继续保持较高增速。

公司层面：公司经营战略顺利实施；管理层、核心人员保持连续稳定性；募投项目按计划实施；公司业务结构继续调整，进一步整合优质资源增加公司内容创意业务的投

入。

## 二、具体假设：

1) 自有版权方面，假设文学类图书 2017/2018/2019 年销售册书增速分别为 20%、20%、20%，单册销售价格增速分别为 3%、3%、3%；假设少儿类图书 2017/2018/2019 年销售册书增速分别为 17%、18%、19%，假设单册销售价格增速分别为 8%、8%、8%；假设社科类图书 2017/2018/2019 年销售册书增速分别为 12%、13%、14%，单册销售价格增速分别为 15%、15%、15%；

2) 非自有版权图书业务，假设 2017/2018/2019 年销售册书增速分别为-20%、-20%、-20%，单册销售价格增速分别为 1%、1%、1%。

3) 图书分销业务持续战略调整，假设后期业务持续收缩，收入增速分别为-25%、-20%、-20%。

4) 数字图书部分由于连续三年业绩波动较大，2016 年趋于稳定，假设未来维持 2016 年 26%的增长水平。

5) 内部抵消所占营业收入增速维持 2016 年增速，2017/2018/2019 年分别为-22%、-22%、-22%。

图表 37: 公司主营业务收入测算结果 (单位: 万元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
自有版权图书	32,753.68	40,507.82	50,313.22	62730.07	78444.23	98406.61
增长率		23.67%	24.21%	24.68%	25.05%	25.45%
非自有版权图书	10,231.35	11,635.51	9,435.96	7624.26	6160.40	4977.60
增速		13.72%	-18.90%	-19.20%	-19.20%	-19.20%
分销业务	37,420.45	41,719.14	29,707.68	22280.76	17824.61	14259.69
增速		11%	-29%	-25%	-20%	-20%
数字图书	93.45	448.03	566.07	713.25	898.69	1132.35
增速		379%	26.35%	26.00%	26.00%	26.00%
内部抵消	-3,837.32	-6,278.84	-4,878.41	-3805.16	-2968.02	-2315.06
增速		64%	-22%	-22%	-22%	-22%
主营业务收入合计	76,661.61	88,031.66	85,144.52	89,543.18	100,359.90	116,461.19
增速		15%	-3%	5.2%	12.1%	16.0%

资料来源：东吴证券研究所（备注：此处为主营业务收入预测，假设该增速约等于公司收入增速）

6) 随着公司进一步增加内容创意业务的投入，充分发挥“畅销并且长销”的精品化图书产品策略竞争优势，假设公司自有版权图书市场竞争力有望进一步提升，毛利率缓慢上升；假设随着分销、非自有版权图书发行业务规模的收缩，未来分销业务毛利率将缓慢下降（投入降低导致）；非自有版权图书发行毛利率将小幅提升（逐渐减少非自有版权图书发行业务中盈利能力较低的图书的发行力度）；数字图书业务假设毛利率将保持稳定。

图表 38: 公司主营业务毛利率测算

毛利率(%)	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
自有版权图书策划与发行	48.20%	50.77%	51.49%	52.00%	52.50%	53.00%
图书分销	12.48%	11.05%	10.44%	10%	9%	8%
非自有版权图书发行	16.50%	16.53%	17.63%	18.00%	18.50%	19.00%
数字图书	77.19%	71.59%	72.15%	72%	72%	72%
主营业务综合毛利率	28.98%	31.15%	36.50%	41.02%	44.41%	47.28%

资料来源: 东吴证券研究所 (备注: 此处为主营业务毛利率预测, 假设该毛利率约等于公司整体毛利率情况)

7) 过去三年, 公司期间费用占营业收入的比例分别为 14.19%、13.45%及 13.28%, 基本保持稳定。由于公司业务结构调整, 假设未来三年销售费用率、管理费用率小幅下降, 财务费用率持平。

图表 39: 公司费用率假设

费用率	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
销售费用率	8.9	8.65	8.44	8.3	8.2	8.1
管理费用率	5.28	4.75	4.76	4.7	4.6	4.5
财务费用率	0.01	0.05	0.08	0	0	0
综合费用率	14.19	13.45	13.28	13.0	12.9	12.8

资料来源: 东吴证券研究所

综上分析, 预计公司自有版权图书策划与发行业务 2017-2019 年维持前期较高增速, 非自有版权图书发行及分销业务整体继续收缩, 但对公司收入的影响将边际递减, 且会驱动公司毛利率的提升及费用率的改善。

我们预计 2017/2018/2019 年归属净利润为 2.11/2.62/3.26 亿元, 增速分别为 39%/24%/24%, EPS 为 1.58/1.97/2.44 元。当前国内出版板块估值中枢位于 15-20 倍之间, 综合考虑到:

- 1) 大众图书出版较高行业增速及公司竞争地位;
- 2) 公司股权激励业绩要求为 2017 年扣非后增长不低于 30%;
- 3) 公司未来版权采购计划;
- 4) 公司未来向影视布局潜力;

我们给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价为 47.4 元/股。公司本次股票期权授予价格为 45.24 元/股, 带来一定安全边际, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 7 风险提示

我们认为公司潜在的风险主要包括:

- 1) 虽然公司与众多顶级版权方保持了稳定合作关系, 但是仍然不排除版权合同到期无法续约风险;
- 2) 影视业务属于公司创新业务, 虽然公司制定了详尽的计划, 但是不排除存在推进

进度低于预期的风险；

3) 虽然公司出台了多项人才激励举措，但是仍然不排除核心技术团队流失的风险；

4) 虽然我们认为阅读习惯正在逐渐培养，但是不排除更多新媒体出现竞争蚕食图书阅读市场的风险；

5) 当前海外图书版权竞争愈发激烈，公司虽然在该领域具有先发优势、资金优势、品牌优势等，但是不排除竞争激烈导致版权价格上涨等不利因素影响。

## 新经典三大财务预测表

## 财务报表预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	853	897	1005	1166	货币资金	401	1292	1487	1729
营业成本	541	529	559	615	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	312	368	446	551	应收账款	85	89	100	116
%营业收入	36.6%	41.0%	44.4%	47.3%	存货	174	171	180	199
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	77	75	79	87
%营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	31	32	36	41
销售费用	72	74	82	94	<b>流动资产合计</b>	<b>768</b>	<b>1659</b>	<b>1884</b>	<b>2174</b>
%营业收入	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	41	42	46	52	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	长期股权投资	33	53	72	90
财务费用	1	-8	-14	-16	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.4%	固定资产合计	-1	12	25	39
资产减值损失	12	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	11	11	11	11
投资收益	10	20	20	20	递延所得税资产	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>196</b>	<b>279</b>	<b>351</b>	<b>439</b>	其他非流动资产	8	8	8	8
%营业收入	23.0%	31.1%	34.9%	37.7%	<b>资产总计</b>	<b>821</b>	<b>1742</b>	<b>1999</b>	<b>2321</b>
营业外收支	16	16	16	16	短期贷款	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>295</b>	<b>367</b>	<b>455</b>	应付款项	71	69	73	80
%营业收入	24.9%	32.9%	36.5%	39.0%	预收账款	9	10	11	13
所得税费用	55	77	96	119	应付职工薪酬	14	13	14	15
净利润	157	218	271	336	应交税费	17	23	29	36
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>151.9</b>	<b>210.9</b>	<b>262.1</b>	<b>325.5</b>	其他流动负债	10	10	11	12
少数股东损益	5	7	9	11	<b>流动负债合计</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>138</b>	<b>157</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.14</b>	<b>1.58</b>	<b>1.97</b>	<b>2.44</b>	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
					<b>负债合计</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>138</b>	<b>157</b>
					归属于母公司所有者权益	665	1574	1809	2102
					少数股东权益	35	42	51	62
					<b>股东权益</b>	<b>700</b>	<b>1616</b>	<b>1861</b>	<b>2165</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>821</b>	<b>1742</b>	<b>1999</b>	<b>2321</b>
					<b>基本指标</b>				
					EPS	1.139	1.581	1.966	2.441
					BVPS	6.65	11.80	13.57	15.76
					PE	36.89	26.57	21.38	17.22
					PEG	1.28	0.92	0.74	0.60
					PB	6.32	3.56	3.10	2.67
					EV/EBITDA	26.03	15.90	12.17	9.10
					ROE	22.8%	13.4%	14.5%	15.5%

数据来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

