



## 行业蕴含结构性机会，龙头企业有望率先突围

强烈推荐 (首次)

2018.12.12

|       |                      |                   |
|-------|----------------------|-------------------|
|       | 肖明亮(分析师)             | 叶轶(研究助理)          |
| 电话:   | 020-88832290         | 020-88836101      |
| 邮箱:   | xiaoml@gzgzhs.com.cn | yek@gzgzhs.com.cn |
| 执业编号: | A1310517070001       | A1310117040003    |

|       |               |
|-------|---------------|
| 现价:   | 59.94         |
| 目标价:  | 69.00         |
| 股价空间: | <b>15.12%</b> |

### 传媒行业

### 投资要点

#### ● 图书需求保持稳定增长，行业集中度有望提升

2018年上半年，全国图书零售市场保持11.37%的稳定增长，居民图书需求稳定提升。目前，大众畅销书领域（少儿、文学、社科类）码洋规模达到500亿元，但行业竞争格局较分散，前五的出品公司合计市占率仅有8.67%，存在集中度提升的结构性机会。出品公司主要通过影视作品扩大文学IP影响力和增加版权资源来提升市场集中度。相关影视作品为原有IP文学作品带来较大的流量，Top1%作品的销售码洋占比由2014年的44%上升至2017年的52%，头部作品的市占率明显提升。另外头部公司凭借其出色的版权开发能力，签约作家不断增加，版权资源日渐丰富，进而推动图书品种市占率的不断提升。以公司为例，2017年豆瓣关注度前十的作家中有70%为公司的签约作家。我们认为，图书市场保持稳定增长，畅销书领域竞争格局分散，结构性机会较大。而需求端头部作品市占率的提升以及供给端头部公司版权的扩充将推动行业集中度提升。

#### ● 占据畅销书竞争的桥头堡，公司有望率先突围

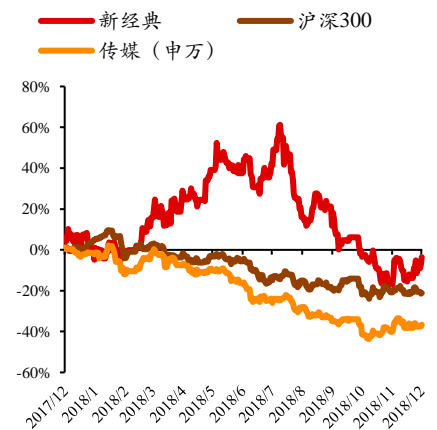
公司作为图书的策划发行龙头，聚焦少儿以及文学的畅销书主赛道，码洋市占率稳居同行前三，达到1.65%。经典作品《窗边的小豆豆》以及《解忧杂货店》累计销售均超过1000万册，多次位列畅销榜榜首，主要作品豆瓣评分高达8.88，几乎为行业最高水平，公司的头部作品生产能力处于行业领先。得益于相关影视剧的流量带动，公司分别有4本、2本作品进入2017年线上、线下渠道销量前五。为顺应行业趋势，公司还积极试水影视剧业务探索IP多元曝光，收购Page one书店以及联手Kindle等电子阅读平台提升品牌影响力。我们认为，公司多年深耕少儿、文学两大主赛道，具备不俗的产品开发能力，在头部作品的争夺中具有先发优势。另外，公司还通过协同布局提升版权IP在消费者群体中的曝光度，有利于形成各块业务相互促进的良性循环。

#### ● 深度挖掘优质版权，龙头企业强者恒强

公司具备敏锐的行业眼光以及出众的图书策划及编辑能力，先后发掘出东野圭吾系列潜力小说、推出《可爱的鼠小弟》系列高端绘本以及签下《百年孤独》的中文版版权。目前已拥有授权期内图书版权3300余种，与1500余名著名作家建立良好的合作关系，其中包括加西亚·马尔克斯等5位诺贝尔文学奖的主以及东野圭吾、村上春树等畅销书作家。我们认为，公司丰富的版权布局为其持续生产头部产品提供资源保障，而相关作品的优异成绩也将使得公司在优质版权的引进上占得先机，形成强者恒强的趋势。

**盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.52、3.09以及3.72亿元，EPS分别为1.87/2.30/2.77元，对应当前股价32、26以及22倍PE。

### 股价走势



### 股价表现

| 涨跌 (%) | 1M    | 3M     | 6M     |
|--------|-------|--------|--------|
| 新经典    | 15.94 | -18.45 | -29.88 |
| 沪深300  | -0.24 | -2.00  | -16.40 |
| 传媒(申万) | 5.84  | -2.44  | -24.19 |

### 基本资料

|          |        |
|----------|--------|
| 总市值 (亿元) | 81.10  |
| 总股本 (亿股) | 1.35   |
| 流通股比例    | 39.85% |
| 资产负债率    | 10.70% |
| 大股东      | 陈明俊    |
| 大股东持股比例  | 52.90% |

联系人: 陆韵如  
邮箱: luyr@gzgzhs.com.cn



给予公司 2019 年 30 倍 PE，目标价 69.00 元/股；首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。

**风险提示：**国家税收政策风险，纸张价格上涨风险，行业竞争加剧风险。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2017   | 2018E  | 2019E   | 2020E   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入      | 943.97 | 919.02 | 1059.28 | 1226.99 |
| 同比(%)     | 10.70% | -2.64% | 15.26%  | 15.83%  |
| 归属母公司净利润  | 232.32 | 251.98 | 309.47  | 372.43  |
| 同比(%)     | 52.94% | 8.46%  | 22.82%  | 20.35%  |
| 毛利率(%)    | 43.70% | 49.19% | 49.25%  | 50.41%  |
| ROE(%)    | 20.58% | 15.17% | 16.34%  | 17.07%  |
| 每股收益(元)   | 1.73   | 1.87   | 2.30    | 2.77    |
| P/E       | 34.74  | 32.03  | 26.08   | 21.67   |
| P/B       | 5.30   | 4.68   | 4.08    | 3.53    |
| EV/EBITDA | 1.39   | 22.93  | 18.58   | 15.34   |



## 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 目录                                | 3  |
| 图表目录                              | 4  |
| 1.新经典：大众文学策划发行龙头                  | 5  |
| 1.1 历史沿革：公司前身为时代新经典，近年来加快多元化布局    | 5  |
| 1.2 业务布局：公司业务主要围绕图书产业链展开          | 5  |
| 1.3 股权结构：陈明俊兄弟为实际控制人，下设新经典发行等子公司  | 6  |
| 1.4 财务概况：策划与发行业务贡献主要收入，剥离分销业务提升毛利 | 7  |
| 1.5 行业比较：坚持奉行精品战略，毛利率处于47%的行业领先水平 | 9  |
| 2.图书需求稳定增长，主赛道集中度有望提升             | 10 |
| 2.1 线上接力线下，图书零售市场实现11.4%的增长       | 10 |
| 2.2 四大赛道占据77%的码洋，电子图书用户突破4亿       | 11 |
| 2.3 专注少儿、文学主赛道，经典作品累计销量超过1000万册   | 12 |
| 2.4 行业CR5不足10%，积极布局把握结构性机会        | 12 |
| 3. 头部作品占据主要流量，协同布局提升品牌力           | 14 |
| 3.1 IP运营增加图书曝光度，头部作品占据52%码洋       | 14 |
| 3.2 公司为畅销书龙头企业，17年4部图书进入畅销榜前5     | 16 |
| 3.3 协同布局相关业务，加强公司品牌影响力            | 17 |
| 4. 核心团队提升竞争壁垒，龙头企业强者恒强            | 18 |
| 4.1 编辑团队策划能力出众，主要作品豆瓣评分高达8.8      | 18 |
| 4.2 销量成绩优异，签约作家包括5位诺贝尔文学奖得主       | 20 |
| 4.3 股权激励锁定核心人才，加强核心团队建设           | 21 |
| 5.盈利预测及估值                         | 22 |
| 6.风险提示                            | 23 |



## 图表目录

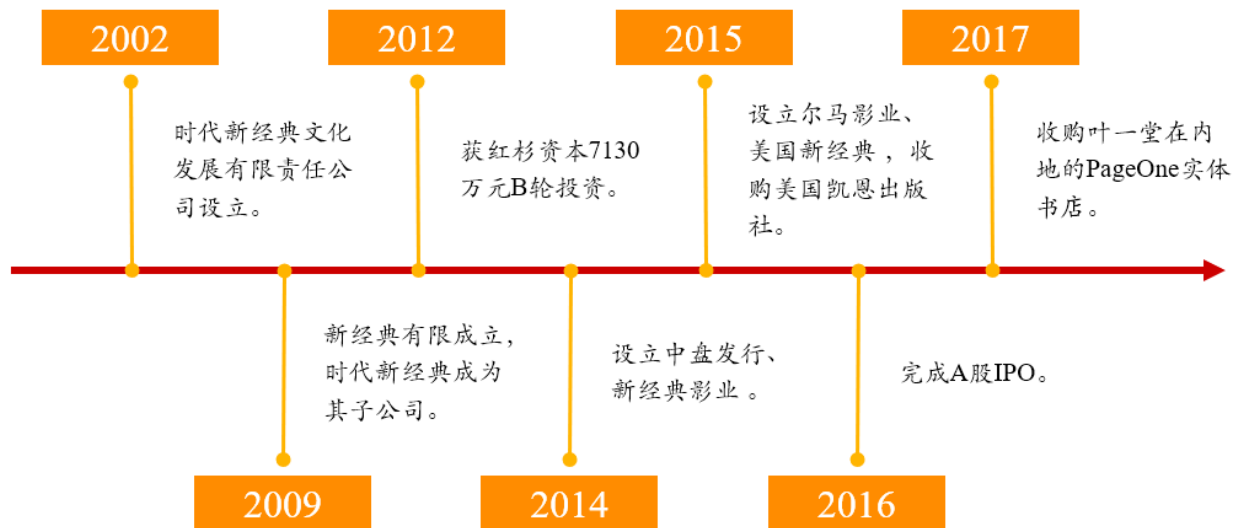
|        |   |    |
|--------|---|----|
| 图表 1.  | 公司前身成立于 2002 年，近年来加快多元化布局.....          | 5  |
| 图表 2.  | 公司业务主要围绕图书产业链展开.....                    | 6  |
| 图表 3.  | 陈明俊兄弟为公司实际控制人，合计持股比例 59.96% .....       | 6  |
| 图表 4.  | 公司下设新经典发行等 10 余家子公司.....                | 7  |
| 图表 5.  | 公司以主要子公司为实体开展相关业务.....                  | 7  |
| 图表 6.  | 公司逐步剥离分销业务 .....                        | 8  |
| 图表 7.  | 公司净利润保持稳定增长 .....                       | 8  |
| 图表 8.  | 分销业务收入占比不断下降，毛利率得到显著的提升.....            | 8  |
| 图表 9.  | 公司主营业务处于较高水平 .....                      | 9  |
| 图表 10. | 股权激励导致管理费用率提升 .....                     | 9  |
| 图表 11. | 公司各品种的码洋品种效率指标均大于 1.....                | 9  |
| 图表 12. | 公司图书的生命周期更长 .....                       | 9  |
| 图表 13. | 公司毛利率水平处于行业前列 .....                     | 10 |
| 图表 14. | 公司净利率水平处于行业前列 .....                     | 10 |
| 图表 15. | 线下渠道图书销售保持稳定，线上平台推动图书销售码洋的稳定增长.....     | 10 |
| 图表 16. | 少儿等品类贡献了图书销售的主要码洋.....                  | 11 |
| 图表 17. | 相对于 2017H1，行业增速有所回升.....                | 11 |
| 图表 18. | 中国网络文学用户持续增长 .....                      | 11 |
| 图表 19. | 主要两大电子阅读平台 MUA 超过 2 亿 .....             | 11 |
| 图表 20. | 电子图书主要以文学类为主 .....                      | 12 |
| 图表 21. | 公司自有版权业务专注于少儿、文学领域.....                 | 12 |
| 图表 22. | 公司文学类、少儿类代表作 .....                      | 12 |
| 图表 23. | 行业 CR10 处于较低水平 .....                    | 13 |
| 图表 24. | 畅销书领域市场集中度更低 .....                      | 13 |
| 图表 25. | 公司 2018 年经典文学类、少儿类新品.....               | 13 |
| 图表 26. | 近年来热播的影视作品大多来自于 IP 改编.....              | 14 |
| 图表 27. | 影视作品播出后迅速拔高 IP 文学作品的关注度 .....           | 15 |
| 图表 28. | 得益于相关影视作品上市，东野圭吾系列作品销量快速提升（单位：万册） ..... | 15 |
| 图表 29. | 头部作品销售份额不断增加 .....                      | 16 |
| 图表 30. | 头部作品的单品码洋显著领先 .....                     | 16 |
| 图表 31. | 公司策划与发行图书为畅销榜常客.....                    | 16 |
| 图表 32. | 公司策划与发行图书名列各大线上商城的畅销榜.....              | 17 |
| 图表 33. | 目前公司主要推行 6 个 IP 改编影视项目 .....            | 17 |
| 图表 34. | 公司收购 Pageone 书店，拓宽线下宣传渠道 .....          | 18 |
| 图表 35. | Page one 书店分布于各大城市 .....                | 18 |
| 图表 36. | 核心人才具备多年从业经验，策划编辑能力出众.....              | 19 |
| 图表 37. | 公司图书品质处于行业领先水平 .....                    | 19 |
| 图表 38. | 公司保有多部国内外优秀作品版权.....                    | 20 |
| 图表 39. | 公司与多位优秀作家存在合作关系.....                    | 20 |
| 图表 40. | 公司授予 6 名核心人员 130 万限制性股票.....            | 21 |
| 图表 41. | 公司授予 84 名激励对象 334 万股股票期权.....           | 21 |
| 图表 42. | 公司主要业务盈利预测（单位：百万元） .....                | 22 |

# 1.新经典：大众文学策划发行龙头

## 1.1 历史沿革：公司前身为时代新经典，近年来加快多元化布局

公司前身为设立于 2002 年的时代新经典文化发展有限公司，近年来通过外延收购等手段加快公司多元化布局。2009 年新经典有限成立后，时代新经典成为新经典有限的旗下子公司。公司在 IPO 之前就获得近亿元的前期融资，其中包括红杉资本的 7130 万元的 B 轮投资。2017 年 4 月公司完成 IPO，募资数亿元。近年来公司围绕图书产业链进行多元化布局，影视业务上先后设立新经典影业以及尔马影业加强图书 IP 的运营；海外业务上设立美国新经典等加快海外布局；产业链一体化布局上分别设立中盘发行以及 Page one 书店加码图书分销以及零售端。

图表1. 公司前身成立于 2002 年，近年来加快多元化布局

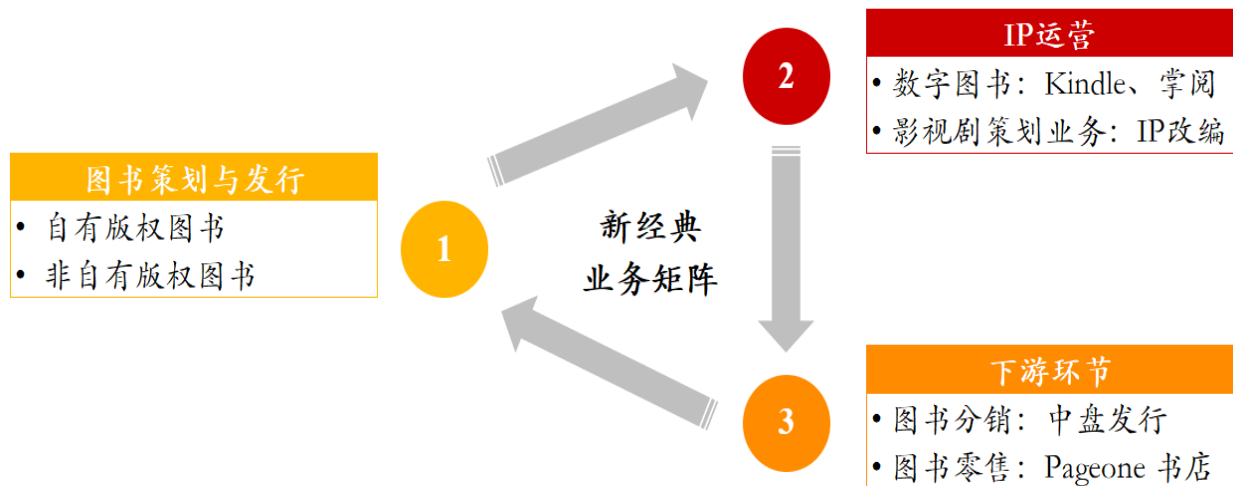


资料来源：公司公告、企查查、广证恒生

## 1.2 业务布局：公司业务主要围绕图书产业链展开

公司业务主要围绕图书产业链展开，图书策划发行为主，多元协同为辅。公司主要业务为图书策划与发行，包括自有版权与非自有版权图书。IP 运营端主要为数字图书与影视剧改编，数字图书业务主要与电子阅读平台 kindle、掌阅等合作，获取电子图书销售的部分收入；影视剧改编为公司以 IP 授权或参与投资的方式，获取相关影视剧收入分成。另外公司在下游端分别布局了图书分销以及零售业务，其中图书分销业务近年来开始逐步剥离，图书零售目前收入比例较小，主要是围绕主业进行相关的产业链协同。

图表2. 公司业务主要围绕图书产业链展开

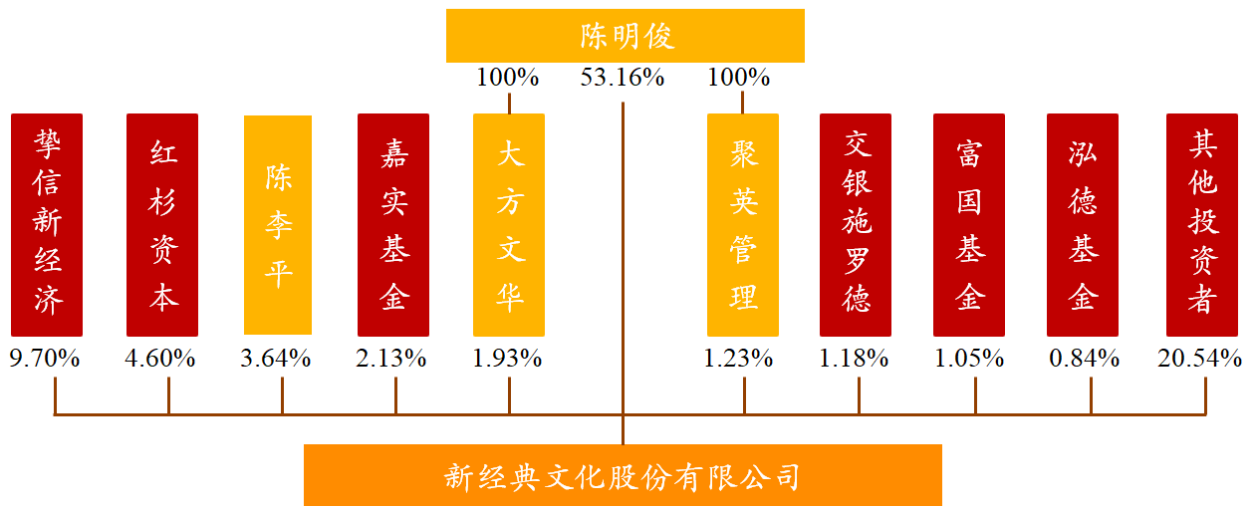


资料来源：公司公告、广证恒生

### 1.3 股权结构：陈明俊兄弟为实际控制人，下设新经典发行等子公司

公司目前实际控制人为陈明俊兄弟，目前陈明俊兄弟合计持股比例 59.96%。公司大股东陈明俊直接持股比例为 53.16%，通过大方文化以及聚英管理间接持股 3.16%。陈李平与陈明俊为一致行动人，目前持股比例为 3.64%。其余机构投资者包括：挚信资本、红杉资本以及后续进入的嘉实基金、交银施罗德、富国基金等。

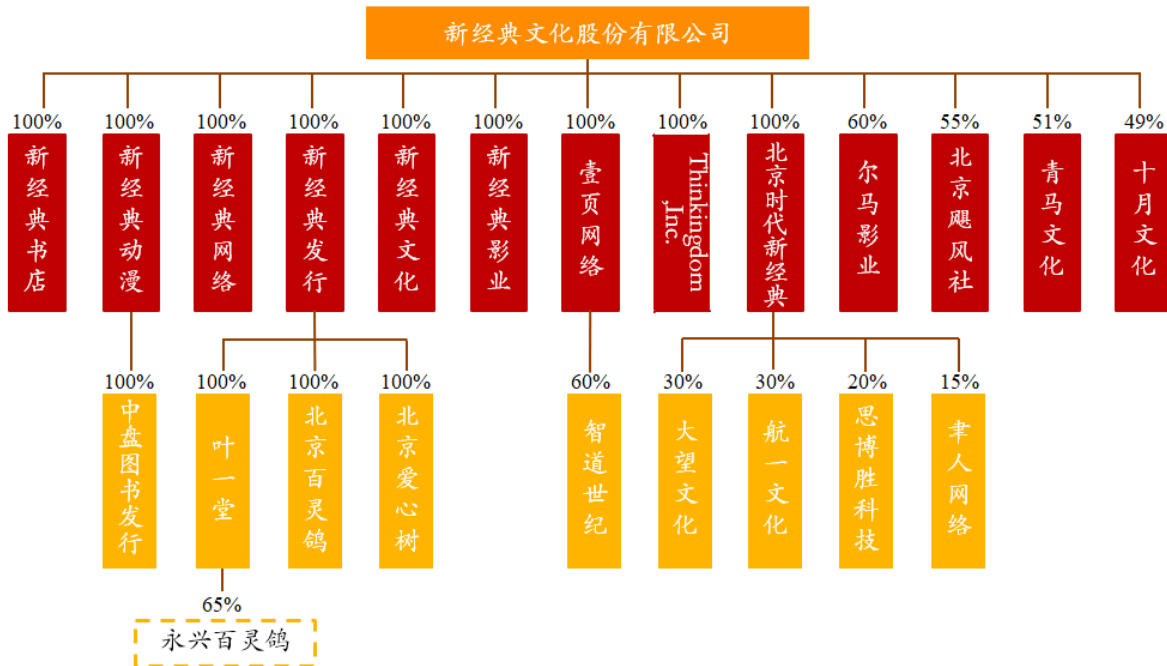
图表3. 陈明俊兄弟为公司实际控制人，合计持股比例 59.96%



资料来源：公司公告、广证恒生

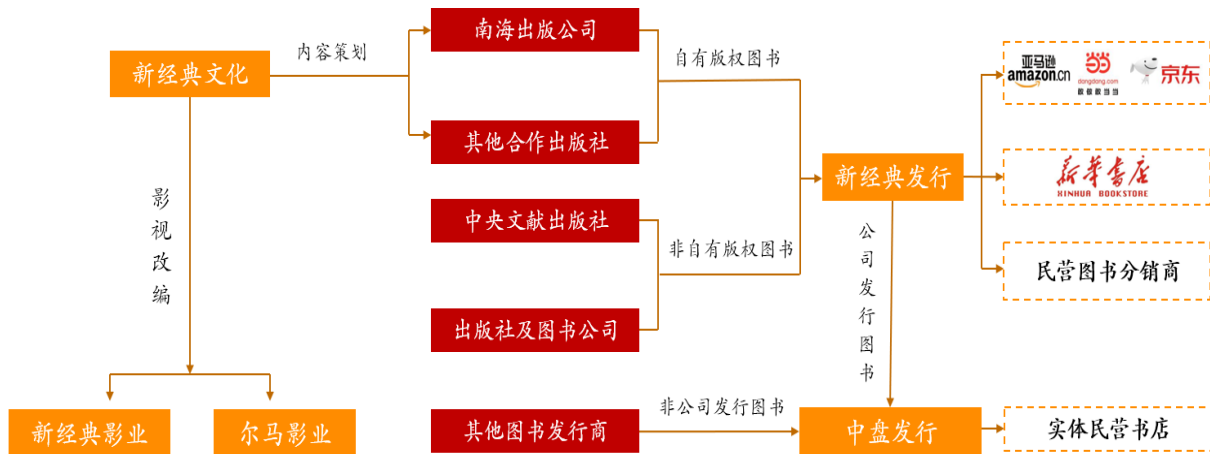
公司目前下设新经典发行等 10 余家子公司，另外还包括叶一堂等几家孙公司。其中图书策划环节的经营实体为新经典文化；发行环节为新经典发行；图书分销主要通过中盘发行展开；而影视改编业务主要通过新经典影业以及尔马影业进行布局。

图表4. 公司下设新经典发行等 10 余家子公司



资料来源：公司公告、广证恒生

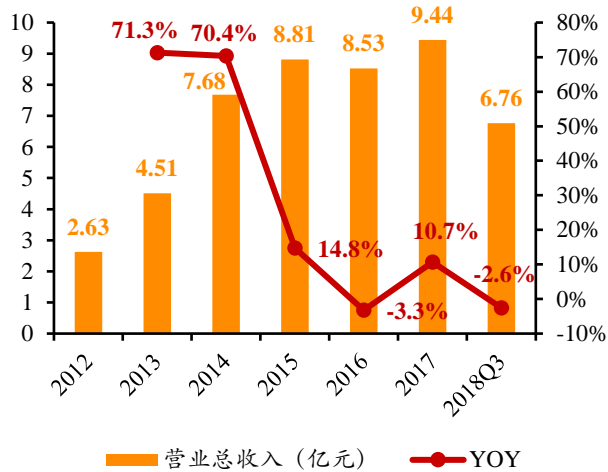
图表5. 公司以主要子公司为实体开展相关业务



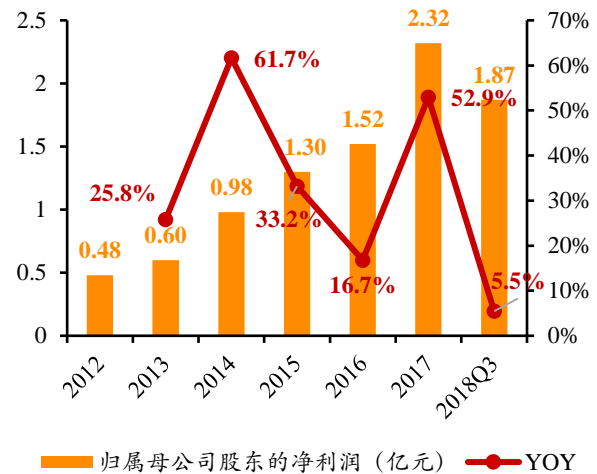
资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.4 财务概况：策划与发行业务贡献主要收入，剥离分销业务提升毛利

17 年收入高峰以及剥离分销业务导致营业收入短期下滑，业务结构优化提升公司盈利能力。根据公司 2018 年中报，公司实现营业收入 4.45 亿元，相对于 2017 年增速有所下滑，主要由于剥离图书分销业务以及 2017 年图书爆款较为集中的原因。净利润上，公司 2018 年 H1 净利润为 1.09 亿，在营收下滑的情况下保持微幅增长，公司盈利能力有所提高。

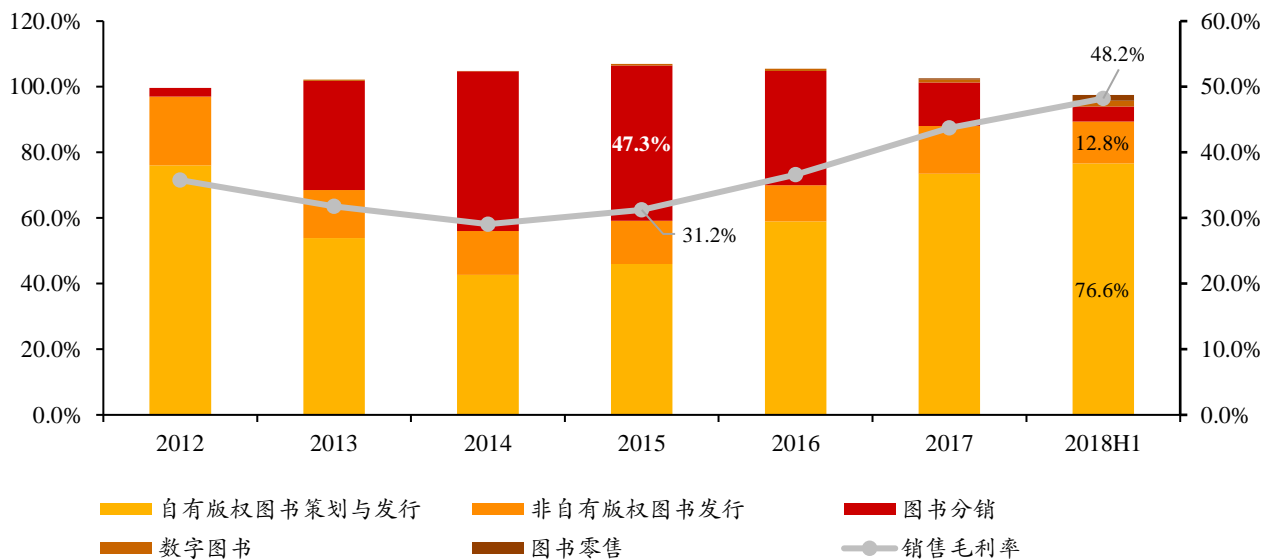
**图表6. 公司逐步剥离分销业务**


资料来源: Wind、广证恒生

**图表7. 公司净利润保持稳定增长**


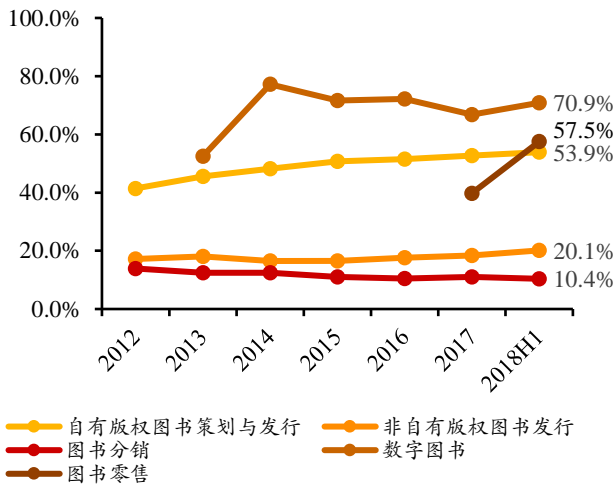
资料来源: Wind、广证恒生

**策划与发行业务贡献主要收入, 剥离分销业务提升毛利。**目前公司主要收入来自于图书的策划与发行, 其中自有版权以及非自有版权合计贡献 98.4% 的营业收入。2015 年以来, 公司逐步剥离南京、重庆、陕西等地的图书分销业务, 业务收入占比由 2015 年的 47.3% 下降至 2018H1 的 4.5%。2018H1 相对于 2015H1 下降 1.29 亿元。业务结构的优化推动公司盈利能力的提升, 公司毛利率由 2015 年的 31.2% 提升至 2018H1 的 48.2%。我们认为, 公司剥离毛利率较低的图书分销业务虽然短期内对营收业绩有所影响, 但长期来看, 有助于公司集中精力发展核心业务, 以及逐渐兴起的数字图书业务, 对于公司未来营收增长大有裨益。

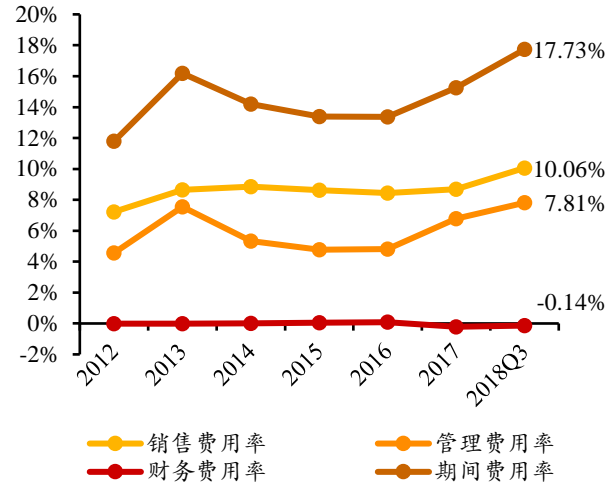
**图表8. 分销业务收入占比不断下降, 毛利率得到显著的提升**


资料来源: 公司公告、广证恒生

**整体处于高毛利经营状态, 短期内股权激励费用导致管理费用率上升。**目前来说, 公司除了非自有版权业务以及正在剥离的图书分销业务以外, 其他业务均处于 50% 以上的高毛利经营状态。其中公司的核心业务自有版权图书策划与发行的毛利率近几年处于不断上升趋势, 目前毛利率水平为 53.9%, 相对于 2012 年的 41.4% 提高了 12.5 个百分点。另外新增的数字图书以及图书零售业务也处于保持着较高的毛利率水平。三费方面公司近几年出现一定幅度的上升, 主要由于 2017 年进行的股权激励所导致的摊销费用的上升。根据公司的公告值, 2018 年将是公司管理费用摊销的高峰期, 19 年及以后相关费用将逐步下降。

**图表9. 公司主营业务毛利率处于较高水平**


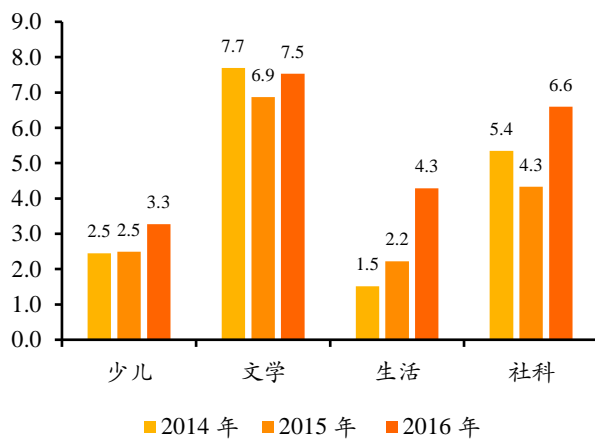
资料来源：公司公告、广证恒生

**图表10. 股权激励导致管理费用率提升**


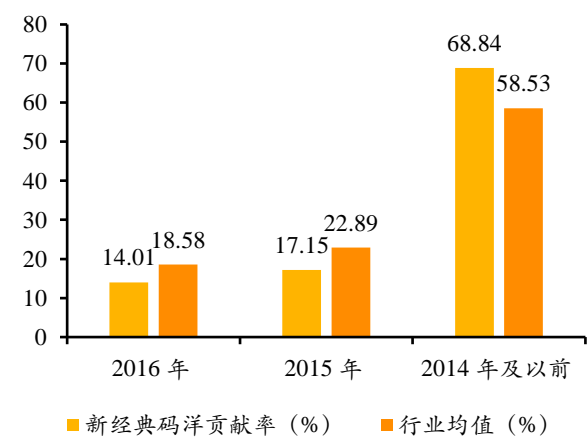
资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.5 行业比较：坚持奉行精品战略，毛利率处于47%的行业领先水平

公司一直奉行精品战略，图书码洋效率远高于行业平均。“做有益、有趣、值得反复阅读的作品”为公司的经营理念。多年来，公司一直以内容质量为首要标准，着力打造“畅销并且长销”的优质图书，目前已形成了一种健康且持续发展的增长模式。近年来，公司各品种的码洋品种效率指标均大于1，远高于市场平均水平。2017年度新经典以0.16%的动销品种取得了1.36%的市场占有率，码洋品种效率达到8.5，单品收益能力不断增强。同时，公司过去发行图书的码洋贡献率高与行业平均水平。根据公司2017年报数据，公司2016年及以前上市的自有版权图书贡献码洋较2016年上涨15.54%，公司作品生命周期不断延迟长。我们认为，公司坚持奉行精品战略，出品图书的生命周期比一般图书更长，能够在更长的周期内为公司贡献业绩支撑。

**图表11. 公司各品种的码洋品种效率指标均大于1**


资料来源：公司公告、广证恒生

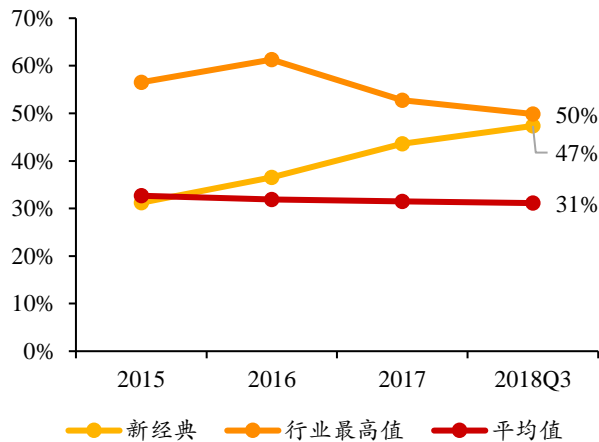
**图表12. 公司图书的生命周期更长**


资料来源：公司公告、广证恒生

聚焦策划环节，公司盈利能力处于行业前列。根据出版行业2018三季度最新财务数据，公司毛利率达到47%，高于行业均值16个百分点，接近行业最高值50%；公司净利率达到28%，高于行业均值17个百分点，为行业最高水平。对于图书出版行业，出版、印刷、发行、分销以及零售环节分工格局基本成熟，相关企业毛利率趋于稳定。而在策划环节，不同销量的作品贡献的毛利率差异较大。我们认为，公

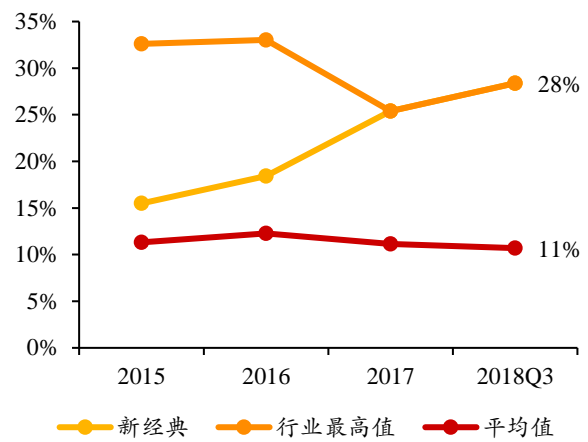
司基于对消费者偏好的洞察以及自身出众的策划编辑能力，能够以较低价格引进具有市场潜力的作品版权，再通过自身编辑策划能力开发成为畅销品种，由此实现行业首屈一指的盈利能力。

图表13. 公司毛利率水平处于行业前列



资料来源: Wind、广证恒生

图表14. 公司净利率水平处于行业前列



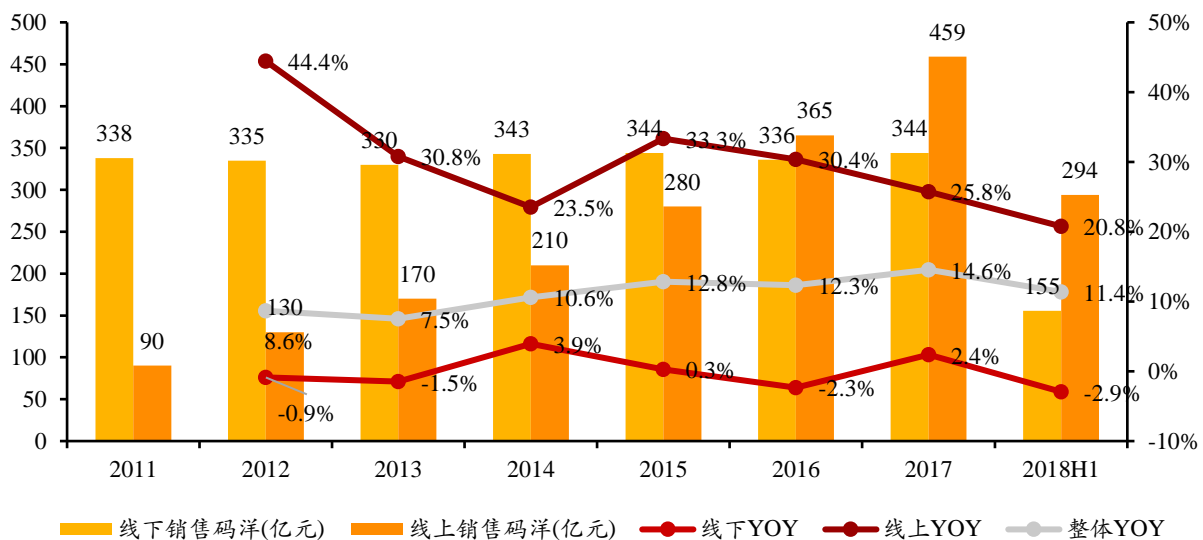
资料来源: Wind、广证恒生

## 2. 图书需求稳定增长，主赛道集中度有望提升

### 2.1 线上接力线下，图书零售市场实现 11.4% 的增长

居民图书阅读需求持续增长，线上接力线下推动图书销售码洋稳定增长。根据《中国图书零售市场年度观测报告》数据显示，2018年上半年全国图书出版码洋 449 亿元，同比上涨 11.4%。据测算，其中实体店销售码洋 155 亿元，同比增速 -2.9%，线上渠道销售码洋 294 亿元，同比增速 20.8%。近年来，线下销售码洋基本维持稳定，线上渠道均保持在 20% 以上的增速，为图书销售码洋的增长贡献来源。我们认为，线上渠道的发展为居民提供了更为便捷的图书消费路径，接力线下渠道推动图书码洋稳定增长。随着居民阅读意识的加强以及国家阅读环境的形成，居民的图书需求稳步提升。

图表15. 线下渠道图书销售保持稳定，线上平台推动图书销售码洋的稳定增长

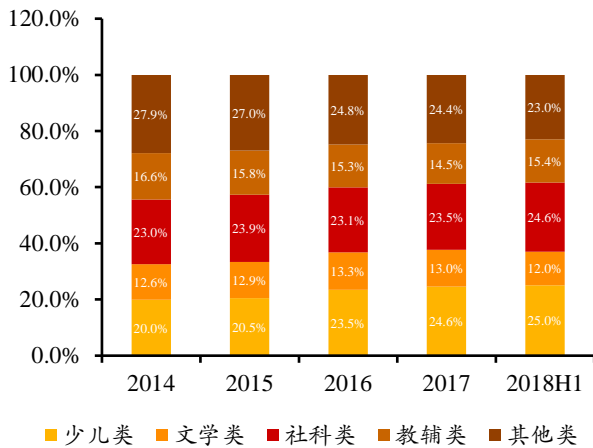


资料来源: 开卷信息、广证恒生

## 2.2 四大赛道占据 77% 的码洋，电子图书用户突破 4 亿

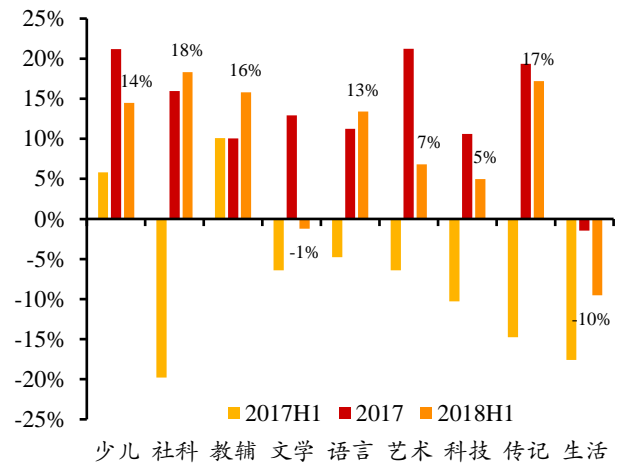
少儿、社科、教辅以及文学类为图书销售的四大主赛道。根据开卷信息的统计数据，目前我国图书销售的品种主要为少儿、社科、教辅以及文学四大类，合计占比达到 77%。在各个品类的增速上，相较于 2017 年年度数据，2018 年 H1 图书市场主要品类增速有所下滑。主要的畅销品类少儿图书、文学图书的增速分别下滑了 7 个百分点、14 个百分点，但相对于 2017H1 整体下滑的态势仍旧有所好转。

图表16. 少儿等品类贡献了图书销售的主要码洋



资料来源：开卷信息、广证恒生

图表17. 相对于 2017H1，行业增速有所回升



资料来源：开卷信息、广证恒生

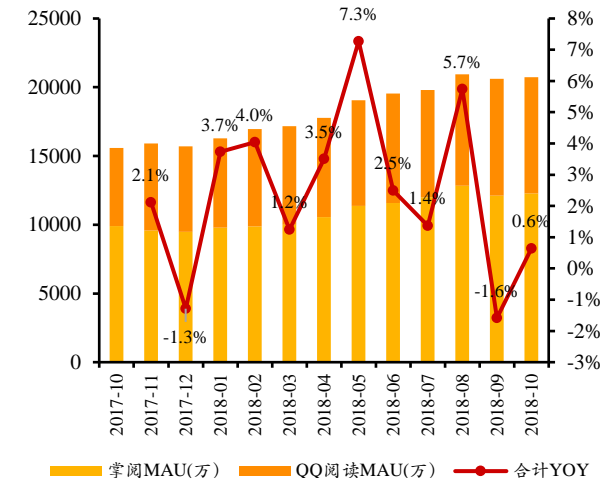
电子书市场快速发展，逐步成为文学类作品的重要市场。智能手机、平板电脑以及电子阅读器的普及推动了人们阅读习惯的改变，中国网络文学的用户规模从 2011 年的 2 亿增长至 2017 年的 3.8 亿。市场上两大主流电子图书产品掌阅以及 QQ 阅读的 MUA 合计超过了 2 亿，相对于 2017 年 10 月增长了 4500 万，涨幅 32.22%。而电子图书的用户，主要为文学类作品读者。根据两大主流网站 Kindle 以及掌阅的数据，其畅销书排行榜前 10 中，有 80% 以上的产品集中在文学类作品。我们认为，越来越多的文学类作品正以电子图书的形式面对其读者。

图表18. 中国网络文学用户持续增长



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表19. 主要两大电子阅读平台 MUA 超过 2 亿



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

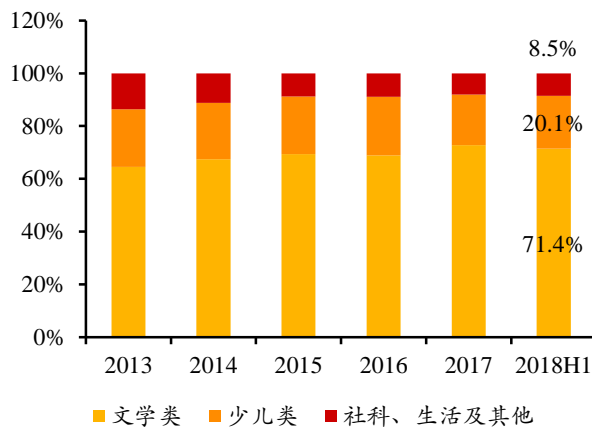
**图表20. 电子图书主要以文学类为主**

| 排名 | Kindle 畅销书榜 | 种类 | 排名 | 掌阅畅销书榜       | 种类 |
|----|-------------|----|----|--------------|----|
| 1  | 月亮与六个便士     | 文学 | 1  | 知否？知否？应是绿肥红瘦 | 文学 |
| 2  | 三体全集        | 文学 | 2  | 回眸一笑         | 文学 |
| 3  | 解忧杂货店       | 文学 | 3  | 活着           | 文学 |
| 4  | 原则          | 传记 | 4  | 我想用正确的方式来爱你  | 文学 |
| 5  | 情人          | 文学 | 5  | 金庸作品集        | 文学 |
| 6  | 明朝那些事       | 社科 | 6  | 大秦帝国（套装版）    | 社科 |
| 7  | 房思琪的初恋乐园    | 文学 | 7  | 五大贼王         | 文学 |
| 8  | 沉默的大多数      | 文学 | 8  | 簪中录合集        | 文学 |
| 9  | 浮生六记        | 文学 | 9  | 你不说话也很甜      | 文学 |
| 10 | 活着          | 文学 | 10 | 云边有个小卖部      | 文学 |

资料来源：Kindle 官网、掌阅官网、广证恒生

## 2.3 专注少儿、文学主赛道，经典作品累计销量超过 1000 万册

公司聚焦文学、少儿的主赛道，推出一系列具有广泛影响力的图书作品。公司的核心业务为自有版权图书的策划与发行，其中，公司立足点以及优势主要在于少儿以及文学领域。少儿领域的产品《窗边的小豆豆》累计销量已超过 1100 万册；文学领域的《解忧杂货店》、《百年孤独》在出版后引起广泛关注，累计销量分别突破 1000 万册和 600 万册；另外《倾城之恋》、《骆驼祥子》、《撒哈拉的故事》、《可爱的鼠小弟》等作品也连年位列全国图书畅销榜前列。我们认为，公司多年深耕少儿、文学类畅销书的主赛道，经典作品成绩斐然，竞争优势明显。

**图表21. 公司自有版权业务专注于少儿、文学领域**


资料来源：公司公告、广证恒生

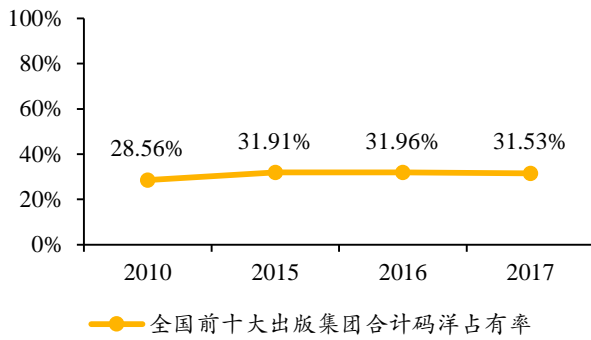
**图表22. 公司文学类、少儿类代表作**


资料来源：公司官网、广证恒生

## 2.4 行业 CR5 不足 10%，积极布局把握结构性机会

行业集中度持续处于较低水平，存在较大的结构性机会。据北京开卷数据，图书出版行业的集中度多年处于较低水平，过去几年间，前 10 大出版集团的码洋占有率保持在 30% 左右的较低水平，近几年行业集中度保持稳定。另外，在畅销书领域，行业前十的出品公司合计市占率仅有 8.57%，第一名市占率仅为 2.2%。可以看出，相对于美国图书市场 60% 以上的 CR10，我们图书行业整体的集中度处于较低水平，畅销书领域更是处于市场格局的形成初期。因此，我们认为，无论相对于国内出版集团的市占率还是国外图示市场的市占率，我国畅销书行业的集中度仍处于较低水平，存在较大结构性机会。

图表23. 行业 CR10 处于较低水平



资料来源：北京开卷、广证恒生

图表24. 畅销书领域市场集中度更低

| 畅销书出品公司        | 市占率   |
|----------------|-------|
| 中南博集天卷文化传媒有限公司 | 2.19% |
| 北京磨铁图书有限公司     | 2.08% |
| 新经典文化股份有限公司    | 1.65% |
| 北京华章图文信息有限公司   | 1.36% |
| 读客文化股份有限公司     | 1.28% |
| 合计             | 8.57% |

资料来源：北京开卷、广证恒生测算

公司围绕自身优势领域积极布局，有望优先把握行业的结构性机会。公司目前一方面继续围绕自身优势领域，打造外文文学类头部图书作品，今年先后上市了多部东野圭吾的系列作品。另外公司在2017年末开始筹建独立的少儿发行团队，并于2018年第二季度正式运营。目前公司的爱心树旗舰店已在天猫上线，上市新品童书受到市场的广泛关注。我们认为，通过少儿领域的积极布局，公司有望实现收入结构的多元化，并于原有的文学优势领域形成品牌协同，有望率先把握畅销书市场的结构性机会。

图表25. 公司2018年经典文学类、少儿类新品



新品速递



|                               |                              |                                  |                                     |
|-------------------------------|------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| <p>凯迪克奖</p> <p>锻炼孩子综合语文能力</p> | <p>畅销推荐</p> <p>融会贯通各学科知识</p> | <p>小学书单</p> <p>读这本书长大的孩子充满自信</p> | <p>绝美科普</p> <p>花叶拼贴，了解动物常识、四季变迁</p> |
|-------------------------------|------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|

资料来源：公司官网、广证恒生

### 3. 头部作品占据主要流量，协同布局提升品牌力

#### 3.1 IP 运营增加图书曝光度，头部作品占据 52% 码洋

改编模式成为影视作品的创作主流，IP 的流量吸引作用明显。目前，IP 改编基本成为影视剧的主要内容来源，在 2017 年热播的影视剧中，热度前三的影视剧均是由 IP 改编而成。在 2018 年前三季度的热播剧中，也有 4 部 IP 改编影视剧进入前十。我们认为，由于 IP 文学作品本来就具有一定的读者积累，在改变为影视剧后，能够迅速引起原有读者的关注，迅速为其带来观众流量。得益于此，改编模式已经成为影视作品创作的主流模式。

图表26. 近年来热播的影视作品大多来自于 IP 改编

| 时间            | 相关影视剧     | 原著小说        | 播放量    | 排名 |
|---------------|-----------|-------------|--------|----|
| 2018 前<br>三季度 | 如懿传       | 《后宫如懿传》     | 154.2  | 3  |
|               | 香蜜沉沉烬如霜   | 《香蜜沉沉烬如霜》   | 145.8  | 4  |
|               | 扶摇        | 《扶摇皇后》      | 142.9  | 5  |
|               | 烈火如歌      | 《烈火如歌》      | 81.9   | 10 |
| 2017          | 楚乔传       | 《11 处特工王妃》  | 457.9  | 1  |
|               | 三生三世十里桃花  | 《三生三世十里桃花》  | 450.8  | 2  |
|               | 人民的名义     | 《人民的名义》     | 318.1  | 3  |
|               | 择天记       | 《择天记》       | 251.9  | 5  |
|               | 醉玲珑       | 《十四夜》       | 111.2  | 10 |
| 时间            | 相关电影      | 原著小说        | 票房 (亿) | 排名 |
| 2018 前<br>三季度 | 悲伤逆流成河    | 《悲伤逆流成河》    | 3.51   | 38 |
|               | 南极之恋      | 《南极绝恋》      | 2.34   | 46 |
| 2017          | 悟空传       | 《悟空传》       | 6.96   | 21 |
|               | 三生三世十里桃花  | 《三生三世十里桃花》  | 5.34   | 31 |
|               | 嫌疑人 X 的献身 | 《嫌疑人 X 的献身》 | 4.01   | 41 |
|               | 解忧杂货店     | 《解忧杂货店》     | 2.23   | 46 |
|               | 心理罪       | 《心理罪》       | 3.04   | 47 |
|               | 心理罪之城市之光  | 《心理罪之城市之光》  | 2.24   | 61 |

资料来源：猫眼、广证恒生

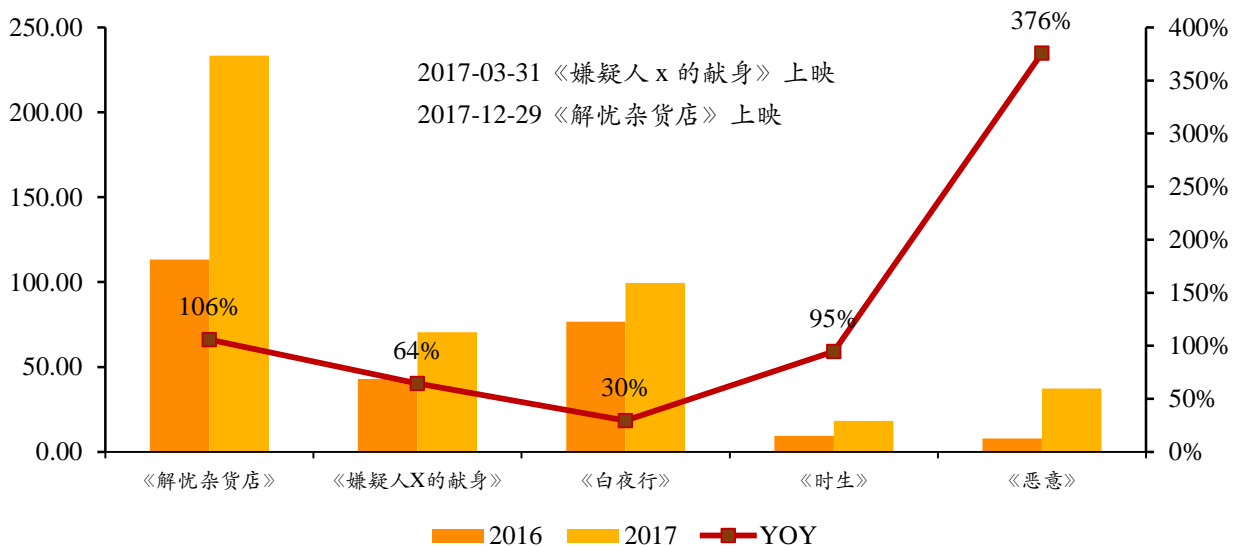
影视作品的上市，同样对其原有 IP 作品具有推动作用。根据以往数据，影视作品的上映，往往会带动原有 IP 文学作品关注度的迅速提升。以《11 处特工王妃》以及《扶摇皇后》为例，其影视作品的上映均使得文学作品出现关注度的迅速拔升。同时，由于相关影视作品的上市，原有 IP 作者也会由此名声大噪。亿东野圭吾为例，由于 2017 年影视作品《解忧杂货店》以及《嫌疑人 X 的献身》的上映，东野圭吾系列作品的销量相对于 2016 年均出现较大幅度的提升。我们认为，影视剧的上线对于图书销量也具有强带动作用，书影联动的模式正在形成良性循环。

图表27. 影视作品播出后迅速拔高 IP 文学作品的关注度



资料来源：百度指数、广证恒生

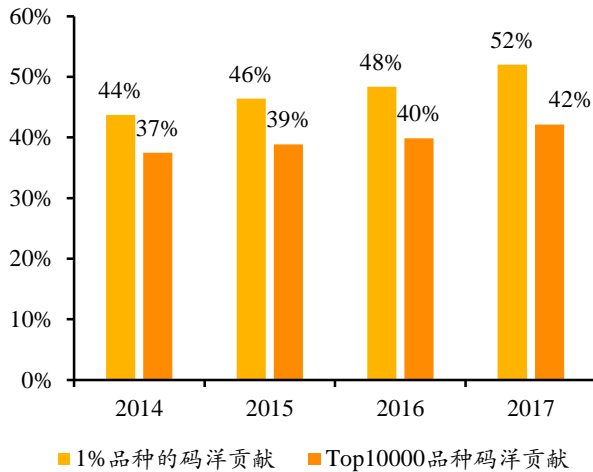
图表28. 得益于相关影视作品上市，东野圭吾系列作品销量快速提升 (单位：万册)



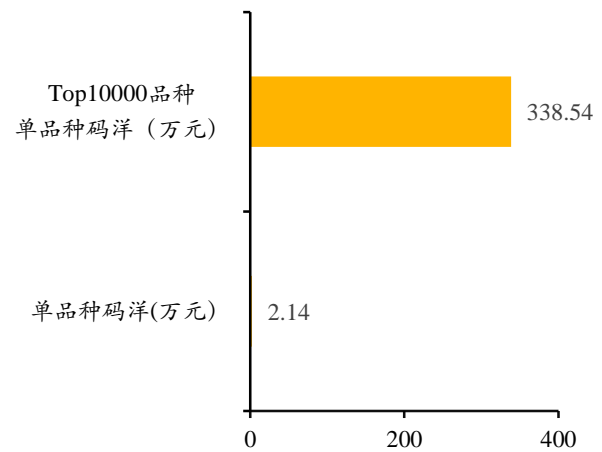
注：由于《恶意》为2016年10月上市，其2016年的销量根据平均月销量做了相应调整

资料来源：开卷信息、广证恒生

头部作品销售份额不断增加，图书市场马太效应逐步增强。由于与影视作品的联动逐步加强，图书作品逐步展示出影视作品的特性，既头部作品的流量吸引能力越来越强。根据开卷信息数据显示，2017年销量 Top10000 以及 Top1% 的图书对市场码洋贡献率分别从 2014 年的 36%、44% 上升至 2017 年的 42%、52%，头部作品的销售份额贡献在不断提升。根据最新数据，Top10000 品种的单品种码洋为 338.54 万元，而行业平均的单品种码洋仅为 2.14 万元，头部作品基本贡献了行业的主要收入。我们认为，图书市场的“马太效应”越来越强，带动精品畅销书成为各大出版公司追逐和重视的目标。

**图表29. 头部作品销售份额不断增加**


资料来源：开卷信息、广证恒生

**图表30. 头部作品的单品码洋显著领先**


资料来源：开卷信息、广证恒生

### 3.2 公司为畅销书龙头企业，17年4部图书进入畅销榜前5

公司为畅销书龙头企业，经典图书为畅销榜常客。根据开卷信息统计数据显示，新经典在 2017 年动销品种中，分别有 4 本、2 本作品进入 2017 年线上、线下渠道畅销排行榜前五。根据 2017 年当当网销量数据，其网站图书销量排名中，新经典有 11 部作品入围排名前 100。而亚马逊和京东，则分别有 10 部和 7 部入围销量排名前 100。我们认为，公司具备行业领先的畅销书开发能力，其作品能够较好地切合当下读者的阅读偏好，近年来通过与影视剧电影等形成联动，多部作品霸榜畅销书市场。在图书市场头部书籍“虹吸效应”逐步增强的大环境下，有望率先领跑行业成长。

**图表31. 公司策划与发行图书为畅销榜常客**

| 排名 | 新书时间   | 线上渠道畅销榜      | 排名 | 新书时间   | 线下渠道畅销榜 |
|----|--------|--------------|----|--------|---------|
| 1  | 201708 | 《习近平的七年知青岁月》 | 1  | 201404 | 《解忧杂货店》 |
| 2  | 201404 | 《解忧杂货店》      | 2  | 200604 | 《追风筝的人》 |
| 3  | 201301 | 《白夜行》        | 3  | 201301 | 《白夜行》   |
| 4  | 201406 | 《嫌疑人 X 的献身》  | 4  | 201505 | 《摆渡人》   |
| 5  | 201701 | 《人民的名义》      | 5  | 201708 | 《我不》    |

注：标红字体为公司策划发行图书

资料来源：开卷信息、广证恒生

**图表32. 公司策划与发行图书名列各大线上商城的畅销榜**

| 图书           | 当当排名 | 亚马逊排名 | 京东排名 |
|--------------|------|-------|------|
| 《解忧杂货店》      | 2    | 1     | 2    |
| 《白夜行》        | 10   | 4     | 12   |
| 《嫌疑人 X 的献身》  | 20   | 20    | 48   |
| 《百年孤独》       | 27   | 13    | 46   |
| 《恶意》（2016 年） | 30   | 42    | \    |
| 《不可思议的旅程》    | 45   | \     | \    |
| 《平凡的世界》（全三册） | 56   | 18    | 79   |
| 《窗边的小豆豆》     | 57   | 25    | 42   |
| 《霍乱时期的爱情》    | 60   | \     | \    |
| 《牧羊少年奇幻之旅》   | 85   | \     | \    |
| 《人民的名义》      | 92   | 23    | 24   |
| 《活着》         | \    | 15    | \    |
| 《穆斯林的葬礼》     | \    | 81    | \    |

资料来源：公开信息、广证恒生

### 3.3 协同布局相关业务，加强公司品牌影响力

立足 IP 试水影视业务，有望提升“图书+影视”的协同效应。公司的影视剧策划业务主要是以 IP 改编为重点，借助公司在图书领域准确把握市场需求、选题策划开发方面的经验以及版权资源和作者资源的积累，推动影视剧策划业务的具体开展。目前公司正在推进的项目中，包括《阴阳师》这类爆款 IP。由网易发行的《阴阳师》手游在两个月内，DAU 突破 1000 万大关，总流水超 20 亿，霸榜 APP STORE 榜首长达一个月。我们认为，公司在图书领域所具有独特的 IP 资源优势，为其涉足影视剧业务奠定基础。同时，随着相关影视作品的推出，市场对 IP 的关注度有望被重新点燃，从而形成书影联动的良性循环。

**图表33. 目前公司主要推行 6 个 IP 改编影视项目**

| 序号 | 改编图书      | 电影/电视剧 | 目前进度 |
|----|-----------|--------|------|
| 1  | 《人生》      | 电影     | 拍摄筹备 |
| 2  | 《欢乐英雄》    | 电视剧、电影 | 拍摄筹备 |
| 3  | 《阴阳师》     | 电影     | 拍摄筹备 |
| 4  | 《红玫瑰与白玫瑰》 | 电视剧    | 剧本创作 |
| 5  | 《盛世奇谭》    | 电视剧    | 剧本创作 |
| 6  | 《敦煌》      | 电视剧    | 剧本创作 |

资料来源：公司公告、广证恒生

**收购 Pageone 书店，拓宽线下宣传渠道。**2017 年 5 月，公司以税后人民币 2700 万元的价格购买叶一堂（北京）贸易有限公司和北京百灵鸽图书有限责任公司的全部股权，同时以税前人民币 800 万元的价格向新加坡叶一堂书店有限公司购买其在新加坡注册的互联网域名以及在中国大陆、香港和台湾注册的“PAGE ONE”商标。Page one 1983 年创始于新加坡，期初提供美术及设计类书籍，之后发展到涵盖种类繁多的外文书、艺术及设计、建筑、时尚、摄影、旅游等书籍，且拥有各类书籍小说及精品。目前，Page One 已经北京、成都、杭州等地开设了 6 家零售书店。书店设计独具特色，装潢极具个性，每家书店都有其主打的风格，力求让顾客享受轻松、自在、舒适的读书环境。此外，书店还会定期举办图书分享会、主题沙龙活动等，吸引顾客不断参观拜访。我们认为，Page One 极具特色的设计风格及阅读活动为顾客提供

了别具特色的阅读体验，有助于公司拓宽线下宣传渠道，加深消费者的品牌印象。

图表34. 公司收购 Pageone 书店，拓宽线下宣传渠道



资料来源：公司官网、广证恒生

图表35. Page one 书店分布于各大城市

| 开业时间        | 分类    | 地区 | 所在商区    |
|-------------|-------|----|---------|
| 2010 年 6 月  | 零售书店  | 杭州 | 万象城     |
| 2011 年 4 月  | 零售书店  | 北京 | 国贸大厦    |
| 2012 年 5 月  | 零售书店  | 北京 | 颐堤港商业中心 |
| 2013 年 1 月  | 概念旗舰店 | 北京 | 三里屯     |
| 2014 年 8 月  | 零售书店  | 成都 | 国际金融中心  |
| 2017 年 12 月 | 零售书店  | 北京 | 前门北京坊   |

资料来源：公司公告、广证恒生

## 4. 核心团队提升竞争壁垒，龙头企业强者恒强

### 4.1 编辑团队策划能力出众，主要作品豆瓣评分高达 8.8

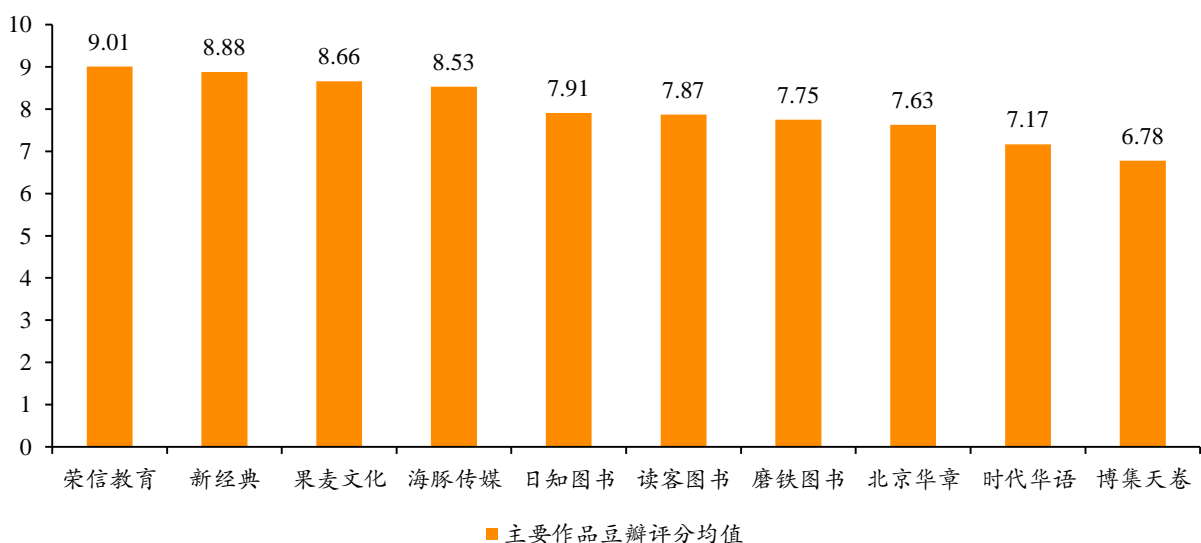
核心人才具备多年从业经验，产品甄别、图书策划能力出众。目前公司核心人员均具备 10 年以上从业经验，大多取得硕士或博士学位，图书策划及编辑能力突出。在东野圭吾作品的引进上公司高层具备独特的眼光，在其红遍中国之前，以极低的价格一次签下其 20 多本书的版权；在儿童精装绘本的引进上，公司高层具备较高的胆识，2003 年国内几乎所有的出版社都不看好儿童绘本市场前景，而公司决定签下《可爱的鼠小弟》系列，目前实现的销售量近 300 万册；在《百年孤独》中文版版权的引进上，公司具有极大的耐心，董事长陈明俊在坚持 6 年的书信请求后，终于拿下加西亚·马尔克斯独家授权的《百年孤独》中文版版权，震惊国内出版界。我们认为，公司依靠其核心团队精准的判断力和长远的战略眼光，能够较为准确地预见产品的商业价值，从而提前锁定优秀作品，提升公司产品的竞争力。

**图表36. 核心人才具备多年从业经验，策划编辑能力出众**

| 核心人员 | 职位         | 履历   |
|------|------------|--|
| 陈明俊  | 董事长        | 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。           |
| 猿渡静子 | 飓风社董事长     | 中国现当代文学专业, 博士学位。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。   |
| 陈丰   | 副总编辑       | 博士学位。2001年至2015年任法国 PicquierPhilipp 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。                         |
| 岳卫华  | 青马文化总编辑    | 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。                     |
| 黎遥   | 副总编辑       | 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。 |
| 林妮娜  | 青马文化总经理    | 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。                    |
| 张苓   | 策划与版权部版权总监 | 戏剧文学专业, 博士学位。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。  |

资料来源：公司公告、广证恒生

**编辑团队策划能力出众，公司图书品质处于行业领先水平。**得益于编辑团队的策划能力，公司畅销书得到市场的普遍认可。以豆瓣评分作为参照，公司前十的图书作品获得了平均分 8.88 分的高分，领先于主要竞争对手博集天卷的 6.78 分以及磨铁图书的 7.75 分，公司图书的品质显著处于行业领先水平。**我们认为，公司编辑团队优异的策划能力保障了其图书的品质，带动公司销量口碑的双增长，另外公司的销量与口碑成绩将推动公司在作家、版权的签约上处于领先地位，进而获取更高的销量，形成行业强者恒强的竞争趋势。**

**图表37. 公司图书品质处于行业领先水平**


资料来源：豆瓣、广证恒生

## 4.2 销量成绩优异，签约作家包括 5 位诺贝尔文学奖得主

得益于优异的销量成绩，公司得以持续引进大量的优质版权。公司目前拥有授权期内图书版权 3300 余种，知名的畅销品种包括《百年孤独》、《窗边的小豆豆》、《解忧杂货店》、《撒哈拉的故事》以及《解密》等。近年来，公司上市多部优秀新品，如《活着》、《一直特立独行的猪》、《中国人的历史》等，形成了经典作品持续热销、新品种积蓄新能量的良性循环，不断提升企业的竞争实力。

图表38. 公司保有多部国内外优秀作品版权

| 种类   | 图书        | 作者        |
|------|-----------|-----------|
| 外国文学 | 《百年孤独》    | 加西亚·马尔克斯  |
|      | 《雪国》      | 川端康成      |
|      | 《白夜行》     | 东野圭吾      |
|      | 《解忧杂货店》   | 东野圭吾      |
|      | 《1Q84》    | 村上春树      |
| 华语文学 | 《骆驼祥子》    | 老舍        |
|      | 《穆斯林的葬礼》  | 霍达        |
|      | 《平凡的世界》   | 路遥        |
|      | 《倾城之恋》    | 张爱玲       |
|      | 《边城》      | 沈从文       |
|      | 《撒哈拉的故事》  | 三毛        |
| 童书   | 《窗边的小豆豆》  | 黑柳彻子      |
|      | 《城南旧事》    | 林海音       |
|      | 《爱心树》     | 谢尔·希尔弗斯坦  |
|      | 《鼠小弟的圣诞节》 | 上野纪子      |
|      | 《不可思议的旅程》 | 艾伦·贝克尔    |
| 生活方式 | 《金字塔原理》   | 芭芭拉·明托    |
|      | 《西藏生死书》   | 索甲仁波切     |
|      | 《雕刻时光》    | 安德烈·塔可夫斯基 |

数据来源：公司公告、广证恒生

与多位优秀作家建立合作关系，在新书发行上占得先机。公司先后与加西亚·马尔克斯、黑柳彻子、村上春树、东野圭吾、余华、安妮宝贝建立合作关系。在版权代理方面，博达、大苹果、卡门、讲谈社、大江社、东贩等都与公司保持良好合作伙伴关系，这使得公司在版权获取方面掌握先发优势，具有较强的版权获取能力。我们认为，多年的成功经验以及与多位知名作家的良好合作关系，有助于公司提前获得优质的作品版权，在新发市场处于行业领先地位。

图表39. 公司与多位优秀作家存在合作关系

| 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<br>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，<br>2009 年耶路撒冷文学奖，<br>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，<br>2006 年直木奖、本格推理小说大奖、<br>2008 年新风奖得主 | 《白夜行》、《嫌疑人 X 的献身》、<br>《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          | 1998 年格林扎纳·卡佛文学奖，<br>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》         |

注：标红作家为豆瓣 2017 年 TOP10 热门作家

资料来源：招股书、广证恒生

### 4.3 股权激励锁定核心人才，加强核心团队建设

公司采取股权激励政策进一步锁定核心人才。公司于 2017 年 6 月推出第一期股票期权与限制性股票期权激励计划，主要面向董事、总经理、财务总监、中层管理人员、资深编辑及业务主管。其中包括授予 6 名激励对象 130 万限制性股票，占公司总股本 0.97%，授予价格 22.80 元/股。以及授予 84 名激励对象 334 万股股票期权（其中资深编辑 20 人，业务主管 37 人，中层管理人员 27 人），占总股本 2.50%，行权价格 45.60 元/股。我们认为公司在上市之初，推出人才激励措施，有助于满足员工利益诉求，强化员工归属感和团队建设，稳固公司核心人才。

图表40. 公司授予 6 名核心人员 130 万限制性股票

| 姓名           | 职务             | 票数量(万股) | 总数的比例   | 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<br>会秘书 | 30      | 23.08%  | 0.22% |
| 中层管理人员 (3 人) |                | 50      | 38.46%  | 0.37% |
| 合计           |                | 130     | 100.00% | 0.97% |

资料来源：公司公告、广证恒生

图表41. 公司授予 84 名激励对象 334 万股股票期权

| 人数   | 获授的股票期权数量 (万股) | 占目前总股本比例 | 行权价格 (元/股) |
|------|----------------|----------|------------|
| 84 人 | 334            | 2.50%    | 45.60      |

资料来源：公司公告、广证恒生

## 5. 盈利预测及估值

- 1) **18-20 年预计自有版权图书业务收入分别实现 5.5%、20.2%、18.5% 的增长**：预计未来三年图书零售市场总码洋增速下降至 10%，公司市占率有望每年提升 0.2 个百分点，销售折扣基本保持稳定。
- 2) **18-20 年预计非自有版权图书业务收入保持在 1.2 亿左右**：非自有版权业务不是公司核心业务，17 年以前销售码洋保持在 2 亿左右，2017 年由于《人民的名义》激增至 2.5 亿，考虑到其可持续性较低，未来 3 年预计公司非自有版权业务码洋为 2.1-2.3 亿，销售折扣稳定在 54%。
- 3) **图书分销业务预计将在 2020 年实现完全剥离**：公司正在逐步剥离图书分销业务，目前仅剩成都分销公司，假设公司图书分销业务将在 2020 年实现完全剥离。
- 4) **盈利预测与估值**：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.52、3.09 以及 3.72 亿元，EPS 分别为 1.87/2.30/2.77 元，对应当前股价 32、26 以及 22 倍 PE。给予公司 2019 年 30 倍 PE，目标价 69.00 元/股；首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。

图表42. 公司主要业务盈利预测 (单位：百万元)

|                    | 2016 年报 | 2017 年报 | 2018E  | 2019E  | 2020E   |
|--------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| <b>自有版权图书策划与发行</b> |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 503.13  | 693.74  | 731.83 | 879.85 | 1042.36 |
| 毛利率(%)             | 51.49   | 52.67   | 51.64  | 51.93  | 52.08   |
| 收入 YOY             | 24.2%   | 37.9%   | 5.5%   | 20.2%  | 18.5%   |
| <b>文学类</b>         |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 346.47  | 505.19  | 485.95 | 604.60 | 688.65  |
| 毛利率(%)             | 51.32   | 52.42   | 51.69  | 51.81  | 51.97   |
| 收入 YOY             | 23.3%   | 45.8%   | -3.8%  | 24.4%  | 13.9%   |
| <b>少儿类</b>         |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 111.63  | 132.91  | 159.09 | 206.82 | 268.87  |
| 毛利率(%)             | 52.55   | 54.28   | 53.14  | 53.32  | 53.58   |
| 收入 YOY             | 25.7%   | 19.1%   | 19.70% | 30.0%  | 30.0%   |
| <b>社科、生活及其他</b>    |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 45.03   | 55.63   | 55.63  | 68.42  | 84.85   |
| 毛利率(%)             | 50.16   | 51.08   | 47.66  | 49.63  | 49.46   |
| 收入 YOY             | 27.2%   | 23.5%   | 0.0%   | 23.0%  | 24.0%   |
| <b>非自有版权图书发行</b>   |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 94.36   | 137.20  | 116.15 | 116.64 | 124.11  |
| 毛利率(%)             | 17.63   | 18.42   | 17.53  | 17.86  | 17.94   |
| 收入 YOY             | -18.9%  | 45.4%   | -15.3% | 0.4%   | 6.4%    |
| <b>图书分销</b>        |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 297.08  | 125.36  | 37.61  | 18.80  | 0.00    |
| 毛利率(%)             | 10.44   | 11.02   | 10.84  | 10.77  | 10.87   |
| 收入 YOY             | -28.8%  | -57.8%  | -70.0% | -50.0% | -100.0% |
| <b>数字图书</b>        |         |         |        |        |         |
| 收入                 | 5.66    | 9.33    | 14.93  | 23.89  | 38.22   |
| 毛利率(%)             | 72.15   | 66.78   | 70.17  | 69.70  | 68.88   |
| 收入 YOY             | 26.3%   | 64.8%   | 60.0%  | 60.0%  | 60.0%   |



| 图书零售   |  |       |        |       |       |
|--------|--|-------|--------|-------|-------|
| 收入     |  | 2.99  | 17.92  | 19.71 | 21.68 |
| 毛利率(%) |  | 39.79 | 57.75  | 58.11 | 58.01 |
| 收入 YOY |  |       | 499.4% | 10.0% | 10.0% |

资料来源：公司公告、广证恒生

## 6. 风险提示

国家税收政策风险，纸张价格上涨风险，行业竞争加剧风险。



附录：公司财务预测表

| 资产负债表     |          |         |         |         | 利润表            |          |          |          |          |
|-----------|----------|---------|---------|---------|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度      | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 会计年度           | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
| 流动资产      | 1648.52  | 1777.45 | 1999.98 | 2340.31 | 营业收入           | 943.97   | 919.02   | 1059.28  | 1226.99  |
| 现金        | 244.21   | 307.23  | 356.53  | 462.09  | 营业成本           | 531.50   | 466.93   | 537.60   | 608.43   |
| 应收账款      | 85.30    | 150.00  | 80.00   | 80.00   | 营业税金及附加        | 0.86     | 0.61     | 0.84     | 0.97     |
| 其它应收款     | 17.33    | 15.69   | 17.61   | 16.88   | 营业费用           | 82.46    | 79.10    | 91.03    | 106.07   |
| 预付账款      | 76.67    | 77.67   | 77.04   | 77.13   | 管理费用           | 64.14    | 65.56    | 60.90    | 63.60    |
| 存货        | 260.00   | 326.85  | 268.80  | 304.21  | 财务费用           | -1.97    | -2.61    | -3.15    | -5.54    |
| 其他        | 965.00   | 900.00  | 1200.00 | 1400.00 | 资产减值损失         | 1.73     | 0.71     | 0.45     | 2.23     |
| 非流动资产     | 134.74   | 179.90  | 206.46  | 214.19  | 公允价值变动收益       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资      | 59.07    | 59.07   | 59.07   | 59.07   | 投资净收益          | 31.42    | 32.00    | 45.00    | 49.00    |
| 固定资产      | 6.29     | 5.04    | 3.79    | 2.53    | 营业利润           | 318.97   | 340.73   | 416.62   | 500.23   |
| 无形资产      | 0.48     | 0.24    | 0.08    | 0.05    | 营业外收入          | 3.95     | 5.00     | 6.00     | 7.00     |
| 其他        | 68.89    | 115.55  | 143.52  | 152.53  | 营业外支出          | 4.41     | 2.23     | 2.71     | 3.11     |
| 资产总计      | 1783.26  | 1957.35 | 2206.44 | 2554.50 | 利润总额           | 318.52   | 343.50   | 419.91   | 504.12   |
| 流动负债      | 224.00   | 192.85  | 182.86  | 213.75  | 所得税            | 79.11    | 85.31    | 104.29   | 125.20   |
| 短期借款      | 0.00     | 50.88   | 10.00   | 10.00   | 净利润            | 239.41   | 258.19   | 315.62   | 378.92   |
| 应付账款      | 97.08    | 64.88   | 81.08   | 95.81   | 少数股东损益         | 7.09     | 6.21     | 6.15     | 6.48     |
| 其他        | 126.93   | 77.08   | 91.78   | 107.94  | 归属母公司净利润       | 232.32   | 251.98   | 309.47   | 372.43   |
| 非流动负债     | 1.22     | 0.58    | 0.60    | 0.80    | EBITDA         | 316.24   | 342.50   | 418.34   | 500.14   |
| 长期借款      | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EPS (摊薄)       | 1.73     | 1.87     | 2.30     | 2.77     |
| 其他        | 1.22     | 0.58    | 0.60    | 0.80    |                |          |          |          |          |
| 负债合计      | 225.22   | 193.43  | 183.45  | 214.55  | 主要财务比率         |          |          |          |          |
| 少数股东权益    | 33.39    | 39.60   | 45.75   | 52.24   | 会计年度           | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
| 股本        | 134.66   | 134.66  | 134.66  | 134.66  | 成长能力           |          |          |          |          |
| 资本公积      | 929.29   | 929.29  | 929.29  | 929.29  | 营业收入增长率        | 10.70%   | -2.64%   | 15.26%   | 15.83%   |
| 留存收益      | 489.18   | 660.37  | 913.28  | 1223.77 | 营业利润增长率        | 62.49%   | 6.82%    | 22.27%   | 20.07%   |
| 归属母公司股东权益 | 1523.96  | 1724.32 | 1977.23 | 2287.72 | 归属于母公司净利润增长率   | 52.94%   | 8.46%    | 22.82%   | 20.35%   |
| 负债和股东权益   | 1783.26  | 1957.35 | 2206.44 | 2554.50 | 获利能力           |          |          |          |          |
|           |          |         |         |         | 毛利率            | 43.70%   | 49.19%   | 49.25%   | 50.41%   |
| 现金流量表     |          |         |         |         | 净利率            | 25.36%   | 28.09%   | 29.80%   | 30.88%   |
| 会计年度      | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   | ROE            | 20.58%   | 15.17%   | 16.34%   | 17.07%   |
| 经营活动现金流   | 121.66   | 68.20   | 118.89  | 114.22  | ROIC           | 15.53%   | 14.43%   | 15.76%   | 16.31%   |
| 净利润       | 239.41   | 251.98  | 309.47  | 372.43  | 偿债能力           |          |          |          |          |
| 折旧摊销      | 1.38     | 1.61    | 1.58    | 1.56    | 资产负债率          | 12.63%   | 9.88%    | 8.31%    | 8.40%    |
| 财务费用      | -1.97    | -2.61   | -3.15   | -5.54   | 净负债比率          | 0.00%    | 26.31%   | 5.45%    | 4.66%    |
| 投资损失      | -31.42   | -32.00  | -45.00  | -49.00  | 流动比率           | 735.94%  | 921.68%  | 1093.74% | 1094.89% |
| 营运资金变动    | -85.23   | -155.42 | -149.09 | -210.63 | 速动比率           | 619.87%  | 752.19%  | 946.74%  | 952.57%  |
| 其它        | -0.51    | 4.64    | 5.09    | 5.40    | 营运能力           |          |          |          |          |
| 投资活动现金流   | -953.59  | -7.25   | 24.83   | 47.72   | 总资产周转率         | 72.49%   | 49.14%   | 50.88%   | 51.54%   |
| 资本支出      | -8.73    | 0.00    | -20.00  | -1.00   | 应收账款周转率        | 1257.10% | 781.15%  | 921.11%  | 1533.74% |
| 长期投资      | 965.49   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 应付账款周转率        | 633.42%  | 576.60%  | 736.63%  | 687.92%  |
| 其他        | -1910.35 | -7.25   | 44.83   | 48.72   | 每股指标 (元)       |          |          |          |          |
| 筹资活动现金流   | 644.43   | 2.06    | -94.42  | -56.38  | 每股收益 (最新摊薄)    | 172.53%  | 187.12%  | 229.82%  | 276.57%  |
| 短期借款      | 0.00     | 50.88   | -40.88  | 0.00    | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 90.35%   | 50.65%   | 88.29%   | 84.82%   |
| 长期借款      | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 每股净资产 (最新摊薄)   | 1131.71% | 1280.50% | 1468.31% | 1698.89% |
| 普通股增加     | 34.66    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 估值比率           |          |          |          |          |
| 资本公积金增加   | 670.72   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | P/E            | 34.74    | 32.03    | 26.08    | 21.67    |
| 其他        | -60.96   | -48.82  | -53.54  | -56.38  | P/B            | 5.30     | 4.68     | 4.08     | 3.53     |
| 现金净增加额    | -187.50  | 63.02   | 49.30   | 105.55  | EV/EBITDA      | 1.39     | 22.93    | 18.58    | 15.34    |



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。