

## 新增长周期延续，核心主营增速继续提升 买入（维持）

2019年08月17日

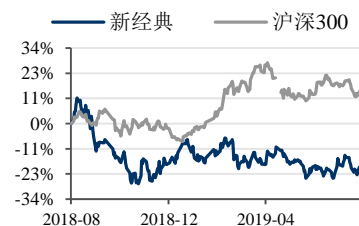
盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	926	1,030	1,173	1,361
同比(%)	-1.9%	11.2%	13.9%	16.1%
归母净利润(百万元)	241	286	329	382
同比(%)	3.7%	18.8%	15.0%	16.3%
每股收益(元/股)	1.78	2.11	2.43	2.83
P/E(倍)	31.74	26.72	23.24	19.99

### 投资要点

- **业绩符合预期，新增长周期延续。**19H1 实现营收 47,404.35 万元，同比增长 6.64%，归属于上市公司股东的净利润为 11,918.03 万元，同比增长 8.96%。19Q2 实现收入 25,288.07 万元，同比增长 7.62%，归属于上市公司股东的净利润为 6,335.61 万元，同比增长 16.33%。公司收入、利润保持逐季改善的趋势，符合我们自 2018Q3 至今的判断（详见我们 2018 年三季报点评：《新增长曲线的起点》）。公司已完成分销业务及书店业务剥离，聚焦核心主营业务，均实现了双位数以上增长。
- **自有版权新增品种数同比增长 30%，少儿增速最高。**公司 H1 自有版权新增动销品种 179 种，去年同期为 138 种，实现营收 37,226.61 万元，同比增长 9.15%，毛利率为 51.97%，同比下滑 1.92pct，主要原因为 19H1 网站渠道普遍加大促销活动频率与力度，公司实际结算折扣有所下降，预计公司线上渠道增速高于线下渠道增速。细分品类方面：1) 少儿延续 18H2 趋势，上半年实现营收 8,326.41 万元，同比增长 21.69%，随着前期独立发行渠道的建设逐渐成熟，公司少儿品类增速同比有明显提升，《爱心树》《一粒种子的旅行》《失落的一角》《小黑鱼》《胡萝卜的种子》等经典作品销量同比上升，童喜喜的“嘭嘭嘭”系列、黄加佳的《甲骨文学校》、石小琳的《天才少年训练营》等原创儿童文学作品均获得良好的口碑和市场反馈；2) 文学类图书整体平稳，H1 实现营收 25,525.25 万元，同比增长 4.79%，《人生海海》2019 年 4 月起稳居开卷图书畅销榜前三十。文学品类在一定程度上也受到上半年行业增长相对平淡的影响，《三体》系列等同类竞品对于市场头部也形成一定挤占，但公司仍能延续增长趋势，凸显公司产品积淀及发行实力；3) 非虚构类图书实现营收 3,374.96 万元，同比增长 16.18%。我们测算 Q2 公司自有版权图书销售收入增速在 20% 左右。
- **非自有版权图书发行业务增长修复，新品值得期待。**19H1 实现营收 6,449.29 万元，同比增长 13.78%，此前 2018 年全年增速为-7.43%。其中《平凡的世界》、《人生》、《穆斯林的葬礼》、《四世同堂》、《雷雨》等经典图书销售情况稳中有增，阿来新作《云中记》获得积极评价和市场反馈，徐则臣长篇小说《北上》8 月 16 日获第十届茅盾文学奖。
- **预付版权金环比继续增长，版权储备再加码。**19H1 期末，公司预付款合计 22,556.70 万元，主要为预付版权金，同比 18H1 期末增长 143.50%，环比 19Q1 期末增长 21.68%，公司编辑团队及版权储备维持较为积极的扩张，后续值得期待。
- **维持“买入”评级。**我们预计公司 19/20/21 年归母净利润分别为 2.86/3.29/3.82 亿元，对应 PE 为 27/23/20 倍。
- **风险提示：**产品适销，政策风险，人员流失，超预期的爆款产品。

证券分析师 张良卫  
执业证号：S0600516070001  
021-60199793  
zhanglw@dwzq.com.cn  
证券分析师 周良玖  
执业证号：S0600517110002  
021-60199793  
zhoulj@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	56.49
一年最低/最高价	50.51/79.94
市净率(倍)	4.28
流通 A 股市值(百万元)	3067.86

### 基础数据

每股净资产(元)	13.21
资产负债率(%)	8.04
总股本(百万股)	135.31
流通 A 股(百万股)	54.31

### 相关研究

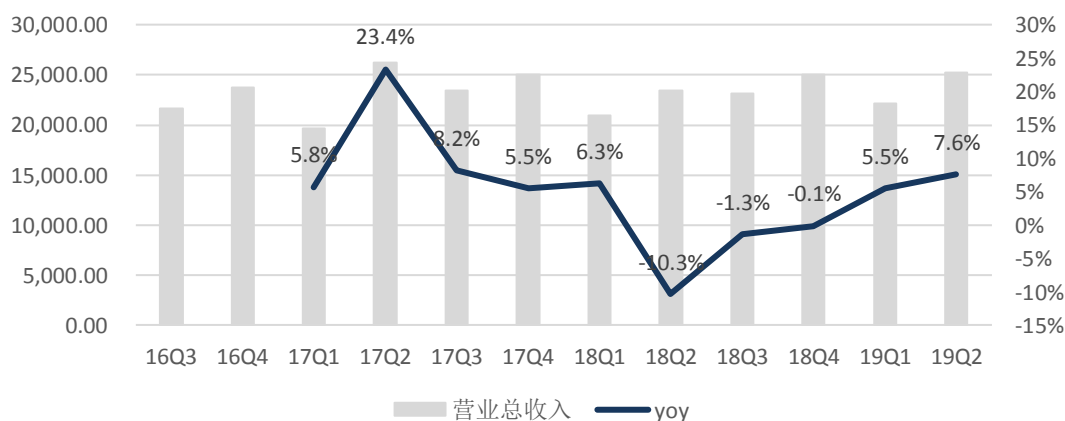
- 1、《新经典 (603096)：增长逐季改善符合前期判断，资产及现金流保持高质量》2019-04-30
- 2、《新经典 (603096)：18Q4 加码版权储备，积极关注新书表现》2019-04-21
- 3、《新经典 (603096)：新增长曲线的起点》2018-10-30

## 1. 收入、利润保持逐季改善的趋势，符合预期

19H1 公司持续聚焦主营业务,实现营业收入 47,404.35 万元,较去年同期增长 6.64%,归属于上市公司股东的净利润为 11,918.03 万元,较去年同期增长 8.96%,归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润为 11,005.61 万元,较去年同期增长 13.01%。

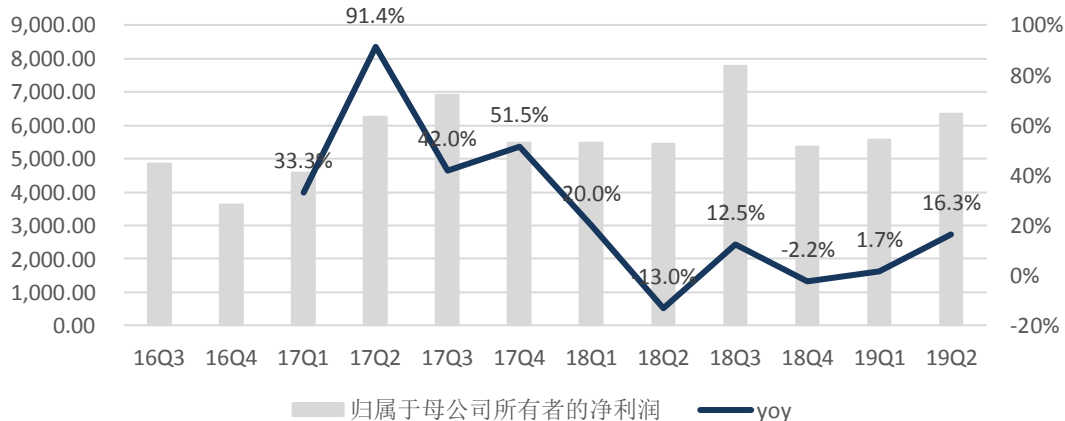
公司收入、利润保持逐季改善的趋势,符合我们自 2018Q3 至今的判断(详见我们 2018 年三季度报点评《新增长曲线的起点》)。

图 1: 16Q3 至今公司收入及同比增速(单位:万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 16Q3 至今公司归属净利润及同比增速(单位:万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 自有版权新增品种数同比增长 30%，少儿延续高增长

19H1, 公司自有版权图书新增动销品种 179 种。自有版权图书的策划与发行业务实现营业收入 37,226.61 万元,同比增加 9.15%;毛利率为 51.97%,较去年同期下滑 1.92 个百分点,主要原因为 2019 年上半年网站渠道普遍加大促销活动的频率与力度,公司

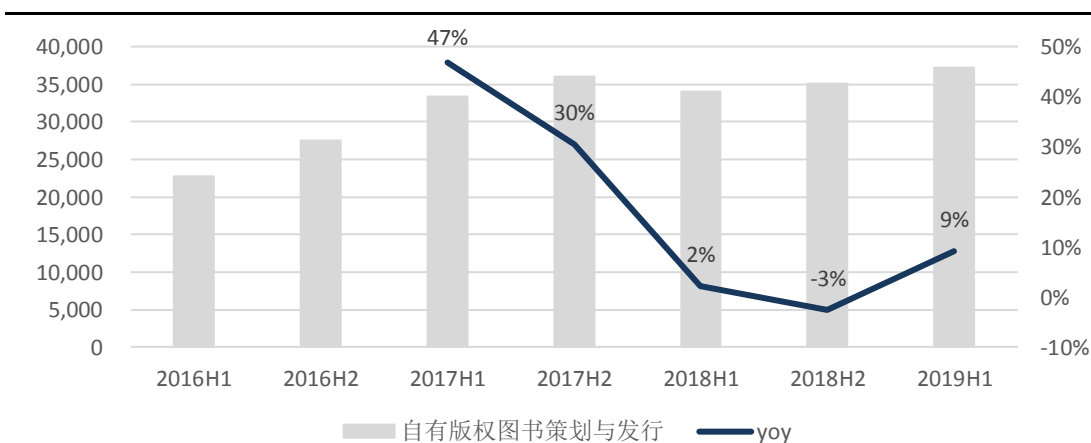
的实际结算折扣有所下降。

文学类图书整体平稳，实现营业收入 25,525.25 万元，同比增长 4.79%。《百年孤独》《活着》《解忧杂货店》《一只特立独行的猪》《牧羊少年奇幻之旅》《放学后》《沉默的大多数》等近 30 种文学类代表作品在报告期内销售超过 10 万册。

新书方面，著名作家麦家的《人生海海》获得广泛关注，登顶“豆瓣最受关注图书榜”、“新浪好书榜”、“亚洲好书榜”等多个榜单，并获得人民网、凤凰网、腾讯视频、梨视频、澎湃等众多媒体重点推荐。

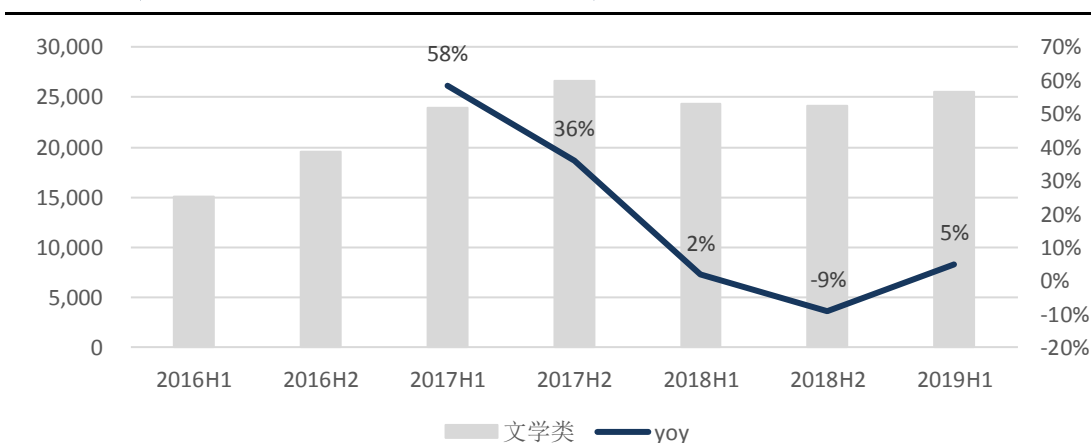
此外，报告期内上市的东野圭吾新书《侦探伽利略》《预知梦》等市场表现良好。

图 3：16 年至今公司自有版权图书策划与发行业务收入及同比增速（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：16 年至今公司文学品类收入及同比增速（单位：万元）

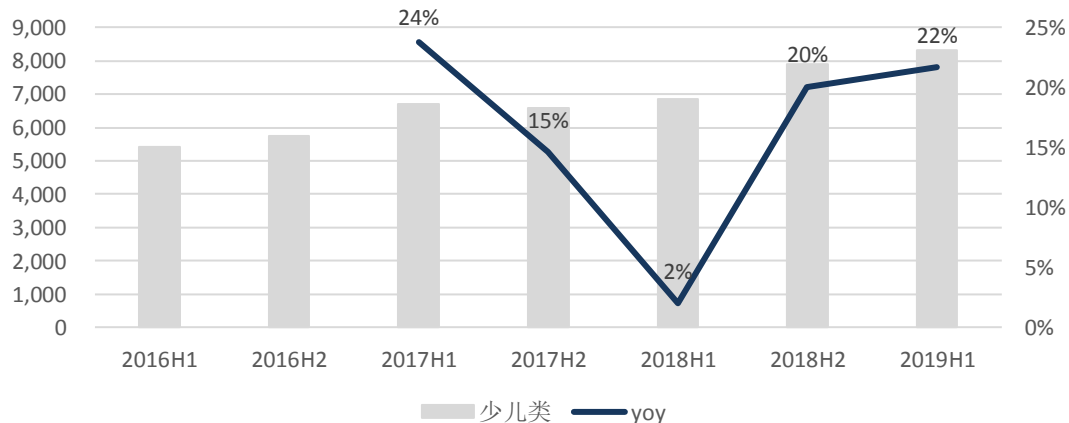


数据来源：Wind，东吴证券研究所

19H1 少儿类图书表现良好，营业收入 8,326.41 万元，实现 21.69% 的同比增长。《爱心树》《一粒种子的旅行》《失落的一角》《小黑鱼》《胡萝卜的种子》等经典作品在上半年销量同比上升。公司积极开拓原创儿童文学市场，推出多位国内儿童文学作家的作品，如童喜喜的“嘭嘭嘭”系列、黄加佳的《甲骨文学校》、石小琳的《天才少年训

《露营》等，均获得良好的口碑和市场反馈。

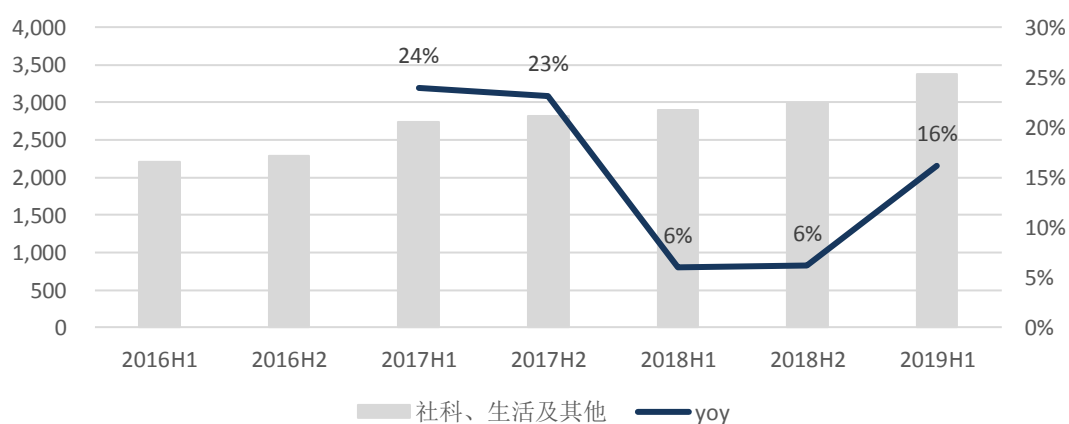
图 5：16 年至今公司少儿品类收入及同比增速（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司多年来持续发掘国内外优秀人文、社科、科普等非虚构类作品，推出了《西尔斯亲密育儿百科》《金字塔原理》《大英博物馆世界简史》《西藏生死书》等一批口碑图书。上半年，公司延续原有优势资源，推出了《大英博物馆中国简史》《自由的声音》《我和连岳一起成长》等作品。

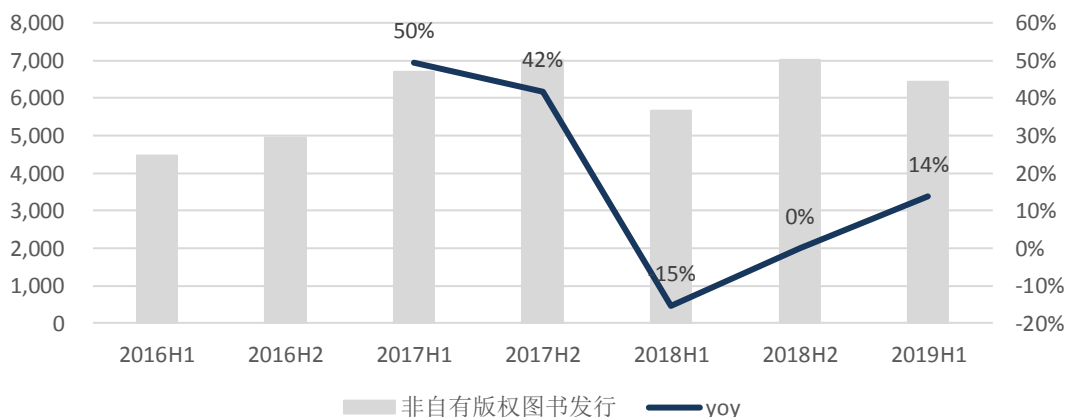
图 6：16 年至今公司非虚构类品类收入及同比增速（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

19H1，公司非自有版权图书发行业务实现营业收入 6,449.29 万元，较去年同期增长 13.78%。《平凡的世界》《人生》《穆斯林的葬礼》《四世同堂》《雷雨》等经典图书销售情况稳中有增。著名作家阿来新作《云中记》在报告期内上市，获得积极评价和市场反馈，徐则臣长篇小说《北上》8 月 16 日获第十届茅盾文学奖。

图 7：16 年至今公司非自有版权图书发行收入及同比增速（单位：万元）



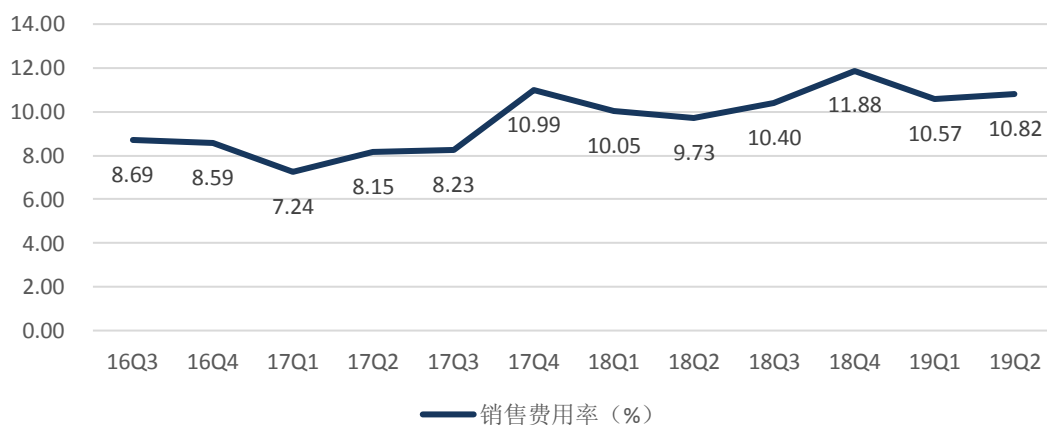
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 费用率保持平稳

19H1 销售费用为 5,074.52 万元，较去年同期增长 15.52%，主要是因为随着自有版权图书规模的加大，与之相关的销售成本、物流费用等有所增加。

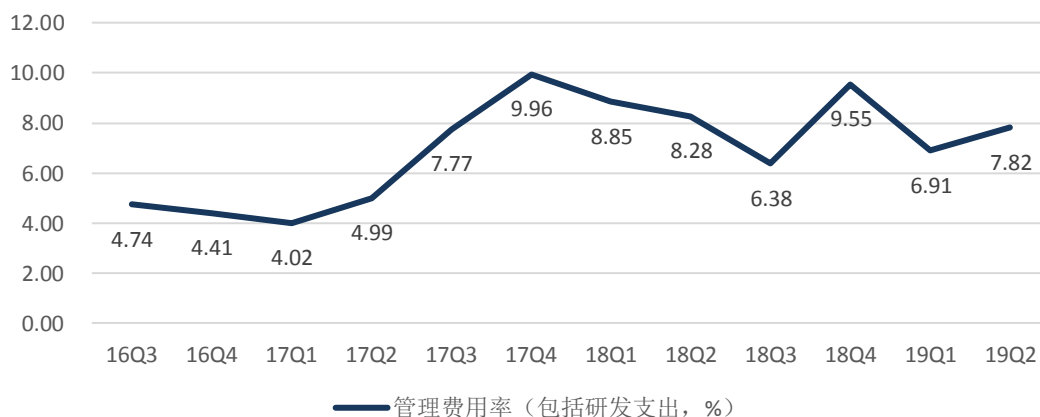
19H1 管理费用为 3,340.58 万元，较去年同期下降 6.71%，主要因为本期股权激励摊销费用为 480.55 万元，较去年同期下降了 747.94 万元，同比下降 60.88%。随着公司不断扩充人员，报告期内相关职工薪酬为 1,589.31 万元，较去年同期增长 26.27%。

图 8：16Q3 年至今公司销售费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：16 年至今公司管理费用及研发支出占收入比

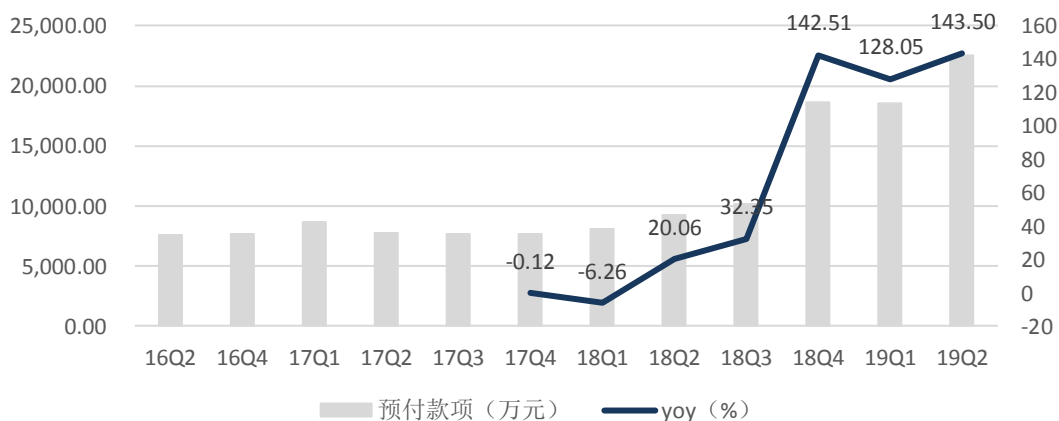


数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 预付款环比增长 22%

2019H1 期末，公司预付款合计 22,556.70 万元，主要为预付版权金，同比 2018H1 期末增长 143.50%，环比 2019Q1 期末增长 21.68%，公司编辑团队及版权储备维持较为积极的扩张，后续值得期待。

图 10： 公司预付款同比增速较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新经典三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,827</b>	<b>2,145</b>	<b>2,366</b>	<b>2,833</b>	<b>营业收入</b>	<b>926</b>	<b>1,030</b>	<b>1,173</b>	<b>1,361</b>
现金	499	783	864	1,235	减:营业成本	497	544	614	712
应收账款	138	110	172	156	营业税金及附加	1	2	2	2
存货	310	313	391	425	营业费用	98	109	124	144
其他流动资产	879	939	939	1,018	管理费用	72	72	82	95
<b>非流动资产</b>	<b>158</b>	<b>175</b>	<b>190</b>	<b>205</b>	财务费用	-1	-4	-7	-11
长期股权投资	67	81	94	108	资产减值损失	2	2	3	3
固定资产	8	7	7	7	加:投资净收益	42	45	51	56
在建工程	0	0	0	0	其他收益	31	34	39	45
无形资产	7	10	12	12	<b>营业利润</b>	<b>325</b>	<b>385</b>	<b>445</b>	<b>518</b>
其他非流动资产	76	76	76	77	加:营业外净收支	-7	7	4	1
<b>资产总计</b>	<b>1,985</b>	<b>2,320</b>	<b>2,556</b>	<b>3,038</b>	<b>利润总额</b>	<b>318</b>	<b>392</b>	<b>449</b>	<b>519</b>
<b>流动负债</b>	<b>204</b>	<b>325</b>	<b>275</b>	<b>429</b>	减:所得税费用	72	96	110	125
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	5	10	10	11
应付账款	83	134	139	217	<b>归属母公司净利润</b>	<b>241</b>	<b>286</b>	<b>329</b>	<b>382</b>
其他流动负债	120	191	136	212	EBIT	303	373	424	487
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBITDA	305	378	431	496
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>204</b>	<b>325</b>	<b>275</b>	<b>429</b>	每股收益(元)	1.78	2.11	2.43	2.83
少数股东权益	36	46	55	67	每股净资产(元)	12.89	14.41	16.45	18.79
					发行在外股份(百万股)	135	135	135	135
归属母公司股东权益	1,745	1,949	2,226	2,542	ROIC(%)	13.4%	14.4%	14.4%	14.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,985</b>	<b>2,320</b>	<b>2,556</b>	<b>3,038</b>	ROE(%)	13.8%	14.8%	14.9%	15.1%
					毛利率(%)	46.3%	47.2%	47.6%	47.7%
					销售净利率(%)	26.0%	27.8%	28.0%	28.1%
					资产负债率(%)	10.3%	14.0%	10.8%	14.1%
					收入增长率(%)	-1.9%	11.2%	13.9%	16.1%
					净利润增长率(%)	3.7%	18.8%	15.0%	16.3%
					P/E	31.74	26.72	23.24	19.99
					P/B	4.38	3.92	3.43	3.01
					EV/EBITDA	23.51	18.29	15.86	13.06

数据来源: 贝格数据, 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>

