

严格渠道价格管理有望驱动利润率回升，期待储备版权价值逐步释放

买入 (维持)

2020年04月29日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	925	1,050	1,208	1,345
同比 (%)	-0.1%	13.5%	15.0%	11.3%
归母净利润 (百万元)	240	297	353	398
同比 (%)	-0.2%	23.6%	18.9%	12.9%
每股收益 (元/股)	1.78	2.19	2.61	2.94
P/E (倍)	31.64	25.61	21.54	19.09

投资要点

20Q1 业绩超预期，自有版权业务收入预计基本持平。公司 Q1 实现收入 190,62.86 万元，同比下滑 13.81%，归母净利润 5,850.84 万元，同比增长 4.81%。公司核心主营业务一般图书发行实现营收 18,413.25 万元，同比下滑 11.05%，但去年公司完成分销业务剥离影响基数，我们测算剔除分销业务影响，公司核心主营自有版权业务或与去年同期基本持平，在疫情背景下实数难得，根据开卷数据统计，2020 年 Q1 整体图书零售市场同比下降 15.93%，网店渠道同比上升了 3.02%，实体店渠道同比下降了 54.79%。公司 Q1 自有版权业务收入能够得以维持，直接原因在于去年新上产品的靓丽表现，2019Q2 公司新上市《人生海海》、2019Q4 上市《你当像鸟飞往你的山》，以及存量产品精细化运作的结果。本质原因在于公司经过上市后三年的积累，在版权领域的积累，以及运营编辑人力资源和经验方面的积累，我们预计在没有疫情因素影响下，公司收入增速将更加理想。

毛利率、净利率提升，渠道价格控制成效显著。Q1 销售毛利率达 52.39%，同比提升 4.98pct，环比提升 13.53pct。2019 年网店促销活动频繁，导致公司销售费用增幅较大，相应的结算折扣降低，全年自有版权图书销售码洋增长 14.69%，但销售额仅增长了 8.87%，折扣率明显上升，尤其在 Q4 明显拖累公司利润率水平。2020 年初公司与几家主要网站达成共识，开始对重点图书进行价格管理，采取不同策略应对网店促销常态化带来的冲击。我们预计利润率同比提升将延续全年。我们了解，本轮重点图书的价格管理也包括数家行业其他龙头企业，行业边际变化值得关注！

期待优质储备版权价值逐步释放。2020 年公司已面世重点图书包括《狼图腾》、东野奎吾《沉默的巡游》，王小波作品也将推出公司享有独家版权的新版图书，随着新经典美国在报告期内完成对童书出版社 Boyds Mills Press 的收购，公司在海外市场已拥有 600 多位优秀作家、插画家的 1400 余种作品的全球出版权及其衍生权利。

维持“买入”评级：基于对毛利率及净利率得到改善的预期，及 2020 年的产品展望，我们预计公司 2020/2021/2022 年归属净利润分别为 2.97/3.53/3.98 亿元，对应 PE 为 26/22/19 倍，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价为 65.7 元/股。

风险提示：产品适销风险，渠道政策的变化，市场系统性风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.18
一年最低/最高价	48.67/64.03
市净率(倍)	3.86
流通 A 股市值(百万元)	7587.11

基础数据

每股净资产(元)	14.54
资产负债率(%)	8.76
总股本(百万股)	135.31
流通 A 股(百万股)	135.05

相关研究

- 1、《新经典 (603096)：近期多部重磅作品上线，组织架构调整激发团队活力》2019-10-29
- 2、《新经典 (603096)：新增长周期延续，核心主营增速持续提升》2019-08-17
- 3、《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

新经典三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,957	2,249	2,439	2,861	营业收入	925	1,050	1,208	1,345
现金	369	561	658	1,004	减:营业成本	504	540	618	687
应收账款	101	170	141	205	营业税金及附加	2	2	2	3
存货	268	352	358	431	营业费用	108	100	103	114
其他流动资产	1,219	1,165	1,282	1,220	管理费用	54	67	77	86
非流动资产	137	177	217	254	财务费用	-3	-5	-8	-14
长期股权投资	90	120	150	180	资产减值损失	-4	-4	-5	-5
固定资产	4	3	2	1	加:投资净收益	34	46	52	57
在建工程	0	0	0	0	其他收益	4	4	5	5
无形资产	22	34	44	52	营业利润	324	401	477	536
其他非流动资产	21	21	21	21	加:营业外净收支	-3	1	-2	-3
资产总计	2,094	2,426	2,656	3,115	利润总额	321	402	475	533
流动负债	156	286	232	370	减:所得税费用	76	98	113	126
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	4	8	8	9
应付账款	89	127	148	196	归属母公司净利润	240	297	353	398
其他流动负债	67	159	84	174	EBIT	309	388	456	508
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	314	394	463	517
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	157	286	232	370	每股收益(元)	1.78	2.19	2.61	2.94
少数股东权益	29	37	45	53	每股净资产(元)	14.10	15.55	17.58	19.89
					发行在外股份(百万股)	135	135	135	135
归属母公司股东权益	1,909	2,104	2,379	2,691	ROIC(%)	12.3%	14.0%	14.6%	14.4%
负债和股东权益	2,094	2,426	2,656	3,115	ROE(%)	12.6%	14.2%	14.9%	14.8%
					毛利率(%)	45.6%	48.6%	48.8%	48.9%
					销售净利率(%)	26.0%	28.3%	29.2%	29.6%
					资产负债率(%)	7.5%	11.8%	8.8%	11.9%
					收入增长率(%)	-0.1%	13.5%	15.0%	11.3%
					净利润增长率(%)	-0.2%	23.6%	18.9%	12.9%
					P/E	31.64	25.61	21.54	19.09
					P/B	3.98	3.61	3.20	2.82
					EV/EBITDA	20.05	15.50	12.98	10.99

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>