

聚焦主业, 巩固畅销化能力

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 一般图书行业头部效应强化, 公司作为畅销书龙头料将持续受益; 2) 公司具备品牌效应, 或将能持续吸引优质人才与版权资源, 具备将新书畅销化的能力; 3) 建设自有渠道, 新开天猫旗舰店或将为公司带来新增长。
- **头部效应强化, 畅销书 LTV 更高, 公司作为畅销书龙头或将持续受益。** 开卷信息显示, 销量排名前 1% 的图书码洋贡献率由 2014 年的 43.7% 提升至 2018 的 54.4%, 且呈现出不断扩大趋势, 头部效应强化。老书经久不衰, LTV 更高, 2018 年行业老书码洋市占率达到 83%, 且该比例还在不断提高。作为畅销书领域的龙头企业, 公司 2018 年有 3 种图书进入开卷年度虚构类畅销榜单前 10 名, 另分别有 12 种、7 种图书进入当当网与京东年度畅销书 TOP100, 根据公司官网, 新经典已连续 8 年位居当当网年度供应商实销排名第一, 预计将持续受益。
- **品牌效应+高员工激励+重资金投入+领导者眼光, 公司图书策划能力领先, 具备打造畅销书的能力。** 1) 公司在一般图书出版领域具备品牌效应, 根据开卷信息数据, 2017 年公司码洋占有率 1.36%, 居出版公司 TOP2, 2018 年公司码洋占有率 1.01%, 居出版公司 TOP3, 高平台价值或能持续吸引员工; 2) 公司员工平均薪资一直高于同业平均水平, 根据 wind 数据, 2018 年公司平均工资为 18 万元; 3) 公司对优秀作品最高可支付 15%-17% 的版税率, 2019H1 公司预付账款达 2.3 亿元, 继续加码版权资源; 4) 公司董事长陈明俊在 2002 年创立新经典以来, 相近引进《德川家族》《可爱的鼠小弟》, 开启了畅销书龙头征程。
- **新开天猫旗舰店, 或给公司带来新增长。** 公司于 2018Q1 在天猫分别开设了新经典与爱心树官方旗舰店。目前天猫旗舰店处于运营起始阶段, 截至 2019 年 9 月初, 店铺关注度仅为 3.5 万人, 同期京东店铺达到 25 万人, 具备提升潜力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.10/2.25/2.61 元。基于 1) 中国图书零售市场码洋保持 10% 以上的增速稳步增长; 2) 公司是文学、少儿畅销书龙头, 具备畅销书策划能力, 且仍不断加码版权, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料纸价上涨风险, 新媒体形式的冲击风险, 出版行业政策继续收紧风险。

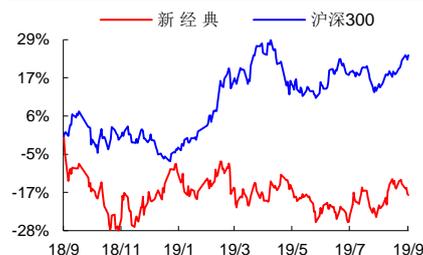
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	926.05	1020.80	1194.37	1418.80
增长率	-1.90%	10.23%	17.00%	18.79%
归属母公司净利润(百万元)	240.81	283.57	304.68	353.43
增长率	3.65%	17.76%	7.44%	16.00%
每股收益 EPS(元)	1.78	2.10	2.25	2.61
净资产收益率 ROE	13.82%	14.35%	13.69%	14.03%
PE	33	28	26	23
PB	4.57	4.03	3.58	3.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 张闻宇
电话: 021-58351917
邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.35
流通 A 股(亿股)	0.54
52 周内股价区间(元)	51.7-73.5
总市值(亿元)	79.72
总资产(亿元)	19.84
每股净资产(元)	13.21

相关研究

目 录

1 畅销书民营龙头，聚焦主业谋发展	1
2 图书市场仍保持两位数增长，头部效应、“老书效应”强化	6
3 品牌效应+高员工激励+重资金投入+领导者眼光，公司图书策划能力领先	8
4 多元化布局，创新增长极	10
4.1 顺势而为，拓展数字阅读	10
4.2 新开天猫旗舰店，分享线上销售红利	11
4.3 加强海外并购，丰富版权来源	12
5 盈利预测与估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 估值与评级	14
6 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司股权结构图 (截止 2019 年半年报)	1
图 2: 公司历史沿革图	3
图 3: 公司历年营收结构: 文学、少儿贡献主要营收 (亿元)	4
图 4: 公司历年毛利结构: 文学、少儿业务为主体 (亿元)	4
图 5: 公司历年营收结构: 文学、少儿占营收的 83%左右	5
图 6: 公司历年毛利结构: 文学、少儿占毛利的 85%左右	5
图 7: 公司 2014-2019H1 年营收及增速:2019H1 增速 6.6%	5
图 8: 公司 2014-2019H1 年归母净利润: 2019H1 增速 9.0%	5
图 9: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	6
图 10: 历年公司四项费率情况	6
图 11: 2012 年以来图书总销售码洋及增速 (亿元)	6
图 12: 2012 年以来线上、线下码洋占比及增速 (亿元)	6
图 13: 文艺类、少儿类图书码洋 (亿) 及比重	7
图 14: 2011 年以来文艺类、少儿图书码洋增速	7
图 15: TOP1%图书对整体图书零售市场的码洋贡献	7
图 16: 老书在市场中所占码洋比重不断扩大	8
图 17: 公司付给博达、讲谈社的版税 (万元) 呈现大幅增加	9
图 18: 2014 年以来公司预付账款情况 (亿元)	9
图 19: 版权储备数量: 2018 达到 3900 种 (单位: 种)	10
图 20: 版权采购渠道: 版权代理商+作者+并购	10
图 21: 中国数字阅读市场产业规模 (亿)	11
图 22: 用户付费意愿持续大幅提升	11
图 23: 新经典当年在亚马逊 kindle 新发售电子书数量	11
图 24: 新经典电子书销售渠道	11
图 25: 中国 B2C 市场图书出版物品类市场份额	12
图 26: 新经典、爱心树天猫旗舰店: 关注度有望超越京东店铺	12

表 目 录

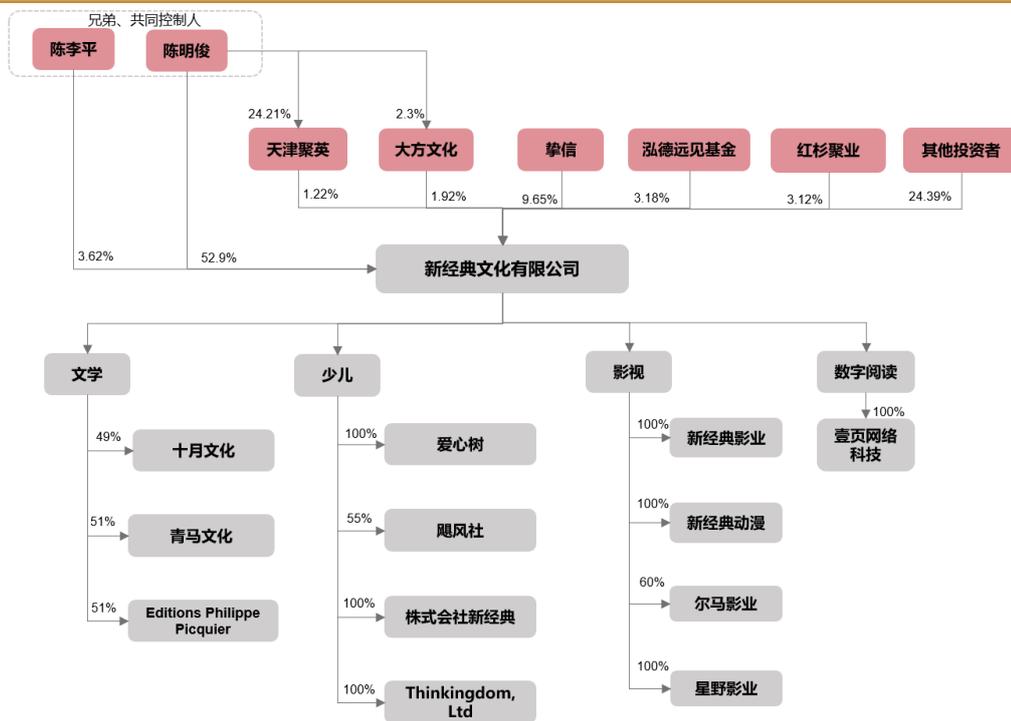
表 1: 公司旗下重要的全资子公司及非全资子公司	2
表 2: 股票期权激励计划	3
表 3: 限制性股票激励计划	4
表 4: 新经典与同业公司、城镇单位的员工平均工资: (年薪/万元)	8
表 5: 部分畅销书作家版税情况	9
表 6: 陈明俊参与的部分经典图书累计销量及 2018 年区间销量 (万册)	9
表 7: 兰登书屋: 从并购成长为最大的大众出版图书企业	12
表 8: 新经典: 笃实主业并加大海外扩张步伐	12
表 9: 分业务收入及毛利率	13
表 10: 可比出版公司估值情况	14
附表: 财务预测与估值	15

1 畅销书民营龙头，聚焦主业谋发展

2002年新经典工作室成立,2017年4月正式登陆上交所,是畅销书领域的民营领跑者。新经典文化股份有限公司于2009年8月13日成立,前身是2002年成立的新经典工作室,初期主要从事自有版权图书策划与发行、非自有版权图书策划、图书分销等业务。目前公司在逐渐加注自有版权图书策划与发行业务,专注于文学、少儿等大众图书领域的内容策划;同时通过版权资产管理布局影视剧策划业务、数字阅读,探索新业务。公司成立十余年来,陆续策划推出《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》等一系列具有市场影响力的畅销产品,成为畅销书领域的民营龙头。线下书店方面,2017年10月公司全资收购PAGEONE书店,2019年6月底,公司转让该书店85%的股权,聚焦图书策划主业。

公司股权结构:陈明俊和陈李平兄弟为公司的共同实际控制人,合计持有公司56.86%的股份。其中陈明俊直接持有公司52.9%的股份,并通过大方文化控制公司1.92%的股份、通过聚英管理控制公司1.22%的股份,成为公司第一大股东。路茗茗(路遥的女儿)为公司合作作家,通过天津聚英间接持有0.18%的股份。公司副总经理黎遥通过大方文化间接持有0.22%的股份。其他股东中挚信与红杉分别持有公司9.65%、3.1%的股份。公司旗下拥有新经典发行、爱心树、青马文化、飓风社、十月文化、新经典法国等重要全资或非全资子公司,分别负责文学、少儿类图书、影视等。

图 1: 公司股权结构图 (截止 2019 年半年报)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 1: 公司旗下重要的全资子公司及非全资子公司

序号	子公司名称	具体业务	部分代表作品	2018 年净利润 (万元)	公司持股 比例
1	新经典发行有限公司	文学及其他非少儿类图书发行	《平凡的世界》 《穆斯林的葬礼》	815.1	100%
2	北京爱心树文化有限公司	童书策划与发行	《窗边的小豆豆》 《爱心树》	412.2	100%
3	青马(天津)文化有限公司	华语文学类的编辑策划	《撒哈拉的故事》 《倾城之恋》	315.3	51%
4	北京飓风社文化有限公司	引进日本讲谈社图书版权,主要是儿童绘本、儿童文学及大众类文化、文学图书	《绘本窗边的小豆豆》 《茶道六百年》	45.4	55%
5	北京十月文化传媒有限公司	文学艺术、文学理论的图书出版	《穆斯林的葬礼》 《人民的名义》	971.2	49%
6	Editions Philippe Picquier	专注于将亚洲文学编辑策划为法语版本,销往法兰西及世界法语国家及地区	《上海的风骚》	6.1	51%
7	Thinkingdom, Ltd.	专注于美国地区的图书出版与发行	《驾驶》《全部四个》	47.0	100%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从引进《百年孤独》到畅销书龙头, 从并购法国知名出版社菲利普·毕吉耶 51% 的股权到收购美国 Kane Press, Inc, 公司不断夯实主业, 加码文学与少儿图书。

1) 2002-2005 年, 公司确立畅销书基本路线

2002 年陈明俊和几个文青朋友成立新经典工作室。2002 年, 先后引进《德川家族》、《宫本武藏》、《坂本龙马》, 其中《德川家族》截止到 2016 年发行量已达到 237 万册。根据官网数据, 截至 2018 年底, 《窗边的小豆豆》《平凡的世界》《可爱的鼠小弟》发行量已超过 1000 万册。期间, 公司基本确立对经典作品“畅销且长销”的路线。

2) 2006-2015 签约东野圭吾, 引入《百年孤独》, 开启畅销书龙头征程

2006 年签约东野圭吾旗下 20 多部作品, 2007-2015 年, 公司先后出版《撒哈拉的故事》、《白夜行》、《解忧杂货店》, 其中在 2011 年, 公司正式引入《百年孤独》, 成为行业的标志性事件之一, 期间作品至今仍为畅销榜 TOP100 常客, 公司成为畅销书领域龙头公司。

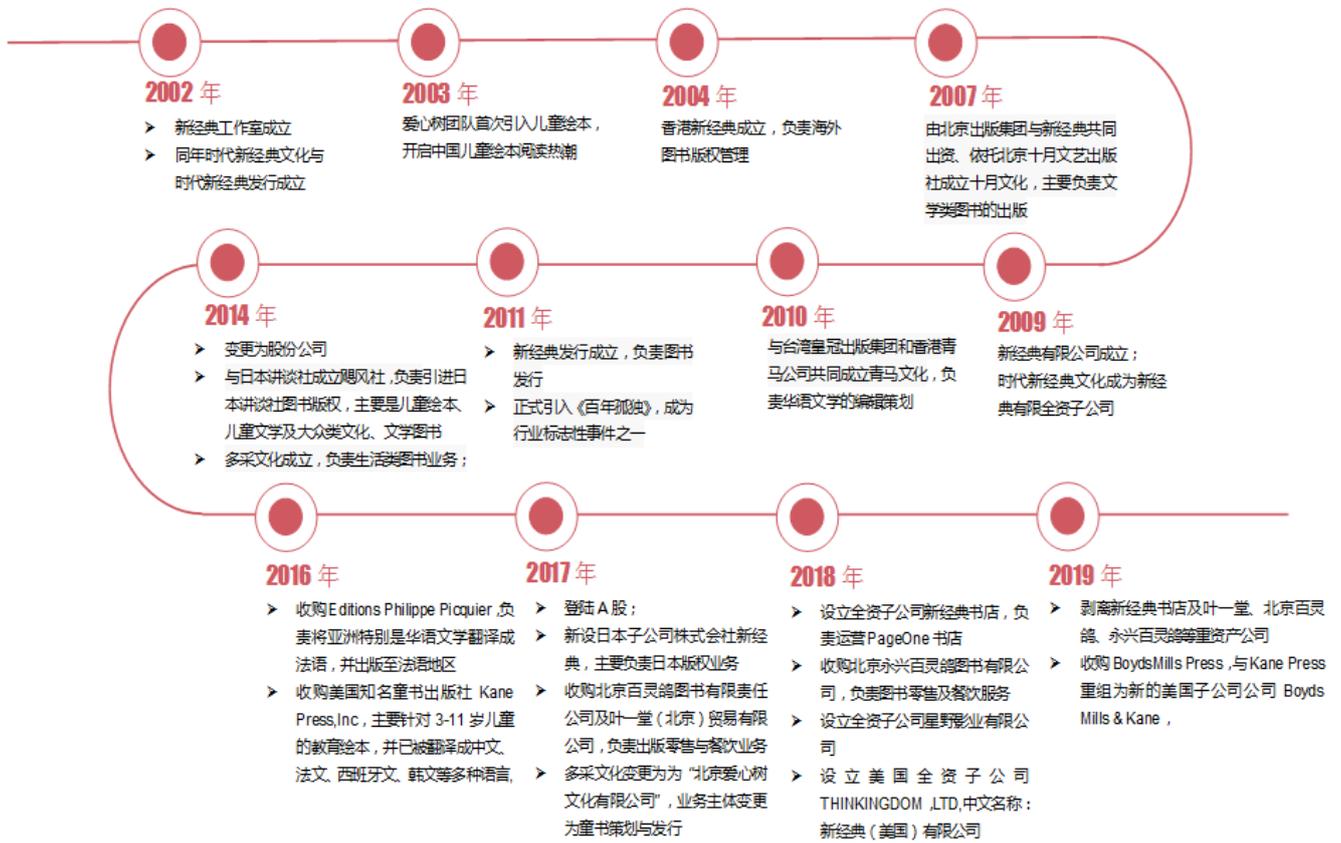
在此期间, 公司先后成立合资品牌十月文化(与北京出版集团)、飓风社(与日本讲谈社)、青马文化(与台湾皇冠出版集团、香港青马出版社), 主要负责图书策划与版权运营, 公司基本架构成型。

3) 2016-至今, 公司上市&海外收购, 进一步笃实主业

2016 年, 公司控股法国 Editions Philippe Picquier, 将国内优秀作品推介到海外市场, 获得更多文学作家作品; 同年收购美国 Kane Press, Inc, 获得优秀美国少儿绘本; 2017 年公司正式登陆 A 股, 成为我国首家主板上市民营书企, 获得更快捷的资本融资渠道; 2019 年新经典美国收购 Highlights 童书旗下 Boyds Mills Press, 及其附属品牌 Calkins Creek 和 WordSong, 进一步加注少儿图书, 笃实主营业务。

根据公司官网、公司公告的数据,截止2019年8月份,新经典已推出4000多部作品,拥有2亿人次以上的读者,截至2019年6月底,公司拥有包括7位诺奖在内的1600多位作家,50多部百万级别销量畅销书。

图2: 公司历史沿革图



数据来源:公司公告,西南证券整理

股票期权与限制性股票激励计划提振高层主动性。2017年公司向84名激励对象授予334万股股票期权,授予价格为45.24元/股,向6名激励对象授予130万股限制性股票,授予价格为22.44元/股。本次激励计划旨在健全公司长效激励机制,吸引和留住优秀人才,充分调动公司董事和高级管理人员、中层管理人员、资深编辑及业务主管的积极性。

表2: 股票期权激励计划

一期	激励对象	当期行权数量(万股)	人数	行权价格	行权时间
第一次	资深编辑、中层管理人员、业务主管(84人)	64.8	83	44.64	2018/8/11
第二次		92.7	80	44.04	2019/8/11
第三次		154.5	-	-	2020/8/11

数据来源:公司公告,西南证券整理(均为调整后的期权数量、价格)

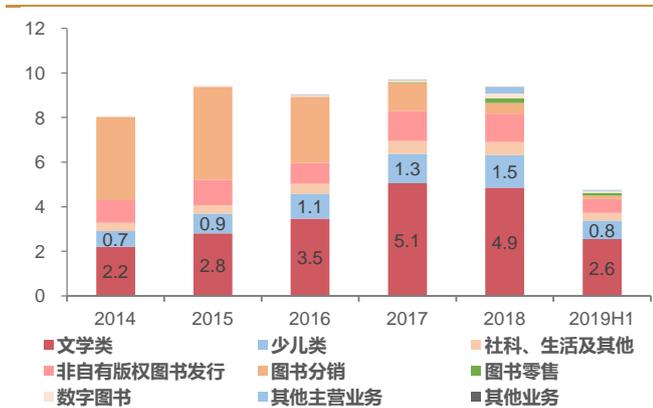
表 3：限制性股票激励计划

一期	激励对象	2018 年末持股数	已获授予限制性股票数量 (万股)	当次可解锁限制性股票数量 (万股)	授予价格	解禁时间
第一次	胡晓红 (副总经理)	25	25	12.5	22.44	2018/8/11
	黎遥 (副总经理)	25	25	12.5		
	李全兴 (财务总监、董秘)	30	30	15		
	中层管理人员 (3 人)	-	50	25		
第二次	黎遥 (副总经理)	25	25	7.5		2019/8/11
	李全兴 (财务总监、董秘)	30	30	9		
	中层管理人员 (4 人)	-	75	22.5		
第三次	黎遥 (副总经理)	25	25	5		2020/8/11
	李全兴 (财务总监、董秘)	30	30	6		
	中层管理人员 (4 人)	-	75	15		

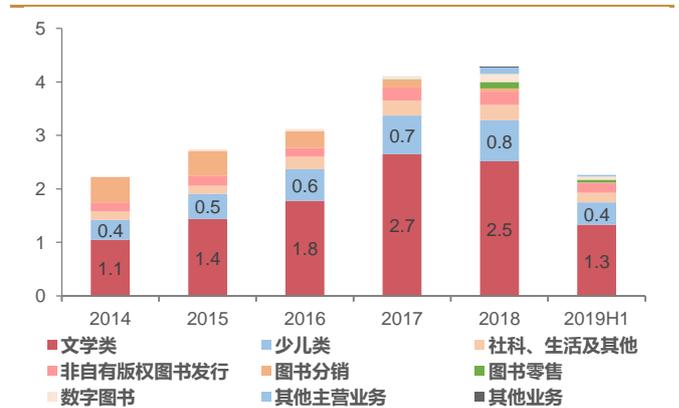
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务结构：文艺类保持稳定，少儿类提速，2019H1 文学、少儿合计贡献 71%左右营收，贡献 77%左右毛利，公司业绩主要由文学类和少儿类图书策划与发行业务贡献。

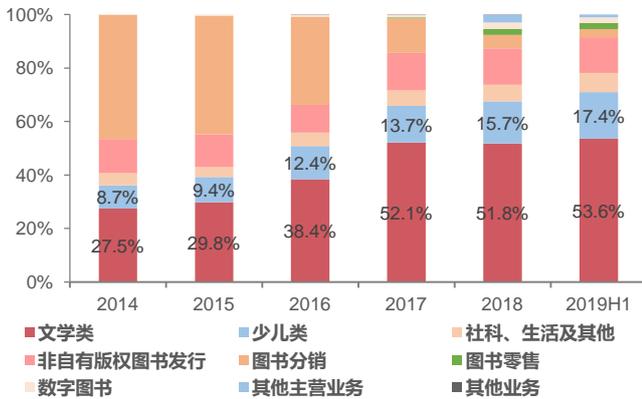
2014-2018 年，公司文学类业务营收由 2.2 亿增长至 4.9 亿，期间 CAGR 约 22%，营收比例由 28%提高至 52%，2019 年上半年进一步提高至 54%，毛利贡献度达到 59%；少儿类图书营收从 0.7 亿元增长至 1.5 亿元，期间 CAGR 约 21%，营收比例由 9%提高至 16%，2019 年上半年进一步提高至 18%，毛利贡献比例达到 19%，少儿类图书作为图书品类中增长最快的赛道，这一比例或将持续提升。

图 3：公司历年营收结构：文学、少儿贡献主要营收（亿元）


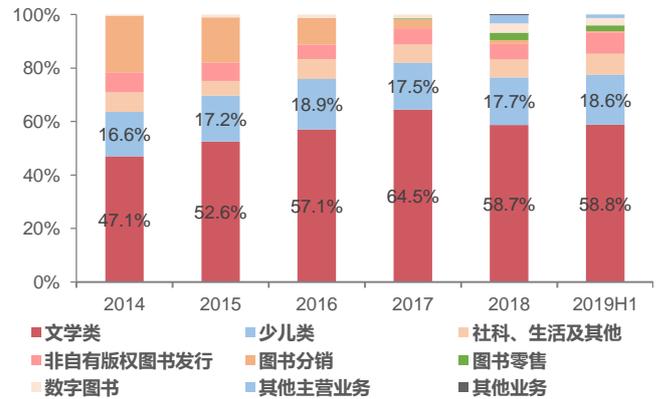
数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销）

图 4：公司历年毛利结构：文学、少儿业务为主体（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销）

图 5：公司历年营收结构：文学、少儿占营收的 83%左右


数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销）

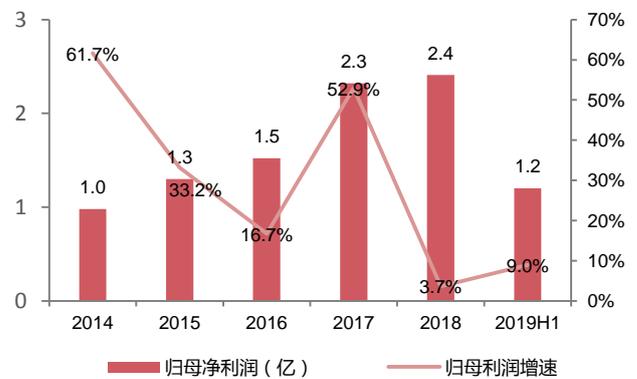
图 6：公司历年毛利结构：文学、少儿占毛利的 85%左右


数据来源：公司公告，西南证券整理（剔除内部抵销）

公司业绩状况：Q2 业绩提速，2019H1 重回正增长轨道。2018 年受 2017 年高基数影响导致公司头部图书销量同比下滑，但利润仍保持增长。2019 年上半年公司营收达到 4.7 亿，同比增长 6.6%；净利润 1.2 亿，同比增长 8.96%，再次回归正轨。其中文学类营收增长 4.8%，由负转正；少儿类图书同比增长 21.7%，增速较去年同期提高 10 个百分点。分季度来看，2019 Q2 单季营收增长 7.6%，利润增长 16.3%，重回高速增长轨道。2019 上半年公司有近 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，《人生海海》两个月销量超 60 万册，东野圭吾新书《侦探伽利略》、《预知梦》等市场表现良好。新书成功接力+少儿类行业高增长，预计公司 2019 全年仍将保持稳定增长。

图 7：公司 2014-2019H1 年营收及增速：2019H1 增速 6.6%


数据来源：公司公告，西南证券整理

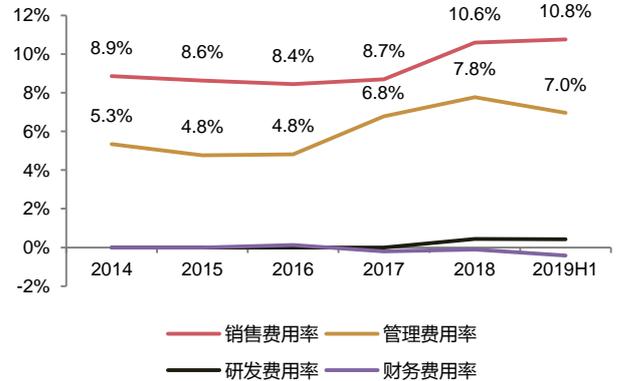
图 8：公司 2014-2019H1 年归母净利润：2019H1 增速 9.0%


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力：公司销售毛利率、净利率呈现持续上升态势、三费率水平保持稳定。2014 年至 2019H1，公司毛利率与净利率总体呈上升趋势，其中毛利率由 29% 上升到 48%，净利率由 13% 上升到 26%，主要原因是公司主动削减低毛利的图书分销与非自有版权业务，加注少儿类与文学类等具有高附加值的内容策划业务。2018 年销售费用走高，主要系人力成本的增长，以及 Pageone 租赁费增加所致，随着 Pageone 剥离，预计公司销售费用或将有所下降。

图 9：历年公司销售毛利率及销售净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：历年公司四项费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理（研发费用自 2018 年开始单列）

2 图书市场仍保持两位数增长，头部效应、“老书效应”强化

图书零售市场连续 5 年保持 10% 以上增速，2019H1 同比增长 10.8%；其中线上渠道仍保持高速增长，2019 上半年实现 24.2% 的同比增速，实体店则进一步下滑，2019H1 同比降幅达到 11.7%。2018 年全国图书销售码洋达到 894 亿元，其中线上渠道销售码洋约 573 亿元，增速为 24.8%，实体书店销售码洋 321 亿元，同比下降 6.7%。在 2019 年上半年，图书零售市场增速仍保持 10.8% 的增速，增速较 2018 年上半年减少 0.55pct，主要系线上渠道分流以及实体书店转型升级导致线下实体店码洋大幅下滑，但实体零售市场总体保持平稳态势。可以预见，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。最终线上线下渠道份额或会稳定在一定比例，形成互为补充的市场格局。

图 11：2012 年以来图书总销售码洋及增速（亿元）

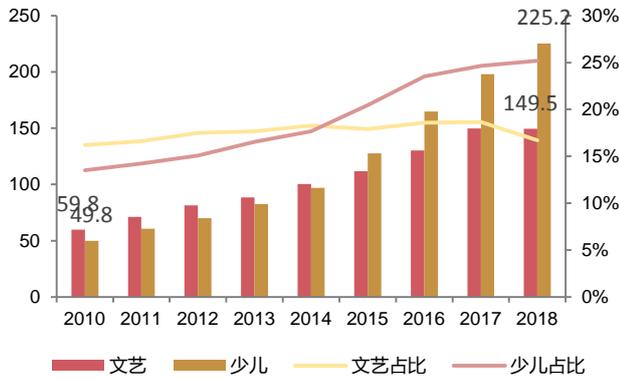

数据来源：开卷信息，西南证券整理

图 12：2012 年以来线上、线下码洋占比及增速（亿元）

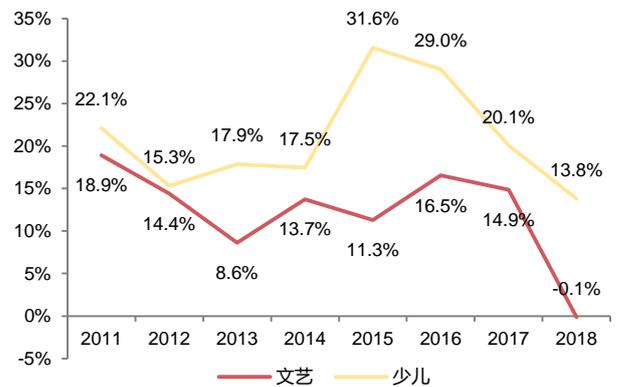

数据来源：开卷信息，西南证券整理

少儿类与文艺类在 2018 码洋合计占比达 42%，成为大众图书板块中最活跃的细分板块。其中少儿类仍保持快速增长，继续保持图书市场占比最大的细分板块地位，文艺类则趋于稳定。自 2010 年以来，少儿类均保持双位数增长，码洋占比持续提升，成为大众图书板块中

最活跃的细分板块, 2018 年少儿类增速微降, 同比增速为 14%, 仍高于整体图书市场增速, 码洋规模达到 225 亿, 码洋占比 25.2%, 较 2017 年提高 0.55pct, 成为图书市场增长的主要推动力及主要组成部分; 文艺类图书市场规模 150 亿元, 趋于稳定。预计随着二胎政策带来的读者群体增加, 以及家长对教育重视程度的加深, 少儿图书仍将保持快速增长。

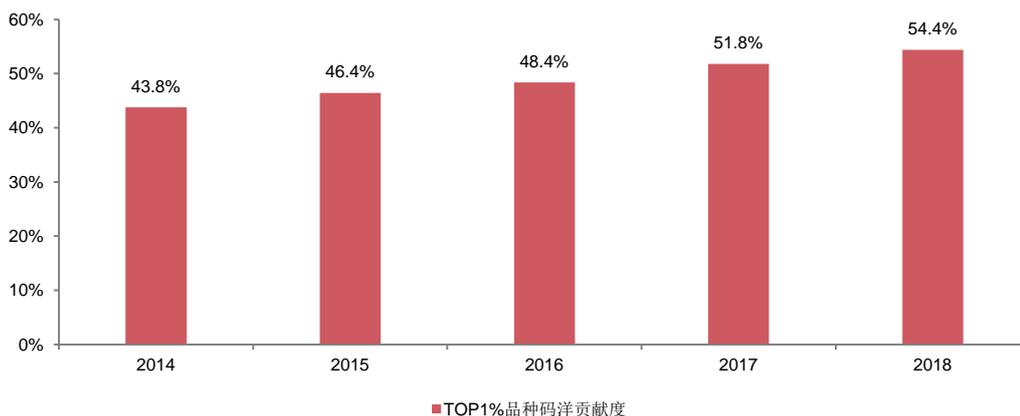
图 13: 文艺类、少儿类图书码洋(亿)及比重


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

图 14: 2011 年以来文艺类、少儿图书码洋增速


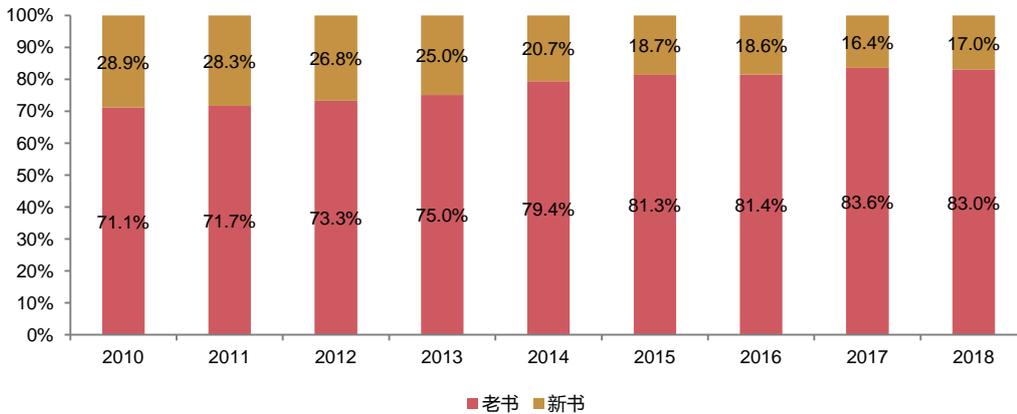
数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

头部效应强化, 畅销书对整个图书市场的码洋贡献越来越大。根据开卷信息对地面书店销售监测数据显示, 2014 年, 销量排名前 1% 的图书品种为零售市场贡献了 43.8% 的市场销售码洋, 随后在 2015、2016 年, 畅销书的贡献都在持续的增长, 在 2017 年, 畅销书的市场码洋贡献首次超过一半, 达到 51.8%, 2018 年更是增加到 54.4%, 这种现象在线上销售渠道中表现更为明显。畅销书已经成为拉动中国图书零售市场发展的重要力量, 由于图书策划等是前期的一次性投入, 畅销书拥有更高的再版率、更高的销量, 也是出版社、图书公司主要的利润来源。

图 15: TOP1% 图书对整体图书零售市场的码洋贡献


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

畅销书生命周期更长, LTV 更高。开卷信息数据显示, 新书对整体图书市场的贡献在不断减弱, 码洋份额比重从 2010 年的 29% 不断走低, 在 2018 年仅占比 17%; 与之对应, 老书则显示出较长的生命周期和较高的价值, 老书码洋的市场规模不断提高, 在 2018 年达到 83%。数据表明畅销书的生命力明显更长久, 能为公司带来持久稳定的收入, 因此相对于其他种类图书, 畅销类图书具有更高的 LTV。

图 16: 老书在市场中所占码洋比重不断扩大


数据来源: 开卷信息, 西南证券整理 (2014 年之前为实体书店数据, 老书指非当年出版的图书)

3 品牌效应+高员工激励+重资金投入+领导者眼光, 公司图书策划能力领先

公司在一般图书出版领域具备品牌效应, 根据开卷信息数据, 2017 年公司码洋占有率 1.36%, 居出版公司 TOP2, 2018 年公司码洋占有率 1.01%, 居出版公司 TOP3, 根据公司投资者活动纪要, 2017 年上半年, 公司编辑、策划人员为 100+, 到 2018 年, 公司编辑、策划人员数量已近 200 人, 2019 年或将继续增加, 高平台价值或能持续吸引员工。

薪酬高于行业平均水平, 股权激励绑定中高层利益。公司不断加大对人力资源的投入, 员工薪酬水平持续提高, wind 数据显示, 2018 年平均工资为 18 万元, 始终高于行业平均水平, 且远高于全国文化、体育和娱乐业城镇单位就业人员、全国城镇单位以及北京城镇非私营单位就业人员平均工资水平。同时, 2017 年公司出台共计 464 万股的股票激励计划用于激励公司中高层、资深编辑以及业务主管。未来凭借具有竞争力薪资水平以及股权激励有望提高团队素质、降低人员流动率。

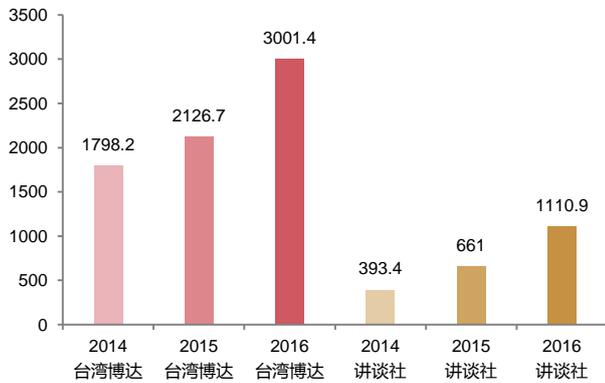
表 4: 新经典与同行业公司、城镇单位的员工平均工资: (年薪/万元)

公司	2016 年	2017 年	2018 年
新经典	18.77	18.94	18.03
行业平均	13.97	15.74	17.38
文化体育和娱乐业城镇单位就业人员	7.99	8.79	-
全国城镇单位	6.76	7.43	-
北京城镇非私营单位就业人员	11.99	13.17	-

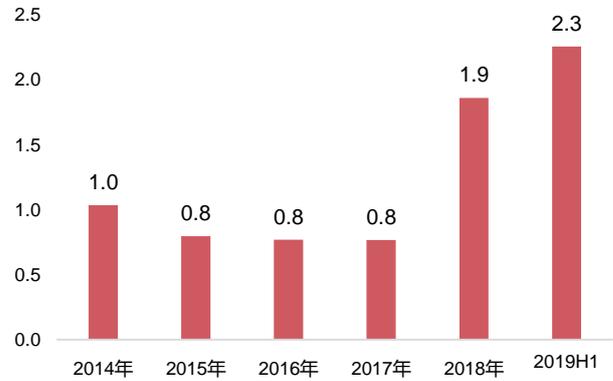
数据来源: 国家统计局、wind、公司公告, 西南证券整理

重金投入购买版权, 与版权代理商和作家建立紧密的利益关系。公司在获取优质版权方面, 一直都是重金投入。1) 每年支付给博达、讲谈社等版权代理机构的版税大幅度增加, 2016 年公司支付给台湾博达的版税为 3001 万元。作为版权代理机构的大客户之一, 公司与博达、讲谈社、大苹果、卡门、大江社、东贩等版权代理机构保持良好的合作关系。2019 上半年, 公司预付账款达 2.3 亿元, 重资金投入保障了公司后续的内容。2) 对于签约作家,

公司愿意为优质作品支付高额版税，个别畅销书版税率可达 15%-17%。有多位作家版税收入超百万，其中每年支付给东野圭吾的版税超 2000 万元，2017 年达到 4200 万元。凭借对版权的重金投入，公司未来或能吸引更多优秀作家加盟，版权库将得到不断壮大。

图 17：公司付给博达、讲谈社的版税（万元）呈现大幅增加


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2014 年以来公司预付账款情况（亿元）


数据来源：开卷信息，西南证券整理

表 5：部分畅销书作家版税情况

作者	2016 年 (万元)	2017 年 (万元)	2018 年 (万元)	代表作
东野圭吾	2200	4200	3000	《解忧杂货店》
周梅森	—	450	—	《人民的名义》
黑柳彻子	425	430	—	《窗边的小豆豆》
中江嘉男	340	-	—	《可爱的鼠小弟》

数据来源：作家榜，西南证券整理

公司董事长兼编辑陈明俊具有魄力与精准的眼光，引领新经典创造一系列畅销图书。2002 年 7 月，陈明俊和对经典作品膜拜的几个“文青”成立新经典工作室，第一次策划的项目是引进《德川家族》、《宫本武藏》、《坂本龙马》，其中《德川家族》截止到 2016 年发行量已达到 237 万册。同年，在国内没人关注韩国文学的时候引进《菊花香》，成为第一本登上畅销书排行榜的外国文学书，并开启了韩国文学的阅读风尚。2003 年在当时所有出版社都认为儿童绘本没有市场的时候首次引进儿童绘本《可爱的鼠小弟》，截止 2016 年销量已达 883 万册；根据陈明俊的个人采访以及公司招股说明书的数据，2006 年，在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，单本书的预付版权在 15-30 万日元之间，而到 2012 年东野圭吾的图书版权已经达到 700 万日元。陈明俊凭借其精准的眼光挖掘了许多优秀的作者，为读者带来了许多经典作品。

表 6：陈明俊参与的部分经典图书累计销量及 2018 年区间销量（万册）

图书系列	作者	截止 2016 年销量	截止 2018 年销量
《窗边的小豆豆》	黑柳彻子	966	1000+
《解忧杂货店》	东野圭吾	397	
《百年孤独》	加西亚·马尔克斯	529	
《白夜行》	东野圭吾	311	
《德川家康》	山冈庄八	237	

图书系列	作者	截止 2016 年销量	截止 2018 年销量
《可爱的鼠小弟》	中江嘉男、上野纪子	883	1000+
《平凡的世界》	路遥	1206	

数据来源：开卷信息、公司公告、公司官网，西南证券整理（注：销量为图书各种版本总量）

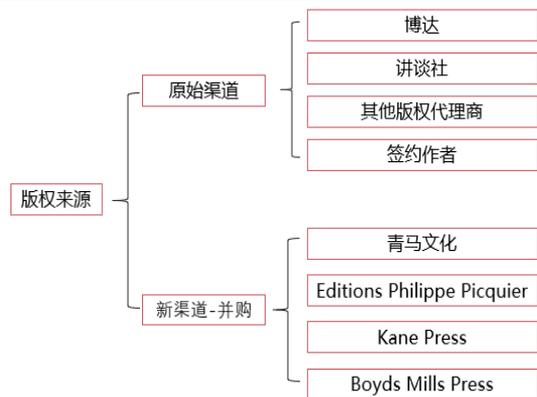
版权储备、版权来源丰富，公司续航能力强大。截至 2018 年底，公司版权库在授权期内各类版权约 3900 种，同比增幅达到 18.2%，为公司业务发展奠定坚实基础。截至 2019 年 6 月底，公司已与约 1600 位作家，博达、大苹果等版权代理机构及讲谈社、企鹤兰登等出版社建立了良好的合作关系。在原有版权采购渠道中，公司主要向版权代理商如博达等采购图书版权，或者通过直接与作者签署版权协议。目前，公司在原有渠道的基础上增添新的版权采购渠道，主要通过并购的方式直接获得作者的版权。在 2016 年公司控股法国知名出版社菲利普·毕吉耶 (Editions Philippe Picquier)；收购美国童书出版社 Kane Press 与 Boyds Mills Press 带来 1000 多部动销书。“版权代理商+作者+并购”三种采购渠道同时进行，保证公司能不断获得新的优质版权，以及打开中国文学走出海外的新局面。

图 19：版权储备数量：2018 达到 3900 种（单位：种）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：版权采购渠道：版权代理商+作者+并购



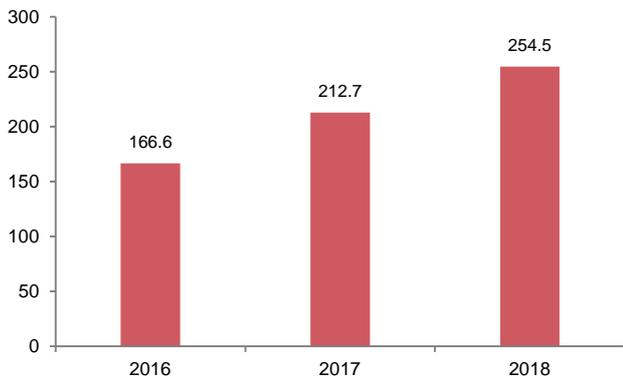
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 多元化布局，创新增长极

4.1 顺势而为，拓展数字阅读

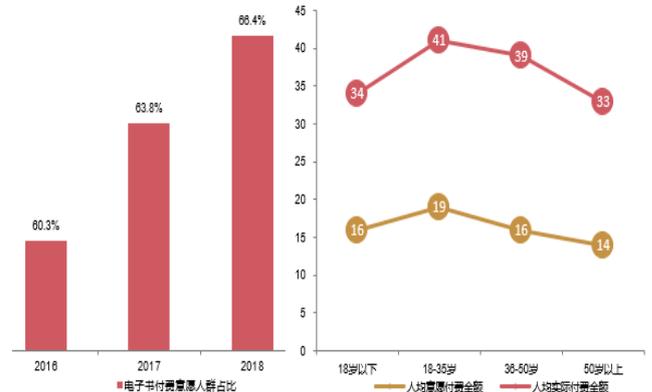
数字阅读产业规模稳步增长，用户付费意愿大幅提升。2018 年，数字阅读市场规模达 254.5 亿，同比增长 20%，数字阅读成为出版产业发展的增长极之一。出版物数字化产品比重持续提高，2018 年达到 20%。在 2016 年-2018 年期间，我国数字阅读用户的电子书付费意愿持续提升，2018 年达到 66.4%，同时各年龄段用户的实际付费金额均高于其意愿付费金额，68.7% 电子书用户意愿付费区间在 20 元以上。

图 21: 中国数字阅读市场产业规模 (亿)



数据来源:《2018 年度中国数字阅读白皮书》, 西南证券整理

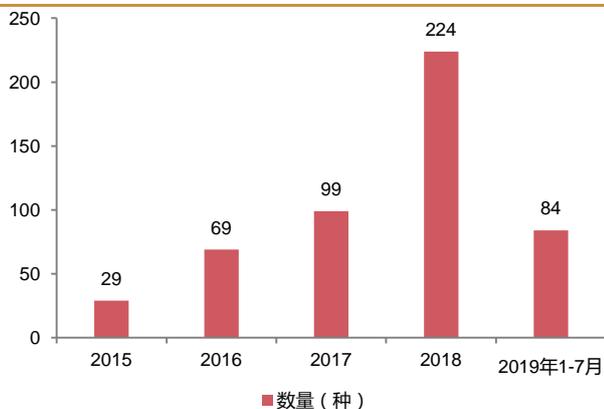
图 22: 用户付费意愿持续大幅提升



数据来源:《2018 年度中国数字阅读白皮书》, 西南证券整理

新经典数字营收潜力仍有待释放。公司于 2012 年设立数字图书部门, 积极储备优质电子版版权, 与腾讯、掌阅、百度、当当网、亚马逊等 11 家主流数字阅读平台建立了稳固的合作关系, 并通过数字图书销售获取分成收入。据亚马逊 kindle 商店的数据, 公司新品电子书数量从 2015 年的 29 种增加到 2018 年的 224 种, 增长近 8 倍。经典书籍电子化拓展了阅读人群, 如《解忧杂货店》数字版在 2014 -2018 年连续数年位列亚马逊中国 kindle 付费电子书榜前三名, 其中 2015 年和 2016 年连续两年夺得 Kindle 年度付费电子书畅销榜的冠军。公司作为畅销书龙头, 拥有大量的精品畅销书版权, 2019 年 1-7 月, 公司新产出 84 种电子书, 未来或将有更多优质畅销的图书进行电子化。

图 23: 新经典当年在亚马逊 kindle 新发售电子书数量



数据来源: 亚马逊 kindle, 西南证券整理

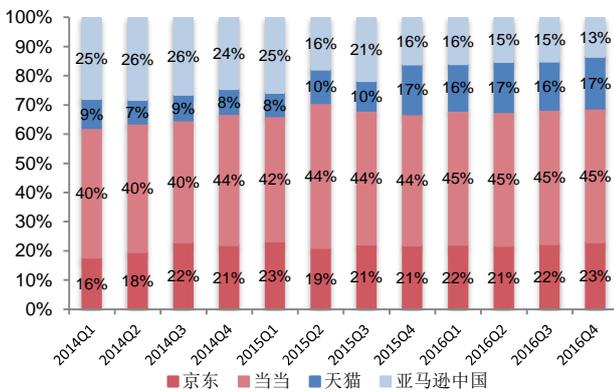
图 24: 新经典电子书销售渠道



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4.2 新开天猫旗舰店, 分享线上销售红利

“新经典”“爱心树”天猫直营旗舰店开业, 完善线上渠道, 业绩有望带来快速增长。公司于 2018 年在天猫分别开设了“新经典”与“爱心树”两家官方旗舰店。天猫平台在线上图书出版领域的市场份额在 2017Q3 达到 17%, 且份额呈现出不断扩大的趋势。截至 2019 年 9 月初, 两家旗舰店关注人数总和为 3.2 万人, 同期京东店铺为 25 万左右。但凭借天猫平台巨大的流量入口, 对比京东平台店铺, 预计天猫旗舰店的关注度将进一步提升, 成为拉动公司业绩增长的重要推动力。

图 25: 中国 B2C 市场图书出版物品类市场份额


数据来源: 易观, 西南证券整理

图 26: 新经典、爱心树天猫旗舰店: 关注度有望超越京东店铺


数据来源: 天猫, 京东, 西南证券整理 (截至 2019 年 9 月初)

4.3 加强海外并购, 丰富版权来源

从企鹅兰登发展来看, 出版社的扩张伴随着并购, 新经典相继控股法国出版社菲利普·毕基埃、以及 Boyds Mills Press 等, 进一步丰富版权来源。海外方面, 大型图书出版集团以民营为主, 如企鹅兰登。成立至今, 通过并购西班牙的桑迪亚纳出版、文化创意品牌 Out of Print 等, 迅速强化了欧美、拉美、和亚洲等地区的市场地位和影响力, 成长为全球最大的大众图书出版公司之一。新经典通过海外并购的方式, 相继控股法国出版社菲利普·毕基埃、美国童书出版社 Kane Press 以及 Boyds Mills Press 等海外企业, 强化新经典的文学、少儿业务。

表 7: 兰登书屋: 从并购成长为最大的大众出版图书企业

时间	并购事件
2013 年	兰登书屋与企鹅出版合并为企鹅兰登
2014 年	企鹅兰登收购西班牙的桑迪亚纳出版
2017 年	收购文化创意品牌 Out of Print
2018 年	合并皇冠出版集团

数据来源: 出版参考, 西南证券整理

表 8: 新经典: 笃实主业并加大海外扩张步伐

投资/并购时间	标的公司	合作方式	业务
2016 年 2 月	法国出版社菲利普·毕基埃 (Editions Philippe Picquier)	公司收购 Editions Philippe Picquier 51.1% 的股权	将亚洲特别是中国文学丛书翻译成法语并出版到法语地区, 诺贝尔文学奖得主莫言、卡夫卡文学奖得主阎连科、国际安徒生奖得主曹文轩, 以及余华、王安忆、阿来、苏童、韩少功、毕飞宇、迟子建等一批中国作家作品都由菲利普·毕基埃出版社在海外出版
2016 年 7 月	美国童书出版社凯恩 (Kane Press)	子公司 Thinkindom Inc 吸收合并 Kane Press, Inc	专注于出版 3-11 岁的少儿教育绘本, 并被翻译成中文、法语、西班牙语等 16 种语言在世界各地传播

投资/并购时间	标的公司	合作方式	业务
2017年12月	株式会社新经典	新设子公司	注册地和经营地均为日本，负责日本版权业务
2019年5月	Boyd's Mills Press 及其附属品牌 Calkins Creek 和 WordSong	美国 Highlights 儿童杂志社将旗下大众图书出版部门 Boyd's Mills Press 及其附属品牌 Calkins Creek 和 WordSong 出售给了 Kane Press	新经典文化股份有限公司的美国子公司，面向学前班到初中的不同年龄层读者，出版绘本、幼儿读本、科普图书、诗歌和工具图书

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

公司的主要业务为自有版权图书的策划与发行（文学类、少儿类、社科/生活类图书）、非自有版权图书发行等。

自有版权图书的策划与发行：公司继续关注自有版权业务，预计文学类、社科生活类图书业务依然保持稳定增长，毛利率维持在 50% 以上；少儿类图书业务维持 20%+ 的增速，毛利率维持在 52% 左右。

非自有版权图书发行：预计非自有版权发行业务保持平稳，毛利率维持在 20% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
自有版权图书的 策划与发行	收入	691.6	791.1	935.0	1118.2
	增速	-0.3%	14.4%	18.2%	19.6%
	毛利率	51.7%	52.1%	52.1%	52.1%
非自有版权图书发行	收入	127.0	142.3	159.3	178.4
	增速	-7.4%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
其他业务（图书分销、图书零售、数字图书等）	收入	117.7	97.7	110.3	132.5
	增速	-15.1%	-17.0%	12.8%	20.1%
	毛利率	40.0%	42.5%	46.7%	49.2%
内部抵销	收入	(10.3)	-10.3	-10.3	-10.3
	增速	59.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
合计	收入	926.1	1020.8	1194.4	1418.8
	增速	-1.9%	10.2%	17.0%	18.8%
	毛利率	46.3%	47.1%	47.7%	48.1%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 估值与评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.10 元、2.25 元、2.61 元。我们选取 A 股上市公司中偏向一般图书出版发行的公司进行对比，2019 年行业平均估值水平为 23 倍。基于 1) 行业老书码洋贡献率不断提高 (2018 年老书码洋的市场规模占 83%)，公司畅销书数量连续数年位居畅销书 TOP100 榜首，具有持续盈利能力；2) 海外合作加注文学、少儿，进一步加码版权；3) 品牌魅力显著，持续吸引知名作家加盟，截至 2019 年 6 月底，公司已与 1600 多位作家建立合作关系。我们持续看好公司在畅销书领域的发展，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10：可比出版公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300788.SZ	中信出版	42.60	1.30	1.59	1.90	33	27	22
600229.SH	城市传媒	7.33	0.56	0.61	0.68	13	12	11
均值						22.91	19.39	16.60

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

原材料纸价上涨风险。尽管目前的纸价相比于 2018 年来说，处于较为稳定的环境中，但也不能排除纸价大幅提升使公司成本承压的影响。

新媒体形式的冲击风险。公司主营是纸质图书的出版、发行，新媒体形式的发展或能颠覆纸质图书的形态，从而对公司业务造成冲击。

出版行业政策继续收紧风险。尽管目前出版行业已经在书号收紧的环境中，但也不能排除后续书号和行业政策进一步收紧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	926.05	1020.80	1194.37	1418.80	净利润	246.11	289.80	311.38	361.20
营业成本	496.98	539.81	625.07	736.64	折旧与摊销	2.39	6.40	6.40	6.40
营业税金及附加	1.41	1.22	1.50	1.82	财务费用	-1.17	-1.02	-1.19	-1.42
销售费用	97.70	85.75	101.52	122.02	资产减值损失	2.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	72.36	76.30	87.19	104.40	经营营运资本变动	54.60	-42.51	-218.09	-258.81
财务费用	-1.17	-1.02	-1.19	-1.42	其他	-321.21	-64.11	-52.76	-8.48
资产减值损失	2.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-17.21	188.57	45.74	98.89
投资收益	41.81	64.00	30.00	20.00	资本支出	-2.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	317.38	64.00	30.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	314.42	64.00	30.00	20.00
营业利润	324.75	382.74	410.28	475.34	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.76	-4.66	-5.36	-5.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	317.99	378.08	404.92	470.21	股权融资	43.90	0.00	0.00	0.00
所得税	71.88	88.28	93.54	109.01	支付股利	-80.80	-48.16	-56.71	-60.94
净利润	246.11	289.80	311.38	361.20	其他	-5.89	-1.08	1.19	1.42
少数股东损益	5.29	6.23	6.70	7.77	筹资活动现金流净额	-42.79	-49.25	-55.52	-59.52
归属母公司股东净利润	240.81	283.57	304.68	353.43	现金流量净额	255.40	203.32	20.22	59.37
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	499.28	702.60	722.82	782.19	成长能力				
应收和预付款项	331.38	294.47	364.40	427.34	销售收入增长率	-1.90%	10.23%	17.00%	18.79%
存货	310.44	340.02	420.14	484.11	营业利润增长率	1.81%	17.86%	7.19%	15.86%
其他流动资产	685.59	755.74	884.24	1050.39	净利润增长率	2.80%	17.76%	7.44%	16.00%
长期股权投资	67.20	67.20	67.20	67.20	EBITDA 增长率	2.38%	19.07%	7.05%	15.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7.65	2.28	-3.10	-8.47	毛利率	46.33%	47.12%	47.67%	48.08%
无形资产和开发支出	68.71	68.24	67.77	67.30	三费率	18.24%	15.77%	15.70%	15.86%
其他非流动资产	14.34	13.78	13.22	12.67	净利率	26.58%	28.39%	26.07%	25.46%
资产总计	1984.60	2244.33	2536.71	2882.73	ROE	13.82%	14.35%	13.69%	14.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.40%	12.91%	12.27%	12.53%
应付和预收款项	138.12	152.65	179.09	210.09	ROIC	18.98%	22.15%	21.40%	21.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.20%	38.02%	34.79%	33.85%
其他负债	65.95	71.62	82.89	97.65	营运能力				
负债合计	204.07	224.27	261.98	307.74	总资产周转率	0.49	0.48	0.50	0.52
股本	135.31	135.31	135.31	135.31	固定资产周转率	132.88	205.75	-2904.21	-245.30
资本公积	972.54	972.54	972.54	972.54	应收账款周转率	8.30	7.92	8.93	8.71
留存收益	649.20	884.61	1132.58	1425.08	存货周转率	1.59	1.54	1.59	1.60
归属母公司股东权益	1744.57	1977.88	2225.84	2518.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.20%	—	—	—
少数股东权益	35.95	42.19	48.88	56.65	资本结构				
股东权益合计	1780.53	2020.06	2274.73	2574.99	资产负债率	10.28%	9.99%	10.33%	10.68%
负债和股东权益合计	1984.60	2244.33	2536.71	2882.73	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.96	9.34	9.14	8.92
					速动比率	7.44	7.82	7.53	7.35
					股利支付率	33.55%	16.98%	18.61%	17.24%
					每股指标				
					每股收益	1.78	2.10	2.25	2.61
					每股净资产	12.89	14.62	16.45	18.61
					每股经营现金	-0.13	1.39	0.34	0.73
					每股股利	0.60	0.36	0.42	0.45
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	325.97	388.12	415.49	480.32					
PE	33.11	28.11	26.17	22.56					
PB	4.57	4.03	3.58	3.17					
PS	8.61	7.81	6.67	5.62					
EV/EBITDA	22.90	18.71	17.43	14.95					
股息率	1.01%	0.60%	0.71%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn