

内外不利因素致业绩放缓明显，业务逻辑未破“深蹲起跳”可期

——新经典 半年报点评

半年报点评

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰 (分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑 (联系人)

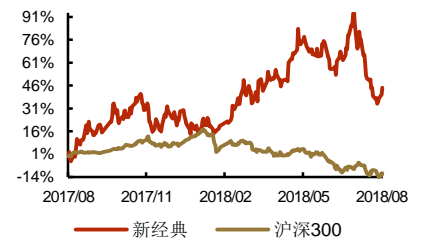
maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.08.21
收盘价(元):	74.8
一年最低/最高(元):	49.92/104.93
总股本(亿股):	1.35
总市值(亿元):	100.73
流通股本(亿股):	0.53
流通市值(亿元):	39.85
近3月换手率:	52.0%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-21.17	-2.7	53.76
绝对	-27.63	-18.99	41.48

相关报告

《强化自有版权业务优势，挖掘内容领域新生力量》2018-03-30

《归母净利润预增 52%，畅销书出版龙头成长势头强劲》2018-01-28

《高毛利自有版权图书拉动业绩增长，后续影视改编值得期待》2017-08-31

● 事件:

新经典于2018年8月21日公布半年度业绩报告，公司上半年实现营业收入4.45亿元，同比下降3.19%，实现归母净利润1.09亿元，同比增长0.97%。

● 上半年图书市场增速放缓，文学类码洋增速转负:

根据北京开卷数据，2018年上半年中国图书零售市场同比增速为11.37%，略低于2017年全年14.55%的增速。其中文学类图书码洋增速从去年全年的12.94%下降至-1.21%，少儿类图书码洋增速从去年全年的21.18%下降至14.47%。此外，受到税收优惠政策落地时间点（6月8日）的影响，行业内公司上半年普遍采取放慢新书发布和发货节奏的策略应对，我们预计2018年中国图书市场增速将有所放缓，增速区间在10%-12%。受整个行业增速及政策的影响，图书行业公司全年业绩增速将低于之前市场的预期。

● 主营业务增速放缓毛利率持续走高，加大长线布局致费用率增加:

上半年，公司综合毛利率由去年同期的42.77%提升至48.21%。分业务来看，自有版权图书业务毛利率由52.63%提升至53.89%；非自有版权图书业务毛利率由16.10%提升至20.14%；图书零售业务实现营业收入788.76万元，去年全年为298.68万元，数字图书业务实现营业收入798.58万元，同比增长90.53%。销售费用率由去年同期的7.76%提升至9.88%，主要为图书零售业务营销成本的增长所致，管理费用率由4.57%增长至8.55%，主要是由于公司上半年的股权激励摊销费用增加以及其他人力资源的投入。

● 公司盈利能力不断提升，持续加大长线布局，维持“推荐”评级:

我们下调公司2018-2020年净利润分别为2.63 (-0.46)、3.43 (-0.59)、4.11 (-1.18)亿元，对应EPS分别为1.95、2.55和3.05元。当前股价对应2018-2020年PE分别为42、32和27倍。在行业增速放缓的情况下，公司的盈利能力持续上升，我们认为公司持续加大人员和营销的投入有利于公司长期业绩的稳定发展和盈利能力的持续提升，维持“推荐”评级。

● 风险提示: 图书市场增速进一步放缓，新书市场表现不及预期。

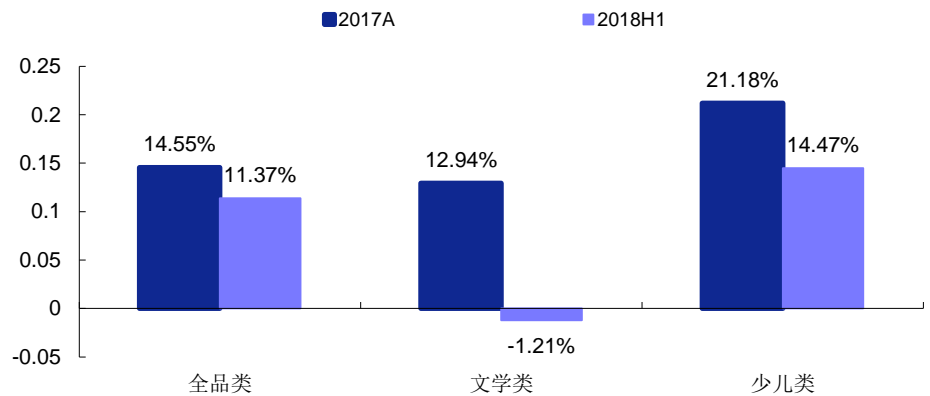
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	853	944	1,035	1,223	1,383
增长率(%)	-3.3	10.7	9.6	18.2	13.1
净利润(百万元)	151.9	232	263	343	411
增长率(%)	16.7	52.9	13.1	30.7	19.7
毛利率(%)	36.6	43.7	48.1	52.3	54.0
净利率(%)	17.8	24.6	25.4	28.1	29.7
ROE(%)	22.4	15.4	15.5	17.3	17.6
EPS(摊薄/元)	1.13	1.73	1.95	2.55	3.05
P/E(倍)	71.95	47.0	41.6	31.8	26.6
P/B(倍)	16.44	7.2	6.4	5.5	4.7

1、上半年图书市场增速放缓，文学类码洋增速转负

根据北京开卷数据，2018年上半年中国图书零售市场同比增速为11.37%，略低于2017年全年14.55%的增速。其中文学类图书码洋增速从去年全年的12.94%下降至-1.21%，少儿类图书码洋增速从去年全年的21.18%下降至14.47%。此外，受到税收优惠政策落地时间点（6月8日）的影响，行业内公司上半年普遍采取放慢新书发布和发货节奏的策略应对，我们预计2018年中国图书市场增速将有所放缓，增速区间在10%-12%。受整个行业内生增速及相关政策的影响，图书行业公司全年业绩增速很可能低于之前市场的预期。

图1：2018年上半年与2017年全年图书市场增速对比

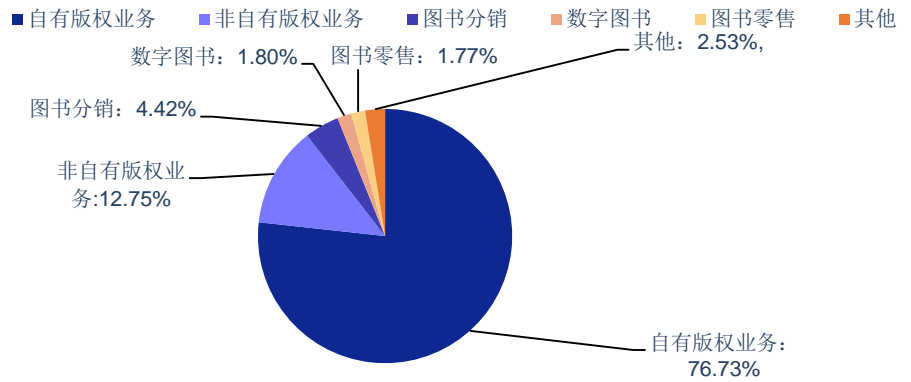


资料来源：北京开卷，新时代证券研究所

同时，畅销书的码洋占比继续增加。2018年1-6月份，销量前1%的品种占市场码洋的比例达到52%，头部效应越来越明显。2017年全年，图书市场中销量排名前1%的图书为整个市场贡献了51.7%的码洋。

2、主营增速放缓毛利率走高，费用率增加

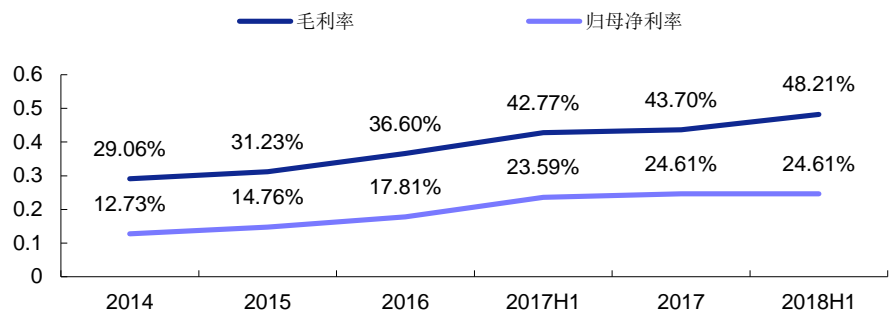
2018年上半年，自有版权图书业务实现收入3.41亿元，同比增长仅为2.18%，主要系去年同期受益于影文联动的《嫌疑人X的献身》《解忧杂货店》《白夜行》等图书的关注度和销量明显下降，营收占比由去年同期的72.70%增至76.73%；非自有版权图书业务实现收入为5668.33万元，同比下降15.30%，主要为去年同期热销的《人民的名义》销量下滑所致，营收占比由去年同期的14.57%下降至12.75%；由于去年下半年公司进一步剥离了图书分销业务，上半年该业务实现收入1966.87万元，营收同比下降70.15%，营收占比由去年同期的14.35%下降至4.42%；去年四季度公司收购Pageone并表的图书零售业务，上半年实现营收788.76万元，营收占比由去年全年（10月份并表，实现收入298.68万元）的0.32%增至1.77%，数字图书业务实现营收798.58万元，同比增长90.53%，营收占比由去年同期的0.91%增长至1.80%。

图2： 2018H1 新经典主营结构及业务占比

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司综合毛利率由去年同期的 42.77% 提升至 48.21%。分业务来看，自有版权图书业务毛利率由 52.63% 提升至 53.89%；非自有版权图书业务毛利率由 16.10% 提升至 20.14%；图书分销业务毛利率由 10.01% 提升至 10.39%；数字图书业务毛利率由 67.26% 提升至 70.91%；图书零售业务毛利率相比去年年报的 39.79% 大幅提升至 57.51%。公司的归母净利率由去年同期的 23.59% 提升至 24.61%。

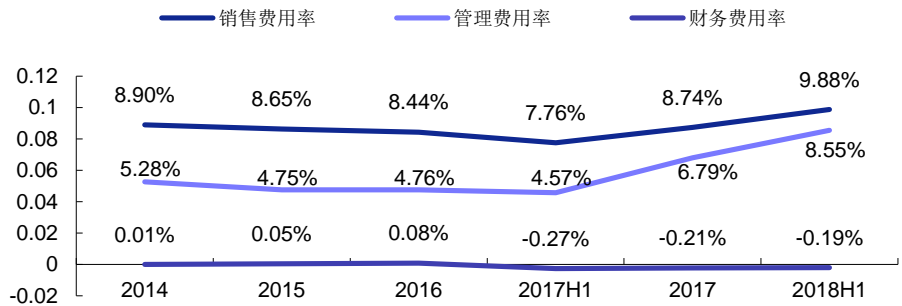
由下图可看到，2014-2018H1，新经典的毛利率及归母净利率一路走高，毛利率由 2014 年的 29.06% 提升至 2018H1 的 48.21%，归母净利率由 2014 年的 12.73% 提升至 2018H1 的 24.61%。

图3： 2014-2018H1 新经典毛利率及归母净利率走势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018 年上半年，公司期间费用率的提升也是导致低利润增速的一大原因。公司销售费用率由去年同期的 7.76% 提升至 9.88%，主要为图书零售业务 Pageone 书店人力成本、租赁成本及其他营销成本的增长所致，管理费用率由 4.57% 增长至 8.55%，主要是由于公司上半年的股权激励摊销费用增加以及其他人力资源的投入。

由下图可看到，新经典自 2017 年下半年起销售费用率及管理费用率明显提升，主要是由于公司上市之后加大长期业务布局，在营销和人力资源两端均加大投入力度。例如，公司上市后增加了 30 余位编辑，单独建立了约 30 人的少儿图书销售团队，加强少儿图书板块业务的布局。

图4： 2014-2018H1 新经典各项费用率走势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 盈利预测

2018年上半年图书行业增速有所放缓，特别是文学类图书码洋增速从去年全年的12.94%下降至-1.21%。新经典自有版权图书业务中，文学类图书收入占比超过七成，2018年上半年文学类图书实现收入2.44亿元，同比增长1.77%，2017年全年同比增长45.81%，表现均优于市场整体水平。

通过上文的分析，公司上半年业务收入有所放缓，盈利能力持续上升，虽然费用率的增加将使短期业绩承压，然而从长远的角度来看，我们认为公司加强人员和营销的投入有利于公司长期业绩的稳定发展和盈利能力的持续提升。

我们下调公司2018-2020年净利润分别为2.63(-0.46)、3.43(-0.59)、4.11(-1.18)亿元，对应EPS分别为1.95、2.55和3.05元。当前股价对应2018-2020年PE分别为42、32和27倍。公司在图书策划发行、优质图书版权运营等领域的核心竞争力构成了中长期的护城河。随着数字图书业务和线下书店项目的不断推进，我们看好公司未来业绩增长的可持续性，维持“推荐”评级。

4、 风险提示

图书市场增速进一步放缓，新书市场表现不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	768	1649	1714	2099	2338	营业收入	853	944	1035	1223	1383
现金	401	244	376	588	899	营业成本	541	532	537	584	636
应收账款	65	85	79	115	105	营业税金及附加	1	1	1	1	1
其他应收款	20	17	23	25	30	营业费用	72	82	98	110	124
预付账款	77	77	92	107	118	管理费用	41	64	83	92	100
存货	174	260	179	298	222	财务费用	1	-2	-8	-12	-21
其他流动资产	31	965	965	965	965	资产减值损失	12	2	2	10	10
非流动资产	53	135	165	197	228	公允价值变动收益	0	0	-3	-2	-2
长期投资	33	59	91	122	153	投资净收益	10	31	25	20	20
固定资产	6	6	6	6	5	营业利润	196	319	344	458	550
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	18	4	15	10	10
其他非流动资产	14	69	69	69	69	营业外支出	1	4	4	2	3
资产总计	821	1783	1880	2295	2565	利润总额	212	319	356	466	558
流动负债	121	224	130	248	158	所得税	55	79	86	112	134
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	157	239	271	354	424
应付账款	71	97	72	112	89	少数股东损益	5	7	8	11	13
其他流动负债	50	127	58	137	69	归属母公司净利润	152	232	263	343	411
非流动负债	0	1	1	1	1	EBITDA	203	313	349	453	537
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.13	1.73	1.95	2.55	3.05
其他非流动负债	0	1	1	1	1						
负债合计	121	225	132	250	159						
少数股东权益	35	33	42	52	65	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	100	135	135	135	135	成长能力					
资本公积	259	929	929	929	929	营业收入(%)	(3.3)	10.7	9.6	18.2	13.1
留存收益	305	489	692	946	1250	营业利润(%)	20.5	62.5	8.0	32.9	20.3
归属母公司股东权益	665	1525	1707	1993	2341	归属于母公司净利润(%)	16.7	52.9	13.1	30.7	19.7
负债和股东权益	821	1783	1880	2295	2565	获利能力					
						毛利率(%)	36.6	43.7	48.1	52.3	54.0
						净利率(%)	17.8	24.6	25.4	28.1	29.7
						ROE(%)	22.4	15.4	15.5	17.3	17.6
						ROIC(%)	22.3	15.3	15.5	17.2	17.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.7	12.6	7.0	10.9	6.2
						净负债比率(%)	-57.3	(15.7)	(21.5)	(28.8)	-37.4
						流动比率	6.3	7.4	13.1	8.4	14.8
						速动比率	4.9	6.2	11.8	7.2	13.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	12.7	12.6	12.6	12.6	12.6
						应付账款周转率	8.1	6.3	6.3	6.3	6.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.13	1.73	1.95	2.55	3.05
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	-5.42	1.60	2.01	2.73
						每股净资产(最新摊薄)	4.94	11.32	12.67	14.80	17.39
						估值比率					
						P/E	71.95	47.04	41.59	31.83	26.58
						P/B	16.44	7.17	6.40	5.48	4.67
						EV/EBITDA	51.91	34.3	30.4	22.9	18.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	149	122	215	270	368
净利润	157	239	271	354	424
折旧摊销	3	1	2	2	2
财务费用	1	-2	-8	-12	-21
投资损失	-10	-31	-25	-20	-20
营运资金变动	-12	-85	-27	-54	-19
其他经营现金流	11	0	3	2	2
投资活动现金流	15	-954	-10	-14	-14
资本支出	1	9	-1	-0	-0
长期投资	8	-965	-31	-31	-31
其他投资现金流	24	-1910	-42	-46	-46
筹资活动现金流	-36	644	-72	-44	-43
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	35	0	0	0
资本公积增加	0	671	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-61	-72	-44	-43
现金净增加额	128	-187	132	212	311

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>