



603096.SH

**增持**

原评级: 增持

市场价格: 人民币 52.97

板块评级: 中性

**本报告要点**

- 免税政策滞后导致业绩增速放缓。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(21.3)	(19.7)	(38.2)	(18.4)
相对上证指数	2.0	(10.7)	(27.7)	5.9

发行股数(百万)	135
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	2,856
3个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
陈明俊	53

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年10月30日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《新经典》 20180822
- 《新经典》 20180507
- 《新经典》 20180402

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 文化传媒

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

**新经典**

**免税政策滞后影响公司整体业绩, 优质内容资源持续积累**

公司2018年前三季度实现营业收入6.76亿元, 同比减少2.56%; 归属于母公司股东净利润1.87亿元, 同比增长5.45%; 扣非后归属于母公司股东净利润1.49亿元, 同比减少3.75%; 基本每股收益1.39元, 同比减少6.71%。第三季度实现营业收入2.32亿元, 同比减少1.31%; 归属于母公司股东净利润0.78亿元, 同比增长12.48%; 扣非后归属于母公司股东净利润0.52亿元, 同比减少2.88%。

**支撑评级的要点**

- 经营业绩略有下滑, 数字图书业务快速增长。报告期内公司营业收入同比下滑2.56%, 主要还是因为图书免税政策滞后导致公司整体新书发行业务放缓所致。
- 营收结构方面, 2018年前三季度公司一般图书发行实现营业收入6.33亿元, 同比下滑7.77%, 毛利率达到46.73%, 较上年同期增长3.23个百分点; 数字图书业务实现收入1,546.6万元, 同比增长118.57%, 毛利率达到69.54%。
- 优质图书资源继续增加, 开始海外拓展布局。半年报数据显示, 公司上半年新增自有版权图书138种。公司近日发布公告, 将出资不超过1,500万美元在美国设立全资子公司, 将作为公司版权业务在美国发展的主要平台, 进行资源开发和培养。

**评级面临的主要风险**

- 免税政策长期不落地, 新书发行销量不及预期。

**估值**

- 从三季度经营数据来看, 免税政策仍未落地, 因此即使四季度免税政策正式落地, 对公司2018年全年业绩并不会产生太大影响。我们下调2018年公司整体营收及净利润增速, 预计公司2018-2020年实现净利润2.58、3.0和3.47亿元, 维持公司**增持**评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	853	944	994	1,136	1,317
变动(%)	(3)	11	5	14	16
净利润(人民币 百万)	152	232	258	300	347
全面摊薄每股收益(人民币)	1.519	1.725	1.906	2.220	2.561
变动(%)	16.7	13.6	10.5	16.5	15.4
先前预测每股收益(人民币)			1.981	2.482	2.963
调整幅度(%)			(3.79)	(10.56)	(13.6)
全面摊薄市盈率(倍)	34.9	30.7	27.8	23.9	20.7
价格/每股现金流量(倍)	35.6	58.3	30.1	55.2	20.1
每股现金流量(人民币)	1.49	0.91	1.76	0.96	2.63
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.7	26.2	22.4	18.9	15.5
每股股息(人民币)	0.480	0.600	0.572	0.666	0.768
股息率(%)	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4

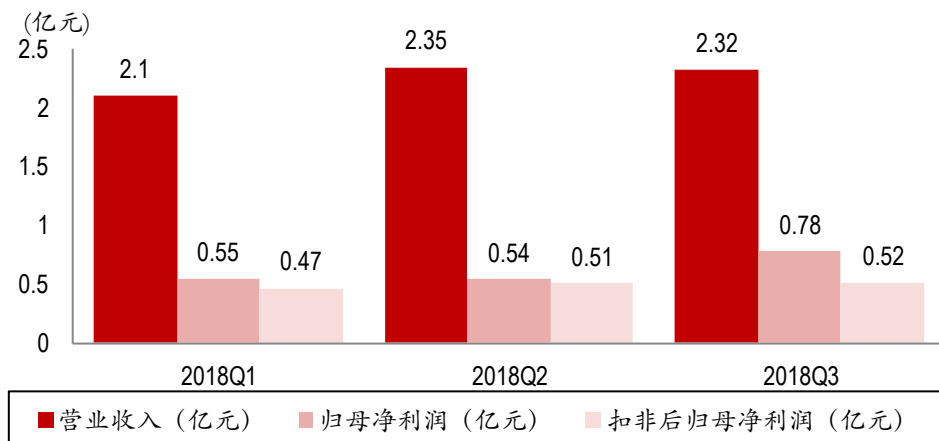
资料来源: 公司数据及中银证券预测

点评正文:

### 1. 经营业绩略有下滑, 数字图书业务快速增长

报告期内公司营业收入同比下滑 2.56%, 主要还是因为图书免税政策滞后导致公司整体新书发行业务放缓所致; 公司三季度归母净利润同比增长 12.48%, 主要由于三季度公司获得的政府补助 0.28 万元, 高于 2017 年同期水平。分季度来看, 公司报告期无论是营业收入还是归母净利润均未出现较大的季节波动。

图表 1.2018Q1-2018Q3 单季度经营业绩变化



资料来源: 万得, 中银证券

营收结构方面, 2018 年前三季度公司一般图书发行实现营业收入 6.33 亿元, 同比下滑 7.77%, 毛利率达到 46.73%, 较上年同期增长 3.23 个百分点; 数字图书业务实现收入 1,546.6 万元, 同比增长 118.57%, 毛利率达到 69.54%, 较上年同期略有下滑; 以 Pageone 为主的图书零售业务实现收入 1,241.32 万元。

图表 2. 公司前三季度主要经营数据情况

单位: 万元、%	销售码洋			营业收入			毛利率		
	去年同期	本期	增长率	去年同期	本期	增长率	去年同期	本期	增长率
一般图书发行业务	124,807.42	116,593.14	(6.58)	68,617.27	63,285.96	(7.77)	43.50	46.73	3.23
数字图书业务	-	-	-	707.60	1,546.57	118.57	69.60	69.54	(0.06)
图书零售	-	1,443.24	-	-	1,241.32	-	-	50.03	-

资料来源: 公司公告, 中银证券

### 2. 优质图书资源继续增加, 开始海外拓展布局

半年报数据显示, 公司上半年新增自有版权图书 138 种, 其中《假面山庄》、《偶遇》、《勇气》、《黎明之街》、《橘子不是唯一的水果》、《正见》等图书先后登上各类图书榜单。公司近日发布公告, 将出资不超过 1,500 万美元在美国设立全资子公司, 将作为公司版权业务在美国发展的主要平台, 进行资源开发和培养, 为公司版权业务发展提供有力支持, 从而增强公司核心竞争力。

### 3. 免税政策滞后明显改变公司资产和现金流情况

由于图书免税政策滞后, 公司销售商品部分未完成结算, 公司应收账款及应收票据期末余额较年初增长 1.03 亿元, 增长 120.99%; 税金及附加报告期发生额为 54 万元, 同比增长 110.07%; 经营活动净现金流为 -0.12 亿元, 与上年同期相比减少 1.09 亿元。费用方面, 公司报告期管理费用发生额为 0.49 亿元, 同比增长 42.62%, 主要由于股权激励和人力成本的增长。



### 投资建议：

我们认为公司 2018 年前三季度业绩增速的大幅放缓，一方面由于图书免税政策的滞后使得公司新书出版发行业务布局放缓，另一方面，公司 2017 年由于畅销书改编电影《嫌疑人 X 的献身》等热映，一定程度上推动了公司全年销量，因此今年公司畅销书的销售热度有所降低。国内图书零售市场销售增速近年来始终保持在 10% 以上，公司作为畅销书领域的头部发行商，具有很强的市场竞争力，随着未来免税政策的落地，我们认为公司明后年业绩增速有望大幅回升。

### 盈利预测：

从三季度经营数据来看，免税政策仍未落地，因此即使四季度免税政策正式落地，对公司 2018 年全年业绩并不会产生太大影响。我们下调 2018 年公司整体营收及净利润增速，预计公司 2018-2020 年实现净利润 2.58、3.0 和 3.47 亿元，维持公司 **增持** 评级。

### 风险提示：

免税政策长期不落地，新书发行销量不及预期。



图表 4. 公司三季报财务摘要

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	17年前三季度	18年前三季度
一、营业总收入	209.54	234.97	231.50	693.74	676.01
二、营业总成本	148.07	165.22	161.80	484.19	475.09
其中：营业成本	106.13	124.09	125.32	390.03	355.54
营业税金及附加	0.19	0.09	0.26	0.26	0.54
销售费用	21.06	22.86	24.07	54.95	68.00
管理费用	18.55	19.46	13.15	39.22	48.95
财务费用	(0.55)	(0.31)	(0.11)	(1.69)	(0.96)
资产减值损失	2.68	(0.97)	(2.51)	1.43	(0.79)
三、其他经营收益	11.73	7.74	7.62	16.95	27.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	11.73	7.74	7.62	16.95	27.09
四、营业利润	73.28	77.47	105.18	248.52	255.93
加：营业外收入	0.06	0.09	0.39	0.53	0.54
减：营业外支出	0.00	0.46	1.88	2.50	2.34
五、利润总额	73.34	77.11	103.68	246.55	254.13
减：所得税	16.76	21.03	24.60	63.32	62.39
六、净利润	56.58	56.08	79.09	183.23	191.74
减：少数股东损益	1.66	1.61	1.37	5.82	4.65
七、归属母公司净利润	54.92	54.46	77.71	177.42	187.09
EPS(元)	0.41	0.40	0.57	1.49	1.39
<b>主要比率(%)</b>					
毛利率	49.4	47.2	45.9	43.8	47.4
主营税金率	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
销售费率	10.1	9.7	10.4	7.9	10.1
管理费率	8.9	8.3	5.7	5.7	7.2
营业利润率	35.0	33.0	45.4	35.8	37.9
实际税率	22.9	27.3	23.7	25.7	24.6
净利率	27.0	23.9	34.2	26.4	28.4
<b>YoY()</b>					
收入增长率	6.3	(10.3)	(1.3)	12.7	(2.6)
营业利润增长率	19.0	(11.9)	6.3	70.9	3.0
净利润增长率	20.7	(13.6)	10.7	54.0	4.6

资料来源：公司公告，中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	853	944	994	1,136	1,317
销售成本	(541)	(532)	(515)	(580)	(671)
经营费用	(122)	(147)	(180)	(205)	(238)
息税折旧前利润	190	265	299	351	408
折旧及摊销	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
经营利润(息税前利润)	187	263	297	350	407
净利息收入/(费用)	(1)	2	2	3	4
其他收益/(损失)	26	53	55	60	65
税前利润	212	319	354	413	476
所得税	(55)	(79)	(89)	(103)	(119)
少数股东权益	(5)	(7)	(8)	(9)	(11)
净利润	152	232	258	300	347
核心净利润	156	232	258	300	347
每股收益(人民币)	1.519	1.725	1.906	2.220	2.561
核心每股收益(人民币)	1.561	1.725	1.906	2.220	2.561
每股股息(人民币)	0.480	0.600	0.572	0.666	0.768
收入增长(%)	(3)	11	5	14	16
息税前利润增长(%)	24	41	13	18	16
息税折旧前利润增长(%)	23	39	13	18	16
每股收益增长(%)	17	14	10	16	15
核心每股收益增长(%)	16	10	10	16	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	212	319	354	413	476
折旧与摊销	3	1	1	1	1
净利息费用	1	(2)	(2)	(3)	(4)
运营资本变动	34	1	(90)	2	(27)
税金	(50)	(72)	(89)	(103)	(119)
其他经营现金流	(51)	(124)	64	(180)	29
经营活动产生的现金流	149	122	238	130	356
购买固定资产净值	(0)	0	0	0	0
投资减少/增加	(6)	(45)	30	35	40
其他投资现金流	21	(909)	0	0	0
投资活动产生的现金流	15	(954)	30	35	40
净增权益	(48)	(81)	(77)	(90)	(104)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	48	81	77	90	104
其他融资现金流	(36)	644	(46)	(87)	(100)
融资活动产生的现金流	(36)	644	(46)	(87)	(100)
现金变动	128	(187)	222	78	297
期初现金	276	401	244	466	544
公司自由现金流	164	(831)	268	165	396
权益自由现金流	164	(833)	266	162	392

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	432	1,209	1,431	1,509	1,806
应收帐款	85	103	91	133	125
库存	174	260	169	313	245
其他流动资产	77	77	72	95	98
流动资产总计	768	1,649	1,763	2,050	2,274
固定资产	6	6	5	4	3
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	36	67	66	66	66
长期资产总计	42	74	72	70	69
总资产	821	1,783	1,895	2,182	2,404
应付帐款	71	97	65	117	94
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	50	127	55	69	62
流动负债总计	121	224	120	187	156
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	0	0	0
股本	100	135	135	135	135
储备	563	1,418	1,599	1,809	2,052
股东权益	663	1,553	1,734	1,945	2,187
少数股东权益	35	33	41	51	61
总负债及权益	821	1,783	1,895	2,182	2,404
每股帐面价值(人民币)	6.63	11.53	12.82	14.37	16.16
每股有形资产(人民币)	6.63	11.53	12.81	14.37	16.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.01)	(1.81)	(3.45)	(4.02)	(6.21)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.2	28.0	30.0	30.9	31.0
息税前利润率(%)	21.9	27.9	29.9	30.8	30.9
税前利润率(%)	24.9	33.7	35.7	36.3	36.2
净利率(%)	17.8	24.6	26.0	26.4	26.3
流动性					
流动比率(倍)	6.3	7.4	14.7	11.0	14.6
利息覆盖率(倍)	266.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.9	6.2	13.3	9.3	13.0
估值					
市盈率(倍)	34.9	30.7	27.8	23.9	20.7
核心业务市盈率(倍)	33.9	30.7	27.8	23.9	20.7
市净率(倍)	8.0	4.6	4.1	3.7	3.3
价格/现金流(倍)	35.6	58.3	30.1	55.2	20.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.7	26.2	22.4	18.9	15.5
周转率					
存货周转天数	104.5	148.9	151.8	151.8	151.8
应收帐款周转天数	35.1	36.2	35.5	35.8	35.7
应付帐款周转天数	29.8	32.4	29.8	29.3	29.3
回报率					
股息支付率(%)	31.6	34.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	25.2	21.0	15.7	16.3	16.8
资产收益率(%)	18.0	15.2	12.1	12.9	13.3
已运用资本收益率(%)	5.9	5.1	3.8	4.0	4.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371