

# 业绩企稳向上，挖掘头部和开发腰部图书成未来增长看点

——新经典年报点评

年报点评报告

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

## ● 公司业绩实现正增长，头部书下滑四成新书销售良好

公司发布 2018 年年报: 实现营业收入 9.26 元, 同比减少 1.90%; 实现归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 3.65%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元(含税)。公司自有版权中文学类图书实现营业收入 4.85 亿元, 同比下降 3.98%, 东野圭吾三部头部作品合计收入降幅约 40%。剔除这三部作品, 公司报告期内文学类图书营业收入同比增长约 8%。但公司年内上市的其他新书销售表现良好, 降低了整体销量下滑颓势。

## ● 继续优化业务结构毛利率升高，费用增长系股权激励和新业务投入所致

2018 年, 公司整体毛利率为 46.27%, 同比增加 2.59 个百分点, 主要原因是持续剥离毛利率较低的图书分销业务所致。其中图书零售业务毛利率为 58.17%, 同比增加 18.38 个百分点, 主要是由于公司增加 Pageone 等创意业务导致毛利率升高。管理费用 0.72 亿元, 同比增长 24.63%, 主要系股权激励摊销费用的增长等所致。公司业务优化, 为未来业绩打开增长空间。

## ● 中国图书市场增速保持 10% 以上，少儿图书市场和数字阅读增量较大

根据开卷信息的数据, 中国图书零售市场规模在 2018 年达到 894 亿元, 同比增长 11.3%。按码洋规模来看, 少儿图书的市场规模最大。此外, 数字阅读市场规模已经达到了 254.5 亿, 较 2017 年增长 19.6%, 用户付费意愿和付费率逐渐提升, 未来潜力较大。公司在少儿图书业务和数字出版业务方面积极布局, 2018 年这两部分业务增长明显, 特别是数字出版业务收入增长 137%。

## ● 看好公司细分领域龙头和畅销长销书策划发行优势，维持“推荐”评级

由于公司自有版权图书销售增速下滑明显, 未来也将由高增长转为中高速增长, 我们下调新经典 2019-2021 年营收分别为 11.19(-3.13)亿元、13.56(-4.37)亿元、16.13 亿元, 同比增长 20.86%、21.20%、18.88%; 实现归母净利润分别为 2.77(-1.25)亿元、3.34(-1.95)亿元、3.97 亿元, 同比增长 15.04%、20.72%、18.57%; 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.05 元、2.47 元、2.93 元。我们看好公司细分龙头和策划发行优势, 维持“推荐”评级。

## ● 风险提示: 知识产权保护不及预期风险, 税收政策风险, 市场下行风险

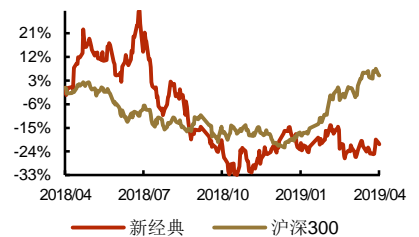
### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	944	926	1,119	1,356	1,613
增长率(%)	10.70	-1.90	20.86	21.20	18.88
净利润(百万元)	232	241	277	334	397
增长率(%)	52.94	3.65	15.04	20.72	18.57
毛利率(%)	43.70	46.33	47.22	48.03	47.60
净利率(%)	24.61	26.00	24.75	24.65	24.59
ROE(%)	15.37	13.82	14.28	15.20	15.74
EPS(摊薄/元)	1.72	1.78	2.05	2.47	2.93
P/E(倍)	36.2	34.9	30.4	25.2	21.2
P/B(倍)	5.5	4.8	4.3	3.8	3.3

## 推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.04.23
收盘价(元):	60.82
一年最低/最高(元):	51.05/104.93
总股本(亿股):	1.35
总市值(亿元):	82.29
流通股本(亿股):	0.54
流通市值(亿元):	32.79
近 3 月换手率:	72.6%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.38	-28.49	-29.96
绝对	0.45	-0.54	-23.26

## 相关报告

- 《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》2018-08-21
- 《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

## 目 录

1、 公司业绩实现正增长，头部书下滑四成新书销售良好.....	3
2、 结构优化毛利率升高，费用上升系成本提高及股权激励摊销所致.....	5
3、 中国图书市场增速保持 10%以上，少儿图书市场规模最大.....	6
4、 公司 2019 展望：聚焦主业，加强原创内容.....	8
5、 盈利预测及投资建议.....	9
5.1、 盈利预测.....	9
5.2、 投资建议.....	9
6、 风险提示.....	10
附： 财务预测摘要.....	11

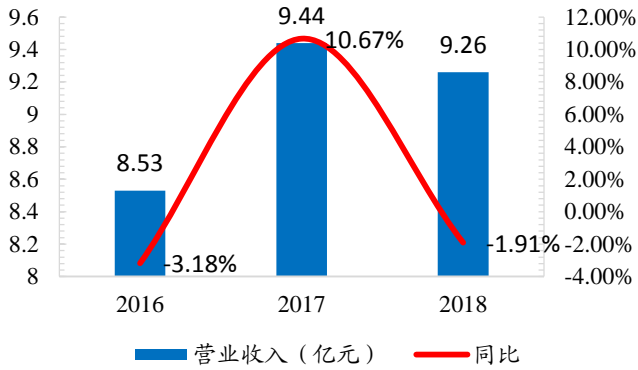
## 图表目录

图 1： 2016-2018 年公司营收及增长情况.....	3
图 2： 2016-2018 年公司归母净利润及增长情况.....	3
图 3： 2018 年公司各项业务占比情况.....	4
图 4： 2016-2018 年公司自有版权业务营收及增速.....	4
图 5： 2016-2018 年公司非自有版权图书营收及增速.....	4
图 6： 2016-2018 年公司数字图书业务营收及增速.....	5
图 7： 2017-2018 年公司图书零售业务营收情况.....	5
图 8： 2016-2018 年公司毛利率及增长率情况.....	5
图 9： 2016-2018 年公司销售费用及增长率情况.....	6
图 10： 2016-2018 年公司管理费用及增长率情况.....	6
图 11： 2016-2018 年公司财务费用情况.....	6
图 12： 2010-2018 年中国图书零售市场总规模.....	6
图 13： 2011-2018 年网上书店及实体书店渠道销售额及增速.....	7
图 14： 2018H1 各类图书码洋占比.....	7
图 15： 2016-2018 中国数字阅读产业规模及增速.....	8
表 1： 公司收入与净利润预测.....	9

## 1、公司业绩实现正增长，头部书下滑四成新书销售良好

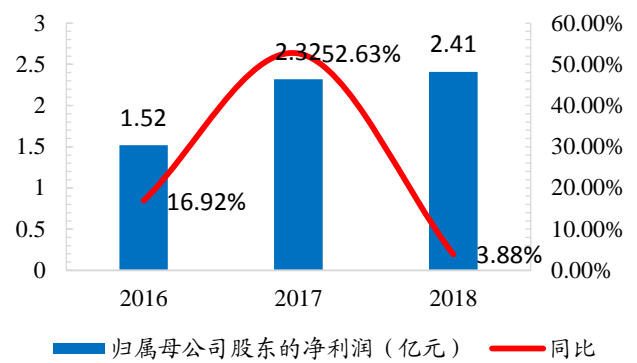
2018 年实现营业收入 9.26 元，同比减少 1.90%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 3.65%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元（含税）。公司聚焦内容创意业务，在少量头部书籍销售下滑的压力下，大力深挖更多优质书籍的潜能，保持了主业的平稳发展。

图1： 2016-2018 年公司营收及增长情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图2： 2016-2018 年公司归母净利润及增长情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

分业务来看，2018 年公司主营的自有版权图书策划与发行业务营收 6.9 亿元，同比略微下滑 0.31%，这主要是文学图书销售下降所致。

公司自有版权中文学类图书实现营业收入 4.85 亿元，同比下降 3.98%，这主要是由于公司文学类部分头部图书《解忧杂货店》《白夜行》《嫌疑人 X 的献身》的热度下降导致销量明显回落，三部作品合计收入降幅约 40%。剔除这三部作品，公司报告期内文学类图书营业收入同比增长约 8%。

为应对部分头部图书销量下滑，公司积极挖掘东野圭吾系列产品潜力，《假面山庄》《悲剧人偶》《黎明之街》等年内上市新书销售表现良好。公司其他经典产品中《活着》《霍乱时期的爱情》《百年孤独》等销售稳定。2018 年，王小波作品销售整体走高，其中《一只特立独行的猪》《沉默的大多数》增幅超 10 万册。新书方面表现较好的产品有村上春树《假如真有时光机》，余华《在细雨中呼喊》《兄弟》，著名主持人鲁豫新作《偶遇》等。

公司新签约“天才女作家”英国作家珍妮特·温特森系列作品，其作品《橘子不是唯一的水果》《我要快乐，不必正常》《十二个圣诞故事》上市后取得良好口碑与市场表现。公司持续加强对国内原创选题的开发力度，推出了笛安转型之作《景恒街》，作者也凭借该作品成为第一位获得人民文学奖长篇小说奖的 80 后作家。

2018 年，公司新增动销品种中自有版权图书为 396 种。公司坚持精品路线，多部图书进入各类畅销榜前列，2018 年公司有 3 种图书进入开卷年度虚构类畅销榜单前 10 名，有 12 种图书进入当当网年度图书畅销榜单前 100 名，有 7 种图书进入京东网年度图书畅销榜单前 100 名。

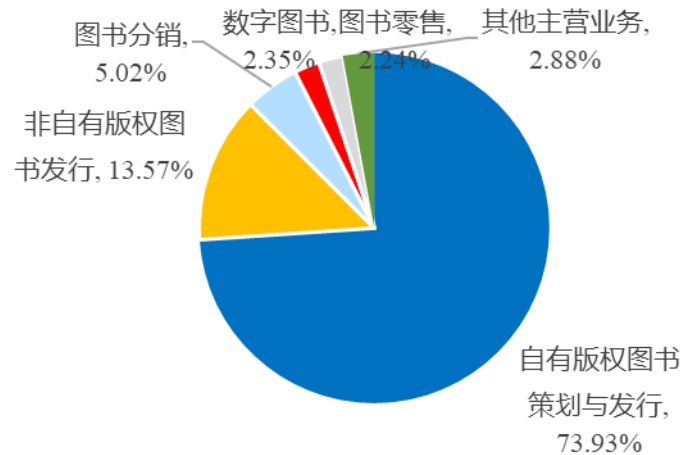
自有版权业务中少儿类图书共实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 10.95%，典型作品《窗边的小豆豆》《一粒种子的旅行》《鸭子骑车记》等销量均达 10 万册以上。2018 年，公司策划并发行了 180 种少儿类新书，包括《胡萝卜的种子》《汴京的一天》《哆悉哒?》《动物大数据》《游泳不是靠泳裤》《STEAM 科学了不起》等，内容涵盖经典绘本、少儿知识类读物、儿童文学等多个品类。

非自有版权图书发行业务方面实现营业收入 12,701.38 万元，同比下滑 7.43%，主要系《人民的名义》随着同名电视剧带来的拉动效应减弱后，销量较去年有大幅

度下滑。报告期内，随着教育改革对学生提升阅读能力的注重，国内相关经典著作继续升温，公司非自有版权图书中《平凡的世界》《人生》《穆斯林的葬礼》《边城》《四世同堂》《雷雨》等名家名作销量较为突出。

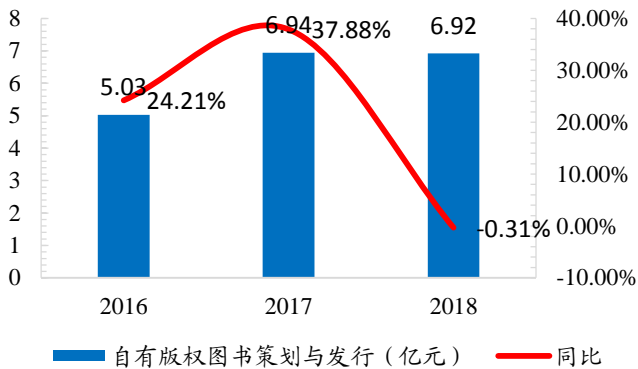
报告期内，公司稳步推进版权库建设工作，截至2018年12月31日，公司拥有授权期内图书版权约3900种，储备丰富且在国内外文学大家的版权资源方面具有明显优势。

**图3： 2018年公司各项业务占比情况**



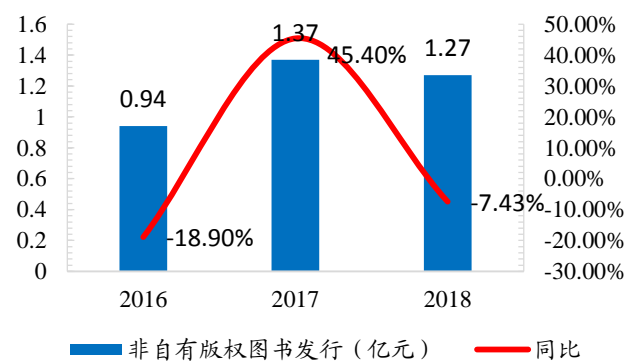
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图4： 2016-2018年公司自有版权业务营收及增速**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图5： 2016-2018年公司非自有版权图书营收及增速**

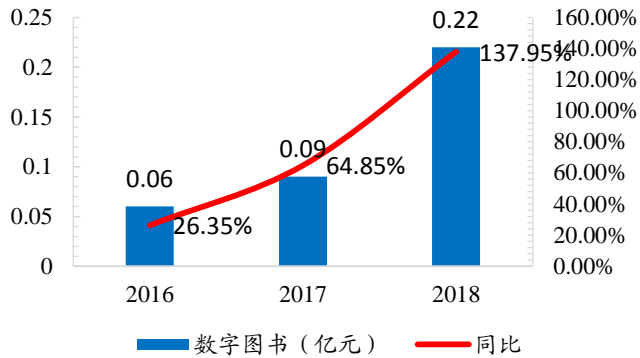


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

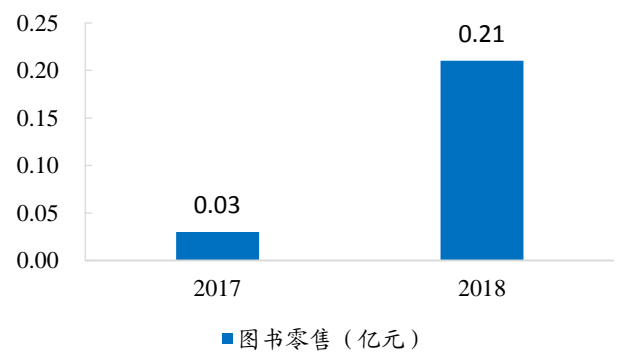
数字图书业务主要是与亚马逊 Kindle、掌阅、阅文和当当等数字发行和阅读平台合作，通过数字版权授权来获取收入。2018年公司数字图书业务实现营业收入2,220.47万元，同比增长137.95%，主要是由于公司扩大数字版权的授权范围，同时利用这些平台的流量对作品进行宣传推广，带动线上线下的共同成长。

图书零售业务方面2018年实现营业收入2,064.72万元，占比主营业务收入2.23%。2018年，Pageone北京坊店正式运营，三里屯店改造完成。作为内容与受众发生联结的空间，Pageone除了传统图书零售相关业务以外，还举办了音乐会、文学奖、艺术展览、跨年夜等多种创意活动，尝试更多的可能性。

其他版权业务主要是加大了游戏、影视版权的策划与授权业务，实现营业收入2,204.25万元。

**图6： 2016-2018 年公司数字图书业务营收及增速**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

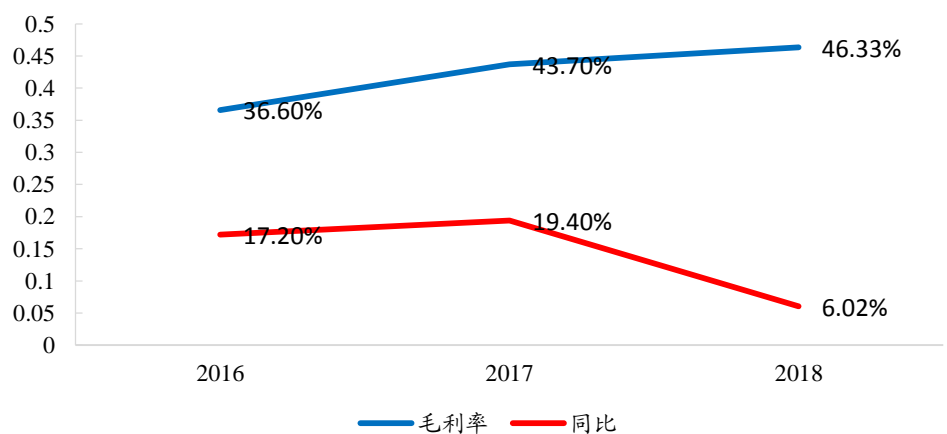
**图7： 2017-2018 年公司图书零售业务营收情况**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、结构优化毛利率升高，费用上升系成本提高及股权激励摊销所致

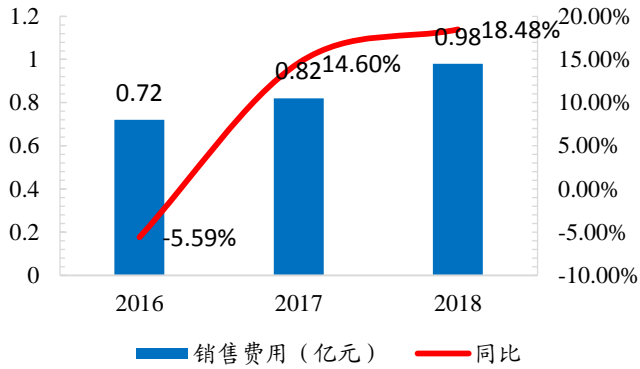
2018年，公司整体毛利率为46.27%，同比增加2.59个百分点，主要原因是持续剥离毛利率较低的图书分销业务所致。其中自有版权毛利率为51.75%，同比下降0.92个百分点，主要是由于电商渠道频繁进行促销满减活动所致。如何在主营业务毛利率和促销为产品带来更多流量之间保持平衡，成为公司发行团队面临的一大挑战。公司已经在2018年以专业化为原则对发行团队进行了拆分，同时开设了“新经典”和“爱心树”两家自营旗舰店，未来将积极探索差异化的营销方式。

非自有版权图书发行业务毛利率为19.94%，同比下降1.52个百分点。数字图书业务毛利率为67.17%，同比增加0.39个百分点。图书零售业务毛利率为58.17%，同比增加18.38个百分点，主要是由于公司增加Pageone等创意业务，拉升了业务毛利率。

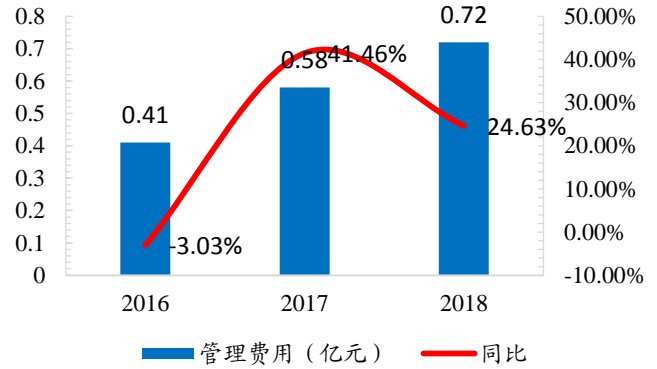
**图8： 2016-2018 年公司毛利率及增长率情况**

资料来源：wind，新时代证券研究所

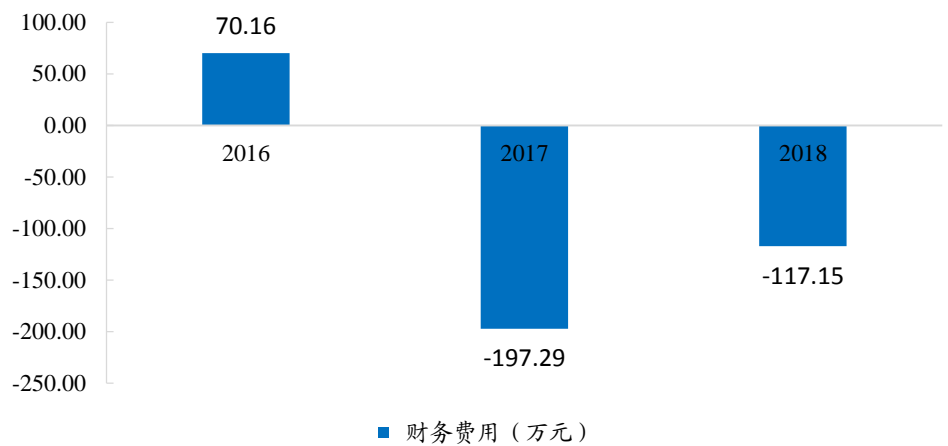
费用方面，2018年公司销售费用0.98亿元，同比增长18.48%；管理费用0.72亿元，同比增长24.63%。销售费用总额增加主要系人力成本的增长，以及Pageone租赁费增加所致。管理费用增加主要系股权激励摊销费用的增长、人力成本的增长，以及随着业务发展正常的管理成本增加所致。公司财务费用-117.15万元，2017年同期为-197.29万元，主要系报告期汇兑损益增加所致。

**图9: 2016-2018 年公司销售费用及增长率情况**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图10: 2016-2018 年公司管理费用及增长率情况**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

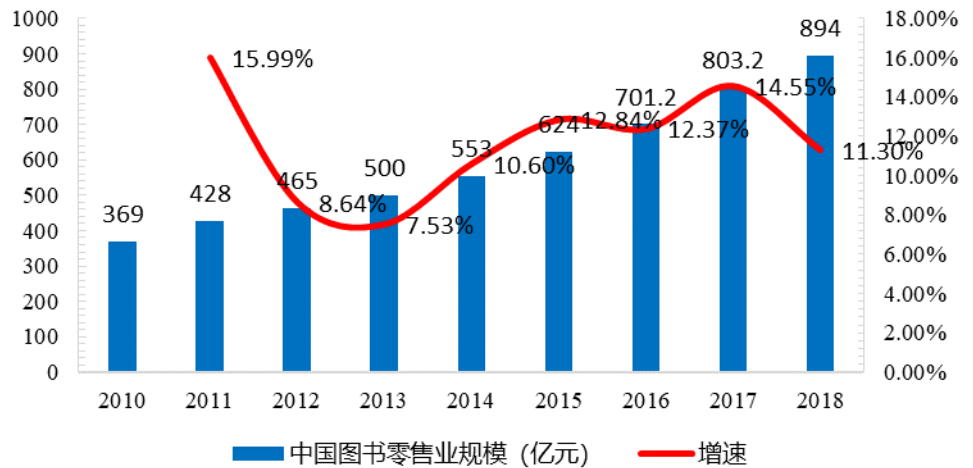
**图11: 2016-2018 年公司财务费用情况**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 3、中国图书市场增速保持 10%以上, 少儿图书市场规模最大

2014 年以来, 中国图书零售市场保持 10% 以上的稳定增速, 增量主要由网上书店渠道贡献。根据开卷信息的数据, 中国图书零售市场总规模在 2018 年达到 894 亿元, 同比增长 11.3%, 增速处于稳步提升的通道中。相较于欧美发达国家图书市场普遍位于 1%-3% 之间的增长速度, 中国图书市场增长速度仍然处于全球领先。

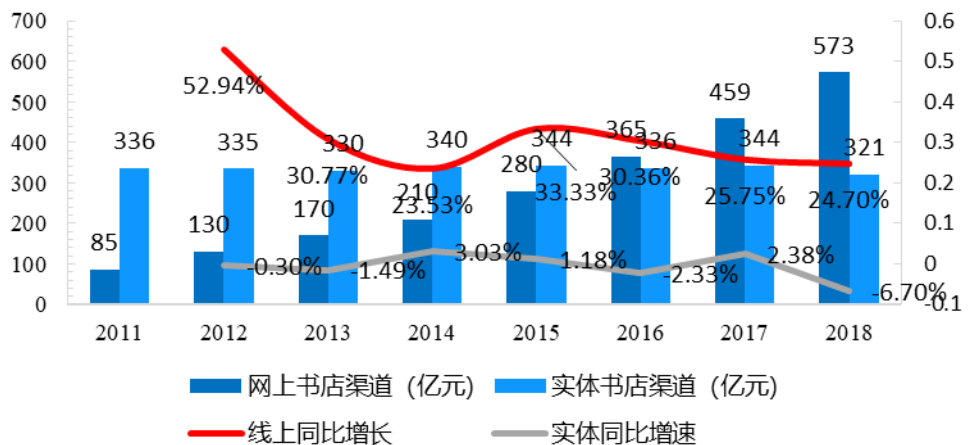
**图12: 2010-2018 年中国图书零售市场总规模**



资料来源：开卷信息，新时代证券研究所

就不同的销售渠道而言，开卷报告指出，2018年全国图书零售中，电商渠道销售码洋573亿元，同比增长24.7%，继续保持高速增长，销售占比达到64.09%。实体书店渠道销售码洋321亿，同比下降6.74%，销售占比下降至35.91%。不过，由于电商渠道的销售打折力度普遍高于实体书店，网店渠道573亿元的销售码洋中，实际销售额为355亿元，网店和实体店的差距其实并没有那么大。

图13: 2011-2018年网上书店及实体书店渠道销售码洋及增速

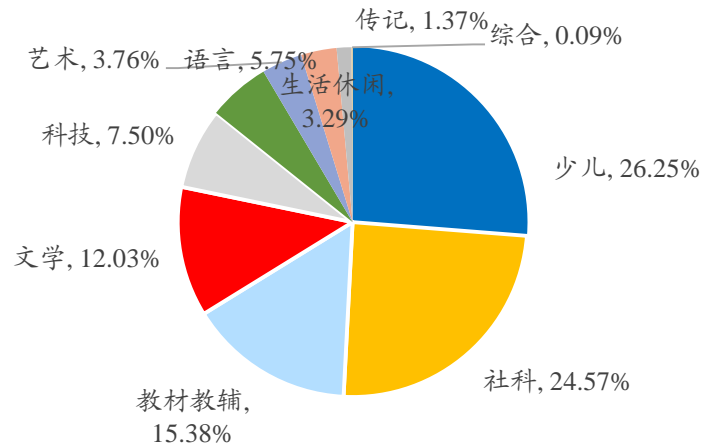


资料来源：开卷信息，新时代证券研究所

长远来看，随着我国居民的人均可支配收入的增长和受教育水平的提升，满足人民日益增长的文化需求将成为推动包括图书在内的文化行业长期发展的动力。从图书行业竞争格局来看，近年来新书品种数稳中有降，行业主体之间的竞争重点从“量”转移到“质”，创作、发掘和推广优质内容的能力成为企业的核心竞争力。这有利于行业集中度提升，淘汰中小企业和不规范的企业，而新经典这类头部精品图书公司将持续受益于此，不断扩大市场份额和影响力。

按码洋规模来看，中国图书零售市场中，少儿图书的市场规模最大。2016年，少儿图书占整体图书市场码洋的23.5%，这一数字到2018年上半年已经增长为26.25%，社科类从2016年的23.1%缓慢提升到2018年上半年的24.57%。除了少儿图书之外，社会科学、教材教辅、文学成为整体图书市场的支撑力量。

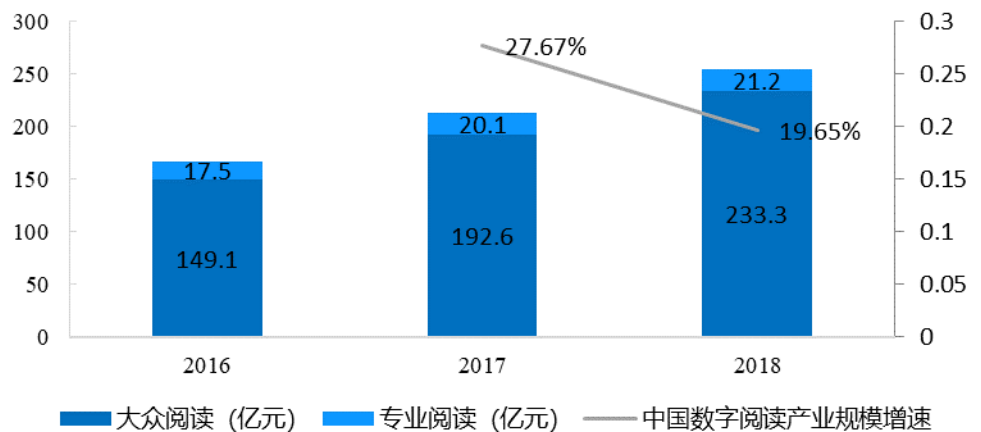
图14: 2018H1 各类图书码洋占比



资料来源：开卷信息、新时代证券研究所

根据中国音像与数字出版协会发布的《2018 中国数字阅读白皮书》，中国数字阅读市场规模已经达到了 254.5 亿，较 2017 年增长 19.6%。我国数字阅读用户电子书付费意愿持续提升，2018 年达 66.4%，68.7% 的用户愿意付费 20 元以上。随着线上阅读用户的渗透率、付费意愿和平均付费水平不断提升，数字出版行业的潜力巨大。

图15: 2016-2018 中国数字阅读产业规模及增速



资料来源：《2018 中国数字阅读白皮书》，新时代证券研究所

#### 4、公司 2019 展望：聚焦主业，加强原创内容

公司在 2019 年将会在稳固主业的基础上进行业务创新，结合自身内容优势寻找更多增长点。

**聚焦主业，加强自有版权图书优势。**自有版权图书的策划与发行业务是公司最具竞争力的核心业务，2018 年占主营业务收入达 74.79%。鉴于行业未来发展趋势，公司决定进一步聚焦主营业务，专注于优质内容的创新、生产、推广和流通销售各环节，推出更多有影响力的优质产品。

**继续发力原创及非虚构内容。**多年来，公司在非虚构品类中已经有所积累，为了进一步丰富品类，形成整体影响力，公司在 2019 年将设立专门的编辑部负责非虚构图书业务，在创作流程上将给予编辑更大的自由度，鼓励编辑主动参与和主导选题策划，提升团队的策划能力和创新能力。同时，不论在传统优势板块还是新板

块，公司仍将继续加大对原创选题的开发力度。

## 5、盈利预测及投资建议

### 5.1、盈利预测

我们对公司的盈利预测进行下调，主要是由于公司核心主业自有版权图书销售增速下滑明显，2018年该业务收入增速仅为0.38%，导致公司净利润增速降至3.65%。随着公司加大新书开发力度，该业务增速有望回归15%-20%的正常水平。我们预计2019-2021年公司净利润增速分别为15.04%、20.72%、18.57%。其他财务数据的关键假设如下：

(1)、自有版权业务：考虑到公司引进新一批图书版权，未来自有版权图书业务增速将会回升，预计公司2019-2021年自有版权业务营收增速维持在15%-20%之间稳定，毛利率维持在51%左右。

(2)、非自有版权图书业务：考虑到目公司加大对版权代理及自运营的投入，未来“新经典发行”独家代理发行的非自有版权图书数量将会上升，直接体现在营收上面。预计2019-2021年非自有版权业务营收增长率会保持在10%-15%之间左右。

(3)、图书分销业务：公司将会持续剥离低毛利率的图书分销业务，预计每年将减少50%左右，三年内完全剥离业务。

(4)、数字图书业务作为阅读新趋势，未来三年有望保持在60-80%的增速。

(5)、图书零售业务保持较快增长。

**表1：公司收入与净利润预测**

公司收入预测 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9.44	9.26	11.19	13.56	16.13
YOY	10.70%	-1.90%	20.86%	21.20%	18.88%
营业成本	5.32	4.97	5.91	7.05	8.45
YOY	-1.69%	-6.49%	18.85%	19.36%	19.85%
毛利率	43.70%	46.33%	47.22%	48.03%	47.60%
毛利	4.12	4.29	5.29	6.51	7.68
归母净利润	2.32	2.41	2.77	3.34	3.97
YOY	52.94%	3.65%	15.04%	20.72%	18.57%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所测算

### 5.2、投资建议

由于公司自有版权图书销售增速下滑明显，未来也将由高增长转为中高速增长，我们下调新经典2019-2021年营收分别为11.19(-3.13)亿元、13.56(-4.37)亿元、16.13亿元，同比增长20.86%、21.20%、18.88%；实现归母净利润分别为2.77(-1.25)亿元、3.34(-1.95)亿元、3.97亿元，同比增长15.04%、20.72%、18.57%；对应2019-2021年EPS分别为2.05元、2.47元、2.93元。我们看好公司细分龙头和策划发行优势，维持“推荐”评级。

## 6、风险提示

1. 知识产权保护存在的风险。侵犯版权所有者和正版授权方的利益将会影响作者的创作积极性，对行业发展有不良影响。同时盗版也会直接影响公司的销售收入，给业绩带来不利影响。

2. 税收优惠政策和补助政策调整的风险。作长期以来在财政、税收等方面一直享受国家统一制定的优惠政策。公司主营业务中发行环节受到税收政策的影响较为明显，产业政策和税收政策的调整可能对公司的赢利水平造成一定影响。

3. 市场下行风险。经济下行可能会导致未来可能影响公司的经营业绩和发展潜力。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1649	1827	2144	2321	2781	<b>营业收入</b>	<b>944</b>	<b>926</b>	<b>1119</b>	<b>1356</b>	<b>1613</b>
现金	244	499	799	734	1136	营业成本	532	497	591	705	845
应收账款	85	138	132	195	194	营业税金及附加	1	1	1	2	2
其他应收款	17	0	21	4	26	营业费用	82	98	107	133	159
预付账款	77	186	131	253	204	管理费用	64	72	84	103	122
存货	<b>260</b>	<b>310</b>	<b>368</b>	<b>442</b>	<b>528</b>	财务费用	-2	-1	-8	-11	-16
其他流动资产	965	693	693	693	693	资产减值损失	2	2	2	11	3
<b>非流动资产</b>	135	158	178	199	218	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	59	67	81	95	109	投资净收益	31	42	33	36	36
固定资产	6	8	8	8	9	<b>营业利润</b>	<b>319</b>	<b>325</b>	<b>375</b>	<b>450</b>	<b>534</b>
无形资产	0	7	11	14	17	营业外收入	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
其他非流动资产	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>78</b>	<b>81</b>	<b>83</b>	营业外支出	4	8	6	7	6
<b>资产总计</b>	<b>1783</b>	<b>1985</b>	<b>2322</b>	<b>2520</b>	<b>2999</b>	<b>利润总额</b>	<b>319</b>	<b>318</b>	<b>371</b>	<b>445</b>	<b>529</b>
<b>流动负债</b>	224	204	339	272	423	所得税	<b>79</b>	<b>72</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>124</b>
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>239</b>	<b>246</b>	<b>283</b>	<b>342</b>	<b>405</b>
应付账款	97	83	131	125	182	少数股东损益	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
其他流动负债	<b>127</b>	<b>120</b>	<b>208</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>232</b>	<b>241</b>	<b>277</b>	<b>334</b>	<b>397</b>
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0	0	EBITDA	<b>313</b>	<b>305</b>	<b>355</b>	<b>426</b>	<b>507</b>
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.72	1.78	2.05	2.47	2.93
其他非流动负债	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>225</b>	<b>204</b>	<b>340</b>	<b>272</b>	<b>424</b>	主要财务比率					
少数股东权益	33	36	42	49	58	<b>成长能力</b>					
股本	135	135	135	135	135	营业收入(%)	10.7	-1.9	20.9	21.2	18.9
资本公积	929	973	973	973	973	营业利润(%)	62.5	1.8	15.6	19.9	18.7
留存收益	489	649	841	1069	1340	归属于母公司净利润(%)	52.9	3.7	15.0	20.7	18.6
归属母公司股东权益	1525	1745	1940	2199	2517	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1783</b>	<b>1985</b>	<b>2322</b>	<b>2520</b>	<b>2999</b>	毛利率(%)	43.7	46.3	47.2	48.0	47.6
						净利率(%)	24.6	26.0	24.8	24.7	24.6
						ROE(%)	15.4	13.8	14.3	15.2	15.7
						ROIC(%)	15.3	13.4	13.8	14.7	15.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	12.6	10.3	14.6	10.8	14.1
						净负债比率(%)	-15.7	(28.0)	(40.3)	(32.6)	-44.1
						流动比率	7.4	9.0	6.3	8.5	6.6
						速动比率	6.2	7.4	5.2	6.9	5.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	12.6	8.3	8.3	8.3	8.3
						应付账款周转率	6.3	5.5	5.5	5.5	5.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.72	1.78	2.05	2.47	2.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	-5.40	1.93	2.68	-0.08	3.35
						每股净资产(最新摊薄)	11.27	12.89	14.34	16.25	18.60
						<b>估值比率</b>					
						P/E	36.23	34.95	30.38	25.17	21.23
						P/B	5.52	4.82	4.34	3.83	3.34
						EV/EBITDA	26.25	26.0	21.6	18.1	14.5

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	122	-17	363	-11	453
净利润	239	246	283	342	405
折旧摊销	1	2	3	5	6
财务费用	-2	-1	-8	-11	-16
投资损失	-31	-42	-33	-36	-36
营运资金变动	-85	-225	118	-310	95
其他经营现金流	0	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-954	314	10	10	11
资本支出	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>5</b>
长期投资	-965	277	-14	-14	-14
其他投资现金流	-1910	598	2	3	2
<b>筹资活动现金流</b>	644	-43	-73	-65	-62
短期借款	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	1	0	0	0
资本公积增加	671	43	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-61</b>	<b>-87</b>	<b>-73</b>	<b>-65</b>	<b>-62</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-187</b>	<b>255</b>	<b>300</b>	<b>-65</b>	<b>402</b>

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，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

## 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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>