

新经典

剥离 Pageone 实体书店，体外培育以谋长远发展

公司动态

公司近况

公司公告，拟以 6400 万元人民币将公司持有的新经典书店有限公司 85% 股权转让给大端投资。新经典书店是 Pageone 书店相关资产的管理平台，公司控股股东、实际控制人陈明俊先生持有受让方大端投资 100% 股权，本次交易构成关联交易。本次交易完成后，新经典书店由上市公司的全资子公司变更为参股公司，上市公司持有其 15% 的股权。

评论

Pageone 书店连接内容与受众，小有进展。公司 2017 年 10 月完成对 Pageone 书店收购，将 Pageone 的定位调整为“打造具有影响力的地标店或特色店”，目前有北京坊店、三里屯店、颐堤港店三家门店。2018 年/2019 年第一季度，新经典图书公司分别实现营业收入 5289/2103 万元，实现净利润 219/144 万元。Pageone 书店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，尝试更多可能性，取得了良好的口碑反馈和积极的社会效益。

体外培育书店业态，降低上市公司资金压力和经营风险。公司为了进一步提升品牌影响力和市场竞争力，计划增加更多门店。我们认为实体书店业务具备前期投入大、运营成本高、资金回收期长等特点，公司剥离实体书店业务，可在体外为其谋求更好的融资环境，同时降低上市公司的资金投入和财务风险。

聚焦内容业务，低迷市场环境下注重保障盈利。我们认为，本次转让符合公司战略发展需要，有利于公司持续聚焦出版业务，同时为 Pageone 书店的未来发展提供更多可能性。公司表示，若未来 Pageone 书店业务进入稳定的发展阶段，财务状况良好，公司有权在同等条件下优先进行收购。我们认为在图书行业增长放缓的情况下，新经典采取体外培育书店业态、聚焦内容主业的模式，可以实现公司长期战略与短期盈利的平衡，有助于公司稳步发展。

估值建议

考虑到图书市场低迷、交易完成后新经典书店不再并表，我们下调 2019/2020 年盈利预测 4.8%/13.9% 至 2.83 亿元/3.10 亿元，维持中性评级，给予盈利预测与 DCF 参数调整，下调目标价 16% 至 54.8 元，对应 2020 年 24 倍市盈率，对应 2.2% 上涨空间。

风险

图书市场景气度低于预期，电商促销加剧拉低毛利率，盗版侵权现象加重，核心编辑流失，成交量小的流动性风险。

张雪晴，CFA

孟玮

分析师

分析师

xueqing.zhang@cicc.com.cn

wei.meng@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080517090001

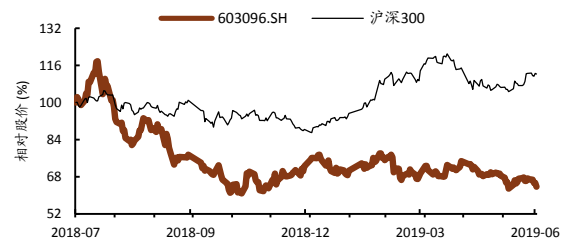
SAC 执业编号: S0080515080003

SFC CE Ref: BNC281

SFC CE Ref: BHP638

维持中性

股票代码	603096.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 53.62
目标价	人民币 54.80
52 周最高价/最低价	人民币 103.82~50.51
总市值(亿)	人民币 73
30 日日均成交额(百万)	人民币 14.26
发行股数(百万)	135
其中: 自由流通股(%)	40
30 日日均成交量(百万股)	0.26
主营行业	传媒互联网



(人民币 百万)	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	944	926	1,045	1,139
增速	10.7%	-1.9%	12.8%	9.0%
归属母公司净利润	232	241	283	310
增速	43.3%	3.7%	17.5%	9.5%
每股净利润	1.72	1.78	2.09	2.29
每股净资产	11.27	12.89	14.61	16.41
每股股利	0.60	0.60	0.71	0.77
每股经营现金流	0.90	-0.13	2.64	2.05
市盈率	31.2	30.1	25.6	23.4
市净率	4.8	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	22.7	21.6	17.4	15.4
股息收益率	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%
平均总资产收益率	17.8%	12.8%	13.3%	12.9%
平均净资产收益率	21.2%	14.7%	15.2%	14.8%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E
利润表					成长能力				
营业收入	944	926	1,045	1,139	营业收入	10.7%	-1.9%	12.8%	9.0%
营业成本	532	497	550	598	营业利润	62.5%	1.8%	8.9%	10.8%
税金及附加	1	1	2	2	EBITDA	40.5%	1.0%	19.3%	9.2%
营业费用	82	98	110	117	净利润	43.3%	3.7%	17.5%	9.5%
管理费用	58	72	85	91	盈利能力				
财务费用	-2	-1	-2	-4	毛利率	43.6%	46.2%	47.2%	47.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	33.8%	35.1%	33.8%	34.4%
营业利润	319	325	354	392	EBITDA 利润率	32.9%	33.9%	35.9%	35.9%
营业外收支	0	-7	25	25	净利润率	24.6%	26.0%	27.1%	27.2%
利润总额	319	318	378	416	偿债能力				
所得税	79	72	90	99	流动比率	7.36	8.96	8.96	9.30
少数股东损益	7	5	5	8	速动比率	6.20	7.44	7.48	7.83
归属母公司净利润	232	241	283	310	现金比率	1.09	2.45	3.45	4.01
EBITDA	311	314	375	409	资产负债率	12.6%	10.3%	10.3%	10.0%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	244	499	804	1,017	回报率分析				
应收账款及票据	103	145	164	179	总资产收益率	17.8%	12.8%	13.3%	12.9%
预付款项	77	186	90	102	净资产收益率	21.2%	14.7%	15.2%	14.8%
存货	260	310	344	373	每股指标				
其他流动资产	965	686	686	686	每股净利润 (元)	1.72	1.78	2.09	2.29
流动资产合计	1,649	1,827	2,088	2,356	每股净资产 (元)	11.27	12.89	14.61	16.41
固定资产及在建工程	6	8	8	9	每股股利 (元)	0.60	0.60	0.71	0.77
无形资产及其他长期资产	128	150	164	176	每股经营现金流 (元)	0.90	-0.13	2.64	2.05
非流动资产合计	135	158	172	185	估值分析				
资产合计	1,783	1,985	2,260	2,541	市盈率	31.2	30.1	25.6	23.4
短期借款	0	0	0	0	市净率	4.8	4.2	3.7	3.3
应付账款及票据	190	168	189	205	EV/EBITDA	22.7	21.6	17.4	15.4
其他流动负债	34	36	44	49	股息收益率	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%
流动负债合计	224	204	233	253					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	0	0	0					
非流动负债合计	1	0	0	0					
负债合计	225	204	233	254					
归母所有者权益	1,525	1,745	1,976	2,221					
少数股东权益	33	36	50	67					
负债及股东权益合计	1,783	1,985	2,260	2,541					
现金流量表									
净利润	232	241	283	310					
折旧和摊销	1	2	4	4					
营运资本变动	-269	-220	70	-38					
其他	158	-40	1	1					
经营活动现金流	122	-17	358	277					
资本开支	-9	-7	-10	-10					
其他	-945	321	-3	-3					
投资活动现金流	-954	314	-12	-12					
股权融资	693	38	38	38					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-49	-81	-79	-91					
筹资活动现金流	644	-43	-41	-53					
汇率变动对现金的影响	0	1	1	1					
现金净增加额	-187	255	305	213					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

新经典成立于 2002 年，是中国最大的民营图书策划与发行机构之一。公司立足版权资产管理，持续推进内容创意，专注于文学和少儿图书细分市场的内容策划和发行分销业务。新经典拥有图书总发行资质，长期致力于打造“畅销且长销”的精品图书，并先后成立新经典影业和尔马影业进军影视制作领域，拓展文化创意领域全产业链布局，打造影书联动的多媒体文化创意平台。

图表 1: 盈利预测变动表

(人民币 百万元)	2019E			2020E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	1,064	1,045	-1.8%	1,275	1,139	-10.7%
毛利润	504	495	-1.9%	614	541	-11.9%
营业利润	367	354	-3.7%	446	392	-12.2%
归母净利润	297	283	-4.8%	360	310	-13.9%
全面摊薄每股收益 (元)	2.20	2.09	-4.8%	2.66	2.29	-13.9%
毛利率	47.4%	47.3%	-0.06ppt	48.2%	47.5%	-0.65ppt
营业利润率	34.5%	33.8%	-0.69ppt	35.0%	34.4%	-0.61ppt
净利率	28.0%	27.1%	-0.86ppt	28.2%	27.2%	-1ppt

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：图中毛利润=营业收入-营业成本计算结果，不含营业税金及附加。

图表 2: DCF 估值表

DCF 模型

人民币百万元

自由现金流预测	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,045	1,139	1,287	1,456	1,631	1,808	1,979	2,153	2,328	2,501
YoY	12.8%	9.0%	13.0%	13.2%	12.0%	10.9%	9.4%	8.8%	8.1%	7.4%
EBIT	371	405	452	506	564	627	686	744	799	850
YoY	19.0%	9.1%	11.8%	11.9%	11.5%	11.1%	9.4%	8.5%	7.4%	6.4%
息税前利润率	35.5%	35.5%	35.1%	34.7%	34.6%	34.7%	34.7%	34.6%	34.3%	34.0%
EBIT*(1-t)	283	309	345	386	430	478	514	558	599	638
+	4	4	5	6	7	8	8	9	10	11
-	70	-38	-58	-68	-70	-71	-67	-70	-71	-73
-	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
自由现金流终值	347	266	283	314	357	406	446	488	528	566
YoY		-23.4%	6.4%	11.2%	13.7%	13.5%	10.0%	9.4%	8.2%	7.2%

DCF 分析

预测期自由现金流现值	2,771	税率	25.0%
自由现金流终值	7,704	目标权益资本比	12.6%
永续自由现金流现值	3,891	贝塔系数	0.86
企业价值	6,662	无风险收益率	3.1%
净现金	754	风险溢价	6.0%
权益价值	7,416	权益资本成本	8.3%
每股权益价值 (元)	54.8	债务资本成本	7.0%
		税后债务资本成本	5.3%
		WACC	7.9%
		永续增长率	0.5%

每股权益价值 (元)										
永续增长率	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	
6.4%	57.3	59.5	62.0	64.9	68.3	72.4	77.2	83.2	90.6	
6.9%	53.9	55.8	57.9	60.3	63.1	66.4	70.2	74.9	80.6	
7.4%	50.9	52.5	54.3	56.3	58.6	61.3	64.5	68.2	72.7	
WACC 7.9%	48.2	49.6	51.1	52.8	54.8	57.0	59.6	62.7	66.3	
8.4%	45.8	47.0	48.3	49.8	51.5	53.4	55.5	58.0	60.9	
8.9%	43.7	44.7	45.8	47.1	48.5	50.1	52.0	54.0	56.4	
9.4%	41.7	42.6	43.6	44.7	45.9	47.3	48.9	50.6	52.6	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: 历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

公司	股票代码	股票货币	会计报表 货币	股价 2019/6/29	总市值 (百万)	流通市值 (百万)	中金 评级	EPS				P/E			
								17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E
平面媒体															
中南传媒	601098.SH	CNY	CNY	12.64	22,701	22,701	跑赢行业	0.84	0.69	0.75	0.78	15.0	18.3	16.9	16.2
南方传媒	601900.SH	CNY	CNY	9.50	8,511	8,450	跑赢行业	0.68	0.73	0.85	0.92	13.9	13.0	11.2	10.3
新经典	603096.SH	CNY	CNY	53.62	7,255	2,891	中性	1.72	1.78	2.09	2.29	31.2	30.1	25.6	23.4
凤凰传媒	601928.SH	CNY	CNY	8.07	20,537	20,537		0.46	0.52	0.61	0.70	17.6	15.5	13.1	11.6
中文传媒	600373.SH	CNY	CNY	12.56	17,307	17,307		1.05	1.18	1.31	1.46	11.9	10.7	9.6	8.6
皖新传媒	601801.SH	CNY	CNY	6.01	11,955	11,955		0.56	0.55	0.44	0.49	10.7	11.0	13.6	12.4
新华文轩	601811.SH	CNY	CNY	12.21	15,065	2,431		0.75	0.76	0.85	0.94	16.3	16.2	14.4	13.1
长江传媒	600757.SH	CNY	CNY	6.81	8,265	8,264		0.51	0.60	0.69	0.77	13.5	11.3	9.8	8.8
中原传媒	000719.SZ	CNY	CNY	7.10	7,265	4,737		0.68	0.72	0.78	0.86	10.5	9.9	9.1	8.3
城市传媒	600229.SH	CNY	CNY	7.51	5,273	5,273		0.47	0.50	0.56	0.62	16.0	15.2	13.5	12.0
天舟文化	300148.SZ	CNY	CNY	4.02	3,397	3,159		0.16	-1.28	0.26	0.29	25.3	-3.1	15.7	14.0
读者传媒	603999.SH	CNY	CNY	5.59	3,220	3,220		0.13	0.07	0.00	0.00	42.8	75.8	n.a.	n.a.
中国出版	601949.SH	CNY	CNY	6.50	11,846	2,607		0.29	0.33	0.33	0.36	22.3	19.7	20.0	17.9
山东出版	601019.SH	CNY	CNY	7.78	16,236	3,321		0.65	0.71	0.77	0.85	11.9	10.9	10.0	9.2
中值												15.5	14.1	13.5	12.0
可比公司平均估值												18.5	18.2	14.0	12.8

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：浅红色标示的为中金覆盖公司，采用中金公司盈利预测；其他公司尚不在中金公司覆盖范围，采用 WIND 平均盈利预测

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10% 以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10% 以上。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

28th Floor, 350 Park Avenue

New York, NY 10022, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 32 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路 5033 号

平安金融中心 72 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

