

人口红利拉动需求，资源整合保障品质



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

—新华文轩（601811）

核心观点

❖ 新华文轩为西南区域头部文化企业，盈利能力持续提升

新华文轩是国内首家“A+H”双板上市的出版发行集团。公司零售直营门店覆盖全省、商超网点辐射全国。公司营收稳步上升，扣非归母净利润增速不断提高。2016-2019H1 年公司营收增速均高于 11%，2018 年营收达 81.87 亿元。受益于公司大众出版、阅读服务及教育服务等主营业务的效益不断提高，2019H1 扣非归母净利润同比增速达到 35.23%。

❖ 人口红利延续拉动需求，数字化转型提振收入

1) 新华文轩作为四川省内唯一教材教辅发行方，教材教辅收入受本地出生人口影响大。国家开放“单独二胎”政策之后，新生儿人口提升延续人口红利；2) 全国层面免税政策得到延续，四川省针对出版企业扶持力度得到维持；3) 教辅教材业务区域壁垒明显，但一般图书市场跨区域竞争激烈，头部出版发行公司规模相当，行业结构仍待整合；4) 数字阅读正受到越来越多读者的青睐，数字阅读市场规模不断扩大

❖ 发行渠道稳中有进，资源整合保障品质

1) 新华文轩教辅征订市场渠道稳固，“三科教材统编化”带来渠道新增量。公司积极拓展互联网市场，成立“文轩网”、“九月网”，业内具有先发优势。同时，新华不断扩张物流规模支持互联网销售渠道业务拓展。保障互联网渠道业务不断扩张；2) 公司利用自身品牌吸引优质资源聚集，持续开发产品出版能力，畅销书市场占有率持续提高。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 90.01、97.96、106.43 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 11.28、12.80、14.31 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.91、1.04、1.16 元/股，对应当前 PE 分别为 13.05、11.50、10.29 倍。考虑到人口红利延续拉动教辅教材需求上升，公司吸引优质资源不断提升产品质量，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**政策监管趋严，教辅市场渠道维持风险；成本持续提升；数字出版竞争加剧。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	8186.58	9000.85	9796.30	10642.51
+/-%	11.44%	9.95%	8.84%	8.64%
净利润(百万)	932.18	1127.74	1280.37	1431.09
+/-%	0.90%	20.98%	13.53%	11.77%
EPS(元)	0.76	0.91	1.04	1.16
PE	15.79	13.05	11.50	10.29

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 行业公司部

报告类别 公司深度

所属行业 传媒

报告时间 2019/11/14

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

郭晓东

证书编号：S1100119080011

021-68595118

guoxiaodong@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、西南区域头部文化企业，盈利能力持续提升.....	4
1.1 西南区域头部文化企业，“A+H”双板上市.....	4
1.2 公司营收稳步上升，盈利能力持续提高.....	5
二、人口红利延续拉动需求，数字化转型提振收入.....	6
2.1 二胎政策延续人口红利.....	6
2.2 政策扶持力度稳定.....	8
2.3 区域性优势明显，全国市场竞争激烈.....	9
2.4 行业迎来数字化转型新风口.....	10
三、发行渠道稳中有进，资源整合保障品质.....	12
3.1 征订渠道稳固，互联网渠道上升空间较大.....	12
3.1.1 征订渠道稳固，主营业务营收稳定.....	12
3.1.2 互联网渠道位居行业前列.....	14
3.2 一般图书业务质量提升.....	15
四、盈利预测与估值.....	18
风险提示.....	22

图表目录

图 1:	新华文轩发展历程.....	4
图 2:	四川国资委为实际控制人.....	4
图 3:	公司主营业务为发行和出版.....	5
图 4:	发行业务教材类占比达 57.14%.....	5
图 5:	出版业务一般图书占比达 31.48%.....	5
图 6:	2018 年营收达 81.87 亿元.....	6
图 7:	2019H1 扣非归母净利增速达 35.23%.....	6
图 8:	2019H1 毛利率回升至 39.83%.....	6
图 9:	2019H1 期间费用率有所抬升.....	6
图 10:	四川新生人口不断攀升.....	7
图 11:	在校学生人数回升.....	7
图 12:	四川教材及参考书 CPI 跑赢全国.....	7
图 13:	新华文轩补贴收入出现回升.....	9
图 14:	头部出版发行企业营收接近.....	10
图 15:	2019 年高码洋占有率公司数量较少.....	10
图 16:	数字阅读行业规模达 254.5 亿元.....	11
图 17:	数字阅读用户规模达 4.3 亿人.....	11
图 18:	数字阅读用户年轻化.....	11
图 19:	新华文轩数字校园收入不断攀升.....	12
图 20:	教材教辅发行收入上升.....	13
图 21:	毛利率稳步上升.....	13
图 22:	新华文轩物流规模逐年提升.....	14
图 23:	网店渠道成为行业新增长点.....	15
图 24:	新华文轩互联网渠道收入利率齐升.....	15
图 25:	一般图书出版收入持续上升.....	16
图 26:	一般图书出版毛利稳定.....	16
图 27:	2018 新书上市品种为 3267 种.....	17
图 28:	2018 畅销书种类在全国占比 8.6%.....	17
表格 1:	相关税收优惠延续期长.....	8
表格 2:	2019 上半年头部出版发行企业实体渠道市场分布.....	10
表格 3:	成都成为数字阅读热点城市.....	11
表格 4:	新华文轩为四川省唯一市出版发行国企.....	13
表格 5:	文轩网网上书店品牌树立.....	15
表格 6:	公司 2019H1 大众图书市场占有率全国排名第 7 位.....	16
表格 7:	知名合作方保障产品品质.....	16
表格 8:	《米小圈系列》少儿书排名完成霸榜.....	17
表格 9:	发行盈利预测.....	19
表格 10:	出版盈利预测.....	20
表格 11:	分产品盈利预测.....	20
表格 12:	出版行业公司估值表.....	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

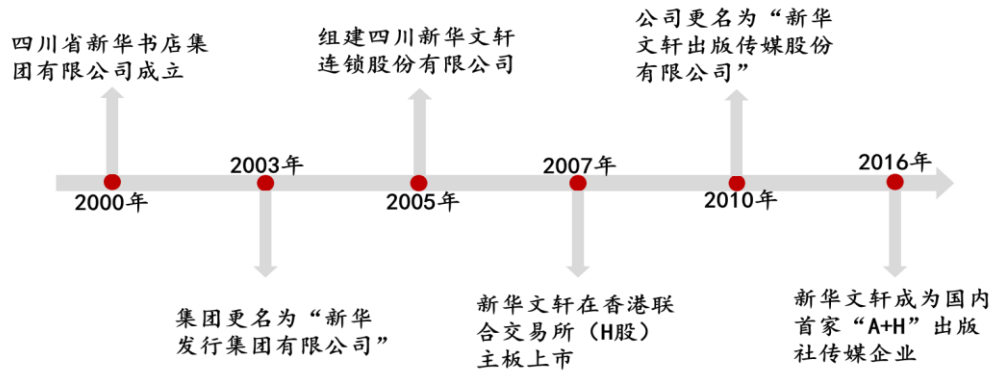
一、西南区域头部文化企业，盈利能力持续提升

1.1 西南区域头部文化企业，“A+H”双板上市

公司于2005年成立，由四川新华发行集团在重组改制基础上联合成都华盛集团、四川出版集团等依法设立的股份有限公司。2007年5月和2016年8月，公司分别正式登陆香港联交所和上交所，是四川省内唯一A股上市，国内首家“A+H”双板上市的出版发行集团。

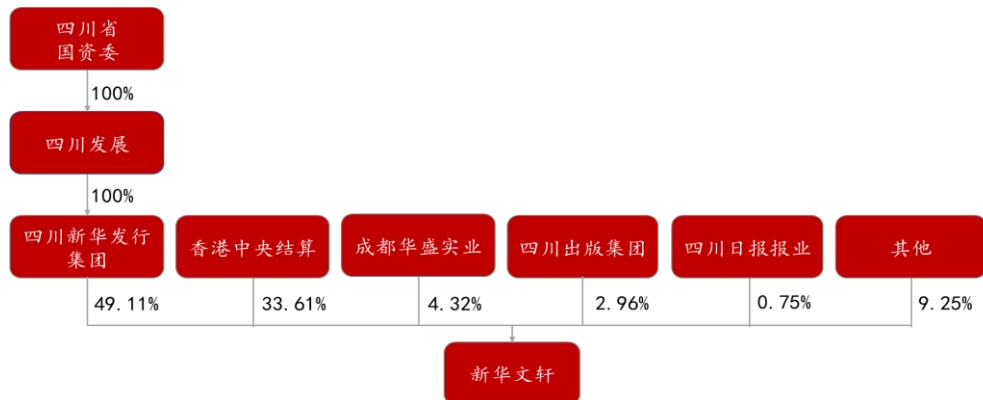
新华文轩以出版发行业务为公司主业，其他业务包括阅读服务业务和教育服务业务。出版业务旗下包括专业的教育图书出版单位和大众图书及音像电子网络出版单位。公司零售直营门店覆盖全省、商超网点辐射全国。

图 1：新华文轩发展历程



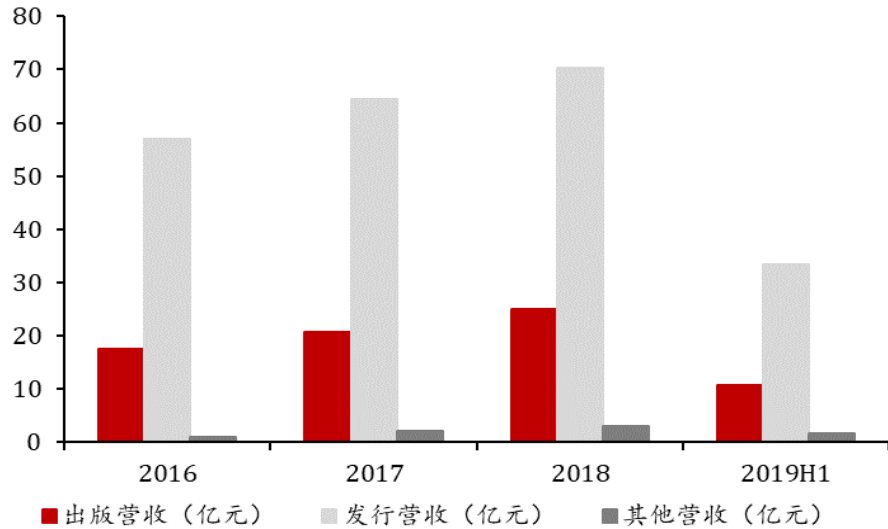
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 2：四川国资委为实际控制人



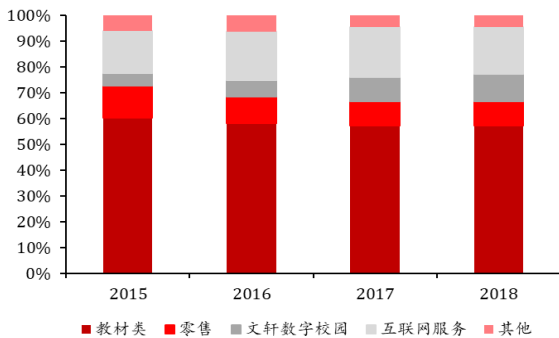
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 公司主营业务为发行和出版



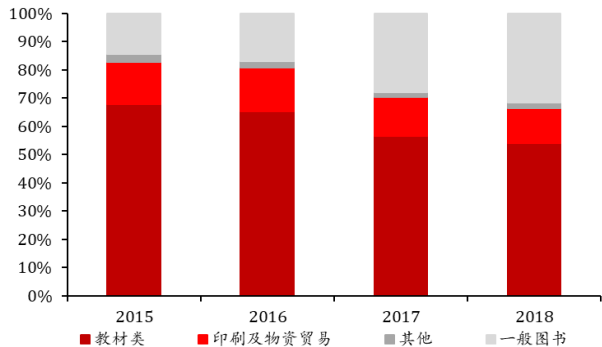
资料来源：Wind，川财证券研究所 注：出版和发行业务存在抵消，上图为内部抵消前口径

图 4： 发行业务教材类占比达 57.14%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 出版业务一般图书占比达 31.48%



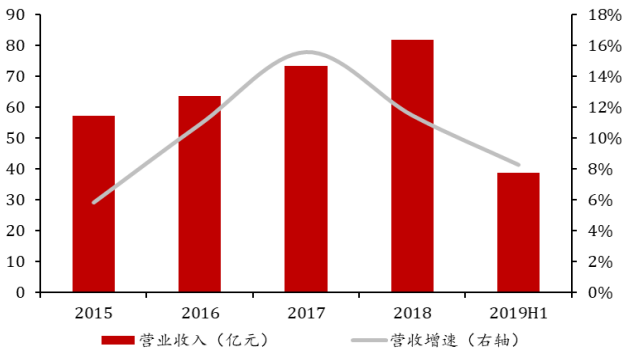
资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 公司营收稳步上升，盈利能力持续提高

公司营收稳步上升，扣非归母净利润增速不断提高。2016-2019H1 年公司营收增速均高于 11%，其中 2018 年营收 81.87 亿元，同比增长 11.46%。这主要系公司发挥供应链整体优势，推动图书互联网销售业务、一般图书出版业务销售额持续增长。2015-2019H1 年公司归母净利润同比增速变化较大。主要是由于非经常性收益的不确定性引起。扣除非经常性收益后，公司扣非归母净利润增速逐年稳步提升，2019H1 扣非归母净利润同比增速达到 35.23%。这主要得益于公司大众出版、阅读服务及教育服务等主营业务的效益不断提高。

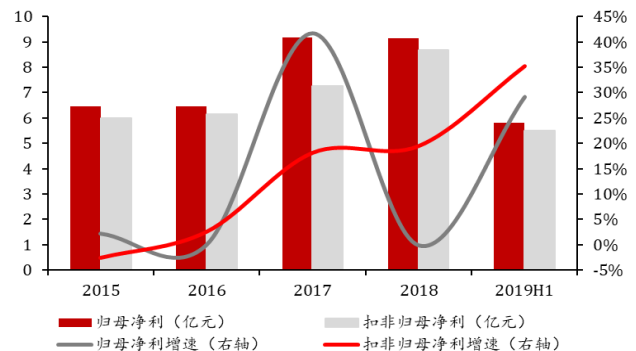
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 6： 2018 年营收达 81.87 亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

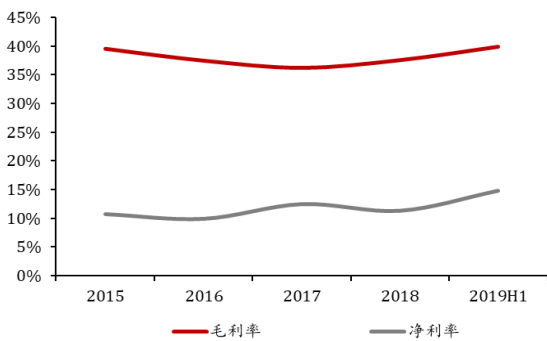
图 7： 2019H1 扣非归母净利增速达 35.23%



资料来源：Wind，川财证券研究所

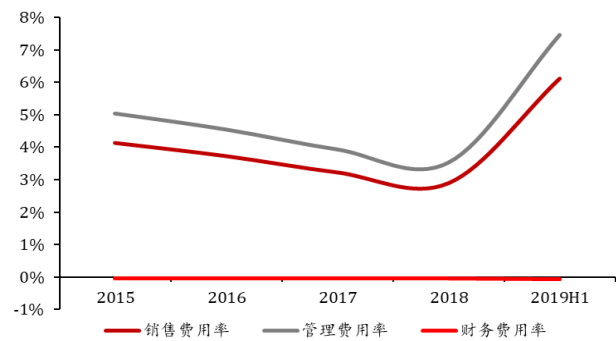
公司毛利率、净利率稳中有升，期间费用率有所抬升。2015 年至 2017 年纸张成本持续上涨导致公司毛利率下滑；随着公司畅销图书的销售增长及单书效益提高，2019H1 毛利率回升至 39.83%。2015 年至 2018 年，公司销售费用率基本稳定在 12%-13%，2019 年 H1 销售费用率、管理费用率提高主要原因系人力成本、物流费用增加。

图 8： 2019H1 毛利率回升至 39.83%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 2019H1 期间费用率有所抬升



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、人口红利延续拉动需求，数字化转型提振收入

2.1 二胎政策延续人口红利

人口红利将带动教材教辅收入增长。国家施行九年义务教育后，大部分适龄儿童及青少年均会按学龄入学并购买教材教辅。受益于国家二胎政策开放，新生儿人口不断上升及教材教辅 CPI 企稳影响，我们认为四川省教材教辅业务收入

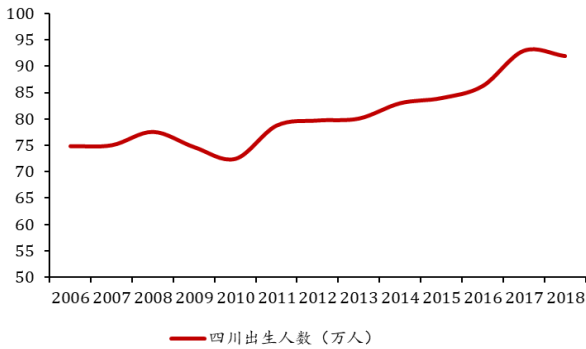
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

将不断提升。

从新生儿人口来看，2013 年底国家开放“单独二胎”政策引导四川省新生儿人口数量持续提升。2015 年国家开发“全面二胎”政策进一步促进新生儿人口数量维持在高位，2018 年四川省新生儿人口约为 92 万人，相比 2013 年增长 15%。

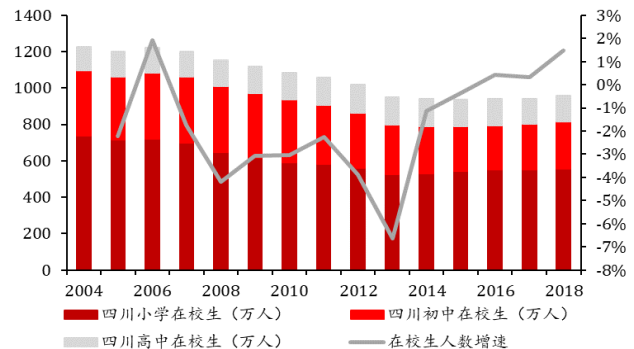
从在校学生来看，四川省小、初、高学生人数从 2013 年开始回升。我们认为通过新生儿人口数量可以推算未来小学入学人数变化情况。按照四川省 7 周岁小学入学的要求，2020-2025 年小学在校学生应该在 2013-2018 年出生。基于九年义务教育保障小学生入学比例及 2013-2018 年新生儿人口数量维持在高位，我们预计在未来五年内，中小学在校人数将持续增长。

图 10：四川新生儿人口不断攀升



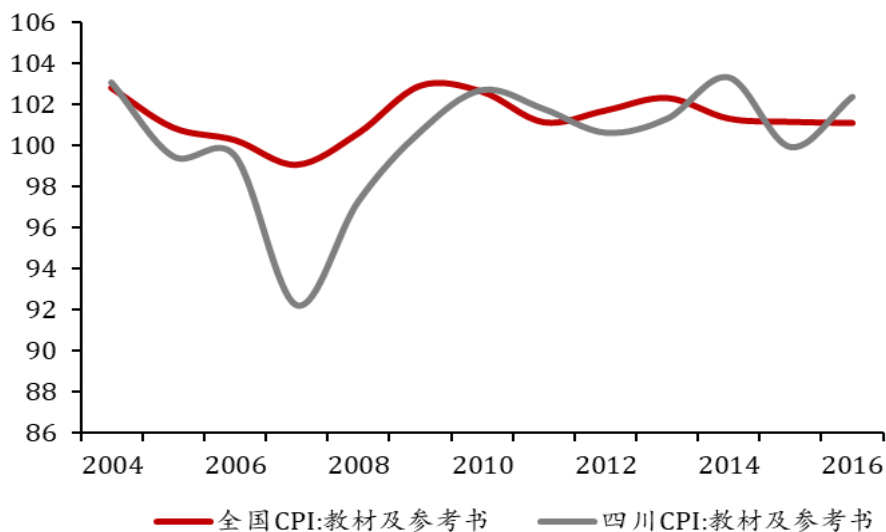
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：在校学生人数回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：四川教材及参考书 CPI 跑赢全国



资料来源：Wind，川财证券研究所 注：出版和发行业务存在抵消，上图为内部抵消前口径

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 政策扶持力度稳定

政府针对文化教育产业扶持力度得到延续。全国层面针对出版企业所得税免税政策得到保持，免税政策延续促进企业向好发展。四川省内层面长期维持出版企业的图书补助，补贴力度回升。

从免税政策来看，公司税收优惠延续期限长，覆盖业务广。在未来 3-4 年内免税政策不会发生大的变化。新华文轩旗下“北京蜀川”、“新华在线”、“四川文化传播”等出版单位在未来 4 年内均可享受企业所得税免税、增值税先征后退政策；集团图书批发、零售业务享受增值税免税政策。

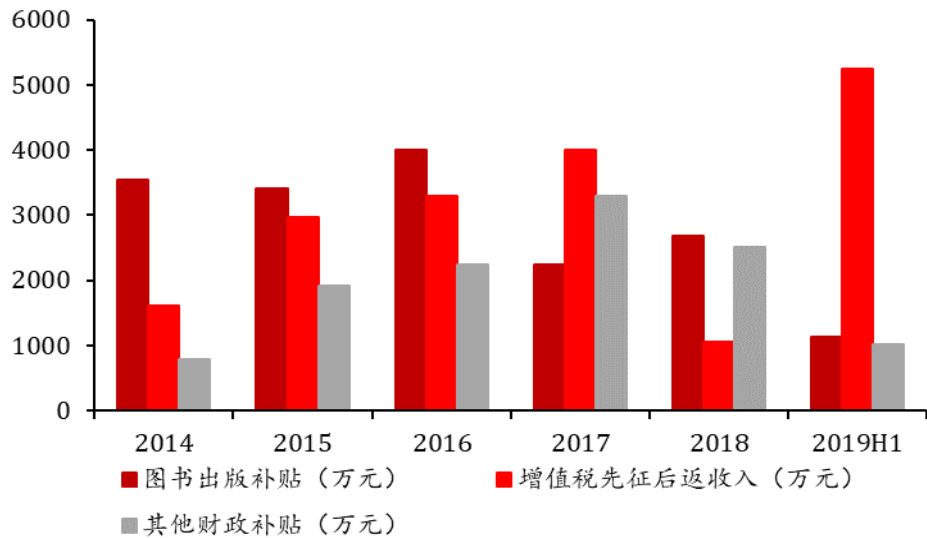
表格 1. 相关税收优惠延续期长

免税政策	实施内容	涉及部门	延续期限
《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》(财税【2014】84号)	经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起免征企业所得税	公司旗下“北京蜀川”、“新华在线”、“四川文化传播”以及下属的十三家出版单位	2014.1.1至2018.12.31
《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》(财税【2019】16号)	2018年12月31日之前已完成转制的企业，自2019年1月1日起可继续免征五年企业所得税	公司旗下“北京蜀川”、“新华在线”、“四川文化传播”以及下属的十三家出版单位	2019.1.1至2023.12.31
《关于执行有关企业所得税问题的公告(国税[2015]14号)》	按纳税所得额的15%计算缴纳企业所得税	文轩教育科技	
《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》(财税【2018】53号)	(1) 出版物在出版环节按该文件规定类别对增值税分别实行 100%先征后退和 50%先征后退政策 (2) 免征图书批发、零售环节增值税	本集团出版环节	2018.1.1至2020.12.31

资料来源：Wind，川财证券研究所

从补贴政策来看，四川补贴政策覆盖面广。成都市针对实体书店新店开办补助、贷款贴息、版权贸易补助、外地品牌书店落户奖励、书店经营奖励、项目补助等多个方面均明确了扶持奖励办法。新华文轩 2019H1 图书出版补贴、增值税先征后退收入、其他财政补贴三相收入为 7396.3 万元，同比增长 182%，补助力度加强明显。

图 13： 新华文轩补贴收入出现回升



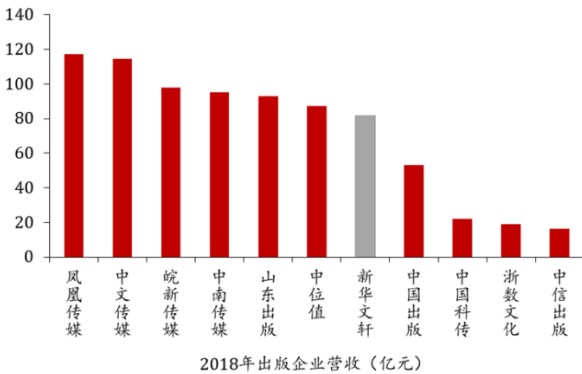
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3 区域性优势明显，全国市场竞争激烈

出版发行市场行业由于存在地域壁垒，教辅教材市场区域性出版发行企业较多；一般图书市场跨区域竞争激烈。全国营收规模 50 亿元以上的出版企业有 7 家，码洋占有率小于 0.1% 的出版企业达 342 家，中小型出版商数量较多，行业格局仍待整合。

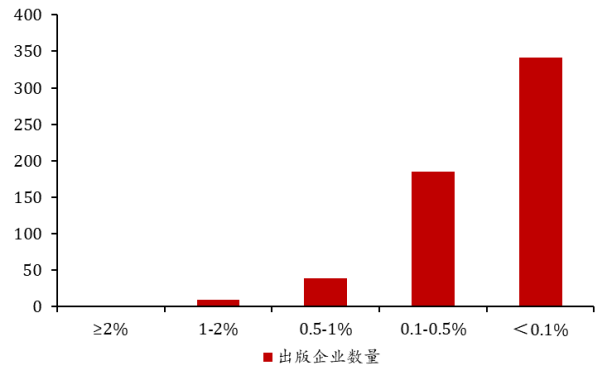
出版发行头部企业规模接近，且均为国资企业，在全国范围内无法凸显政策优势。2019 上半年头部出版发行集团实体渠道码洋规模及动销品种接近，码洋规模 1 亿元以上的公司有 7 家，规模前十企业动销品种数均在 1 万种以上。在网络、物流不断发展的背景下，头部出版企业跨区域竞争激烈。

图 14： 头部出版发行企业营收接近



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15： 2019 年高码洋占有率公司数量较少



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 2. 2019 上半年头部出版发行企业实体渠道市场分布

排名	出版单位	码洋规模 (亿元)	码洋占比	动销品种数 (万)	动销品种占比
1	中国出版集团	2.38	5.97%	5.4	4.93%
2	凤凰出版传媒集团有限公司	1.85	4.63%	3.93	3.59%
3	中南出版传媒集团股份有限公司	1.50	3.76%	2.05	1.87%
4	长江出版传媒股份有限公司	1.19	2.98%	2.37	2.16%
5	新华文轩出版传媒股份有限公司	1.17	2.93%	1.32	1.20%
6	浙江出版联合集团	1.14	2.85%	1.85	1.69%
7	中文天地出版传媒集团股份有限公司	1.09	2.73%	1.92	1.76%
8	吉林出版集团	0.85	2.13%	4.19	3.83%
9	中国工信出版传媒集团有限责任公司	0.74	1.85%	2.93	2.67%
10	中国国际出版集团	0.59	1.47%	1.45	1.33%

资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

2.4 行业迎来数字化转型新风口

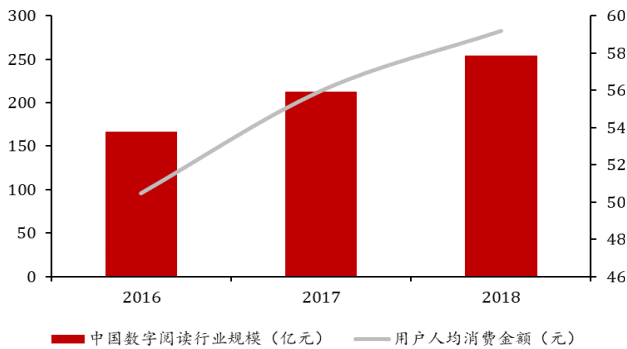
随着智能手机等电子设备的普及，数字阅读正受到越来越多读者的青睐。

《2018 年度中国数字阅读白皮书》显示，2018 年我国数字阅读行业规模为 254.5 亿元，同比增长 19.6%；我国数字阅读的用户数量达 4.3 亿人，同比增长 14.4%，整体行业进入高速增长阶段。

数字阅读目前呈现出低龄化、城市化的特点。从年龄结构来看，0-14 岁的数字阅读用户中，阅读周频率为三次以上的用户占比高达 87.10%，其他年龄层用户占比均不超过 75%。从地域分布来看，中国 2018 年数字阅读指数排名前三的城市分别为北京、杭州、成都。中西部城市仅成都一城上榜，区域电子阅读普及优势明显。

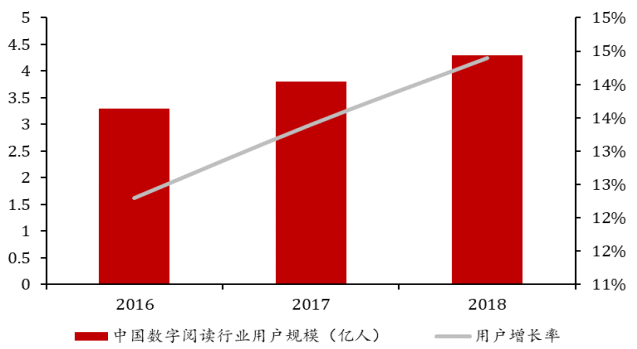
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 16: 数字阅读行业规模达 254.5 亿元



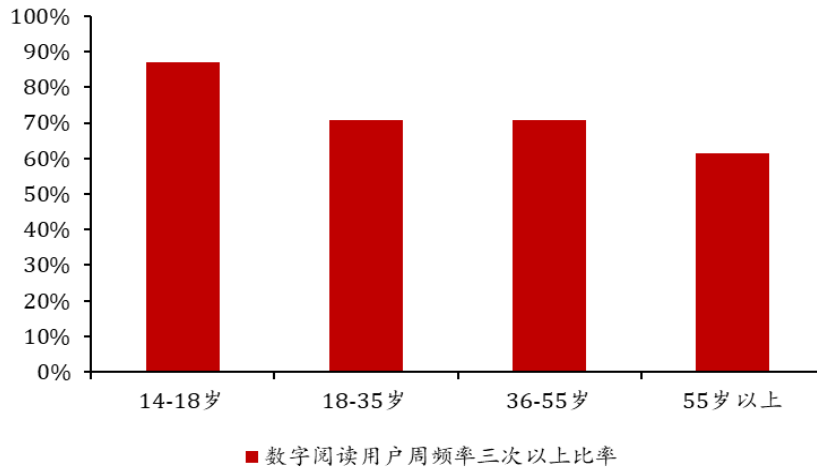
资料来源: 中国音像与数字出版协会, 川财证券研究所

图 17: 数字阅读用户规模达 4.3 亿人



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 川财证券研究所

图 18: 数字阅读用户年轻化



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 川财证券研究所

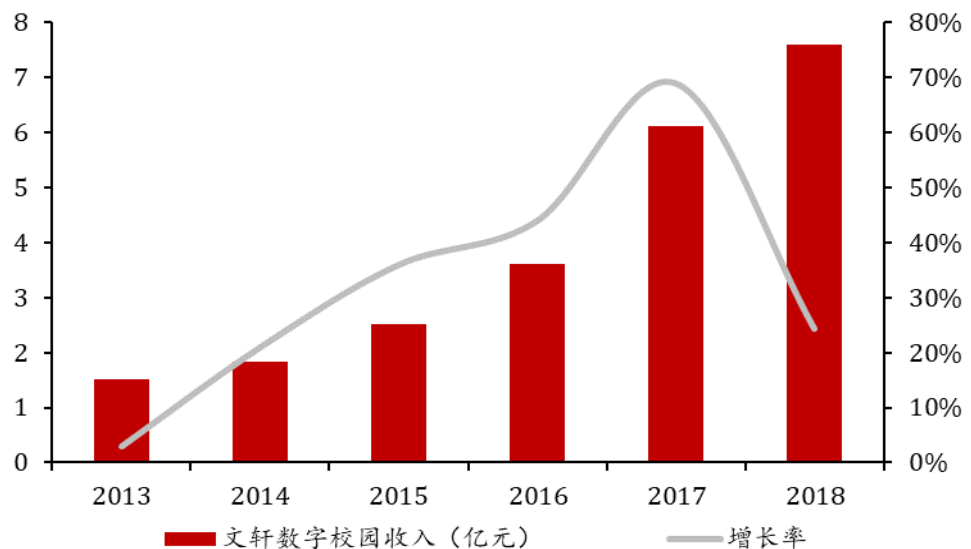
表格 3. 成都成为数字阅读热点城市

排名	城市	数字阅读指数
1	北京	73.95
2	杭州	63.00
3	成都	62.71
4	太原	61.29
5	宁波	60.79
6	上海	60.63
7	厦门	59.10
8	乌鲁木齐	56.09
9	济南	55.95
10	广州	55.53

资料来源: 中国音像与数字出版协会, 川财证券研究所

新华文轩紧跟数字阅读转型潮流，布局面向普通消费者的“九月网”。公司和四川省教育部门展开合作，率先向四川省中小学提供包括数字化资源、教学软硬件、数字化学科工具和在线服务在内的多项数字教育服务业务，利用数字化转型从“产品提供商”向“服务运营商”转型升级。截至2018年，文轩数字校园收入已达7.6亿元，同比增长24%。

图 19：新华文轩数字校园收入不断攀升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、发行渠道稳中有进，资源整合保障品质

3.1 征订渠道稳固，互联网渠道上升空间较大

3.1.1 征订渠道稳固，主营业务营收稳定

新华文轩长期作为四川省中小学教辅教材的唯一供货方，省内教辅教材供应渠道稳固。自2008年以来，新华文轩一直作为四川省单一来源采购的供货方。2006年，四川省开始试点推行中小学教材招投标。但公司作为四川省目前唯一上市出版发行国企，同时具有规模效应和本土优势，省内唯一供货方的地位并未受到威胁。

2019年“三科教材统编化”全面实行将带动公司市场份额持续扩大。公司与人教社签有租型代理协议，在四川省内具有人教版教材的独家代理权，在省内中小学语文、历史、道德与法治三门学科切换到“人教版”后，公司教材出版发行业务收入预计还将增长。

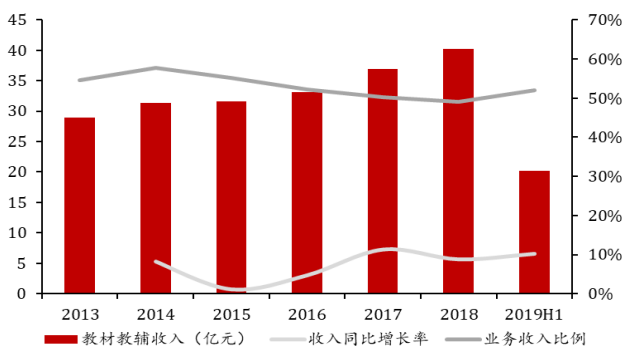
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4. 新华文轩为四川省唯一市出版发行国企

公司简称	省份	城市	第一大股东	实际控制人
中南传媒	湖南省	长沙市	湖南出版投资控股集团有限公司	湖南省人民政府
中文传媒	江西省	上饶市	江西省出版集团公司	江西省人民政府
凤凰传媒	江苏省	南京市	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	江苏省人民政府
南方传媒	广东省	广州市	广东省出版集团有限公司	广东省人民政府
大地传媒	河南省	焦作市	中原出版传媒投资控股集团有限公司	河南省人民政府国有资产监督管理委员会
长江传媒	湖北省	武汉市	湖北长江出版传媒集团有限公司	湖北省国有文化资产监督管理与产业发展领导小组办公室
城市传媒	山东省	青岛市	青岛出版集团有限公司	青岛市财政局
出版传媒	辽宁省	沈阳市	辽宁出版集团有限公司	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会
新华文轩	四川省	成都市	四川新华发行集团有限公司	四川省人民政府国有资产监督管理委员会
时代出版	安徽省	合肥市	安徽出版集团有限责任公司	安徽省人民政府
读者传媒	甘肃省	兰州市	读者出版集团有限公司	甘肃省人民政府
皖新传媒	安徽省	合肥市	安徽新华发行(集团)控股有限公司	安徽省人民政府
新华传媒	上海市	上海市	上海新华发行集团有限公司	上海市人民政府国有资产监督管理委员会
广弘控股	广东省	广州市	广东省广弘资产经营有限公司	广东省人民政府国有资产监督管理委员会

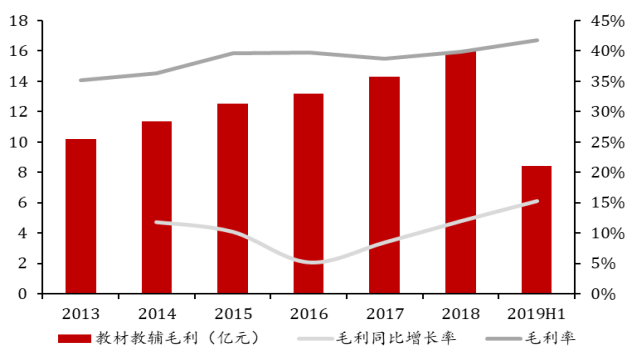
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 教材教辅发行收入上升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 毛利率稳步上升



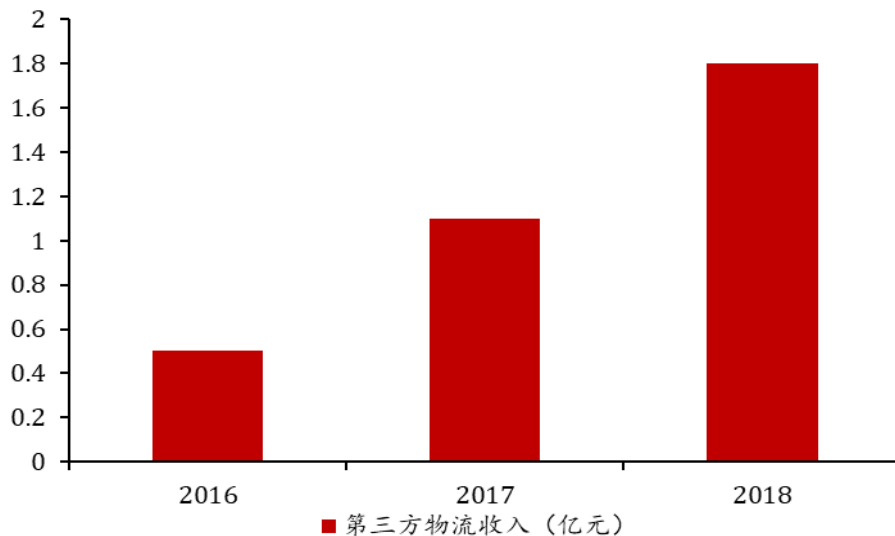
资料来源: Wind, 川财证券研究所

3.1.2 互联网渠道位居行业前列

新华文轩成立“文轩网”、“九月网”，在传统出版发行企业中网店渠道优势明显。2012 年来，网店渠道行业整体营收规模不断上升，2016 年销售规模首次超过实体店销售渠道，渠道空间巨大。

新华文轩互联网渠道优势明显。文轩网是国内首批获得网络出版许可证的专业电商企业之一，具有先发优势。同时，文轩网通过不断扩张物流规模，完善物流体系，支持互联网销售渠道业务拓展。目前公司物流配送渠道已遍布全国及北美、澳新地区。2018 年，新华文轩第三方物流收入达到 1.8 亿元，同比增长 63.64%。

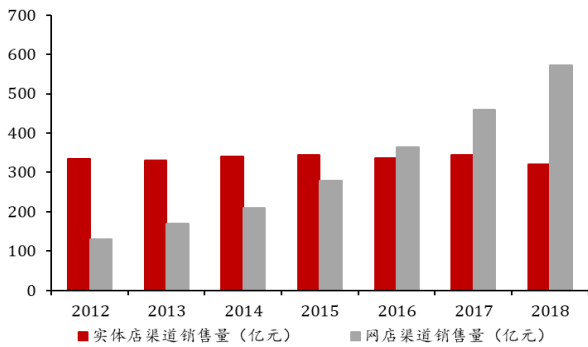
图 22：新华文轩物流规模逐年提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

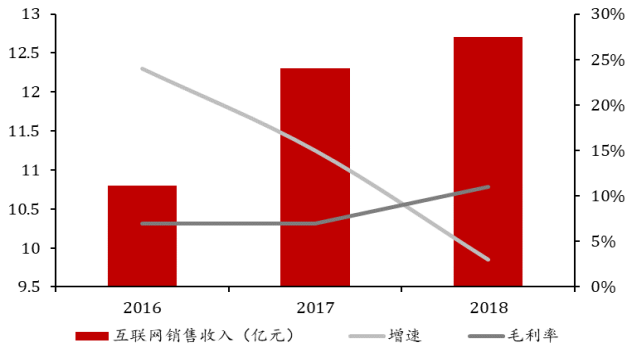
文轩网品牌影响力位居出版集团行业前列。截至目前，文轩网注册会员达到 2000 万余，常备图书品种 85 万余种，日均独立访客超 40 万，日浏览量 (PV) 超 200 万。2018 年文轩网在国内电商图书销售规模中排名第三，新华书店系统排名第一；网上书店十大品牌投票榜实时排名来看，截至 2019 年 10 月 31 日，文轩网得票数排名第五，传统出版发行行业中排名第一。

图 23：网店渠道成为行业新增长点



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 24：新华文轩互联网渠道收入利率齐升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 5. 文轩网网上书店品牌树立

排名	网上书店品牌	当前票数
1	当当dangdang	19197
2	Amazon亚马逊	15738
3	苏宁易购SUNING	12724
4	京东	11062
5	文轩网	7448
6	中国图书网	5914
7	博库网Bookuu	4159
8	孔夫子旧书网	3892
9	北新网	935
10	蔚蓝网	625

资料来源：CNPP 数据研究，川财证券研究所

3.2 一般图书业务质量提升

公司利用自身品牌吸引优质资源聚集，持续开发产品出版能力，提升一般图书出版市场的收入规模。截至目前，公司对旗下出版社采取专业化分工，促进产品多样化。公司与北猫、刘慈欣等知名作家签约，同时是全球知名 IP 汪汪队、钢铁侠、复仇者联盟等在中国的重要出版合作机构。截至 2019 年上半年，公司大众图书市场占有率全国排名第 7 位，码洋规模全国排名第 5 位。

表格 6. 公司 2019H1 大众图书市场占有率全国排名第 7 位

	2016	2017	2018	2019H1
市场占有率全国排名	19	15	13	7
同比上升位次	7	4	2	6

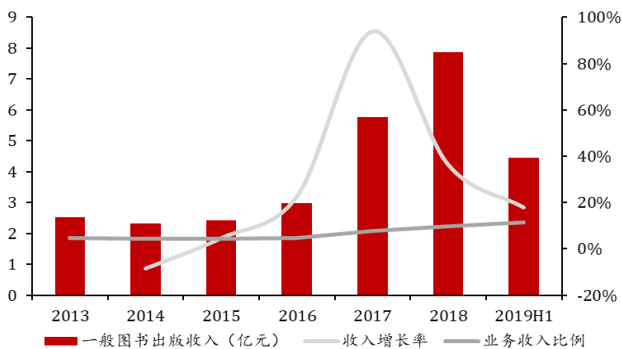
资料来源: CNPP 数据研究, 川财证券研究所

表格 7. 知名合作方保障产品品质

书籍品类	合作机构或个人
传统文学	阿来 (茅盾文学奖获得者, 《攀登者》编剧)、何建明 (茅盾文学奖获得者, 中国作协副主席, 《共和国告急》、《国家行动》作者)、池莉 (《来来往往》作者) 等
儿童文学	北猫 (《米小圈上学记》作者)、孙幼军 (中国首位安徒生奖提名者, 《小布头奇遇记》作者)、郑春华 (《大头儿子和小头爸爸》作者) 等
科幻文学	刘慈欣 (中国科幻小说代表作家之一, 雨果奖获得者, 《超新星纪元》、《三体》三部曲作者)、王晋康 (银河奖获得者, 《西奈噩梦》、《七重外壳》作者) 等
学术文章	赵丽明 (清华大学主讲教授, 中文系语言教研室主任)、冯达文 (中国哲学史学会副会长, 国际儒学联合会理事)、谭继和 (四川省历史学会会长, 《巴蜀文化辩思集》作者) 等
引进版权	孩之宝公司 (美国著名玩具公司, 旗下品牌包括《变形金刚》、《特种部队》、《星球大战》等)、迪士尼公司 (旗下作品包括《白雪公主》、《冰雪奇缘》、《超能陆战队》等)、DC 公司 (美国两大漫画巨头之一, 旗下拥有超人、蝙蝠侠、神奇女侠、闪电侠等超级英雄) 等

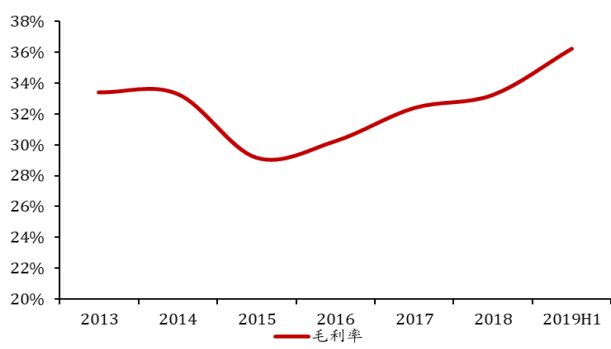
资料来源: 开卷信息, 川财证券研究所

图 25: 一般图书出版收入持续上升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 一般图书出版毛利稳定

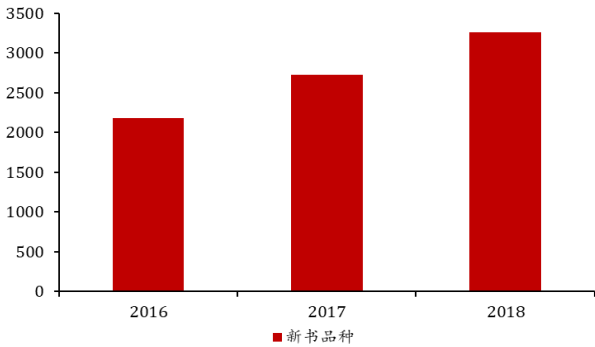


资料来源: Wind, 川财证券研究所

在畅销书销量方面, 新华文轩新书上市速度加快, 畅销书种类不断提升。2018 年新华文轩上市新书品种达到 3267 种, 同比增长 19.98%; 销售量 10 万册以上品类及全国畅销榜 Top500 品类均较前一年大幅上升。

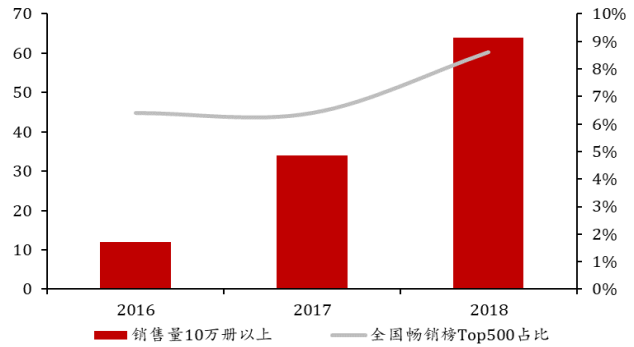
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 27：2018 新书上市品种为 3267 种



资料来源：公开资料，川财证券研究所

图 28：2018 畅销书种类在全国占比 8.6%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

在产品质量方面，公司旗下的四川少儿出版社在童书领域具备较强竞争优势，其推出的“米小圈系列”已经成为时下最火热的童书系列。截至 18 年末“米小圈”系列累计净发货册数达 5064 万册，该系列在少儿类图书零售榜单 Top10 完成霸榜，口碑销量齐佳。公司还在 2018 年 8 月推出了《米小圈》期刊，2019 年 1 月该期刊发行量已增长至 14.8 万册。

表格 8. 《米小圈系列》少儿书排名完成霸榜

排名	书名	出版社	作者
1	米小圈脑筋急转弯-机灵小神童	四川少年儿童出版社有限公司	北猫
2	米小圈脑筋急转弯-古堡大冒险	四川少年儿童出版社有限公司	北猫
3	哈利波特与魔法石	人民文学出版社有限公司	J.K. 罗琳, 玛丽. 格兰德普勒
4	米小圈脑筋急转弯-谁是聪明人	四川少年儿童出版社有限公司	北猫
5	哈利波特与死亡圣器	人民文学出版社有限公司	J.K. 罗琳
6	窗边的小豆豆 (2018版)	南海出版公司	黑柳彻子, 岩崎千弘
7	米小圈上学记 (二年级)-新同桌的烦恼	四川少年儿童出版社有限公司	北猫
8	米小圈上学记 (二年级)-如果我有时光机	四川少年儿童出版社有限公司	北猫
9	夏洛的网	上海译文出版社	E.B. 怀特
10	草房子	江苏凤凰少年儿童出版社	曹文轩

资料来源：开卷信息，川财证券研究所

四、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们的盈利预测包括如下假设：

发行部分：

（1）征订-教材及助学类读物

收入：国内“全面二胎”开放，小、初、高就读规模上升，我们预计 2019-2021 年征订-教材及助学类读物收入增速分别为 6%、6%、5%。

成本：我们预计 2019-2021 年征订-教材及助学类读物成本增速分别为 2%、2%、2%。

（2）零售

收入：公司积极拓展省内省外市场，零售业务将取得稳步增长。我们预计 2019-2021 年零售收入增速分别为 5%、5%、5%。

成本：我们预计 2019-2021 年零售成本增速分别为 4%、4%、4%。

（3）文轩数字校园

收入：基于文轩数字校园的全面铺开，未来仍是公司重点拓展的方向之一。我们预计 2019-2021 年文轩数字校园收入增速分别为 17%、16%、15%。

成本：我们预计 2019-2021 年文轩数字校园成本增速分别为 15%、15%、13%。

（4）互联网服务

收入：公司图书线上零售增速逐步放缓，我们预计 2019-2021 年互联网服务收入增速分别为 3%、3%、3%。

成本：我们预计 2019-2021 年互联网服务成本增速分别为 2%、2%、2%。

出版部分：

（1）教材及助学类读物

收入：伴随人口红利，公司教辅教材出版业务稳步增长，我们预计 2019-2021 年征订-教材及助学类读物收入增速分别为 5%、5%、5%。

成本：2018 年双胶纸价格同比上涨 10%，2018 毛利率为 34.84%。假设 2019-2021 年双胶纸会一定程度上降价，我们预计 2019-2021 年征订-教材及助学类读物成本增速分别为 3%、3%、3%。

（2）一般图书

收入：基于公司大力发展一般图书业务，产品品牌不断提升，预计未来仍能保

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

持较快增长。我们预计 2019-2021 年一般图书收入增速分别为 30%、25%、25%。

成本：我们预计 2019-2021 年一般图书成本增速分别为 30%、35%、35%。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 90.01、97.96、106.43 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 11.28、12.80、14.31 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.91、1.04、1.16 元 /股，对应当前 PE 分别为 13.05、11.50、10.29 倍。考虑到人口红利延续拉动教辅教材需求上升，公司吸引优质资源不断提升产品质量，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 9. 发行盈利预测

发行详细拆分		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
征订-教材及助学类读物	收入 (百万)	3690.00	4015.00	4255.90	4511.25	4736.82
	增速		8.81%	6.00%	6.00%	5.00%
	成本 (百万)	2264.00	2418.00	2466.36	2515.69	2566.00
	增速		6.80%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	38.64%	39.78%	42.05%	44.24%	45.83%
零售	销售收入 (百万)	613.00	662.00	695.10	729.86	766.35
	增速		7.99%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万)	402.00	426.00	443.04	460.76	479.19
	增速		5.97%	4.00%	4.00%	4.00%
	毛利率	34.42%	35.65%	36.26%	36.87%	37.47%
文轩数字校园	销售收入 (百万)	611.00	756.00	884.52	1026.04	1179.95
	增速		23.73%	17.00%	16.00%	15.00%
	成本 (百万)	537.00	663.00	762.45	876.82	990.80
	增速		23.46%	15.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	12.11%	12.30%	13.80%	14.54%	16.03%
互联网服务	销售收入 (百万)	1234.00	1267.00	1305.01	1344.16	1384.49
	增速		2.67%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本 (百万)	1147.00	1130.00	1152.60	1175.65	1199.17
	增速		-1.48%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	7.05%	10.81%	11.68%	12.54%	13.39%
其他	销售收入 (百万)	304.00	327.00	343.35	360.52	371.33
	增速		7.57%	5.00%	5.00%	3.00%
	成本 (百万)	247.00	230.00	236.90	244.01	244.01
	增速		-6.88%	3.00%	3.00%	0.00%
	毛利率	18.75%	29.66%	31.00%	32.32%	34.29%
发行合计	销售收入 (百万)	6452.00	7027.00	7483.88	7971.83	8438.93
	增速		8.91%	6.50%	6.52%	5.86%
	毛利率	28.75%	30.74%	32.37%	33.86%	35.07%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 10. 出版盈利预测

出版详细拆分		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
教材及助学类读物	收入 (百万)	1173.00	1346.00	1413.30	1483.97	1558.16
	增速		14.75%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万)	762.00	877.00	903.31	930.41	958.32
	增速		15.09%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	35.04%	34.84%	36.09%	37.30%	38.50%
一般图书	销售收入 (百万)	576.00	786.00	1021.80	1277.25	1596.56
	增速		36.46%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本 (百万)	390.00	525.00	682.50	921.38	1243.86
	增速		34.62%	30.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	32.29%	33.21%	33.21%	27.86%	22.09%
印刷及物资贸易	销售收入 (百万)	282.00	314.00	345.40	373.03	391.68
	增速		11.35%	10.00%	8.00%	5.00%
	成本 (百万)	264.00	299.00	328.90	361.79	379.88
	增速		13.26%	10.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	6.38%	4.78%	4.78%	3.01%	3.01%
其他	销售收入 (百万)	39.00	51.00	56.10	60.59	65.44
	增速		30.77%	10.00%	8.00%	8.00%
	成本 (百万)	17.00	21.00	23.10	25.41	27.44
	增速		23.53%	10.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	56.41%	58.82%	58.82%	58.06%	58.06%
出版合计	销售收入 (百万)	2070.00	2497.00	2836.60	3194.84	3611.84
	增速		20.63%	13.60%	12.63%	13.05%
	毛利率	30.77%	31.04%	31.69%	29.92%	27.75%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 11. 分产品盈利预测

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
发行	收入 (百万)	6,452.00	7,027.00	7,483.88	7,971.83	8,438.93
	毛利率(%)	28.75	30.74	32.37	33.86	35.07
	同比	13.13%	8.91%	6.50%	6.52%	5.86%
出版	收入 (百万)	2,070.00	2,497.00	2,836.60	3,194.84	3,611.84
	毛利率(%)	30.77	31.04	31.69	29.92	27.75
	同比	18.90%	20.63%	13.60%	12.63%	13.05%
其他	收入 (百万)	345.00	454.00	590.20	708.24	849.89
	毛利率(%)	44.64	36.78	36.78	36.78	36.78
	同比	52.65%	31.59%	30.00%	20.00%	20.00%
内部抵消	收入 (百万)	-1,521.00	-1,791.00	-1,909.37	-2,078.11	-2,257.62
	毛利率(%)	-0.85%	1.68%	3.47%	4.24%	4.48%
	同比	15.75%	17.75%	6.61%	8.84%	8.64%
合计	收入 (百万)	7346.00	8187.00	9001.31	9796.80	10643.05
	毛利率(%)	36.20%	37.52%	38.57%	39.06%	39.21%
	同比	15.58%	11.45%	9.95%	8.84%	8.64%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 12. 出版行业公司估值表

日期	2019/11/14	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
601098.SH	中南传媒	11.4	203.8	0.8	0.8	0.9	15.0	13.8	12.5
601019.SH	山东出版	6.7	139.2	0.8	0.8	0.9	8.7	8.0	7.2
601928.SH	凤凰传媒	7.2	182.5	0.6	0.7	0.7	11.9	10.7	9.6
601949.SH	中国出版	5.8	106.1	0.4	0.4	0.5	15.5	13.9	12.5
平均值							12.8	11.6	10.4
601811.SH	新华文轩	11.9	116.4	0.9	1.0	1.2	13.1	11.5	10.3

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

- 1) 政策监管趋严，教辅市场渠道维持风险；
- 2) 成本持续提升；
- 3) 数字出版竞争加剧。

报表预测

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7345.9	8186.6	9000.9	9796.3	10642.5
减:营业成本	4687.0	5115.0	5528.9	5969.4	6469.1
营业税金及附加	37.6	37.0	40.7	44.3	48.1
营业费用	892.5	1010.7	990.1	1097.2	1192.0
管理费用	1071.0	1115.3	1316.5	1432.8	1556.6
财务费用	-24.4	-24.4	-69.1	-92.9	-118.5
资产减值损失	80.8	57.3	72.9	72.9	72.9
加:投资收益	272.2	126.9	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	-38.2	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	941.7	930.8	1120.9	1272.5	1422.3
加:其他非经营损益	-24.6	-14.9	0.0	0.0	0.0
利润总额	917.0	915.9	1120.9	1272.5	1422.3
减:所得税	0.6	-10.8	0.2	0.2	0.2
净利润	916.5	926.7	1120.6	1272.3	1422.1
减:少数股东损益	-7.4	-5.5	-7.1	-8.1	-9.0
归属母公司股东净利润	923.8	932.2	1127.7	1280.4	1431.1
资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1885.7	2608.6	4614.6	4816.4	6994.5
应收和预付款项	1469.4	1787.5	1157.6	2046.1	1433.8
存货	1764.4	1921.5	2071.3	2239.7	2432.2
其他流动资产	1464.3	1333.3	1333.3	1333.3	1333.3
长期股权投资	356.6	374.1	374.1	374.1	374.1
投资性房地产	70.7	53.9	45.8	37.6	29.5
固定资产和在建工程	1915.9	1955.8	1597.6	1239.3	881.0
无形资产和开发支出	885.9	882.9	824.5	766.1	707.8
其他非流动资产	2473.7	2370.0	388.1	377.6	377.6
资产总计	12286.7	13287.7	12406.8	13230.2	14563.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	3719.1	3907.2	4391.8	4527.4	5092.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	610.8	974.5	147.3	147.3	147.3
负债合计	4329.9	4881.7	4539.1	4674.7	5239.3
股本	1233.8	1233.8	1233.8	1233.8	1233.8
资本公积	2572.6	2572.5	2572.5	2572.5	2572.5
留存收益	4220.9	4674.2	5287.1	5983.1	6760.9
归属母公司股东权益	8027.3	8480.6	9093.5	9789.4	10567.2
少数股东权益	-70.5	-74.5	-81.6	-89.7	-98.8
股东权益合计	7956.8	8406.0	9011.9	9699.7	10468.5
负债和股东权益合计	12286.7	13287.7	13550.9	14374.4	15707.8

现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	345.6	993.5	2439.7	680.4	2698.7
投资性现金净流量	407.4	125.5	-0.2	-0.2	-0.2
筹资性现金净流量	-561.6	-367.8	-433.5	-478.4	-520.4
现金流量净额	191.4	751.1	2006.0	201.8	2178.1

财务分析和估值指标

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	36.2%	37.5%	38.6%	39.1%	39.2%
销售净利率	11.6%	10.5%	12.5%	13.0%	13.4%
ROE	11.5%	11.0%	12.4%	13.1%	13.5%
ROA	6.7%	6.1%	8.4%	8.8%	8.9%
成长能力					
销售收入增长率	15.6%	11.4%	9.9%	8.8%	8.6%
净利润增长率	34.7%	1.5%	30.1%	13.5%	11.8%
资本结构					
资产负债率	35.2%	36.7%	36.6%	35.3%	36.0%
流动比率	1.6	1.6	2.0	2.2	2.3
速动比率	0.8	1.2	1.5	1.7	1.8
经营效率					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
业绩和估值					
EPS	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
BPS	6.5	6.9	7.4	7.9	8.6
PE	15.9	15.8	13.1	11.5	10.3
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004