

教材教辅有望量价齐升，新业务进入收获期

投资要点

- **事件：**公司 2018 年前三季度实现营收 78.6 亿元 (+7%)，归母净利润 11.0 亿元 (+26%)，归母扣非净利润 9.0 亿元 (+25%)。公司业绩超预期。
- **增值税预缴退回，公司三季报业绩超预期。**2018 年前三季度，公司归母净利润大幅提升的原因包括：1) 公司主营发展稳定，营收实现 78.6 亿元，同比增速较 2017 全年来说提升 1.9 个百分点；2) 公司费用控制较好，管理费用较 17 年同期下降 0.9 个百分点，销售费用仅同比提升 1.6 个百分点；3) 公司处置资产带来的投资收益等。
- **教材教辅有望量价齐升。**量方面：2018 年 6 月，江苏省提出“特别要针对初中升普通高中难等突出问题，集中攻坚突破。”会议召开的一个月内，连云港、扬州市、苏州市、徐州市等纷纷出台实际的规定，增加高中生的招生人数。此外，Wind 数据显示，2003-2010 年，中国新生人口数量一直在低位徘徊，2011 年以来，中国新生人口数量开始呈现增长的态势，到 2016 年，中国新生人口数量达 1786 万人的历史高点，为少儿类、教材教辅类图书提供新增的需求。价方面：根据江苏省物价局的数据，2018 年秋季江苏省的教材开始提价，小学、初中、高中教材分别提价 5.2%、5.0%、4.5%，平均价格上涨 0.3 元，由于教材具有特殊性，价格的提升不会影响销售量，因此，教材价格的提升或将直接对公司业绩产生正面的影响。
- **新业态开始变现。**截至 2018 年 11 月 1 日，公司旗下学科网的会员数量已超 2337 万人，先后与全国近 4 万所学校达成合作，已经将进入流量变现阶段，预计 18 年或能实现盈利。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.57 元、0.59 元、0.60 元。2019 年行业平均估值水平为 12 倍。基于 1) 公司 2018Q3 账面货币资金 81 亿元，具备可想象空间；2) 江苏省教材提价、高中升学率提升，公司教材教辅有望实现量价齐升。给予公司 2019 年 14 倍 PE，目标价 8.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**所得税优惠政策或不能延续风险、新业务拓展成效或不及预期风险，原材料纸价上涨风险。

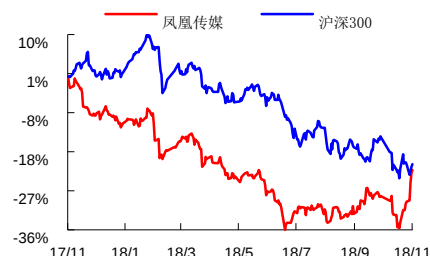
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11050.48	11917.63	12837.27	13874.36
增长率	4.78%	7.85%	7.72%	8.08%
归属母公司净利润 (百万元)	1165.92	1455.04	1491.35	1522.63
增长率	-0.33%	24.80%	2.50%	2.10%
每股收益 EPS (元)	0.46	0.57	0.59	0.60
净资产收益率 ROE	9.23%	10.67%	10.16%	9.68%
PE	15	12	12	12
PB	1.35	1.25	1.16	1.08

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

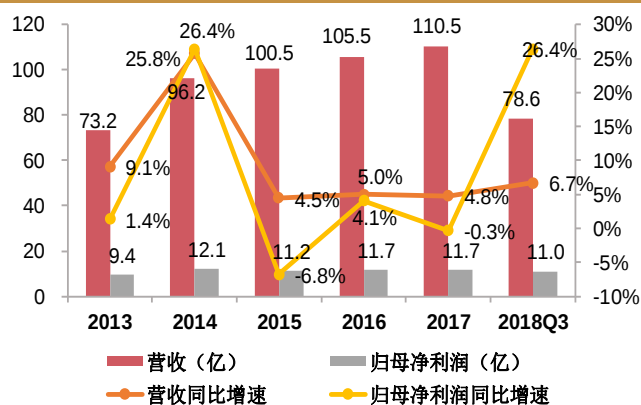
总股本(亿股)	25.45
流通 A 股(亿股)	25.45
52 周内股价区间(元)	5.73-9.11
总市值(亿元)	176.62
总资产(亿元)	224.12
每股净资产(元)	5.16

相关研究

1 发行出版业务稳定贡献利润大头，江苏为核心市场

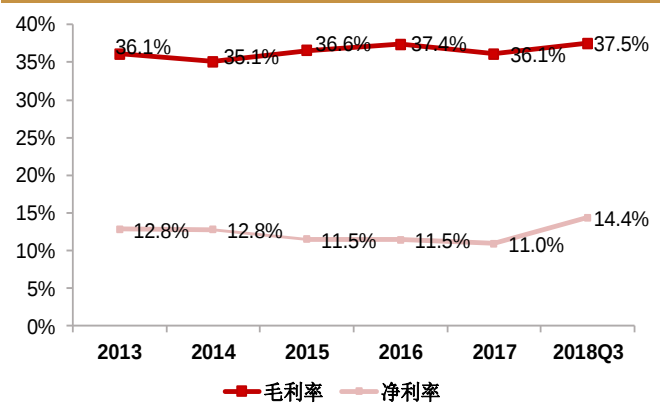
业绩稳定增长，盈利能力平稳。2018 年前三季度公司实现营收 78.6 亿元，同比增长 6.7%，归母净利润 11 亿元，同比上涨 26.4%，业绩上涨原因主要是报告期业务稳定增长，费用率控制较好，以及公司处置资产带来的投资收益。2013 年以来公司营收不断上涨，归母净利润基本平稳，2014 年因同一控制下合并“童书业务”使得营收和净利润增速陡增。2013 年以来公司毛利率和净利率基本平稳，2018Q3 毛利率 37.5%，净利率 14.4%，相对 2017 年均略有小幅上升。

图 1：凤凰传媒 2013 年以来营收、归母扣非净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

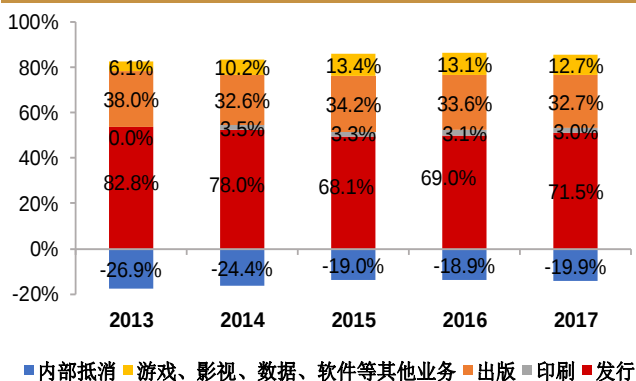
图 2：凤凰传媒 2013 年以来毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

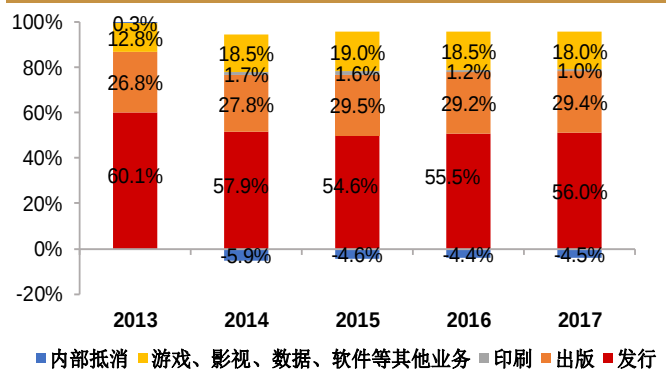
出版发行业务贡献公司主要营收及毛利。2013 年以来公司营收结构变化不大，发行及出版业务始终是公司营收贡献的大头，考虑内部抵消额情况下，2017 年发行业务贡献 71.5% 的营收，出版业务贡献 32.7%。出版发行业务同样构成毛利润的 70% 以上，总毛利包含内部抵消额的情况下，2017 年发行业务贡献 56%，出版业务贡献 29.4%。

图 3：凤凰传媒 2013 年以来各行业营收构成情况



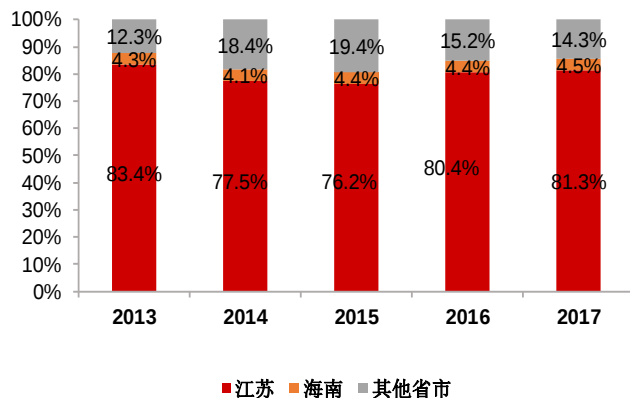
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：凤凰传媒 2013 年以来各业务毛利构成情况

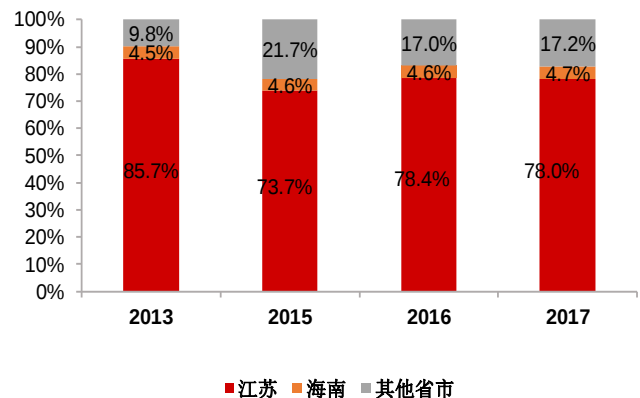


数据来源：公司公告，西南证券整理

江苏为公司核心市场，贡献超 70% 的营收及毛利。2013 年以来，公司营收主要由江苏和海南两个省份贡献，其中江苏占比在 75% 以上，为公司业务开展的主战场，海南贡献营收 4% 以上，为公司第二大市场，2017 年江苏营收占比 81.3%，海南营收占比 4.5%。毛利构成与营收构成一致，江苏占比在 70% 以上，海南次之，在 4.5% 以上，2017 年江苏毛利贡献 78%，海南毛利贡献 4.7%。

图 5：凤凰传媒 2013 年以来不同省份营收构成情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：凤凰传媒 2013 年以来不同省份毛利构成情况


数据来源：公司公告，西南证券整理；注：2014 年数据缺失

2 教材教辅量价均有提升空间，新业务进入收获期

文化出版行业龙头，公司综合实力强劲。根据中国经济网的数据，凤凰传媒是 2017 年中国文化企业价值 TOP50 中的第 11 名，品牌价值高于完美世界、万达电影等传媒类公司。根据开卷信息的数据，2017 年公司的码洋占有率为 3.2%，居于全市场第三名，仅次于中国出版和吉林出版。公司旗下拥有 9 家出版社、1 家都市类日报，其中 6 家出版单位为国家一级出版社，大众出版位列国内出版业第一阵营，是全国中小学教材第二大出版商。公司拥有 6 家国家一级出版社，仅次于中国出版位居全国第二，包括：江苏凤凰教育出版社（2015 年全国图书出版总体经济规模第 7）、江苏译林出版社（2015 年全国图书出版总体经济规模第 35）、江苏凤凰科学技术出版社（2015 年全国图书出版总体经济规模第 72）等，其中，苏教社列地方图书出版单位总体经济规模综合评价排 1 名，译林社连续多年列文艺类图书出版社总体经济规模综合排名第 1 名。

表 1：公司 2016、2017 年码洋占有率市场第三名

排名	2016 领先出版集团 TOP10	码洋占有率	2017 领先出版集团 TOP10	码洋占有率
1	中国出版集团	6.70%	中国出版集团	7.14%
2	吉林出版集团	3.70%	吉林出版集团	3.22%
3	凤凰出版传媒集团有限公司	3.30%	凤凰出版传媒集团有限公司	3.20%
4	中南出版传媒集团股份有限公司	3.10%	中南出版传媒集团股份有限公司	3.13%
5	中国工信出版传媒集团有限责任公司	3.00%	中国工信出版传媒集团有限责任公司	2.84%
6	长江出版传媒股份有限公司	2.90%	长江出版传媒股份有限公司	2.75%
7	中文天地出版传媒股份有限公司	2.50%	中文天地出版传媒股份有限公司	2.60%
8	浙江出版联合集团	2.40%	浙江出版联合集团	2.54%
9	上海世纪出版股份有限公司	2.40%	上海世纪出版股份有限公司	2.12%
10	中国国际出版集团	2.00%	时代出版传媒股份有限公司	1.96%

数据来源：开卷信息，西南证券整理

在教材教辅方面，公司有以下几个亮点：

第一，高壁垒：江苏省+海南省唯一具备教材发行资质的单位，承担江苏省、海南省各校教辅材料的发行。凤凰传媒是江苏省和海南省唯一一家具有全省图书发行网络的企业，公司长期担任江苏省中小学教材独家发行商，公司的控股子公司海南新华长期担任海南省中小学教材独家发行商。

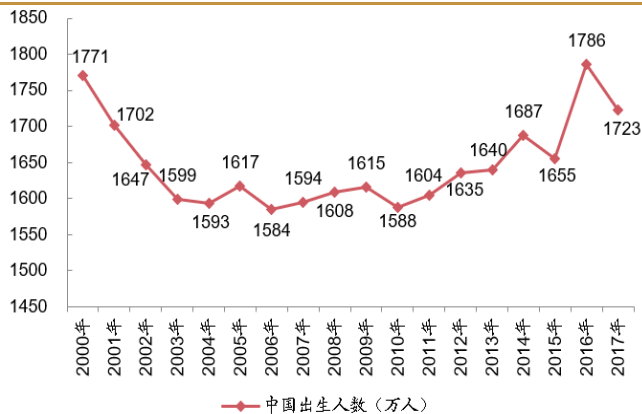
第二，深护城河：教材种类多、线下发行渠道排他性优势

- **在教材方面：**截至 2018 上半年，公司教育产品优势突出，凤凰版课标教材总数达 23 种，品种数量和市场占有率居全国第 2 位，凤凰版教育产品覆盖全国 29 个省（直辖市、自治区），超过 4000 万学生使用。与此同时，2017 年，公司与人社社签署了《语文》、《道德与法治》、《历史》三科教材租型使用框架协议，在全国率先获得三科教辅的省内外授权，并及时争取到省教育厅推荐使用，在确保公司原有《语文》《道德与法治》省内市场的同时，新增了小学、初中一年级《语文》、《道德与法治》原外版教材市场，以及初中一年级《历史》全省教材市场。
- **在发行渠道方面：**公司构建了“大中小特”相结合的发行体系，主要书城均已完成升级改造，成为集阅读、体验一体的新文化消费中心，大书城、中心门店、专业书店、特色书店、小微书店和 24 小时书店有序分布江苏、海南两省，网点数量和规模居全国之首。截至 2017 年底，公司共有各类网点 1442 个，其中自有网点 625 个，租赁网点 817 个；网点总建筑面积 89.1 万平米，其中自有网点建筑面积 81.1 万平米，租赁网点建筑面积 8 万平米。

第三，需求提升：学生数量提升、高中生升学率改善、学生结构改善。

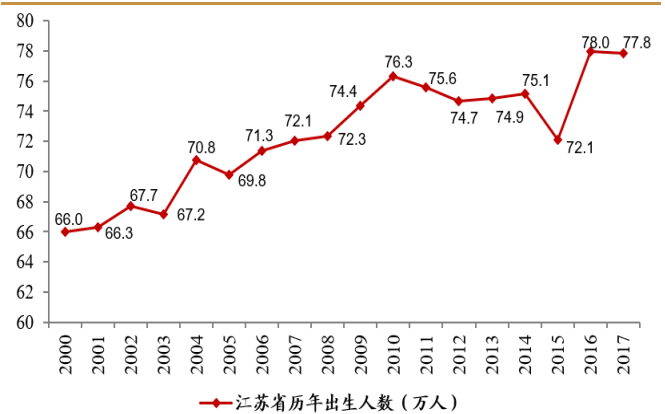
- **新生儿人口数量提升。**Wind 数据显示，2003-2010 年，中国新生儿人口数量一直徘徊在 1600 万人左右，2011 年以来，中国新生儿人口数量开始呈现增长的态势，到 2016 年，中国新生儿人口数量达 1786 万人的历史高点，为少儿类、教材教辅类图书提供新增的需求。
- **江苏高中招生规模扩大。**根据新华日报的数据，2018 年 6 月中，在江苏省省委书记，省委全面深化改革领导小组组长娄勤俭主持召开省委全面深化改革领导小组第十二次会议中，强调了“特别要针对群众反映强烈地中小学学生负担重、校外培训机构火爆，初中升普通高中难、高考就读省内部分高校难等突出问题，加强系统性研究，集中攻坚克难，稳妥有序推进，促进教育公平，切实扩大改革受益面，让人民群众有真真切切的获得感。”会议召开的一个月内，连云港、南通通州区、扬州市、苏州市、徐州市等纷纷出台的规定的规定，其中，连云港市新增普通高中招生计划 1930 人、苏州全市将在 2018 年增加投放 5331 个高中招生目标、徐州市 2018 年将新增普通高中计划 2358 人。
- 随着新生儿人口逐渐进入学校、并升学，对教材教辅需求量大的中学生的占比将随着他们的升学而逐渐提升，从而改善学生结构，提升教材教辅的需求量。

图 7：2000 年以来，中国历年出生的人口数量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2000 年以来，江苏省历年出生的人口数量



数据来源：Wind，西南证券整理

第四，江苏省教材教辅提价。根据江苏省物价局的数据，2016-2017 年，江苏省小学、初中、高中的教材价格保持稳定。2018 年秋季江苏省的教材开始提价，小学、初中、高中教材的平均价格分别提升 5.2%、5.0%、4.5%，平均单本价格上涨 0.3 元，由于教材具有特殊性，价格的提升不会影响销售量，因此，教材价格的提升或将直接对公司业绩产生正面的影响。

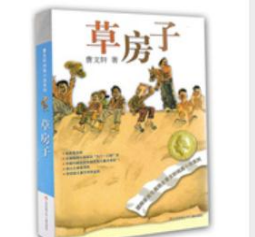
表 2：江苏省 2016-2018 年教材价格情况

排名	2016 年	2017 年	2018 年
小学教材均价 (元)	5.7	5.8	6.1
同比涨幅		1.8%	5.2%
初中教材均价 (元)	6	6	6.3
同比涨幅			5.0%
高中教材均价 (元)	6.6	6.6	6.9
同比涨幅			4.5%

数据来源：江苏省物价局，西南证券整理（根据 2016-2018 每年秋季公布的教材零售价格，将小学、初中和高中教材价格分别求均价）

在一般图书方面，公司畅销书种类丰富。根据开卷信息的数据，2017 年凤凰传媒在开卷整体图书零售市场的码洋占有率为 3.2%，列全国出版集团第 3 位；细分市场中，生活类图书排名首位。2017 年，公司一般图书有 29 种单本销售量达到 10 万册以上，公司畅销书种类多，享受二八效应。与此同时，公司与很多少儿出版、现当代文学的畅销作者积极合作，包括：曹文轩、汪曾祺、贾平凹、启功、刘心武、王安忆、韩少功、毕飞宇、余光中等。

图 9：凤凰传媒新华书店旗舰店销量排名前十的图书单本总销量过 4 万本

 四级 2018.12 12套真题 5套模拟 2大专题 ¥36.80 【含18年6月真题】2018年12月星火四级英语真题试卷含6月真题 大总销量：268999 评价：68284	 六级 2018.12 12套真题 5套模拟 2大专题 ¥36.80 【含18年6月真题】2018年12月星火六级英语真题试卷含6月真题 大总销量：122574 评价：29177	 现代汉语词典 第七版 ¥87.20 现代汉语词典最新版 正版第7版 第七版 商务印书馆 精装 新华字典 总销量：106613 评价：21793	 解忧杂货店 东野圭吾 ¥27.30 解忧杂货店 东野圭吾【新华书店旗舰店官网】解忧杂货铺官方正版 总销量：78350 评价：25126	 我们仨 杨绛 ¥14.50 【新华书店旗舰店官网】我们仨 杨绛平装珍藏版杨绛的书走在人生 总销量：78029 评价：24649
 追风筝的人 畅销33个国家 心灵治愈系小说 ¥18.00 【张一山阅读推荐】追风筝的人 灿烂千阳作者胡塞尼著高圆圆力荐 总销量：60999 评价：16920	 牛津高阶英汉双解词典 第9版 ¥143.65 牛津高阶英汉双解词典第9版 最新版 附光盘 第8版升级版 牛津高阶 总销量：55220 评价：12444	 草房子 曹文轩 ¥11.00 正版 2018年暑期学校指定版 草房子 曹文轩小说 7-10-12周岁小学 总销量：52995 评价：11444	 星火英语四级词汇+真题试卷 ¥43.80 正版包邮【四级英语乱序词汇+真题试卷】2018年12月星火四级英语词汇+真题试卷 总销量：49681 评价：14642	 十万个为什么 新版儿童百科全书 ¥24.80 全套8册 彩图注音版 新版儿童百科全书 总销量：48870 评价：15824

数据来源：凤凰新华书店旗舰店，西南证券整理

在期刊业务方面，公司已形成少儿和教育两大期刊群。《儿童故事画报》《七彩语文》和《东方娃娃》入选全国百种优秀少儿报刊，凭借公司的渠道优势，截至 2017 年底，公司《七彩语文》月发突破百万；《时代学习报》发行 116.6 万份，《时代英语报》发行量达 95.3 万份，并在第七届中国少儿报刊奖评选中获金奖。《全国优秀作文选》荣获“第二届江苏省十强社科期刊”、第六届“华东地区优秀期刊”等多项荣誉，公司的少儿类、教育类期刊口碑与销量相互促进。

新业务方面：布局智慧教育+大数据+影视，公司新业务进入收获期：

第一，智慧教育进入流量变现期。截至 2018 年 11 月 1 日，公司旗下专业教育资源门户学科网的会员数量已超 2337 万人，学科网中的网校通已先后与黄冈中学、衡水中学、启东中学、北京四中等全国近 4 万所学校达成合作。与此同时，学科网的 ARPU 值更高，平均每份资源的下载使用价格在 0.5-0.99 元之间，学科网作为平台型资源整合地，目前已经将进入流量变现阶段，预计 18 年或能实现盈利。在线下方面，公司的数控专业综合实训考核平台，被省教育厅指定为全省职教技能水平考试的统一平台，列入省财政支持重点项目，全省已建成 22 个标准化考点，正逐步推广中。

图 10：学科网 ARPU 值更高



数据来源：学科网，西南证券整理

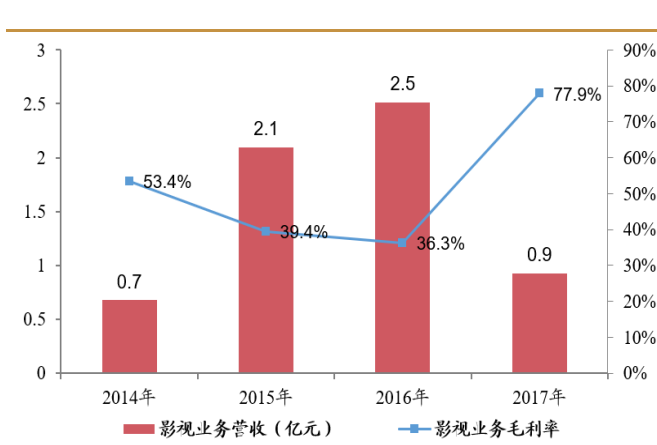
图 11：学科网提供有偿下载百强学校的试卷、讲义 PPT 等资源



数据来源：学科网，西南证券整理

第二，市场秩序整顿后，公司影视板块机会将出现。2015、2016 年公司影视业务快速发展，到 2016 年，公司影视板块营收达 2.5 亿元，曾投拍电视剧《裸婚时代》（卫视 2011 年 6 月 11 日首播收视率为 0.98%，成为全国电视剧收视冠军）、《山海经之赤影传说》（平均 CSM52 城收视率 0.873%，同时段排名第一）、《人民的名义》（2017 年播出，CSM52 城平均收视率 3.661%，成为年度收视冠军），曾投资《左耳》、《血战钢锯岭》、《无间西东》等电影，公司过去具有优质电视剧、电影投资的经验，预计在市场规范之后，公司影视剧业务或将获得更高的成长。

图 12：公司影视业务在 2015、2016 年发展快速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：公司参与的电视剧《人民的名义》取得 CSM52 城 3.66% 的平均收视率



数据来源：豆瓣，西南证券整理

表 3：凤凰传媒参与的部分电视剧情况

电视剧	首播时间	首播平台	主演	收视率情况
《裸婚时代》	2011 年 6 月 3 日	江苏卫视、深圳卫视、央视一套、央视八套	文章，姚笛	CSM39：2011 年 6 月 11 日首播收视率为 0.98%，成为全国电视剧收视冠军
《一个鬼子都不留》	2011 年 11 月 4 日	浙江卫视、湖北卫视、贵州卫视、江西卫视	于震，马少骅	CSM：浙江卫视平均收视率 0.973%；贵州卫视平均收视率 0.685%

电视剧	首播时间	首播平台	主演	收视率情况
《新白发魔女传》	2012 年 9 月 14 日	湖南卫视、广东卫视、东南卫视、CCTV8	吴奇隆, 马苏	——
《地下地上之大陆小岛》	2014 年 8 月 2 日	天津卫视	胡军, 柯蓝	CSM50: 天津卫视平均收视率 0.738%
《山海经之赤影传说》	2016 年 3 月 20 日	湖南卫视、优酷、土豆、PPTV、腾讯、爱奇艺、乐视	张翰, 古力娜扎	CSM52: 平均收视率 0.873%, 同时段排名第一
《人民的名义》	2017 年 3 月 28 日	湖南卫视、PPTV、芒果 TV、搜狐视频、腾讯视频、优酷、爱奇艺	陆毅, 张丰毅, 吴刚	CSM52: 平均收视率 3.661% 年度收视第一; CSM: 平均收视率 3.03%
《夏日心跳》	2018 年 7 月 31 日	四川卫视、爱奇艺、搜狐、腾讯、优酷	沈建宏, 洪冰瑶, 罗云熙	——
《哥不是传说》	待定	待定	曹云金, 蒋梦婕	——
《红色福尔摩斯》	待定	待定	赵立新, 白庆琳	——
《左耳》	已完成制作	——	——	——
《离歌》	选择合作伙伴	——	——	——
《小妖的金色城堡》		暂定爱奇艺	——	——
《七七级》	待定	待定	待定	——
《大姐二姐三姐》	待定	待定	待定	——

数据来源: 公司官网, 百度百科, 西南证券整理

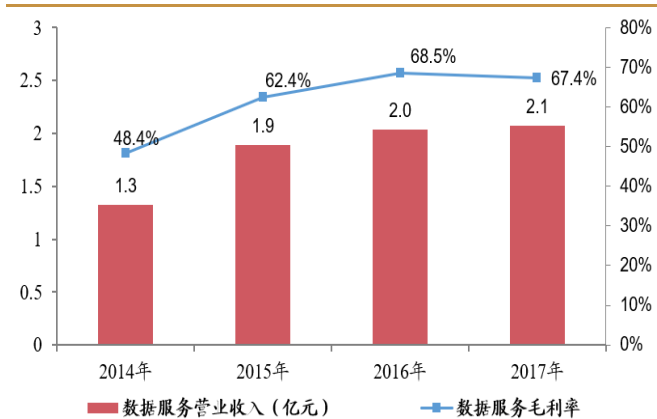
表 4: 凤凰传媒参与的部分电影情况

电影	播放时间	主演	总票房
《翻滚吧! 阿信》	2011-8-12 台湾、2011-11-20 大陆	彭于晏, 林辰唏, 陈汉典	619 万
《天机·富春山居图》	2013 年 6 月 9 日	刘德华, 佟大为, 张静初, 林志玲, 斯琴高娃	3.0 亿
《左耳》	2015 年 4 月 24 日	陈都灵, 欧豪, 杨洋, 马思纯, 关晓彤	4.9 亿
《谎言西西里》	2016 年 8 月 9 日	李准基, 周冬雨, 阮经天	1805 万
《血战钢锯岭》	2016 年 12 月 8 日	安德鲁·加菲尔德, 萨姆·沃辛顿	4.3 亿
《放浪记》	预计 2016 年上映, 已叫停	赵薇, 陈冲	/
《无问西东》	2018 年 1 月 12 日	章子怡, 黄晓明, 张震, 王力宏, 陈楚生, 铁政	7.5 亿
《藏地白皮书》	预计 2020 年上映、待定	待定	待定
《沙漏》	剧本改编顺利, 合约正在磨合中	——	——

数据来源: 公司官网, 猫眼电影, 西南证券整理

第三, 高毛利率的大数据业务全国领先, 持续贡献业绩。根据公司公告, 公司已建成华东第一、全国第三的云计算数据中心, 入选“国家首批绿色数据中心试点单位”, 建成以来收入持续快速增长, 目前正在加快推进数据中心二期工程、分中心等项目的落地。

图 14: 大数据业务的营收稳中有升



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 凤凰云计算中心



数据来源: DTDATA, 西南证券整理

第四，明确文化 Mall 发展方向，处置终止、退出部分项目，留存的项目寻求第三方运营合作伙伴。目前，公司计划以委托外部第三方商业管理公司运营项目的方式，将已有项目的经营交给专业的第三方机构，采取分成或其他方式分享文化 MALL 的收益。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设:

公司的主要业务为教材教辅、一般图书的出版、发行，以及围绕出版发行业务开展的印刷、新业务等。

教材出版发行业务：公司负责江苏省、海南省教材的发行工作，预计在学生人数触底回升、以及 2018 年秋季教材涨价之后，公司教材出版发行业务发展速度将高于之前年份，毛利率维持在 38% 左右。

教辅出版发行业务：公司具有江苏省、海南省的线下发行渠道优势，预计公司教辅业务平稳发展，毛利率维持在 35% 左右。

一般图书出版发行业务：公司具有稳定的线上、线下发行渠道，预计在纸价企稳的背景下，公司一般图书业务保持平稳发展，毛利率回升至 30% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
教材出版发行	收入	2961.6	3169.0	3406.6	3679.2
	增速	6.1%	7.0%	7.5%	8.0%
	毛利率	37.2%	38.0%	38.5%	39.0%
教辅出版发行	收入	3479.8	3,792.9	4,134.3	4,506.4
	增速	10.1%	9.0%	9.0%	9.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	35.1%	35.2%	35.2%	35.2%
一般图书出版发行	收入	3356.5	3,390.1	3,424.0	3,458.2
	增速	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	26.7%	30.0%	30.0%	30.0%
报纸及报刊出版发行	收入	260.1	265.3	270.6	276.0
	增速	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	37.4%	37.0%	37.0%	37.0%
音像制品出版发行	收入	131.4	137.9	144.8	152.1
	增速	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
文化用品及其他出版发行	收入	1329.6	1,396.1	1,479.8	1,598.2
	增速	15.7%	5.0%	6.0%	8.0%
	毛利率	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%
印刷	收入	336.35	339.7	343.1	348.3
	增速	1.4%	1.0%	1.0%	1.5%
	毛利率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
数据服务	收入	207.5	211.7	218.0	224.6
	增速	2.2%	2.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	67.4%	67.0%	67.0%	67.0%
软件行业	收入	201.8	222.0	244.2	268.6
	增速	93.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%
影视	收入	92.7	92.7	102.0	122.4
	增速	-63.1%	0.0%	10.0%	20.0%
	毛利率	77.9%	40.0%	40.0%	40.0%
游戏行业	收入	78.0	0.0	0.0	0.0
	增速	-16.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	48.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他主营业务	收入	344.7	361.9	380.0	399.0
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
其他业务	收入	474.8	522.3	574.5	632.0
	增速	20.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	75.1%	75.0%	75.0%	75.0%
内部抵销	-2,204	-1,983.9	-1,884.7	-1,790.5	-2,204
	-10.9%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-10.9%
	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
合计	收入	11,050.48	11,917.6	12,837.3	13,874.4
	增速	4.78%	7.8%	7.7%	8.1%
	毛利率	37.81%	37.97%	37.77%	37.57%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 估值与评级

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.57 元、0.59 元、0.60 元。我们选取 A 股上市公司中主业为出版发行的公司进行对比，2019 年行业平均估值水平为 12 倍。基于 1) 公司 2018Q3 账面货币资金 81 亿元，具备可想象空间；2) 江苏省教材提价、高中升学率提升，公司教材教辅有望实现量价齐升。给予公司 2019 年 14 倍 PE，目标价 8.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比院线公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601098.SH	中南传媒	12.20	0.73	0.77	0.83	16.64	15.78	14.77
601019.SH	山东出版	7.51	0.72	0.79	0.89	10.43	9.47	8.41
603096.SH	新经典	52.36	1.99	2.46	3.05	26.26	21.29	17.18
000719.SZ	中原传媒	7.26	0.76	0.82	0.91	9.5	8.82	8.01
601900.SH	南方传媒	7.40	0.76	0.84	0.91	9.71	8.78	8.11
601811.SH	新华文轩	9.12	0.74	0.8	0.88	12.29	11.4	10.35
600229.SH	城市传媒	6.48	0.53	0.64	0.75	12.12	10.18	8.65
均值		14.62	0.89	1.02	1.17	13.85	12.25	10.78

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11050.48	11917.63	12837.27	13874.36	净利润	1210.54	1510.72	1548.42	1580.90
营业成本	6872.54	7392.43	7989.17	8661.68	折旧与摊销	366.48	424.81	424.81	424.81
营业税金及附加	94.65	84.20	94.37	103.48	财务费用	-74.13	7.91	7.59	8.54
销售费用	1516.00	1634.88	1668.85	1853.50	资产减值损失	399.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	1475.70	1592.20	1668.85	1803.67	经营营运资本变动	900.64	-603.88	12.85	-100.39
财务费用	-74.13	7.91	7.59	8.54	其他	-986.03	-485.94	-175.61	-189.80
资产减值损失	399.40	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1816.91	853.62	1818.06	1724.06
投资收益	222.18	360.00	200.00	200.00	资本支出	101.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	596.64	331.08	197.44	197.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	698.33	331.08	197.44	197.62
营业利润	1273.83	1566.02	1608.45	1643.49	短期借款	51.91	-239.21	0.00	0.00
其他非经营损益	-12.51	-11.13	-11.59	-11.44	长期借款	-38.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	1261.33	1554.88	1596.85	1632.06	股权融资	14.11	0.00	0.00	0.00
所得税	50.79	44.17	48.43	51.16	支付股利	-381.74	-380.47	-474.82	-486.67
净利润	1210.54	1510.72	1548.42	1580.90	其他	-18.07	-93.23	-7.59	-8.54
少数股东损益	44.62	55.68	57.07	58.27	筹资活动现金流净额	-371.99	-712.91	-482.41	-495.21
归属母公司股东净利润	1165.92	1455.04	1491.35	1522.63	现金流量净额	2142.20	471.78	1533.10	1426.47
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5715.05	6186.84	7719.93	9146.40	成长能力				
应收和预付款项	1449.83	1574.46	1694.01	1833.07	销售收入增长率	4.78%	7.85%	7.72%	8.08%
存货	2344.19	2719.14	2980.57	3292.48	营业利润增长率	21.90%	22.94%	2.71%	2.18%
其他流动资产	2255.95	2696.24	2794.27	3059.65	净利润增长率	0.11%	24.80%	2.50%	2.10%
长期股权投资	855.97	855.97	855.97	855.97	EBITDA 增长率	18.08%	27.62%	2.11%	1.76%
投资性房地产	660.55	500.55	534.79	552.82	获利能力				
固定资产和在建工程	5027.66	4848.54	4669.43	4490.32	毛利率	37.81%	37.97%	37.77%	37.57%
无形资产和开发支出	1647.82	1420.19	1192.55	964.91	三费率	26.40%	27.14%	26.06%	26.42%
其他非流动资产	620.32	791.19	741.44	707.74	净利率	10.95%	12.68%	12.06%	11.39%
资产总计	20577.34	21593.11	23182.97	24903.36	ROE	9.23%	10.67%	10.16%	9.68%
短期借款	239.21	0.00	0.00	0.00	ROA	5.88%	7.00%	6.68%	6.35%
应付和预收款项	5396.33	5535.80	5997.34	6550.36	ROIC	15.80%	21.83%	22.28%	23.71%
长期借款	10.70	10.70	10.70	10.70	EBITDA/销售收入	14.17%	16.77%	15.90%	14.97%
其他负债	1818.26	1886.40	1941.11	2014.25	营运能力				
负债合计	7464.50	7432.90	7949.15	8575.31	总资产周转率	0.55	0.57	0.57	0.58
股本	2544.90	2544.90	2544.90	2544.90	固定资产周转率	2.83	3.07	3.46	3.93
资本公积	2851.90	2851.90	2851.90	2851.90	应收账款周转率	13.10	13.11	13.16	13.16
留存收益	6907.51	7982.08	8998.61	10034.58	存货周转率	2.16	2.16	2.17	2.17
归属母公司股东权益	12387.18	13378.88	14395.41	15431.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.64%	—	—	—
少数股东权益	725.66	781.34	838.41	896.68	资本结构				
股东权益合计	13112.84	14160.21	15233.82	16328.06	资产负债率	36.28%	34.42%	34.29%	34.43%
负债和股东权益合计	20577.34	21593.11	23182.97	24903.36	带息债务/总负债	3.35%	0.14%	0.13%	0.12%
					流动比率	1.85	2.09	2.22	2.32
					速动比率	1.48	1.66	1.79	1.88
					股利支付率	32.74%	26.15%	31.84%	31.96%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.57	0.59	0.60
					每股净资产	5.15	5.56	5.99	6.42
					每股经营现金	0.71	0.34	0.71	0.68
					每股股利	0.15	0.15	0.19	0.19
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1566.19	1998.74	2040.85	2076.84					
PE	15.15	12.14	11.84	11.60					
PB	1.35	1.25	1.16	1.08					
PS	1.60	1.48	1.38	1.27					
EV/EBITDA	6.24	4.68	3.80	3.03					
股息率	2.16%	2.15%	2.69%	2.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn