



分析师：胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518110001

基本数据（截止 2019 年 4 月 17 日）

| | |
|------------------|------------|
| 报告日股价（元） | 9.17 |
| 12mth A 股价格区间（元） | 6.59/10.48 |
| 总股本（百万股） | 2086.90 |
| 无限售 A 股/总股本 | 20.46% |
| 流通市值（亿元） | 39.15 |
| 每股净资产（元） | 4.63 |

主要股东（2018Y）

| | |
|------------------|--------|
| 山东出版集团有限公司 | 76.81% |
| 中国文化产业投资基金（有限合伙） | 2.66% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



进一步巩固教材教辅、少儿图书等优势领域

■ 公司动态事项

- 1、公司公布了2018年年报，公司实现营收93.51亿元，同比增长5.05%；实现归母净利润14.85亿元，同比增长8.80%。
- 2、公司发布2018年度利润分配方案，拟向全体股东每10股派现金股利人民币2.9元（含税）。

■ 事项点评

利润率稳定，分红率提升

公司整体经营利润率基本保持稳定。2018 年公司综合毛利率 35.87%，较去年同期增长 0.72pct；期间费用率 21.30%，同比增加 1.42pct，费用率增加主要是由于员工薪酬增长所致；净利率 15.78%，同比增加 0.51pct。公司分红率较去年有所提高，达 40.76%，按照年报公布日市值计算，对应股息率达 3.3%。

教材教辅：受新版统编三科教材的影响较小，出版毛利率有望回升
教材教辅的出版发行是公司的支柱业务。2018 年公司教材教辅业务实现营收 68.36 亿元，同比增长 12.85%。教材教辅出版方面，受义务教育阶段《思想与法制》、《语文》、《历史》三科教材在全国范围内分批次统一改用统编教材影响，包括公司自有版权的鲁版三科教材在内的多个版本的三科教材被统编教材替代，开始逐步退出市场。但是，由于公司取得了统编教材在山东省内的代理运营权，有望从中分享其他版本三科教材的退出红利，公司在山东省内教材出版方面的市场占有率有望实现稳中有进的良好态势。公司代理运营的统编教材采用租型模式，与自编教材相比，公司仅需额外向人教社支付一定的租型费用，2018 年，公司支付的租型费用仅占对应教材教辅销售码洋的约 3.2%，对教材出版业务毛利率的影响较小。公司出版的自编、租型教材教辅的销售毛利率较去年同期分别下滑了 2.99pct、4.83pct，主要是由于纸价上涨导致的印刷成本上升所致，随着 2018Q4 以后纸价逐步回落，公司教材教辅出版业务毛利率有望回升。教材教辅发行方面，公司是山东省内唯一的中小学教材及小中高评议推荐类教辅的发行商，2018 年公司发行口径的教材教辅销售码洋实现同比增长 13.43%。

一般图书：销售码洋同比增长 20.77%，畅销童书不断涌现

公司一般图书业务实现营收 17.75 亿元，同比增长 9.30%。在一般图书出版方面公司具备较强的竞争优势，根据开卷数据，2018 年中国图书零售市场的销售码洋同比增长 11.3%，而公司出版口径下

一般图书的销售码洋实现同比增长 20.77%，大幅高于行业平均水平。公司打造畅销书的能力较强，2018 年销量过万的图书达 536 种。公司在少儿类图书这一细分领域深耕多年，旗下核心出版社之一的明天社与著名童书作家杨红樱保持了长期合作关系，其撰写的《笑猫日记》系列丛书长期位列少儿类图书畅销榜 Top10，系列最新作品《属猫的人》在今年 2 月荣登少儿类图书畅销榜冠军；明天社引进的《信谊绘本》系列儿童绘本也是在国内畅销且长销的作品。在一般图书的发行方面，公司子公司山东省新华书店集团一方面通过开展各种形式多样、成效明显的营销活动，丰富线下销售形式；另一方面积极挖掘线上销售潜力，公司自有线上销售平台“新华网购”“智慧书城”通过升级改版等措施，全年实现销售码洋接近 4000 万元，取得初步成功。

■ 盈利预测与估值

公司业务以教材教辅、少儿类图书作为两大支点，未来有望充分受益于文化纸成本下行，低龄人口占比回升等利好因素。预计公司 2019-2021 年归属于母公司股东净利润分别为 16.22 亿元、17.57 亿元和 18.83 亿元；EPS 分别为 0.78 元、0.84 元和 0.90 元，对应 PE 为 11.80、10.89 和 10.16 倍，给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

政策风险；行业竞争加剧；原材料价格波动；参与政府招标失败

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

| 至 12 月 31 日(¥. 百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 9350.82 | 10108.13 | 10857.67 | 11586.69 |
| 年增长率 | 5.05% | 8.10% | 7.42% | 6.71% |
| 归母净利润 | 1484.94 | 1622.01 | 1756.65 | 1882.67 |
| 年增长率 | 8.80% | 9.23% | 8.30% | 7.17% |
| 每股收益 (元) | 0.71 | 0.78 | 0.84 | 0.90 |
| PE | 12.92 | 11.80 | 10.89 | 10.16 |

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表(单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 3,475.44 | 4,972.87 | 6,286.48 | 8,067.04 |
| 应收和预付款项 | 1,652.04 | 1,855.04 | 1,910.93 | 2,107.17 |
| 存货 | 1,703.64 | 1,724.28 | 1,947.94 | 1,964.64 |
| 其他流动资产 | 2,283.54 | 2,283.54 | 2,283.54 | 2,283.54 |
| 流动资产合计 | 9,114.67 | 10,835.74 | 12,428.89 | 14,422.39 |
| 长期股权投资 | 1.33 | 1.33 | 1.33 | 1.33 |
| 投资性房地产 | 321.93 | 296.15 | 270.37 | 244.59 |
| 固定资产和在建工程 | 2,111.76 | 1,882.55 | 1,653.34 | 1,424.13 |
| 无形资产和开发支出 | 800.25 | 701.58 | 602.91 | 504.25 |
| 其他非流动资产 | 678.45 | 633.85 | 589.25 | 544.64 |
| 非流动资产合计 | 3,913.72 | 3,515.46 | 3,117.20 | 2,718.95 |
| 资产总计 | 13,028.39 | 14,351.20 | 15,546.10 | 17,141.34 |
| 短期借款 | 113.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 3,259.35 | 3,650.75 | 3,714.19 | 4,096.80 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 3.98 | 3.98 | 3.98 | 3.98 |
| 负债合计 | 3,376.65 | 3,654.72 | 3,718.16 | 4,100.77 |
| 股本 | 2,086.90 | 2,086.90 | 2,086.90 | 2,086.90 |
| 资本公积 | 2,185.84 | 2,185.84 | 2,185.84 | 2,185.84 |
| 留存收益 | 5,386.05 | 6,442.13 | 7,585.87 | 8,811.66 |
| 少数股东权益 | (7.06) | (18.39) | (30.67) | (43.83) |
| 股东权益合计 | 9,651.73 | 10,696.48 | 11,827.94 | 13,040.56 |
| 负债和股东权益总计 | 13,028.39 | 14,351.20 | 15,546.10 | 17,141.34 |

现金流量表(单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 经营活动现金流 | 1,550.46 | 2,046.82 | 1,762.01 | 2,238.13 |
| 投资活动现金流 | (2,117.23) | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 融资活动现金流 | (442.71) | (569.39) | (468.40) | (477.56) |
| 净现金流 | (1,008.21) | 1,497.43 | 1,313.60 | 1,780.56 |

利润表(单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 9,350.82 | 10,108.13 | 10,857.67 | 11,586.69 |
| 营业成本 | 5,996.67 | 6,401.47 | 6,857.70 | 7,306.56 |
| 营业税金及附加 | 60.40 | 65.30 | 70.14 | 74.85 |
| 营业费用 | 879.08 | 950.27 | 1,020.74 | 1,089.27 |
| 管理及研发费用 | 1,968.82 | 1,227.76 | 1,318.80 | 1,407.35 |
| 财务费用 | (23.79) | (21.97) | (28.90) | (35.86) |
| 资产减值损失 | 40.23 | 62.24 | 62.24 | 62.24 |
| 投资收益 | 48.26 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,480.52 | 1,613.07 | 1,746.96 | 1,872.29 |
| 营业外收支净额 | (1.58) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1,478.94 | 1,613.07 | 1,746.96 | 1,872.29 |
| 所得税 | 3.20 | 2.39 | 2.59 | 2.78 |
| 净利润 | 1,475.74 | 1,610.68 | 1,744.37 | 1,869.51 |
| 少数股东损益 | (9.20) | (11.34) | (12.28) | (13.16) |
| 归属母公司股东净利润 | 1,484.94 | 1,622.01 | 1,756.65 | 1,882.67 |
| 财务比率分析 | | | | |
| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 总收入增长率 | 5.05% | 8.10% | 7.42% | 6.71% |
| EBIT增长率 | 4.58% | 20.05% | 6.60% | 5.65% |
| 净利润增长率 | 29.01% | 23.27% | 8.30% | 7.17% |
| 毛利率 | 35.87% | 36.67% | 36.84% | 36.94% |
| EBIT/总收入 | 4.58% | 20.05% | 6.60% | 5.65% |
| 净利润率 | 4.47% | 23.27% | 8.30% | 7.17% |
| 资产负债率 | 24.43% | 24.13% | 22.76% | 22.87% |
| 流动比率 | 2.93 | 3.18 | 3.56 | 3.71 |
| 净资产收益率(ROE) | 13.62% | 15.14% | 14.81% | 14.39% |
| 存货周转率 | 3.52 | 3.71 | 3.52 | 3.72 |
| 应收账款周转率 | 6.65 | 6.62 | 6.69 | 6.66 |

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义 |
|------|-------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义 |
|------|------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。