

## 顺势而动，互联网+探索出版新局面

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 西南地区文化产业龙头，四川省内唯一教材教辅发行方，“二胎时代”带来人口红利，教材教辅业务有较大的上升潜力；2) 响应“振兴四川出版”号召，贯彻“三精出版”理念，有影响力的图书品种增多，童书业务稳居上游；3) 高度成熟的渠道优势，三大物流中心辐射全国，版权输出数量明显上升；4) 教育信息化和装备业务毛利率平稳增长，成为未来业务发展新亮点之一
- **教材教辅业务：“二胎时代”带来人口红利。** 作为省内唯一教材教辅发行方，负责四川省小学、中学的教材发行，同时为四川省在校学生及部分大学、图书馆及其他机构发行教辅。教材教辅贡献超过 50% 营收，贡献超过 65% 毛利。预计在未来三年内，小学在校生人数将明显增长，2021 年预计为 614 万人，初中人数和高中人数基本保持稳定，涨幅不明显，总计达到 1027 万，相比 2017 年的 942 万增长约为 9%，人口红利将带来教材教辅收入的稳定上升。
- **贯彻“三精出版”理念，积极打造爆款 IP。** 公司大力发展教材教辅以外的业务，以“三精出版”理念引领一般图书出版，2018 年一般图书出版业务净利润首次突破 1 亿元，同比 2017 年翻了一番。有市场影响力的品种增多，销售量 10 万册以上的图书品种 18 年为 64 册，同比于 16 年翻了 5 倍；进入全国畅销榜的图书品种 18 年增长到 43 册，同比增长了 38%。与童书作家北猫合作出版的《米小圈上学记》系列，销量一路走高，在 2019 年的童书畅销榜排名前 50。
- **积极进行教育信息化产品向服务的转型。** 在教育信息化方面，公司着眼于将学生的辅导需求和信息化进行结合，推出一系列具备较高科技含量的信息化产品，包括 AR 教辅、AR 秒懂课堂工具箱等创新数字化产品。近年逐步向教育信息化服务转型，积极开展数字校园业务。公司试点“优学优教”教辅网络销售平台；大力实施青年人才成长计划，试点城市教育服务体系升级项目；积极探索和推进研学教育业务和教师培训业务。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.86 元、0.95 元、1.03 元，对应 PE 分别为 12 倍、11 倍、10 倍。给予公司 2019 年 14 倍 PE，目标价 12.04 元，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料纸价和油墨、板材等耗材价格上涨风险；新业务拓展成效或不及预期风险；参股公司发展乏力风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8186.58	9086.78	10108.23	11131.78
增长率	11.44%	11.00%	11.24%	10.13%
归属母公司净利润 (百万元)	932.18	1064.45	1173.85	1274.16
增长率	0.90%	14.19%	10.28%	8.55%
每股收益 EPS (元)	0.76	0.86	0.95	1.03
净资产收益率 ROE	11.02%	12.88%	12.73%	12.42%
PE	14	12	11	10
PB	1.51	1.53	1.37	1.24

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  
联系人: 张闻宇  
电话: 021-58351917  
邮箱: zwy@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)	12.34
流通 A 股(亿股)	7.92
52 周内股价区间(元)	8.19-15.94
总市值(亿元)	128.81
总资产(亿元)	142.75
每股净资产(元)	7.27

### 相关研究

1. 新华文轩 (601811): 加快省外扩张和教育信息化业务扩张 (2019-04-02)
2. 新华文轩 (601811): 穿越调整、稳健增长 (2018-10-30)
3. 新华文轩 (601811): 出版焕发活力, 教材出版渐入佳境 (2018-08-30)

## 目 录

1 西南地区文化产业龙头.....	1
2 人口红利回升，政府扶持促发展.....	3
3 打造精品图书，加强渠道建设.....	6
4 教育信息化成为业务发展新亮点.....	9
5 盈利预测与估值.....	11
5.1 盈利预测.....	11
5.2 估值与评级.....	12
6 风险提示.....	13

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构以及公司架构 (截至 2018 年年报)	1
图 2: 公司历年营收结构: 教材、教辅业务贡献主要营收 (亿元)	2
图 3: 公司历年毛利结构: 教材、教辅为主体 (亿元)	2
图 4: 公司 2016 年以来营收和归母净利润情况 (亿元)	2
图 5: 公司 2016 年以来非经常性损益和扣非归母净利润 (亿元)	2
图 6: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况	3
图 7: 历年公司三项费率情况	3
图 8: 历年四川省新生人口数 (万人)	4
图 9: 历年四川省在校学生数 (百万人)	4
图 10: 2016-2018 年教材教辅出版发行收入 (亿元)	4
图 11: 2015-2018 年教材教辅销售情况	4
图 12: 四川省公共文化服务体系建设财政预算	5
图 13: “文轩云图智能书店”入驻“两会”驻地国二招宾馆	5
图 14: 2016-2018 年一般图书销售码洋及增速	6
图 15: 新书品种变化及增速	6
图 16: 畅销图书品种数量	6
图 17: 新华文轩和旗下优秀出版社排名	6
图 18: 《米小圈上学记》在当当童书畅销榜排名情况	7
图 19: 分地区营收情况 (亿元)	7
图 20: 分地区毛利率及增速	7
图 21: 第三方物流收入 (亿元)	8
图 22: 2016-2018 年互联网销售收入及利率	8
图 23: 2016-2018 年版权输出情况及增速 (项)	9
图 24: 中国图书海外馆藏影响力评估证书	9
图 25: 公司教育信息化发展历程	10
图 26: 教育信息化营收及利率	11
图 27: 2016-2018 教育信息化研发费用及增速	11

## 表 目 录

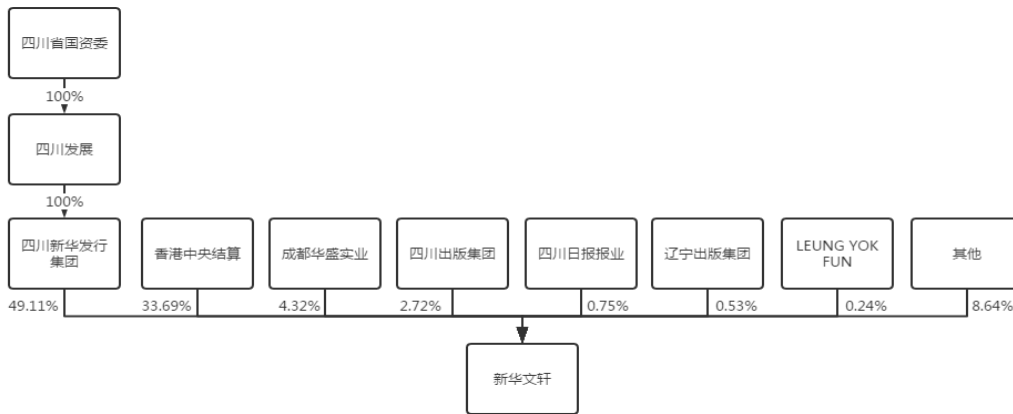
表 1: 参股子公司财务情况 (截至 2018 年年报) .....	1
表 2: 分业务收入及毛利率 .....	12
表 3: 可比出版公司估值情况 .....	12
附表: 财务预测与估值 .....	14

## 1 西南地区文化产业龙头

2005年成立，2007年5月和2016年8月分别正式登陆香港联交所和上交所，是国内首家“A+H”双板上市的出版发行集团。新华文轩以出版发行为主业，集出版物编辑、出版、销售及多元文化产业投资于一体，主营业务包括出版业务、阅读服务业务和教育服务业务，销售的商品包括自有出版物和外采商品。其中公司作为省内唯一教材教辅发行方，负责四川省小学、中学的教材发行，同时为四川省在校学生及部分大学、图书馆及其他机构发行教辅。

**公司股权结构：**四川新华发行集团直接持有公司49.11%的股份，为公司控股股东，四川省国资委为公司实际控制人。公司其他股东包括：香港中央结算有限公司、成都华盛、四川出版集团等。到2018年底，新华文轩旗下共有45家子公司，其中在发行板块，经营图书电商的文轩在线和经营教育信息化设备的文轩教育在2018年提升显著，而唯一经营教育类图书的四川教育出版社每年依旧保持着超过25%的利润贡献率发挥稳定。

图1：公司股权结构以及公司架构（截至2018年年报）



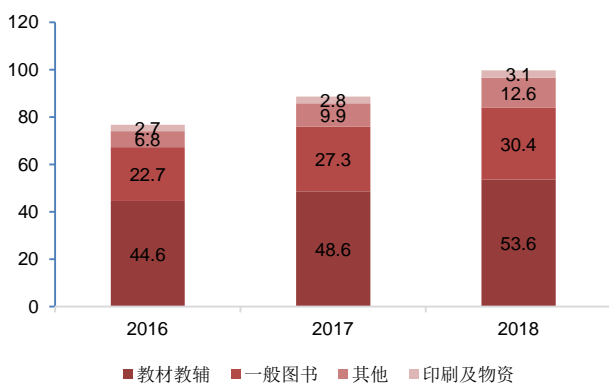
数据来源：当当网，西南证券整理

表1：参股子公司财务情况（截至2018年年报）

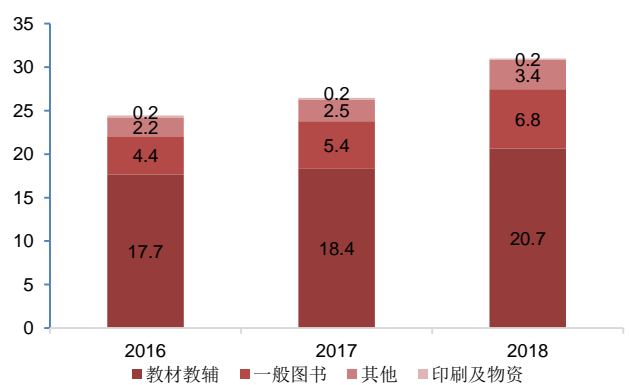
序号	子公司名称	主营业务	2018年			2017年
			公司持股比例	营业收入(百万元)	净利润(百万元)	净利润(百万元)
1	四川文轩教育科技有限公司	软件开发、电子设备销售	100%	472.24	3.91	2.32
2	四川天地出版社有限公司	图书出版	100%	262.11	60.31	
3	四川少年儿童出版社有限公司	图书、期刊出版	100%	307.65	74.39	
4	四川文轩在线电子商务有限公司	网络销售各类产品	75%	1626.35	1.63	-14.07
5	四川出版印刷有限公司	教材租型印供	100%	281.45	76.81	
6	四川省印刷物资有限责任公司	提供印刷相关物资	100%	573.94	-2.10	
7	四川教育出版社有限公司	图书出版	100%	721.35	276.42	255.46
8	重庆云汉网络传媒有限责任公司	出版物网络批发	50%	1.78	-3.72	
9	四川文轩宝湾供应链有限公司	物流运输	45%	100.85	-0.44	
10	人民东方(北京)书业有限公司	图书、期刊、报纸及电子出版物批发	20%	78.16	13.51	
11	明博教育科技股份有限公司	互联网教育出版	20.4%	145.42	24.45	
12	海南出版社有限公司	出版	50%	155.12	32.87	17.91

数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业务结构：教材教辅贡献超过 50% 营收，贡献超过 65% 毛利（未剔除内部抵销），公司业绩依旧主要由教材教辅贡献，但贡献比例逐年下滑。**2016-2018 年，公司教材教辅营收规模从 44.6 亿元增长到 53.6 亿元，3 年 CAGR 约 6.3%。2016-2018 年，教材教辅占营收的比例呈减少的趋势，从 58% 减少到了 54%，主要是因为公司近年大力发展教材教辅以外的业务，以“三精出版”理念引领一般图书出版业务，出版工作从高速发展向高质量发展转变，出版影响力进一步提升，经营业绩显著增长，2018 年一般图书出版业务经营净利润首次突破 1 亿元，与 2017 年相比翻了一番；其他业务的营收增长主要得益于第三方物流业务的收入增长。近年纸价平均成本上涨，也使得教材教辅的毛利占比由 2016 年 72% 下降到 2018 年的 67%。

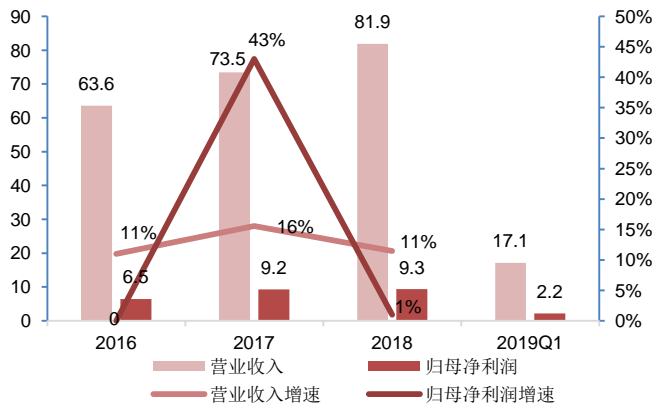
**图 2：公司历年营收结构：教材、教辅业务贡献主要营收（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理（未剔除内部抵销）

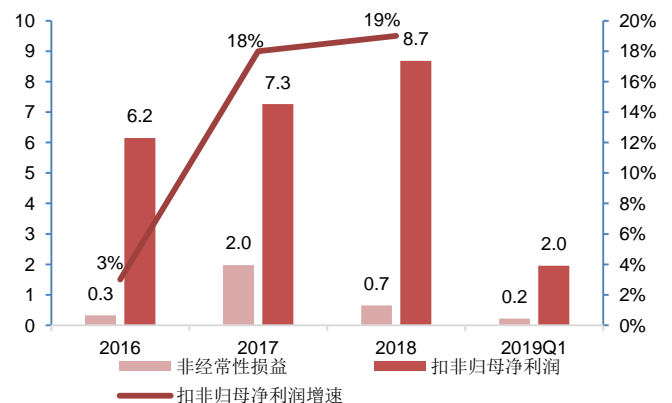
**图 3：公司历年毛利结构：教材、教辅为主体（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理（未剔除内部抵销）

**公司业绩状况：营收基本保持 11% 左右的增速，2017 年出现大幅提升。**2016-2018 年公司营收均保持 11% 及以上的增长速度，主要系积极与各名家和优质机构达成出版合作，大力开发数字教育业务服务，加强商品供应、销售组织、物流配送及商业技术开发等四大能力建设以发挥供应链整体优势所致。其中 2017 年营收 16% 的高增速归功于公司积极推动市场化转型和经营创新，依托渠道优势，推动图书互联网销售业务、大众图书出版业务销售持续增长。而 2017 年归母净利润的大幅提升主要得益于公司主营业务效益的增长以及本年度内实现的股权处置收益及相关利得。

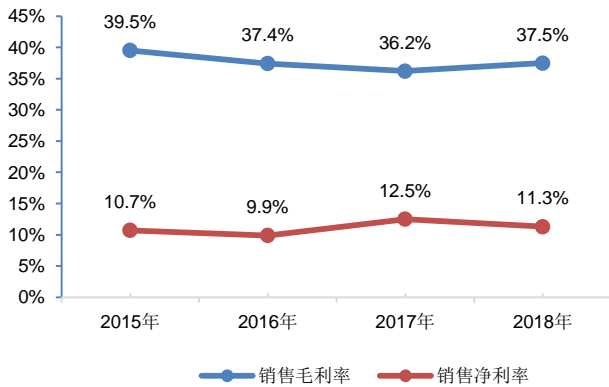
**图 4：公司 2016 年以来营收和归母净利润情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

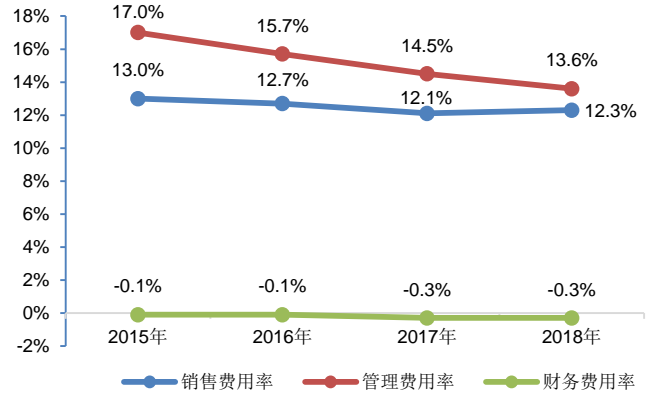
**图 5：公司 2016 年以来非经常性损益和扣非归母净利润（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司盈利能力:** 公司毛利率开始回升, 净利率基本保持稳定、管理费用率下降明显。2015年至2017年, 公司毛利率持续下滑, 由39.5%下降到36.2%, 主要原因是纸张成本持续上涨带来的教材教辅毛利下降。2015年至2018年, 公司销售费用率基本稳定在12%-13%, 2018年略有提高主要是因为销售增长带来物流等费用增加, 销售人员人力成本增长, 以及2017年秋季起对三州的免费教材结算方式改变带来代发手续费增加; 近年因人力成本增长, 租赁、修理等运维费用增加, 管理费用率逐年下降。

**图 6: 历年公司销售毛利率及销售净利率情况**


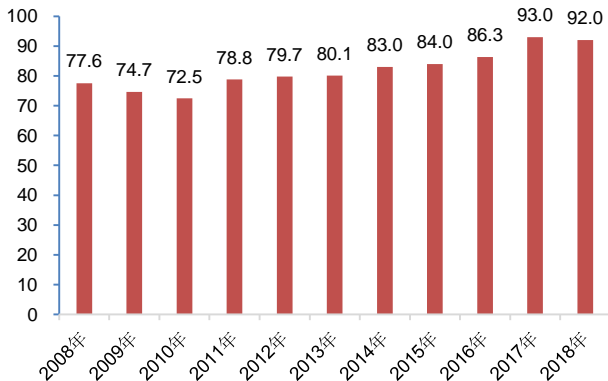
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 7: 历年公司三项费率情况**


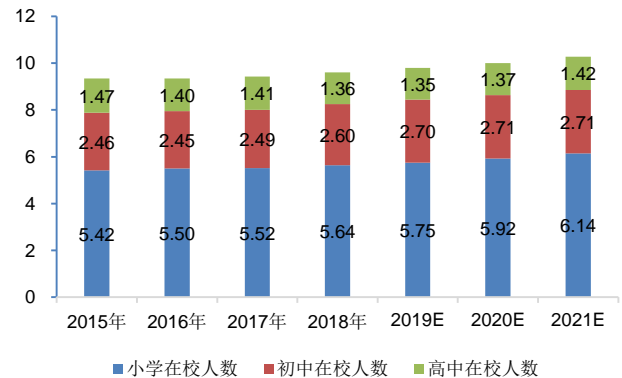
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 人口红利回升, 政府扶持促发展

新华文轩作为四川出版发行龙头, 省内唯一教材教辅发行方, 教材教辅业务是其最主要的营收和利润来源。受益于二胎政策下学生人数增长, 教材教辅业务稳定上升。国家在2013年底开放了“单独二胎”政策之后, 2014年起出生率有了明显的增长, 2015年10月又开放了全面二胎政策, 预计未来十年在校人数也会有相应的提升。四川省2015年之后, 高中学生人数呈下降趋势, 但小学和初中学生人数一直保持较为平稳的增长。根据Wind的最新数据, 2017年小学、初中、高中在校总人数相比2015年增加了7万人。2014年四川省新生人口数约为83.0万人, 相比于2008年的77.6万人来说, 增长了约7%。据此也可以推算出在校学生结构, 按照四川省7周岁小学入学的要求, 2015-2021年小学在校学生应该在2008-2014年出生。基于较为稳定的招生比例, 预计在未来三年内, 小学在校生人数将明显增长, 2021年预计为614万人, 初中人数和高中人数基本保持稳定, 涨幅不明显, 总计达到1027万, 相比2017年的942万增长约为9%。

**图 8: 历年四川省新生人口数 (万人)**


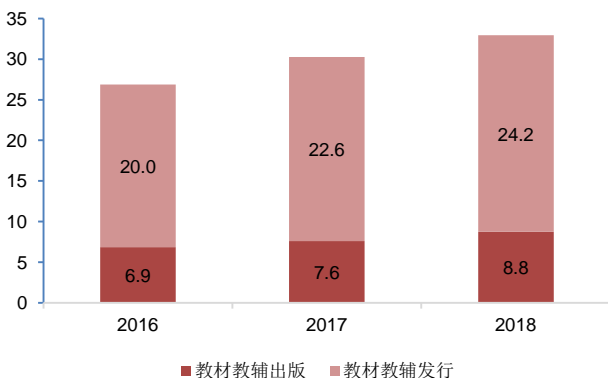
数据来源: wind 数据, 西南证券整理

**图 9: 历年四川省在校学生数 (百万人)**


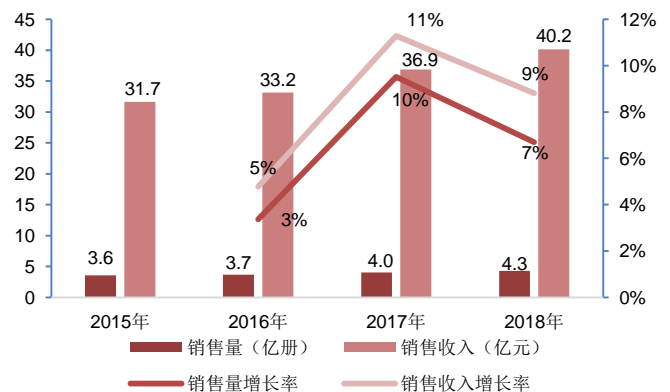
数据来源: wind 数据, 西南证券整理

2006 年, 四川省开始试点推行中小学教材的投标和招标, 但这并未威胁到新华文轩的“垄断地位”。凭借标书最大限度地满足招标文件规定的各项综合评价标准, 最终成功获得全省中小学教材 A、B 两个标段的总发行权, 共计每学年约 9.5 亿元的教材发行码洋。招股说明书显示, 本公司一直作为四川省内唯一的小学至高中非政府资助教材发行商、小学及初中政府资助教材的总供货商, 并拥有四川省中小学教材若干类别的独家出版权, 可以看出新华文轩在教材教辅业务领域依旧拥有绝对的优势。独家出版和发行教材也具有额外的优势, 公司可以根据订单数量生产, 基本无退货, 同时教材由政府部门采购, 回款及时。

预计未来 3 年内, 学生人数会出现小幅增加, 也将带来教材教辅用量的提升。目前教材与教辅比例约为 1:2.5, 这个比例在教材教辅行业中处于较高地位, 教材教辅用书目录分为教材内部用书目录和教材外部用书目录, 教材内部目录与教材 1:1 配套, 教材外目录主要为文轩推荐给学校自由征订的目录, 效果相对稳定。在新华文轩的营收结构中, 教材教辅贡献超过 50% 营收, 贡献超过 65% 毛利 (未剔除内部抵销)。2015 年以来, 教材教辅销售量逐年递增, 2018 年已经超过 4 亿册, 而对应销售收入也从 15 年的 32 亿元增加到 18 年超过 40 亿元, 但由于成本也有相应的增加, 毛利率基本稳定在接近 40%。此外, 2019 年“三科教材统编化”就要全面实行, 势必会对四川省教材出版的市场份额有影响, 考虑到公司与人教社签有租型代理协议, 在“三科”教材切换到“人教版”后, 公司教材出版业务所占有的市场份额还将有所扩大。

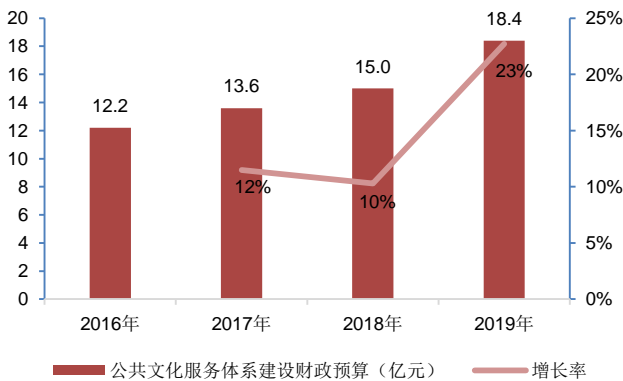
**图 10: 2016-2018 年教材教辅出版发行收入 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 11: 2015-2018 年教材教辅销售情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**四川力促消费，相关川股活力被激活。**四川省政府办公厅在2019年7月印发的《四川省完善促进消费体制机制实施方案》中提出，培育壮大文化市场主体，鼓励社会力量参与文化建设，推进政府购买公共文化服务。探索开展公共文化设施社会化运营试点，积极推行文化消费卡。加大对出版、影视、演艺、实体书店等文化产品消费的扶持力度。这无疑对新华文轩是一个很好的发展机会，公司旗下拥有10家出版社、160多家零售直营门店、700多家商超网点、200余家智能阅读服务网点，以及“文轩网”“九月网”为核心的互联网销售平台，为广大消费者提供多维度的阅读文化消费服务。

**图 12：四川省公共文化服务体系建设财政预算**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：“文轩云图智能书店”入驻“两会”驻地国二招宾馆**


数据来源：公开资料，西南证券整理

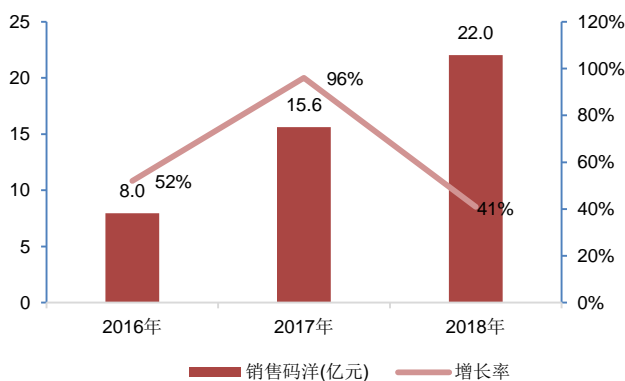
2017年四川省图书馆与新华文轩共同启动了“图书馆+书店”的全新人文服务模式，共建四川省图书馆“文轩读读书吧”，以“你读书、我买单”的“彩云模式”，将图书馆传统的“采、藏、借”模式转变为“借、采、藏”的模式，让书店成为图书馆的延伸。此外，新华文轩旗下的“文轩云图智能书店”，采用“线上用户平台+线下智能借阅终端”模式，设置在社区、商场、车站、学校等人员密集程度较高又方便阅读的场所，形成“一公里阅读圈”，更大程度地方便了市民的阅读需求。未来公共图书馆、文化中心、自助书吧等公共文化设施的修建，国有大型文化集团新华文轩凭借自身庞大的图书、数据、物流、策划、人力等优势资源，如果能抓住与政府合作的机会参与到公共文化设施的建设和运营，将在阅读服务业务方面有进一步的收入提升。

《方案》还提到开展产教融合建设试点工作，开发研学旅行、实践营地等教育服务产品，支持社会力量办学，扩大城镇普惠性学前教育资源，加快建立校外培训机构监管机制。新华文轩拥有覆盖全省的125家分公司组成的教育服务网络，研发了教学用书产品、智慧校园、智慧课堂、数字学校及文轩云平台等，注重产品内容的创新性，在教育服务板块也投入了不少的研发费用，这一板块算是业内的头部。校外培训机构监管机制的严格从另一个角度也给线上辅导平台孕育了环境。另外，教育资源的扩大所带来的教材教辅和教育信息化业务收入是可观的，作为四川省负责发行小学及初中政府资助和非政府资助教材、高中非政府资助教材的唯一集团，依旧拥有绝对的优势。

### 3 打造精品图书，加强渠道建设

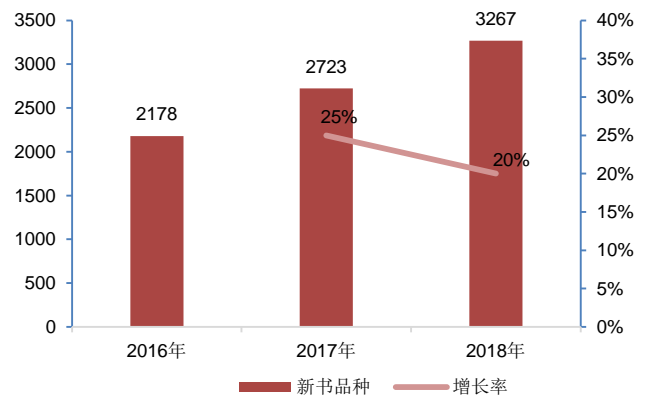
在一般图书的出版业务方面，新华文轩致力于加强提高出版质量，增加优质 IP 数量。2018 年，新华文轩按照精准出版、精细出版、精品出版的“三精出版”理念，出版工作从高速发展向高质量发展转变。一般图书出版业务的销售码洋持续增长，其中 17 年增速高达 96%，主要是由于新华文轩在“振兴四川出版”思路指导下，调整工作重心，狠抓大众图书出版业务。新书品种增速下降到 20%，但新书的销售码洋增长高达 128%，体现出单本图书的首印数和市场效益在不断提升。有市场影响力的图书品种增多，销售量 10 万册以上的图书品种由 16 年的 12 册到 18 年的 64 册，数量翻了 5 倍；进入全国畅销榜的图书品种 18 年增长到 43 册，同比增长了 38%。

图 14：2016-2018 年一般图书销售码洋及增速



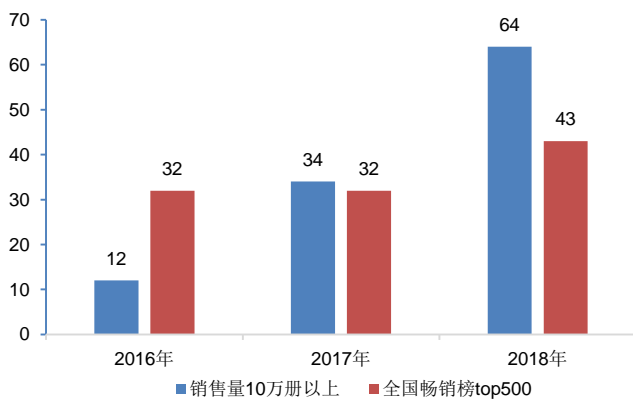
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：新书品种变化及增速



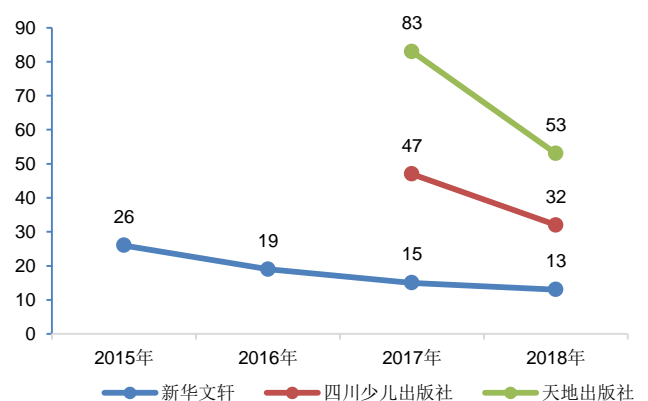
数据来源：公开资料，西南证券整理

图 16：畅销图书品种数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：新华文轩和旗下优秀出版社排名

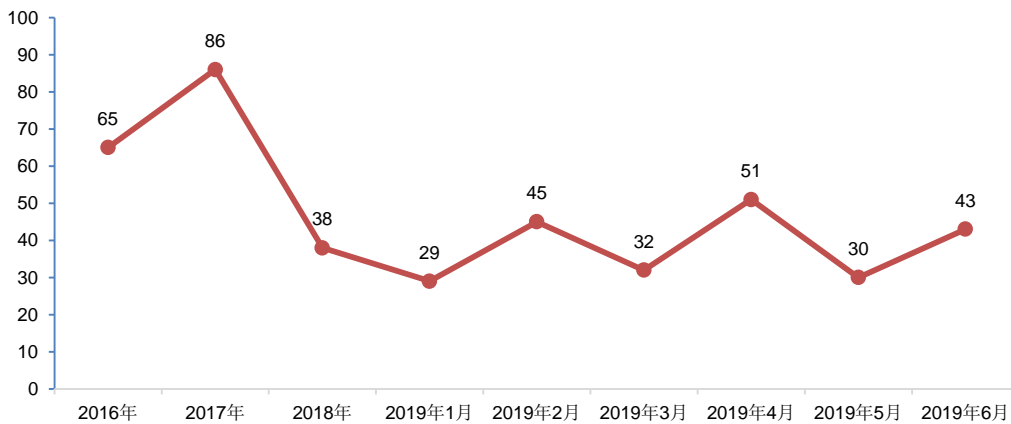


数据来源：公开资料，西南证券整理

在市场排名方面，新华文轩在开卷 2018 年年度报告排名中位列全国 36 家出版集团的第 13 位，比 2015 年的 26 名足足提高了 13 名。公司旗下四川少年儿童出版社和天地出版社稳居全国百强，分别位列 32 位和 53 位，比 2017 年分别提高了 15 名和 30 名。目前，新华文轩与王蒙、北猫、刘慈欣等名家已经签约，并与美国企鹅兰登、尼克儿童频道等优质机构达成出版合作，入选国家级出版项目的品种共计 40 余项。童书近年一直占据图书品类销售榜首位置，今年京东 618 童书成交额同比增长 53%，也体现出中国家长对儿童教育关注度的提高。而新华文轩旗下的四川少儿出版社，也通过与童书作家北猫合作出版的《米小圈

上学记》系列，销量一路走高，该系列 2019 年在童书畅销榜排名基本稳定在前 50，当当网统计的 2018 年最受欢迎的 10 位儿童文学作家中，北猫排名第 7。

图 18: 《米小圈上学记》在当当童书畅销榜排名情况

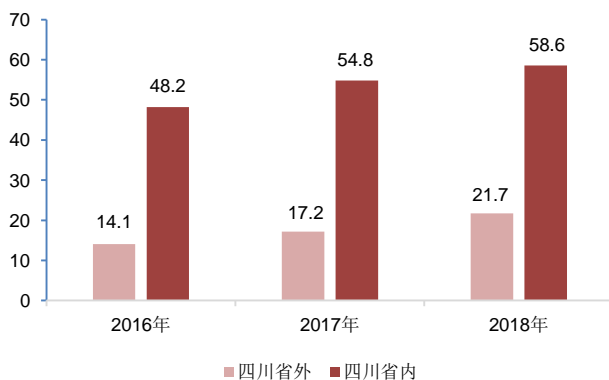


数据来源：当当网，西南证券整理

童书品类的销量与国家层面的人口政策有直接的关系。四川作为人口大省，人口基数本来就大，截至 2018 年底，共有人口 8302 万，排名全国第四。2013 年底国家开放“二胎政策”后，2014 年四川新生儿数量同比增长超过 3%，未来至少 10 年内，因“二胎政策”推行新增的人群都在童书销售的目标群体内。目前童书市场的集中度并不算高，但许多优质的大项目正在向强势的出版集团集中，而新华文轩凭借自己的资源优势和渠道优势，未来有机会在童书市场稳固占据一席之地。

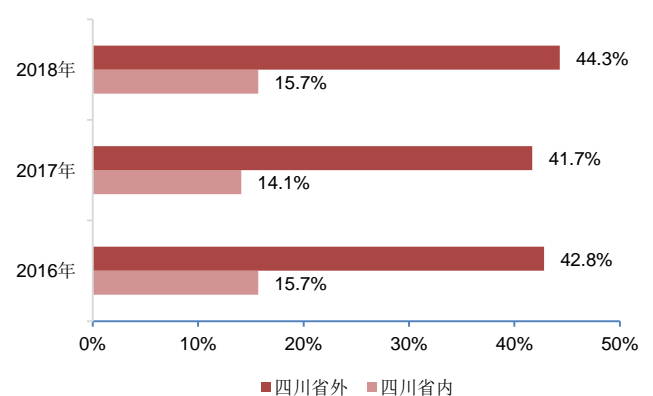
在省内传统业务逐渐稳定的情况下，新华文轩积极拓展省外业务。2018 年省外营收为 21.7 亿元，同比增长 26%，毛利率也增长了 1.6 个百分点至 15.7%。2016 年以来，省外营收占比持续上升，从 16 年的 23% 到 18 年的 27%，这不仅是因为出版的图书在全国大受好评，还与线上线下销售网络的构建以及强大的物流配送作为支撑有直接的关系。在发行方面，新华文轩积极拓展各类销售渠道，建立三大物流中心，以成都、天津、无锡为中心辐射全国，有效地提升了本公司互联网销售和自有出版的物流配送支持能力，80% 城市可实现“次日达”。新华文轩高度成熟的渠道优势可以帮助优质的图书作品更快地融入市场，短时间内创造巨大的影响力，这对于很多出版集团的发行渠道是很难完成的。

图 19: 分地区营收情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20: 分地区毛利率及增速



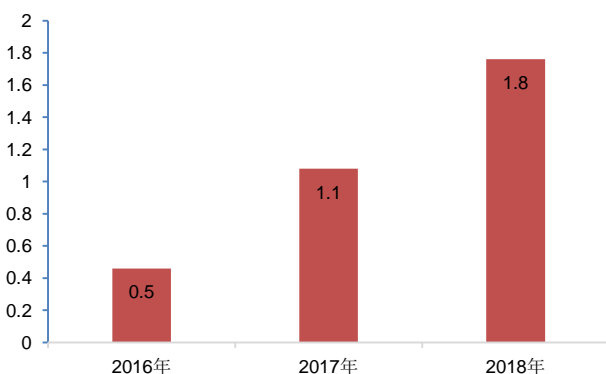
数据来源：公司公告，西南证券整理

2011年，新华文轩成立四川文传物流有限公司，负责“西部文化物流配送基地”项目的运营管理，开始探索第三方物流服务业务，由单纯仓储服务向仓配一体化三方物流服务发展，而每年营收结构中“其他”业务的增长主要来源于第三方物流收入，2018年第三方物流收入相比于2016年增加超过2倍。新华文轩通过全面提升互联网供应链的商品组织、物流加工、配送、商业技术等方面的能力，积极拓展互联网销售渠道和第三方供应链服务业务，稳步向互联网经济转型。

公司阅读服务业务包括实体门店和互联网销售业务两部分。公司构建了强大的实体销售网络，拥有覆盖全省的160多家零售直营门店、遍布全国大中城市的700多家商超网点，设有成都购书中心、西南书城、天府书城等知名书城，为四川省出版物零售行业的旗舰。经过多年发展，文轩实体书店打造了“国学书店、名人书店”、“文轩 BOOKS”“轩客会”“Kids Winshare 文轩儿童书店”“读读书吧”“文轩云图智能书店”等多品牌经营格局，服务不同的消费人群；形成了从省、市到县，从购物中心到城市社区这样垂直纵深的阅读服务网络体系深覆盖，为消费者提供个性、便捷、舒适的阅读服务消费体验。

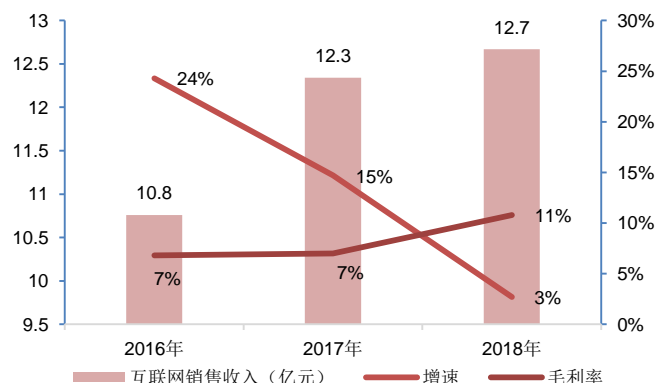
在互联网销售方面，2018年稳步增长，毛利率超过10%，打造的面向消费者的“文轩网”“九月网”已经成为国内顶级图书分发平台，其中2018年文轩网销量首次超过亚马逊，成为第三大图书电商。文轩网采用互联网全网销售模式，截至2016年在各大电商平台开辟网络连锁渠道已经超过300家，包括天猫、亚马逊、京东、当当、QQ网购、1号店、库巴等文轩网旗舰店；在供应方式方面，突破了传统先采后销的模式，创新性提出以市场决定采购的预售模式，将书目信息在网店上提前展示，根据消费者的下单量来确定采购数量，出版社再以此确定印刷的数量，这样一来产品积压的风险大大降低，从另一方面来说也减少了社会资源的浪费。九月网作为数字阅读平台，截至2016年已与超过220家的内容版权方进行了数字内容合作业务，并累计取得近10万的出版物版权内容，已有超过20万安装用户在使用九月读书客户端阅读电子书，而九月读书也在亚马逊、腾讯、掌阅等多家渠道多次登上图书排行榜TOP10。而行业参与者的“出版物协同交易平台”，也作为基础帮助实体门店拓展互联网业务，奠定了公司在产业链上下游的市场竞争力，2017年，平台在库商品近200万种，月均更新超过2万个，月均订单超6万张，月均供应码洋超过4亿元，订单总码洋突破53亿元。

图 21：第三方物流收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

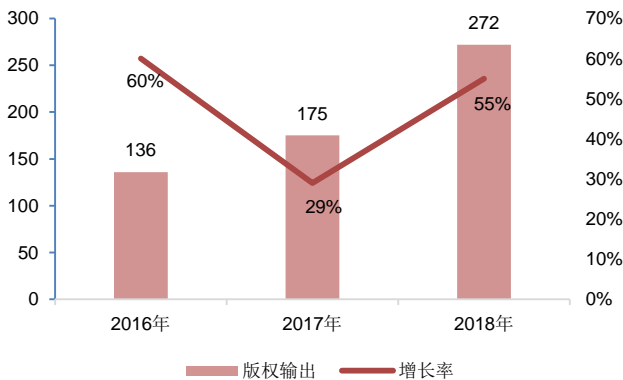
图 22：2016-2018 年互联网销售收入及利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

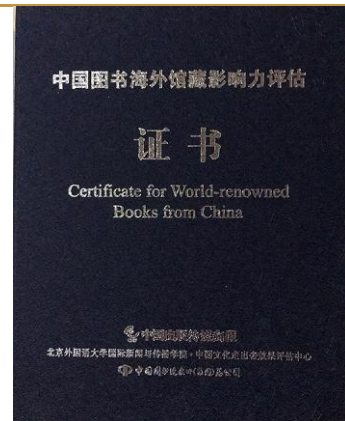
“十三五”期间党中央部署了中国图书“走出去”工作，新华文轩作为西南地区出版行业龙头集团，四川省唯一省内教材教辅指定发行方，近年来一直积极响应：**加强图书出版选题的国际性；加强与“一带一路”沿线国家的文化交流合作；鼓励出版社积极参与国家出版“走出去”工程；与文化传播国家队合作，提高专业水准。**2019年5月7日中国图书对外推广计划中，文轩2年的合计排名升至第9名，公司在出版方面积极创新“走出去”的模式，通过合作出版、产品线打造、版权置换等方式，2018年成功输出版权 272 项，增长 55.4%，同时设立“熊猫编辑部”“欧洲图书中心”“南亚出版中心”“中国—拉美文学工作室”“伦敦编辑部”等跨国工作机构，作为文轩在各个地区“走出去”的桥头堡。

图 23：2016-2018 年版权输出情况及增速（项）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：中国图书海外馆藏影响力评估证书



数据来源：公开资料，西南证券整理

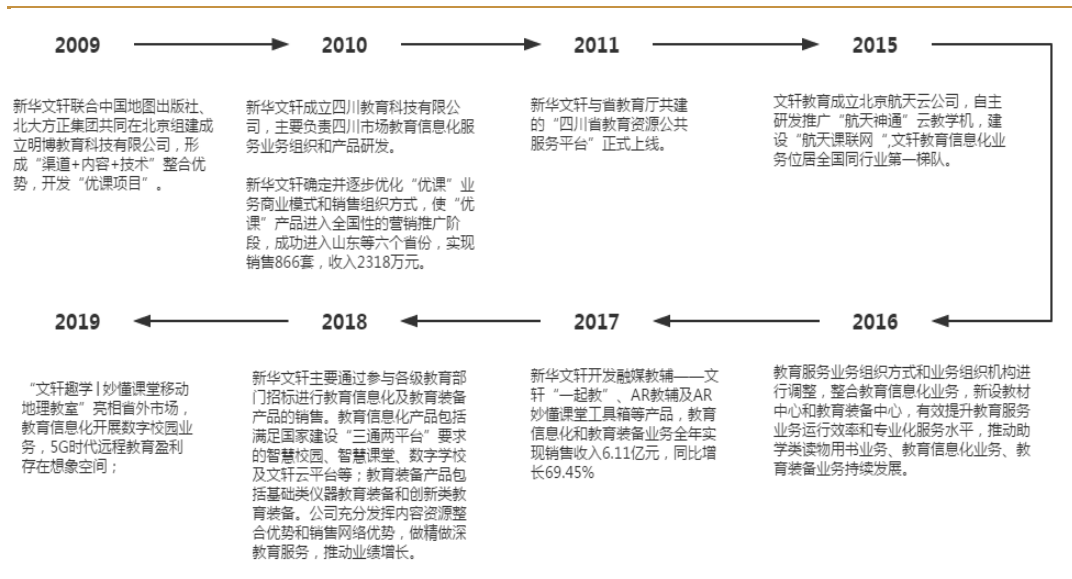
2017 年初，作为振兴四川出版的重要举措，新华文轩推进了天地出版社与华夏盛轩的合并重组，将天地社打造成为四川出版的品牌出版社。战略重组后的天地社，在出版规模、销售规模、开卷综合市场排名及经营利润连续两年同比实现倍增发展。2018 年，天地出版社已向阿根廷、越南、埃及、阿联酋、中国台湾等国家和地区成功输出图书版权 48 种。在 2018 年度出版社海外馆藏影响力百强排行榜中，天地出版社以 147 种图书位列排行榜第 37 名，而 2017 年并未进入百强，上升速度十分明显。在中国出版“走出去”方面，天地出版社除了积极开展“一带一路”沿线国家与地区的版权输出业务，同时非常重视对日韩、欧美等发达国家的业务拓展；从输出的图书范围看，既有关于中国传统文化的社科文化类图书，也有反映现实生活文学作品，既有成人读物，也有儿童读物。除了版权输出，天地出版社也积极开展合作出版、实体图书出口等业务，创新“走出去”的路径与方式。

## 4 教育信息化成为业务发展新亮点

“十二五”期间，国家为实现教育公平，不断加快推进教育信息化建设，不断加大对教育信息化的投入，“三通两平台”工程（即“宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通”，建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台）已基本建成。在国家的号召和市场的选择下，各出版集团纷纷尝试构建自己教育信息化服务这一板块的业务，实现多元化的盈利模式。不同于凤凰传媒的并购模式和中文传媒的代理模式，新华文轩选择了投入周期最长、投入成本最高的自建模式，主要从数字化教育产品的研发应用和教育服务云平台建设两方面入手，自主研发的业务模式能保证内容的质量，有利于打造品牌性，也能更好地利用已经构建的线上线下渠道进行拓展。

新华文轩在 2009 年率先进行数字教育业务探索，围绕教育服务需求开发多样化的信息化产品，拥有覆盖全省的 125 家分公司组成的教育服务网络，拥有内容资源优势和销售网络优势，依靠教育出版发行一体化的机制，为中小学校和师生提供教育信息化服务。其中教育信息化产品包括满足国家建设“三通两平台”要求的智慧校园、智慧课堂、数字学校及文轩云平台等。截至 2016 年，公司基本实现了对中小学校教学资源、教学设备的全环节、全过程服务覆盖，确立了在四川省内教育服务行业的主导地位。部分教育信息化产品已覆盖 27 个省（市、区），公司数字化教室在四川市场的占有率约 50%，覆盖四川省内 3 千余所学校，超过 5 万间教室，惠及 300 多万师生及家长。

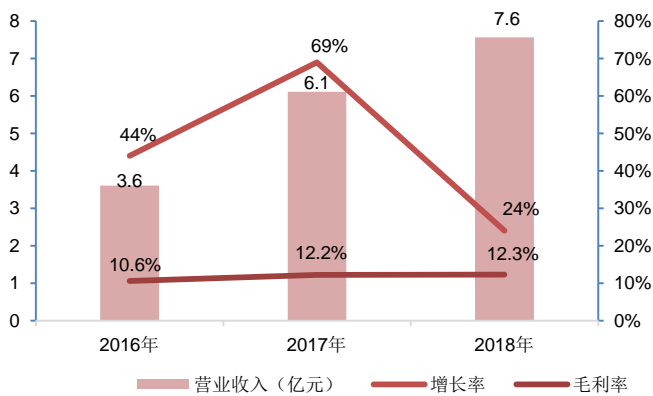
图 25：公司教育信息化发展历程



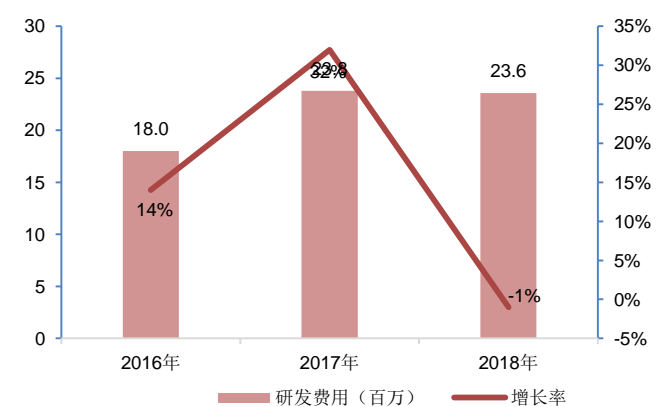
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司利用信息技术，积极拓展融媒教辅——文轩“一起教”、AR 教辅及 AR 妙懂课堂工具箱等创新型数字化产品市场，有效满足市场对教育信息化的要求，其中 AR 妙懂课堂工具箱推出仅两月即已销售 450 余台。这样的快速增长是基于与出版社良好关系的内容资源优势 and 较为完善的线上线下销售网络优势，公司已建立起面向基础教育阶段的教育服务生态体系，在市场上具有较高的核心竞争力。

除此以外，新华文轩积极开展数字校园业务，有助于提高流量变现。文轩教育与成都教育科学研究院主办的成都数字学校，是面向成都市所有的中小学校优质数字化教育资源的综合服务公益性平台。网络教学为想补课的老师和学生提供了渠道，主要靠流量变现盈利。四川作为地区之间贫富差距相对较大的省份，贫困地区、边远地区以及流动性强的农村进城务工人员子女数量相对较多，课程资源能通过“网络云平台”适时向区域内所有学生免费推送，从而实现“教育公平”，而这也是国家政策大力倡导和支持的。截至 2018 年 7 月 31 日，数字学校注册用户已达 77 万余人，共计建设课程 1879 节，涵盖从学前到高中的多门学科，累计直播课程 700 余节，直播课程累计观看 28 万余人次，点播课程累计观看 54 万余人次，学习时长达 10 万余小时。一年以来，数字学校惠及全市 22 个区（市）县 1400 余所学校，拥有 35 个学校作为基地校，342 个班级 1.77 万学生参与常态化学习。2018 年报告期内，新华文轩的教育信息化和教育装备业务全年实现销售收入约 7.6 亿元，同比增长 24%，毛利率维持 12% 的增速平稳发展，这一板块也成为未来业务发展的新亮点之一。

**图 26: 教育信息化营收及利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 27: 2016-2018 教育信息化研发费用及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2018 年教育部印发的《教育信息化 2.0 行动计划》中提到, 该计划是加快实现教育现代化的有效途径, 并提出了到 2022 年基本实现“三全两高一大”的发展目标, 即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校, 信息化应用水平和师生信息素养普遍提高, 建成“互联网+教育”大平台。19 年《中国教育现代化 2035》文件中明确指出, 未来要加快信息化时代教育变革, 建设智能化校园, 创新教育服务业态, 推进教育治理方式变革。可以看出, 教育信息化将是未来 5 年内各出版集团的提升业绩的着重发力点。

5G 时代的到来无疑为远程教育提供了优质的技术支持。稳定的 4K 高清视频、更多的移动端接入数量、更及时的信息交互, 可以支持大型开放式网络课程, 方便随时随地进行学习。另外, 在课堂教学方面, 5G 为教学视频的播放、多种教育资源的整合提供了更多可能。目前教育信息化和教育装备业务在新华文轩主要业务收入中占的比例还不到 10%, 未来随着 5G 商用引领教育服务的新发展, 还有较大增长空间。19 年发布的《四川省完善促进消费体制机制实施方案》中支持社会力量通过独资、合资、合作、股份制等形式举办民办职业院校, 扩大城镇普惠性学前教育资源, 再加上未来学生规模的稳定回升, 教育信息化产品及服务将有更大的市场需求, 公司加强自主研发提升产品和服务质量, 业绩将出现良好的增长态势。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 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、物资贸易、新业务等。

**出版业务:** 出版业务主要包括教材教辅和一般图书的出版、印刷及物资等, 在“振兴四川出版”的思路带领下, 特别是一般图书业务将更加注重“三精出版”, 减少图书品类, 加强名家签约合作, 提升爆款 IP, 预计未来毛利率会维持在 30% 左右。

**发行业务:** 发行业务主要包括教材教辅和教育信息化及装备组成的教育服务业务, 以及一般图书的互联网销售和零售, 随着学生人数回升, 三科统编普及、纸价回稳, 未来教材教

辅营收将有一定的回升；而 5G 的商用将给教育信息化带来更多的机遇，公司势必将加大研发投入和渠道拓展成本，2019 年之后毛利率将下降至 30% 以下。

**其他主营业务：**公司其他主营业务主要是第三方物流以及投资，预计业务体量与前期持平，毛利率维持在 35% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
出版业务	收入	1,740.7	2,070.2	2,497.1	2996.5	3565.9	4207.7
	增速		18.9%	20.6%	20.0%	19.0%	18.0%
	毛利率	33.7%	30.8%	31.0%	30.0%	30.5%	30.0%
发行业务	收入	5,703.1	6,452.4	7,026.9	7659.3	8425.3	9183.5
	增速		13.1%	8.9%	9.0%	10.0%	9.0%
	毛利率	30.2%	28.8%	30.7%	30.5%	29.5%	28.5%
其他业务	收入	226.5	344.0	453.3	544.0	652.8	783.3
	增速		51.9%	31.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	60.3%	44.5%	36.8%	35.0%	35.0%	35.0%
内部抵销	收入	-1,314.1	-1,520.7	-1,790.7	-2113.0	-2535.6	-3042.8
	增速		-15.7%	-17.8%	18.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	4.9%	-0.9%	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%
合计	收入	6356.2	7345.9	8186.6	9086.8	10108.2	11131.8
	增速		10.9%	15.6%	11.4%	11.0%	11.2%
	毛利率	37.4%	36.2%	37.5%	37.5%	37.4%	37.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 5.2 估值与评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.86 元、0.95 元、1.03 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 16 倍。剔除民营新经典和新股中信出版之后，行业平均估值水平为 12 倍。基于 1) 公司在四川省教材教辅业务领域拥有绝对的优势，“二胎时代”的到来将带动学生人数的增加；2) 公司爆款图书持续发力，互联网销售稳步上升。给予公司 2019 年 14 倍 PE，目标价 12.04 元，维持“增持”评级。

**表 3：可比出版公司估值情况**

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601098.SH	中南传媒	11.70	0.76	0.82	0.91	15.48	14.29	12.92
603096.SH	新经典	56.51	2.11	2.51	2.96	26.83	22.47	19.07
000719.SZ	中原传媒	6.77	0.78	0.86	0.92	8.65	7.88	7.37
601019.SH	山东出版	6.85	0.77	0.85	0.91	8.85	8.10	7.51
300788.SZ	中信出版	38.59	1.29	1.56	1.87	30.00	24.72	20.66

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600229.SH	城市传媒	6.74	0.56	0.62	0.70	12.13	10.80	9.63
601928.SH	凤凰传媒	8.08	0.61	0.69	0.76	13.19	11.67	10.57
均值						16.45	14.28	12.53

数据来源: wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

**原材料纸价和油墨、板材等耗材价格上涨风险。**尽管目前价格相比于 2017 年来说, 处于较为稳定的环境中, 但也不能排除大幅提升可能导致公司的出版发行业务、印刷业务经营成本继续上升, 现金流压力继续加大, 影响公司的利润水平和现金流。

**新业务拓展成效或不及预期风险。**尽管公司在朝教育信息化转型过程中已经有了一定的成效, 但也不能排除公司在探索运用新兴技术推动出版与科技融合的过程中, 存在收益不及预期的风险。

**参股公司发展乏力风险。**尽管公司参股的“澜起科技”近日已经成功科创板上市, 且股价持续走高, 但也不能排除未来表现不佳对公司股价的影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8186.58	9086.78	10108.23	11131.78	净利润	926.72	1064.45	1173.85	1274.16
营业成本	5115.03	5682.47	6332.09	7008.44	折旧与摊销	124.17	150.09	150.09	150.09
营业税金及附加	36.98	43.71	48.15	52.74	财务费用	-24.41	-44.23	-49.39	-74.03
销售费用	1010.67	1112.92	1242.97	1366.11	资产减值损失	57.35	45.76	51.77	55.56
管理费用	1115.34	1266.93	1398.61	1544.18	经营营运资本变动	1202.85	-202.60	28.70	88.44
财务费用	-24.41	-44.23	-49.39	-74.03	其他	-1293.23	-148.39	-321.04	-74.75
资产减值损失	57.35	45.76	51.77	55.56	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>993.45</b>	<b>865.07</b>	<b>1033.97</b>	<b>1419.46</b>
投资收益	126.88	116.55	122.38	128.50	资本支出	-5.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-38.18	-19.09	-22.27	-23.86	其他	130.84	97.46	100.11	104.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>125.50</b>	<b>97.46</b>	<b>100.11</b>	<b>104.64</b>
<b>营业利润</b>	<b>930.85</b>	<b>1076.68</b>	<b>1184.14</b>	<b>1283.43</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.93	-16.69	-17.21	-17.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>915.92</b>	<b>1059.99</b>	<b>1166.93</b>	<b>1266.14</b>	股权融资	-0.06	0.00	0.00	0.00
所得税	-10.80	-4.45	-6.92	-8.01	支付股利	-370.15	-186.44	-212.89	-234.77
净利润	926.72	1064.45	1173.85	1274.16	其他	2.39	-977.28	49.39	74.03
少数股东损益	-5.47	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-367.82</b>	<b>-1163.71</b>	<b>-163.50</b>	<b>-160.74</b>
归属母公司股东净利润	932.18	1064.45	1173.85	1274.16	<b>现金流量净额</b>	<b>751.13</b>	<b>-201.18</b>	<b>970.58</b>	<b>1363.36</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2608.61	2407.43	3378.01	4741.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1787.19	1815.10	2077.77	2291.72	销售收入增长率	11.44%	11.00%	11.24%	10.13%
存货	1921.54	2159.45	2595.05	2787.01	营业利润增长率	-1.15%	15.67%	9.98%	8.38%
其他流动资产	1333.63	1341.46	1350.34	1359.25	净利润增长率	1.12%	14.86%	10.28%	8.55%
长期股权投资	374.13	374.13	374.13	374.13	EBITDA 增长率	-1.49%	14.74%	8.65%	5.81%
投资性房地产	53.92	53.92	53.92	53.92	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1955.82	1857.63	1759.44	1661.25	毛利率	37.52%	37.46%	37.36%	37.04%
无形资产和开发支出	882.85	833.06	783.27	733.48	三费率	25.67%	25.70%	25.64%	25.48%
其他非流动资产	2370.00	2367.90	2365.79	2363.69	净利率	11.32%	11.71%	11.61%	11.45%
<b>资产总计</b>	<b>13287.71</b>	<b>13210.08</b>	<b>14737.73</b>	<b>16365.81</b>	ROE	11.02%	12.88%	12.73%	12.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.97%	8.06%	7.96%	7.79%
应付和预收款项	4006.74	4363.15	4874.74	5406.05	ROIC	29.49%	39.10%	41.15%	44.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.59%	13.01%	12.71%	12.21%
其他负债	874.95	584.40	639.50	696.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4881.68</b>	<b>4947.55</b>	<b>5514.24</b>	<b>6102.93</b>	总资产周转率	0.64	0.69	0.72	0.72
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	6.35	7.36	8.89	10.72
资本公积	2572.52	2572.52	2572.52	2572.52	应收账款周转率	5.66	5.63	5.83	5.71
留存收益	3652.69	4530.70	5491.66	6531.05	存货周转率	2.54	2.57	2.57	2.56
归属母公司股东权益	8480.56	8337.06	9298.03	10337.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.96%	—	—	—
少数股东权益	-74.53	-74.53	-74.53	-74.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8406.03</b>	<b>8262.53</b>	<b>9223.49</b>	<b>10262.88</b>	资产负债率	36.74%	37.45%	37.42%	37.29%
负债和股东权益合计	13287.71	13210.08	14737.73	16365.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.60	1.59	1.74	1.86
					速动比率	1.20	1.15	1.26	1.40
					股利支付率	39.71%	17.51%	18.14%	18.43%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.76	0.86	0.95	1.03
					每股净资产	6.87	6.76	7.54	8.38
					每股经营现金	0.81	0.70	0.84	1.15
					每股股利	0.30	0.15	0.17	0.19
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1030.61	1182.54	1284.84	1359.49					
PE	13.70	12.00	10.88	10.02					
PB	1.51	1.53	1.37	1.24					
PS	1.56	1.41	1.26	1.15					
EV/EBITDA	6.20	5.57	4.37	3.13					
股息率	2.90%	1.46%	1.67%	1.84%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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