

少儿图书带动高速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2019年公司实现营业收入88.4亿, 同比增长8%; 实现归母净利润11.4亿, 同比增长22%; 扣非以后实现净利润10.5亿, 同比增长21%, 公司整体保持健康且相对高速的增长。
- **稳定的发行构建公司业绩底座。** 2019年, 公司在发行业务上实现营业收入74.7亿, 较2018年70.3亿的水平继续保持稳步提高; 毛利率30.7%, 和2018年的水平几乎持平。发行作为公司的基本业务, 教材教辅为主的商业模式使得这一块业务具备很强的刚性属性, 在经济波动的大背景下, 发行业务成为公司利润和现金流的稳定基石。基于发行业务的稳定特性, 虽然2020年全球局势和疫情给市场带来了一定的不确定性, 但是我们预计新华文轩的发行业务会保持稳健的发展态势。
- **少儿图书成为整个公司业绩亮点。** 2019年, 公司出版业务实现营业收入26亿, 同比增长约4%; 其中, 教材教辅实现营业收入13.7亿, 同比增长1.46%; 一般图书实现营业收入8.9亿, 同比增长约13%。公司出版业务这些年来欣欣向荣, 从签约作者领域来看, 除了和包括余秋雨等传统文学大家签约以外, 和新生代的包括唐家三少等也有签约; 从合作领域来看, 和美国企鹅兰登、尼克儿童频道、英国DK公司等均有合作, 是包括复仇者联盟、汪汪队等顶级IP在中国的主要合作出版机构之一; 在自有IP上, 公司旗下少儿社顶级IP米小圈多次荣登各种畅销榜单, 累计销售超过8000万册; 根据开卷数据的统计2019年, 新华文轩的大众图书市场占有率全国排名第7, 较2018年13名的水平有显著提高。我们认为, 相比于发行业务, 公司出版业务的弹性更大, 考虑到公司国有企业市场化管理的持续深化, 未来将继续带动公司业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计, 2020-2022年新华文轩的EPS分别为1.03元、1.14元、1.21元, 对应的PE为10倍、9倍、9倍。考虑到公司稳健的属性和潜在的成长弹性、以及未来或有的全新IP带来的出版业务增长, 以及较低的估值水平, 我们维持对新华文轩“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 纸张价格大幅度波动的风险、出版政策出现改变的风险、新出版的图书不及预期的风险。

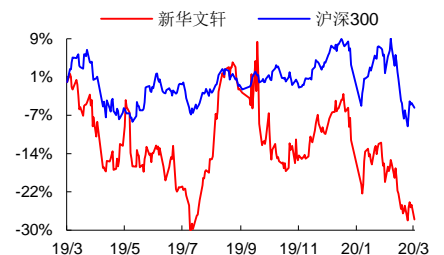
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8842.46	9807.21	10944.60	12214.64
增长率	8.01%	10.91%	11.60%	11.60%
归属母公司净利润(百万元)	1139.05	1265.80	1403.20	1498.20
增长率	22.19%	11.13%	10.85%	6.77%
每股收益EPS(元)	0.92	1.03	1.14	1.21
净资产收益率ROE	12.33%	13.54%	13.44%	12.89%
PE	11	10	9	9
PB	1.38	1.38	1.22	1.10

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)	12.34
流通A股(亿股)	7.92
52周内股价区间(元)	10.03-15.37
总市值(亿元)	127.46
总资产(亿元)	153.25
每股净资产(元)	7.46

相关研究

1. 新华文轩(601811): 攻守兼备、预期兑现 (2019-10-30)
2. 新华文轩(601811): 稳健+成长, 攻守兼备 (2019-08-30)
3. 新华文轩(601811): 顺势而动, 互联网+探索出版新局面 (2019-08-14)
4. 新华文轩(601811): 加快省外扩张和教育信息化业务扩张 (2019-04-02)

关键假设：

假设 1：发行业务未来因为政策和原材料的稳定，毛利率维持在 31%左右；

假设 2：出版业务未来因为一般图书的占比上升，毛利率将逐步上升至 37%；

假设 3：其他业务因为公司在互联网等领域的拓展，能维持在 25%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
出版	收入	2,601.0	2,809.0	3,089.9	3,398.9
	增速	4.16%	8.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.03%	35%	37%	37%
发行	收入	7,474.2	8,112.0	8,804.3	9,555.7
	增速	6.36%	6.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	30.76%	31%	31%	31%
其他	收入	584.41	730.5	913.1	1,141.4
	增速	28.93%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	32.97%	35%	35%	35%
抵消	收入	-1817.1	-1844.4	-1862.8	-1881.4
	增速	1.47%	1.50%	1.00%	1.00%
	毛利率	3.1%	1.0%	0.5%	0.0%
合计	收入	8,842.5	9,807.2	10,944.6	12,214.6
	增速	8.0%	10.9%	11.6%	11.6%
	毛利率	38.25%	38.09%	38.22%	37.82%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8842.46	9807.21	10944.60	12214.64	净利润	1124.67	1239.28	1382.25	1479.48
营业成本	5459.86	6072.09	6761.88	7595.59	折旧与摊销	137.20	96.85	96.85	96.85
营业税金及附加	43.27	46.76	52.64	58.58	财务费用	-32.98	-54.75	-58.23	-62.76
销售费用	1119.68	1231.48	1378.15	1536.64	资产减值损失	-60.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	1253.98	1396.86	1546.96	1725.37	经营营运资本变动	649.67	-525.32	157.08	181.67
财务费用	-32.98	-54.75	-58.23	-62.76	其他	-453.22	-43.65	-227.53	-110.33
资产减值损失	-60.92	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1364.41	712.41	1350.43	1584.90
投资收益	208.90	117.07	122.47	119.77	资本支出	25.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	37.98	12.59	21.06	18.23	其他	-118.14	255.27	143.52	138.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.05	255.27	143.52	138.00
营业利润	1179.39	1244.44	1406.71	1499.22	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-30.55	7.48	-5.20	-0.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1148.84	1251.92	1401.52	1498.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.17	12.64	19.26	18.77	支付股利	0.00	-227.81	-253.16	-280.64
净利润	1124.67	1239.28	1382.25	1479.48	其他	-454.15	-1018.43	58.23	62.76
少数股东损益	-14.38	-26.52	-20.95	-18.72	筹资活动现金流净额	-454.15	-1246.24	-194.93	-217.88
归属母公司股东净利润	1139.05	1265.80	1403.20	1498.20	现金流量净额	817.21	-278.56	1299.01	1505.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3512.10	3233.55	4532.56	6037.59	成长能力				
应收和预付款项	1925.90	2098.09	2360.24	2632.94	销售收入增长率	8.01%	10.91%	11.60%	11.60%
存货	2157.45	2313.36	2669.94	2971.70	营业利润增长率	26.70%	5.52%	13.04%	6.58%
其他流动资产	1489.75	1365.54	1375.46	1386.54	净利润增长率	21.36%	10.19%	11.54%	7.03%
长期股权投资	449.65	449.65	449.65	449.65	EBITDA 增长率	24.55%	0.23%	12.34%	6.09%
投资性房地产	68.65	68.65	68.65	68.65	获利能力				
固定资产和在建工程	1949.38	1889.86	1830.34	1770.82	毛利率	38.25%	38.09%	38.22%	37.82%
无形资产和开发支出	882.83	847.96	813.09	778.23	三费率	26.47%	26.24%	26.19%	26.19%
其他非流动资产	2888.79	2886.33	2883.86	2881.40	净利率	12.72%	12.64%	12.63%	12.11%
资产总计	15324.50	15152.99	16983.80	18977.52	ROE	12.33%	13.54%	13.44%	12.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.34%	8.18%	8.14%	7.80%
应付和预收款项	4796.98	5011.16	5653.49	6376.59	ROIC	51.31%	58.34%	60.11%	67.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.52%	13.12%	13.21%	12.55%
其他负债	1407.56	989.69	1049.08	1120.86	营运能力				
负债合计	6204.54	6000.85	6702.57	7497.45	总资产周转率	0.62	0.64	0.68	0.68
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	6.78	7.59	8.87	10.41
资本公积	2572.52	2572.52	2572.52	2572.52	应收账款周转率	5.24	5.35	5.40	5.38
留存收益	4421.59	5459.58	6609.62	7827.18	存货周转率	2.57	2.67	2.67	2.68
归属母公司股东权益	9207.25	9265.94	10415.98	11633.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.24%	—	—	—
少数股东权益	-87.28	-113.80	-134.75	-153.47	资本结构				
股东权益合计	9119.97	9152.14	10281.23	11480.07	资产负债率	40.49%	39.60%	39.46%	39.51%
负债和股东权益合计	15324.50	15152.99	16983.80	18977.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.58	1.63	1.75	1.85
					速动比率	1.21	1.21	1.33	1.43
					股利支付率	0.00%	18.00%	18.04%	18.73%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.03	1.14	1.21
					每股净资产	7.46	7.51	8.44	9.43
					每股经营现金	1.11	0.58	1.09	1.28
					每股股利	0.00	0.18	0.21	0.23
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1283.61	1286.54	1445.34	1533.31					
PE	11.19	10.07	9.08	8.51					
PB	1.38	1.38	1.22	1.10					
PS	1.44	1.30	1.16	1.04					
EV/EBITDA	3.88	4.01	2.67	1.54					
股息率	0.00%	1.79%	1.99%	2.20%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-10%与-20%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn