

信义山证 汇通天下

证券研究报告

传媒/出版发行

报告原因：业绩公告

2020 年 4 月 28 日

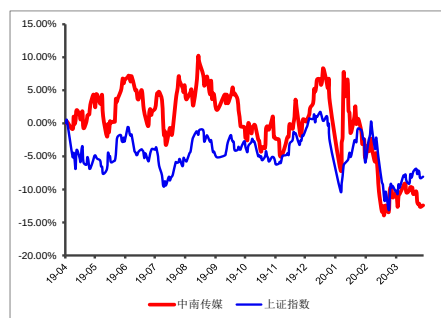
中南传媒（601098.SH）

教育出版业务回暖，发行业务稳健经营，业绩符合预期

增持

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 24 日

收盘价(元):	10.39
年内最高/最低(元):	13.57/10
流通 A 股/总股本(亿):	18/18
流通 A 股市值(亿):	187
总市值(亿):	187

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	0.11
摊薄每股收益:	0.11
每股净资产(元):	7.72
净资产收益率:	1.46%

分析师：徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

联系人：徐雪洁

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于 4 月 28 日发布 2019 年年报，报告期内公司实现营业收入 102.61 亿元，同比增长 7.16%；实现净利润 14.07 亿元，同比增长 2.65%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.2 元（含税）。

事件点评

➤ **Q4 业绩环比高增长，经营活动现金流情况良好。**1) 2019Q4 公司实现营业收入 38.87 亿元，YOY12.12%，QOQ93.45%，实现归母净利润 3.57 亿元，YOY-2.98%，QOQ43.34%。2) 报告期内公司发行与出版业务毛利率小幅提升，带动综合毛利率提升 1.28%至 40%；销售、管理、研发及财务费用率分别为 14.14%（+1.47%）、12.21%（-0.26%）、0.49%（-0.15%）、-1.16%（-0.03%），销售费用率受公司业务拓展，物流及宣传推广费用增加有所提升，尤其在 Q4 同比提升 2.49pct。3) 受益于报告期内公司销售回款情况较好，公司经营活动产生的现金流净额为 30.86 亿元，同比增长 143.27%；截至期末公司应收账款账面价值 12.89 亿元，较期初增加 0.89%。

➤ **教育出版回暖带动板块增长，大众图书占据细分头部。**1) 报告期内公司出版板块实现收入 28.03 亿元，同比增长 15.07%，毛利率 33.68%，同比上升 2.73%。2) 教育出版业务经调整后明显回暖，年内实现销量 4.89 亿册（+15.52%），销售码洋 47.5 亿元（+16.54%），为拉动出版业务增长主要驱动。目前公司教材教辅销售已覆盖全国 30 省市，20 年将以各省启动高中新教材选用为契机，力争湘版教材省外市场份额稳中有升。3) 一般图书出版方面，公司旗下出版社逐步形成各自特色品牌，利于在公司层面搭建多元化内容体系及在各细分领域竞争中取得头部优势；报告期内公司动销品种约 3.27 万种，实现销售量 0.42 亿册（+19.14%），销售码洋 15.11 亿元（+29.59%），在开卷全国图书零售市场的码洋占有率为 2.92%排名第四位，作文、科普、传记等品类排名全国第一，文学、心理自助排名第二《小孩》《长安十二时辰（上下册）》《断舍离》等畅销书销售过 20 万册。

➤ **教材教辅发行奠定业绩基础，渠道建设持续完善。**1) 报告期内公司发行板块实现收入 75.69 亿元，同比增长 8.23%，毛利率 29.61%，同比上升 0.58%。2) 公司教材教辅发行业务依旧稳健经营，年内销售量达 4.49 亿册（+9.21%），销售码洋 50.78 亿元（+8.99%），为公司奠定坚实业绩基础；一般图书发行销量 1.44 亿册（+2.37%），销售码洋 30.92 亿元（+5.22%），重点时政类图书发行量全国居前，其中《习近平新时代中国特色社会主义思想学习纲要》销售 337 万册，《新中国发展面对面》销售 35 万册。3) 渠道方面，线下新华书店推进校园阅读工程，新建校园直营网点 44 家，部分网点持续升级改造；借力书香地铁、书香机场等建设开展营销活动，带动图书销售破 12 亿；线上渠道积极拓展，上线运营 HX 新华书店线上服务平台，阅达教育、阅达书城新增注册会员 187 万，累计用户达 360 万，交易金额达 4.51 亿元；当当、京东等电商平台销售收入达 3.98 亿，淘宝天猫等旗舰店销售收入达 0.96 亿，占一般图书发行收入的 21.11%、5.07%，

合计收入同比增长 65.29%。

➤ **疫情影响 Q1 业绩同比减少，数字教育有望迎来发展机遇。**1) 受疫情影响，线下图书销售市场受到冲击，公司经营亦受到短期影响。20Q1 公司实现营业收入 15.36 亿元，同比减少 16.54%，实现归母净利润 2.02 亿元，同比减少 32.26%。2) 疫情期间中小学停课不停学带动数字教育需求提升，对培养用户习惯、加快教育内容的数字化转型具有一定推动作用。公司旗下天闻数媒已为全国 8000 多所学校开展各类数字教育产品服务，贝壳网建资源量级达到 85TB，增长 183%，注册用户增长 169 万至 396 万，中南迅智继续深耕考试服务以及 A 佳教育 app 等产品，注册用户达 350 万，澡雪新媒推出 K12 有声教育品牌“小鹿听课”初中核心素养音频课获市场热捧。2020 年公司计划将在公司层面整合各数字教育单位的优质应用和内容资源，发挥天闻数媒基础平台优势，形成公司统一完整的教育服务产品体系，打造自身品牌化优势。

投资建议：疫情期间中小学教材教辅品类消费再次显现刚性需求，教育出版及发行业务为公司构建起坚实业绩护城河，大众图书线上渠道占比提升有望持续推动一般图书业务销售增长。预计公司 2020-2022EPS 分别为 0.76/0.80/0.83，对应 4 月 27 日收盘价 10.39 元 PE 分别为 14/13/12 倍，维持增持评级。

存在风险：政策变动风险；知识产权受到盗版侵犯；竞争加剧导致版权价格上升。

表 1：中南传媒 2019 年盈利能力变化分析

单位：万元

	2018	2019	同比增长率
营业收入	957,557.62	1,026,085.89	7.16%
毛利率	38.72%	40.00%	1.28%
销售费用	121,297.37	145,080.19	19.61%
管理费用	119,483.94	125,336.26	4.90%
研发费用	6,157.35	5,016.09	-18.53%
财务费用	-10,801.78	-11,924.73	10.40%
投资净收益	7,082.49	10,193.31	43.92%
营业利润	141,934.95	145,360.44	2.41%
加：营业外收入	127.47	617.50	384.42%
减：营业外支出	1,480.21	2,166.41	46.36%
利润总额	140,582.21	143,811.53	2.30%
减：所得税	3,485.60	3,078.73	-11.67%
净利润	137,096.61	140,732.80	2.65%
减：少数股东损益	13,308.54	13,163.43	-1.09%
归属于母公司所有者的净利润	123,788.07	127,569.36	3.05%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：中南传媒 2019 年主营业务情况

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
发行	756,861.25	8.23%	29.61	0.58	52.54%	0.39
其中：教材教辅	441,542.80	7.22%	36.04	1.87	30.65%	-0.06
其中：一般图书	188,466.61	1.15%	25.91	-3.69	13.08%	-0.81
出版	280,334.45	15.07%	33.68	2.73	19.46%	1.29
其中：教材教辅	209,738.66	14.54%	33.08	3.81	14.56%	0.90
其中：一般图书	60,040.54	17.73%	37.33	-1.95	4.17%	0.36

物资	140,232.64	6.08%	4.03	-0.13	9.73%	-0.12
数字出版及媒体传播	106,589.43	1.12%	26.61	2.17	7.40%	-0.46
印刷业务	101,843.68	5.93%	14.35	2.59	7.07%	-0.10
金融服务	38,715.71	-8.98%	64.72	-3.49	2.69%	-0.48
其他业务	16,019.05	-26.08%	70.53	5.76	1.11%	-0.50
内部抵销	-414,510.30	8.14%	--	--	-28.77%	-0.19
营业收入	1,026,085.89	7.16%	40.00	1.28	100.00%	0.00

数据来源：wind，山西证券研究所

表 3：中南传媒 2019 年费用率变化情况

	2018	2019	YOY
销售费用率	12.67%	14.14%	1.47
管理费用率	12.48%	12.21%	-0.26
研发费用率	0.64%	0.49%	-0.15
财务费用率	-1.13%	-1.16%	-0.03

数据来源：wind，山西证券研究所

表 4：中南传媒单季度盈利变化分析

单位：万元

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	194,804.87	346,646.48	183,984.06	252,510.57	200,915.86	388,675.41	153,556.54
YOY	-3.63%	1.87%	12.36%	0.06%	3.14%	12.12%	-16.54%
QOQ	-22.81%	77.95%	-46.92%	37.25%	-20.43%	93.45%	-60.49%
毛利率	41.38%	33.83%	44.18%	41.45%	43.23%	35.41%	46.68%
YOY	0.03%	3.55%	-1.88%	2.82%	1.85%	1.58%	2.51%
QOQ	2.75%	-7.55%	10.35%	-2.73%	1.78%	-7.82%	11.27%
销售费用	25,942.99	41,187.56	25,759.40	33,563.35	29,913.95	55,843.49	26,409.38
YOY	-6.87%	22.87%	17.18%	4.28%	15.31%	35.58%	2.52%
QOQ	-19.39%	58.76%	-37.46%	30.30%	-10.87%	86.68%	-52.71%
管理（研发）费用	25,894.85	45,770.06	23,101.00	30,398.14	26,321.32	50,531.89	22,943.68
YOY	4.69%	12.38%	-0.09%	-1.48%	1.65%	10.40%	-0.68%
QOQ	-16.07%	76.75%	-49.53%	31.59%	-13.41%	91.98%	-54.60%
财务费用	-2,637.84	-2,634.76	-2,639.69	-3,211.77	-3,113.77	-2,959.49	-3,290.71
YOY	0.11%	-4.72%	-4.20%	15.79%	18.04%	12.32%	24.66%
QOQ	-4.90%	-0.12%	0.19%	21.67%	-3.05%	-4.95%	11.19%
投资净收益	3,229.49	2,314.89	1,972.99	2,414.54	1,594.94	4,210.84	1,203.53
YOY	36.69%	-1.90%	598.48%	92.29%	-50.61%	81.90%	-39.00%
QOQ	157.20%	-28.32%	-14.77%	22.38%	-33.94%	164.01%	-71.42%
营业利润	28,036.95	43,598.17	32,400.72	40,981.01	27,619.49	44,359.21	21,798.16
YOY	-14.22%	10.89%	9.44%	0.71%	-1.49%	1.75%	-32.72%
QOQ	-31.10%	55.50%	-25.68%	26.48%	-32.60%	60.61%	-50.86%
利润总额	27,848.93	42,548.03	32,410.33	41,028.26	27,620.55	42,752.39	21,736.32
YOY	-14.56%	9.61%	10.19%	0.63%	-0.82%	0.48%	-32.93%
QOQ	-31.70%	52.78%	-23.83%	26.59%	-32.68%	54.78%	-49.16%
减：所得税	983.44	1,019.00	410.44	866.74	651.25	1,150.30	97.53
净利润	26,865.49	41,529.03	31,999.89	40,161.52	26,969.29	41,602.09	21,638.79



YOY	-15.10%	9.25%	11.03%	0.70%	0.39%	0.18%	-32.38%
QOQ	-32.64%	54.58%	-22.95%	25.51%	-32.85%	54.26%	-47.99%
归属母公司净利润	23,362.59	36,839.70	29,826.21	37,063.58	24,936.28	35,743.30	20,205.55
YOY	-20.69%	9.80%	13.32%	-0.54%	6.74%	-2.98%	-32.26%
QOQ	-37.31%	57.69%	-19.04%	24.27%	-32.72%	43.34%	-43.47%

数据来源：wind，山西证券研究所

利润表

单位：百万元

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9576	10261	10738	11363	12084	货币资金	12341	13964	13979	15077	15961
营业成本	5868	6156	6465	6845	7294	应收和预付款项	1900	1750	1865	1960	2109
营业税金及附加	51	55	57	61	65	存货	1416	1472	1561	1650	1772
营业费用	1213	1451	1503	1591	1692	其他流动资产	1817	1215	1215	1215	1215
管理费用	1195	1253	1310	1386	1474	长期股权投资	71	88	111	136	162
研发费用	62	50	54	57	60	投资性房地产	165	154	154	154	154
财务费用	-108	-119	-121	-130	-139	固定资产和在建工程	1374	1367	1177	976	759
资产减值损失	175	176	187	197	214	无形资产和开发支出	681	1062	1062	1062	1062
其他收益	171	106	180	180	180	其他非流动资产	491	358	329	301	301
投资收益	71	102	103	105	107	资产总计	20260	21806	21453	22531	23494
营业利润	1419	1454	1566	1641	1710	短期借款	0	0	0	0	0
其他非经营损益	-14	-16	-15	-15	-15	应付和预收款项	3469	3784	3838	4154	4323
利润总额	1406	1438	1550	1626	1695	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	35	31	29	30	32	其他负债	2618	2753	2753	2753	2753
净利润	1371	1407	1521	1596	1663	负债合计	6086	7354	6590	6906	7076
少数股东损益	133	132	154	161	168	股本	1796	1796	1796	1796	1796
归属母公司股东净利润	1238	1275	1368	1434	1495	资本公积	4412	4420	4420	4420	4420
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	7268	7453	8026	8627	9253
经营性现金净流量	3086	1414	1728	1540	3086	归属母公司股东权益	13476	13670	14242	14843	15469
投资性现金净流量	-251	65	65	65	-251	少数股东权益	699	782	936	1097	1265
筹资性现金净流量	-1142	-666	-696	-722	-1142	股东权益合计	14174	14452	15178	15940	16734
现金流量净额	1693	813	1098	884	1693	负债和股东权益合计	20260	21806	21768	22846	23809

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

