

“出版+发行”双轮驱动，中报业绩稳中有进

投资要点

- **业绩总结：**新华文轩发布2021年中报，上半年实现收入46.62亿元，同比上升29.3%；实现归母净利润6.03亿元，相比于2020H1的5.8亿元，提升3.9%；扣非后净利润由2020H1的5.22亿元提高18.2%至2021H1的6.17亿元。总体而言，公司上半年业绩符合预期，收入与利润端迎来不同程度的反弹。
- **出版与发行业务双轮驱动，细分业务增长潜力隐现。**分业务来看，集团出版业务2021H1录得营收11.86亿元，相比于2020H1的7.56亿元增长24.9%，同时毛利率略微上升0.46pp。细分来看，教材及教辅与大众出版为出版业务两大核心收入来源，合计占出版总收入的87.2%；教材及教辅2021H1实现营收6.77亿元（含内销），同比提高13.1%，毛利率提升2.81pp，系控本增利取得较好成效；大众出版同比增长52.2%至3.57亿元，该板块逐渐走出疫情阴霾，后续有望持续回暖。
- **集团发行业务实现营收40.7亿元(+28.9%)，为公司第一大收入来源。**其中，教育服务业务持续发力，收入26.4亿元，同比增长18.4%，主要系教材教辅和课后延时服务、劳动与实践教育业务等新业务是增长驱动。2021H1，集团充分利用新高考改革和教育信息化2.0行动计划战略机遇，持续推进“优学优教”线上服务平台的优化和升级，共覆盖学校6244所，服务学生427万人；教育信息化业务同比高增196.2%至1亿元，增长潜力隐现。
- **拥抱互联网电商新时代，优化物流经营管理。**互联网销售2021年上半年收入10.5亿元，同比增长53%，主要系商品组织、销售组织及物流服务等能力的提升，包含第三方电商平台、公司官网、新媒体电商等全渠道拓展，各业态协同效应突出。2021H1，集团在天猫、京东等主要平台保持图书类销售TOP3的排名，头部地位依旧稳固；物流方面，集团助力供应链整体服务水平和盈利能力的提升，自有渠道出版物流转总码洋达到157亿元（+34%）。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计，公司2021-2023年归母净利润为13.13亿元、13.87亿元、15.2亿元，EPS分别为1.06元、1.12元、1.23元，对应的PE分别为8.1倍、7.6倍、7倍；考虑到公司主营发行业务毛利率将持续提升，大众出版、实体门店销售等主营业务已基本走出疫情阴霾，教育信息化贡献新增量，公司未来稳健增长值得期待，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场准入或行业监管的政策放宽，加剧市场竞争的风险。公司存在因规模扩大导致的管理风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9008.06	9852.89	10799.49	11690.51
增长率	1.87%	9.38%	9.61%	8.25%
归属母公司净利润（百万元）	1262.78	1312.55	1387.43	1520.08
增长率	10.86%	3.94%	5.71%	9.56%
每股收益EPS（元）	1.02	1.06	1.12	1.23
净资产收益率ROE	12.40%	12.85%	12.24%	12.09%
PE	8.4	8.1	7.6	7.0
PB	1.04	1.04	0.94	0.84

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)	8.15-11.81
总市值(亿元)	107.22
总资产(亿元)	172.06
每股净资产(元)	8.52

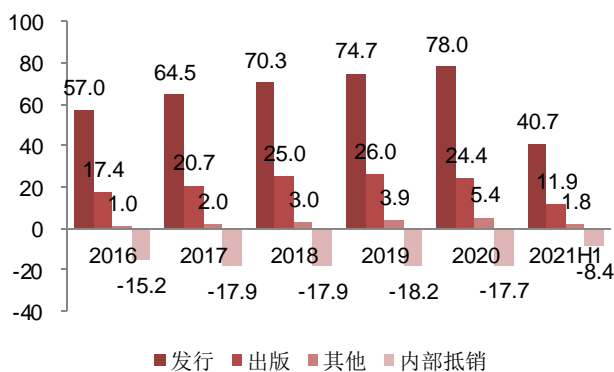
相关研究

1. 新华文轩（601811）：逆境中严控成本，持续发力教辅教材业务（2020-08-26）

主营业务结构：公司主营业务包括发行业务、出版业务、其他业务。其中，**出版业务**包括图书、报刊、音像制品及数字产品等出版物的出版，印刷服务及物资供应；**发行业务**包括向学校及师生发行教材教辅，提供中小学教育信息化及教育装备服务，出版物零售、分销及互联网销售业务等。

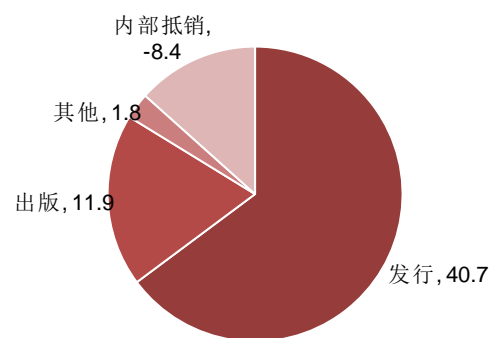
2020 年，公司发行业务收入 78 亿，同比增长 4.34%，主要得益于公司线上线下渠道体系的完善，以及商品品种经营、销售组织及物流服务等能力的提升；受新冠肺炎疫情影响，自有出版图书的编、印、发各环节都受到较大影响，出版业务收入同比减少 6.26%至 24.4 亿；其他业务收入 4.0 亿元，同比上升 4.0%；2021H1，发行业务收入 40.7 亿，同比增长 28.94%，实现稳定增长；出版业务收入 11.9 亿元（+24.86%）。

图 1：2019-2021H1 主营业务营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2021H1 各分部收入情况（亿元）

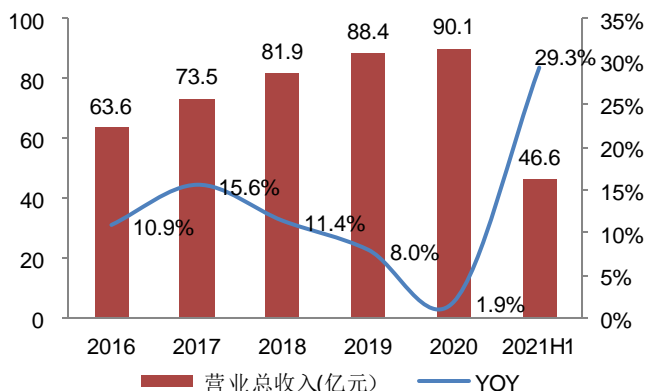


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：2016-2020 年，公司营收 CAGR 为 7.2%，增速趋缓，由 2016 年的 10.9%下降至 2020 年的 1.9%。2020 年录得营收 63.6 亿元，同比增长 1.9%。2021H1，随着国内新冠疫情逐步得到控制，经济持续稳定回暖，图书文化消费需求逐步复苏反弹，公司实现营收 46.6 亿元，同比增长 29.3%，业绩出现反弹。

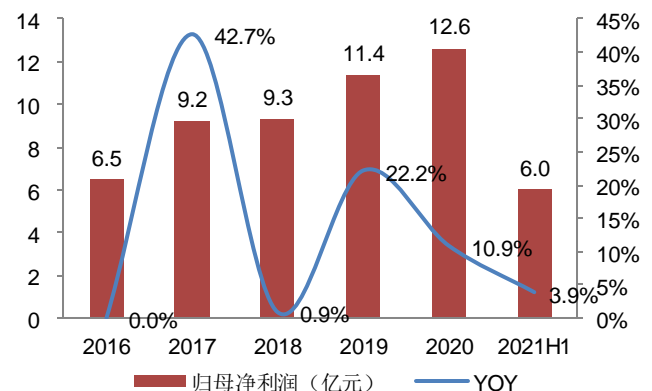
2016-2019 年，公司归母净利润保持正向增长，由 2016 年的 6.5 亿元增长至 2019 年的 11.4 亿元，增速波动略大；2020 年，实现归母净利润 12.6 亿元，同比增长 10.9%，主要系教育服务业务收入增长带来的毛利增加，以及投资的中信并购等基金持有的项目本年度公允价值变动带来的收益增加；2021H1，公司实现归母净利润 6 亿，同比稳中有升，增长 3.9%。

图 3：公司 2016 年以来营收与增速（更新至 2021H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年以来归母净利润变动（更新至 2021H1）

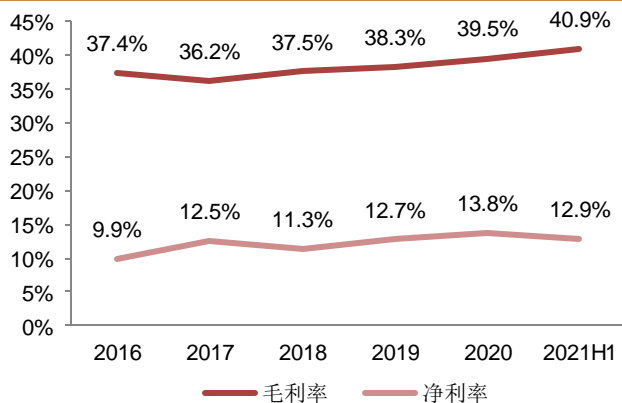


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率、费用率相对稳定。2016-2020 年，公司毛利率始终保持在 36%-40%，2020 年毛利率略微上升至 39.5%，较 2016 年增长 2.1pp；净利率由 2016 年的 9.9% 升高至 2020 年的 13.8%，增长较为平稳；2021H1，公司加强成本控制，毛利率略微上升至 40.9%；净利率小幅滑落至 12.9%。

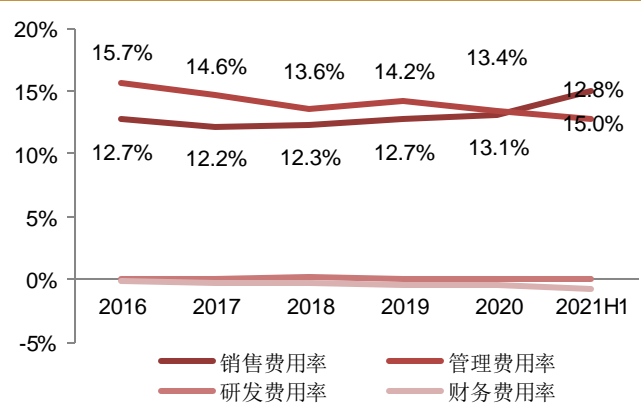
费用率方面，2016-2020 年，公司总费用率稳中有降，由 2016 年的 28.3% 下降至 2020 年的 26%，下降 2.3pp；2020 年，各项费用率保持相对稳定：因销售人员人力成本、物流费用等有所增加，销售费用率小幅上升至 13.1%；管理费用率略微下降至 13.4%，主要系国家社保减免政策，为员工缴纳的劳动保险费支出减少；2021H1，因收入增长所带动的人力成本、物流、促销等相关费用的增加，销售费用率略升至 15%；管理费用率下降至 12.8%，研发费用率和财务费用率基本维持不变。

图 5：公司 2016 年以来毛利率变动情况（更新至 2021H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来四费率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设

假设 1：预计未来三年公司大众出版业务持续发力，带动出版业务整体取得良好增长，2021-2023 年增速为 10%/8%/6%，毛利率维持在 38%；

假设 2：教育信息化业务逐渐成熟，为发行业务贡献新增量，预计 2021-2023 年增速为 4.3%/8%/6%，毛利率未来三年分别为 33%/34%/35%；

假设 3：其他业务疫情结束后预计重回高速增长正轨，收入 21-23 年增速分别为 32%/30%/28%，毛利率基本恢复至 2019 年正常水平。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	9008.1	9852.9	10799.5	11690.5
YOY	1.87%	9.38%	9.61%	8.25%
营业成本	5453.7	6002.7	6559.0	7074.0
毛利率	39.46%	39.08%	39.27%	39.49%
出版				

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	2438.20	2682.02	2896.58	3070.38
YOY	-6.26%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	36.35%	38.0%	38.0%	38.0%
发行				
收入	7,798.5	8422.38	9011.95	9552.66
YOY	49.3%	4.3%	8.0%	7.0%
毛利率	31.97%	33.00%	34.00%	35.00%
其他				
收入	54.36	404.9	534.47	694.81
YOY	4.0%	32.0%	30.0%	28.0%
毛利率	10.42%	13.00%	13.50%	14.00%
内部抵销数				
收入	-1768.3	-1785.98	-1803.84	-1821.88
YOY	-2.7%	1%	1%	1%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

公司为全国出版业务龙头之一，经营多种出版品类。此处选取出版板块中的凤凰传媒、中信出版、中南传媒作为参考对象，三家公司 2021-2023 年平均 PE 为 12 倍、11 倍、10 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
601928.SH	凤凰传媒	6.67	0.63	0.83	0.68	0.75	10	8	10	9
300788.SZ	中信出版	32.89	1.48	1.8	2.13	2.48	29	18	15	13
601098.SH	中南传媒	8.24	0.8	0.86	0.93	1.03	12	10	9	8
平均值							17	12	11	10

数据来源：Wind, 西南证券整理（Wind 一致性预测日期为 8 月 26 日）

我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润为 13.13 亿元、13.87 亿元、15.2 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.12 元、1.23 元，对应的 PE 分别为 8.1 倍、7.6 倍、7 倍；考虑到公司主营发行业务毛利率将持续提升，大众出版、实体门店销售等主营业务已基本走出疫情阴霾，教育信息化贡献新增量，公司未来稳健增长值得期待，维持“买入”评级。

风险提示

市场准入或行业监管的政策放宽，加剧市场竞争的风险。公司存在因规模扩大导致的管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9008.06	9852.89	10799.49	11690.51	净利润	1242.99	1291.98	1365.69	1496.27
营业成本	5453.69	6002.71	6558.97	7074.05	折旧与摊销	137.31	437.76	444.88	452.01
营业税金及附加	49.19	49.93	55.03	60.09	财务费用	-45.82	9.52	10.67	11.39
销售费用	1184.33	1182.35	1351.16	1496.39	资产减值损失	-68.59	-60.00	-60.00	-60.00
管理费用	1204.85	1358.44	1482.35	1603.91	经营营运资本变动	917.71	-805.64	244.89	160.24
财务费用	-45.82	9.52	10.67	11.39	其他	-364.79	-170.05	-137.13	-169.48
资产减值损失	-68.59	-60.00	-60.00	-60.00	经营活动现金流净额	1818.81	703.57	1869.00	1890.42
投资收益	169.64	128.12	115.23	145.15	资本支出	-168.25	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	101.63	80.41	87.48	85.13	其他	1200.18	292.00	105.15	149.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1031.93	202.00	15.15	59.78
营业利润	1309.06	1358.47	1434.03	1564.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-57.89	-51.63	-54.89	-53.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1251.17	1306.84	1379.15	1511.83	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.17	14.85	13.45	15.56	支付股利	-370.15	-252.56	-262.51	-277.49
净利润	1242.99	1291.98	1365.69	1496.27	其他	-133.65	-1117.45	0.83	0.61
少数股东损益	-19.78	-20.56	-21.74	-23.81	筹资活动现金流净额	-503.80	-1370.01	-261.68	-276.87
归属母公司股东净利润	1262.78	1312.55	1387.43	1520.08	现金流量净额	2346.93	-464.43	1622.48	1673.32
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5785.97	5321.54	6944.02	8617.34	成长能力				
应收和预付款项	1772.42	2042.99	2222.32	2392.89	销售收入增长率	1.87%	9.38%	9.61%	8.25%
存货	2130.62	2363.43	2611.17	2831.32	营业利润增长率	10.99%	3.77%	5.56%	9.13%
其他流动资产	280.74	96.64	106.09	114.72	净利润增长率	10.52%	3.94%	5.71%	9.56%
长期股权投资	717.89	717.89	717.89	717.89	EBITDA 增长率	9.11%	28.93%	4.64%	7.34%
投资性房地产	86.10	86.10	86.10	86.10	获利能力				
固定资产和在建工程	2046.94	1720.11	1393.28	1066.44	毛利率	39.46%	39.08%	39.27%	39.49%
无形资产和开发支出	875.26	855.55	828.72	794.76	三费率	26.01%	25.88%	26.34%	26.62%
其他非流动资产	3272.89	3369.92	3466.26	3545.54	净利率	13.80%	13.11%	12.65%	12.80%
资产总计	16968.84	16574.17	18375.85	20167.01	ROE	12.40%	12.85%	12.24%	12.09%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.33%	7.80%	7.43%	7.42%
应付和预收款项	5132.86	5366.71	5950.35	6426.96	ROIC	89.90%	106.46%	111.22%	194.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.55%	18.33%	17.50%	17.35%
其他负债	1807.83	1156.16	1271.00	1366.78	营运能力				
负债合计	6940.69	6522.86	7221.35	7793.74	总资产周转率	0.56	0.59	0.62	0.61
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	5.41	5.38	7.33	10.46
资本公积	2572.52	2572.52	2572.52	2572.52	应收账款周转率	5.38	5.74	5.61	5.62
留存收益	5314.21	6374.20	7499.12	8741.72	存货周转率	2.30	2.42	2.42	2.40
归属母公司股东权益	10136.84	10180.57	11305.49	12548.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.45%	—	—	—
少数股东权益	-108.69	-129.26	-150.99	-174.81	资本结构				
股东权益合计	10028.15	10051.31	11154.50	12373.28	资产负债率	40.90%	39.36%	39.30%	38.65%
负债和股东权益合计	16968.84	16574.17	18375.85	20167.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.53	1.62	1.76	1.90
					速动比率	1.20	1.23	1.37	1.52
					股利支付率	29.31%	19.24%	18.92%	18.25%
					每股指标				
					每股收益	1.02	1.06	1.12	1.23
					每股净资产	8.22	8.25	9.16	10.17
					每股经营现金	1.47	0.57	1.51	1.53
					每股股利	0.30	0.20	0.21	0.22
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1400.55	1805.75	1889.58	2028.36					
PE	8.38	8.07	7.63	6.96					
PB	1.04	1.04	0.94	0.84					
PS	1.18	1.07	0.98	0.91					
EV/EBITDA	0.98	0.91	-0.04	-0.90					
股息率	3.50%	2.39%	2.48%	2.62%					

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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn