

山东出版（601019.SH）/传媒

证券研究报告/公司深度报告

2023年8月2日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：8.76元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,891	11,215	12,440	13,875	15,182
增长率 yoy%	12%	3%	11%	12%	9%
净利润（百万元）	1,533	1,680	1,881	2,113	2,342
增长率 yoy%	9%	10%	12%	12%	11%
每股收益（元）	0.73	0.81	0.90	1.01	1.12
每股现金流量	1.23	1.03	0.90	1.21	1.28
净资产收益率	12%	13%	13%	13%	13%
P/E	11.9	10.9	9.7	8.6	7.8
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

备注：股价取自 2023 年 08 月 02 日收盘

基本状况

总股本(百万股)	2,087
流通股本(百万股)	2,087
市价(元)	8.76
市值(百万元)	18,281
流通市值(百万元)	18,281

股价与行业-市场走势对比

相关报告
报告摘要

■ **公司概况：出版发行龙头，延伸培育新业态。**山东出版是国内头部出版公司之一，主要从事出版、发行等业务，逐步融合移动媒体、数字出版等新兴业态，延伸开拓研学文旅、智慧教育等领域，形成了产业链完整并不断延伸发展的产业格局。2018-2022年，公司营收由 93.5 亿元增至 112.2 亿元，CAGR 达 4.6%，营收增速稳健；公司拥有充沛现金流+高分红强防御属性，2022 年，公司账上现金达 98.3 亿元，分红比例高达 48.4%，共同助力公司稳中向上。

■ **行业分析：新书出版效率持续提升，量价齐增驱动零售市场增长。**出版行业整体竞争格局为国有出版集团为主、民营为辅，格局稳定。供给端，新书出版效率逐步提升，利于打造内容良性竞争业态。需求端，量价齐增驱动零售市场规模增长，2021 年图书零售市场规模达 1,285.1 亿元，4 年 CAGR 达 10.9%。渠道方面，线上线下渠道降幅收窄，市场景气度有望回暖。此外，政策端对教育数字化、研学等教育新业态支持力度充足，出版行业有望凭借内容、资金优势加快转型升级，构建教育出版融合发展体系。

■ **商业模式与核心竞争力：围绕图书主业，向融合创新领域进发，拓展多元化变现渠道。**公司商业模式主要由出版发行主业和教育数字化、研学文旅等创新业务构成。

➤ **（1）出版发行主业：教材教辅表现稳健，一般图书畅销种类丰富。**2018-2022 年，公司出版业务营收由 25.0 亿元增至 33.0 亿元，CAGR 达 7.1%；发行业务营收由 66.5 亿元增至 84.7 亿元，CAGR 达 6.2%，在疫情冲击与经济承压背景下依然稳中有进。一方面，山东省 K12 在校学生人口基数庞大，且在校学生数维持正向净流入，为教材教辅营收增长提供有力支撑。另一方面，公司旗下明天社少儿类图书优势明显，“笑猫日记”系列销售码洋累计超 13 亿元，且在少儿绘本、少儿科普等红利垂类赛道深度布局，有望持续提升少儿图书市场份额。此外，公司还通过线下书店转型、拓展新媒体平台等多元化渠道，提升渠道发行力。

➤ **（2）创新业务：全方位拓展新业务增长点，赋能主业协同发展。**政策扶持力度和地方经费投入持续增加，助力教育新业态发展。教育数字化方面，公司智慧教辅产品“小荷评测”深度绑定学生、教师、家长三方，实现教学流程闭环，提升教学效率。研学方面，公司通过打造云上研学、研学营地、爱书客研学“三位一体”，实现研学全方位、全年龄段覆盖，赋能主业协同发展。

■ **可比分析：省属人口优势明显，教育数字化布局领先。**近年来，各省出生人口呈下降趋势且人口净流入多为逆向，而山东省 2022 年出生人口仍高达 68.2 万，且无明显人口流出迹象，省属人口优势不减，公司教育服务基本盘及长期动能稳定。其次，公司通过全产业链覆盖有效控制成本，公司毛利率、净利率均高于行业平均水平，2022 年毛利率及净利率分别为 38.9%与 14.9%。此外，公司加大研发创新力度，在教育数字化赛道上布局较为领先，2C 端知识付费场景可期。

■ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计山东出版 2023-2025 年收入分别为

124.40/138.75/151.82 亿元，分别同比增长 10.93%/11.53%/9.42%。2023-2025 年归母净利润分别为 18.81/21.13/23.42 亿元，分别同比增长 11.92%/12.37%/10.82%，对应 PE 估值分别 9.7x/8.6x/7.8x。参考同业可比公司 PE，其具备较高布局性价比，同时考虑到公司教育数字化布局领先有望带来业绩新增量，以及研学营地投入运营后有望持续贡献营收利润，建议持续关注，首次覆盖，给予买入评级。

- **风险提示：**文化监管端的政策风险；学生人数增长不及预期风险；短视频直播电商图书折扣力度加大；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

内容目录

公司概况：出版发行龙头，延伸培育新业态	- 6 -
历史沿革及股权结构.....	- 6 -
教材教辅及一般图书持续贡献收入.....	- 7 -
财务分析：充沛现金流+高分红助力公司稳中向上	- 8 -
出版发行主业稳健，盈利能力持续向上.....	- 8 -
资本结构健康，分红趋势稳中有升.....	- 9 -
行业分析：图书出版发行格局稳定，教育业态受政策催化明显	- 11 -
图书出版发行：竞争格局稳定，量价齐增驱动零售市场增长.....	- 11 -
教育数字化和研学：政策支撑推动下快速发展.....	- 15 -
经营分析：巩固出版发行主业优势，积极拓展教育新业态	- 18 -
出版发行主业：教材教辅表现稳健，一般图书畅销种类丰富.....	- 19 -
教育新业态：积极布局教育数字化赛道，全面推进研学业务.....	- 25 -
可比分析：人口优势依然明显，教育数字化布局领先	- 27 -
人口基本盘优势显著.....	- 27 -
领跑教育数字化赛道.....	- 30 -
盈利预测与估值	- 31 -
盈利预测.....	- 31 -
风险提示	- 34 -
文化监管端的政策风险.....	- 34 -
学生人数增长不及预期风险.....	- 34 -
短视频直播电商图书折扣力度加大.....	- 34 -
研报使用的信息数据更新不及时的风险.....	- 34 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权架构 (截至 2023Q1)	7
图表 3: 2022 年公司营收按业务拆分 (亿元)	8
图表 4: 2018-2022 年公司营收按产品拆分 (亿元)	8
图表 5: 2018-2023Q1 公司营收收入及增速 (亿元)	8
图表 6: 2018-2022 年公司营收按业务拆分 (亿元)	8
图表 7: 2018-2023Q1 公司毛利率情况 (%)	9
图表 8: 2018-2022 年公司毛利构成 (亿元)	9
图表 9: 2018-2023Q1 公司归母净利率情况 (%)	9
图表 10: 2018-2023Q1 公司费用率情况 (%)	9
图表 11: 2018-2023Q1 公司资产负债率 (%)	10
图表 12: 2018-2023Q1 公司存货周转率及应收账款周转率 (次)	10
图表 13: 2018-2023Q1 公司经营活动现金流量净额 (亿元)	10
图表 14: 2018-2023Q1 公司账上现金 (亿元)	10
图表 15: 2018-2022 年公司分红情况 (%)	10
图表 16: 2018-2022 年公司商誉占净资产比重 (%)	10
图表 17: 出版行业产业链.....	11
图表 18: 出版行业竞争格局情况	12
图表 19: 2018-2022 年全国图书零售市场新老书品种数及出版效率情况 (种)	13
图表 20: 2017-2021 年全国图书零售金额及增速 (亿元)	13
图表 21: 2017-2021 年全国图书零售数量及单价 (亿册, 元)	13
图表 22: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)	14
图表 23: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)	14
图表 24: 2018-2022 年全国图书零售市场分渠道码洋规模 (亿元)	14
图表 25: 2021-2023 年 5 月实体书店渠道指数变化情况	14
图表 26: 2021-2023 年 5 月网店渠道指数变化情况	14
图表 27: 2022 年图书零售市场细分渠道码洋占比及增速 (%)	15
图表 28: 2022-2023Q1 原创新书分渠道折扣情况 (%)	15
图表 29: 教育数字化相关政策梳理.....	15
图表 30: 教育数字化要素框架.....	16
图表 31: 研学相关政策梳理	17
图表 32: 2017-2026E 研学市场规模 (亿元)	17
图表 33: 公司商业模式示意图.....	19

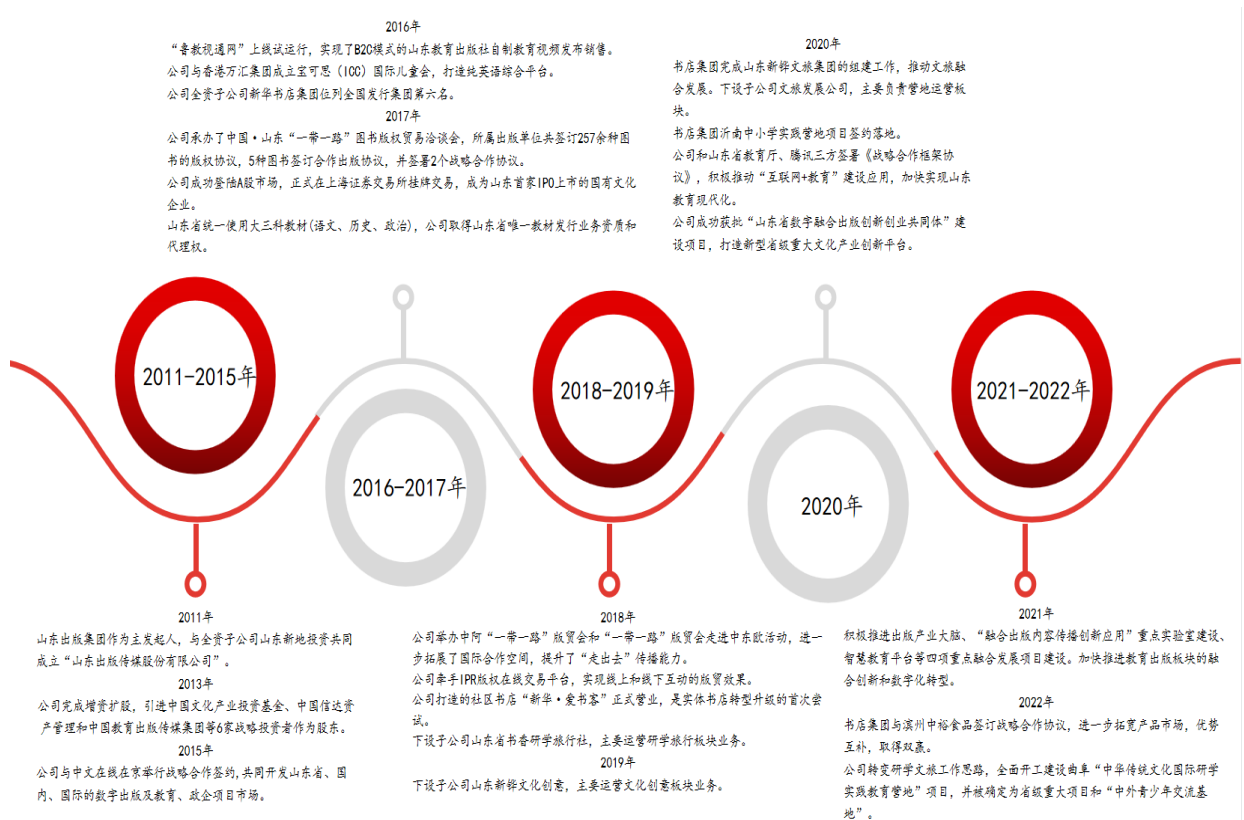
图表 34: 公司旗下出版社.....	- 19 -
图表 35: 2018-2022 年公司出版业务收入及增速 (亿元)	- 20 -
图表 36: 2018-2022 年公司发行业务收入及增速 (亿元)	- 20 -
图表 37: 2018-2022 年公司出版业务收入拆分 (亿元)	- 21 -
图表 38: 2018-2022 年公司发行业务收入拆分 (亿元)	- 21 -
图表 39: 2005-2022 年山东省出生人口及 2023 年对应的入学阶段 (万人)	- 21 -
图表 40: 2017-2021 年山东省 K12 在校学生结构及增速 (万人)	- 22 -
图表 41: 2018-2022 年山东省人均可支配收入及增速 (元)	- 22 -
图表 42: 2018-2022 年公司教材教辅收入及增速 (亿元)	- 22 -
图表 43: 2018-2022 年公司教材教辅毛利及其占比 (亿元)	- 22 -
图表 44: 2018-2022 年公司教材教辅码洋及增速 (亿元)	- 23 -
图表 45: 2018-2022 年公司教材教辅销量及增速 (亿册)	- 23 -
图表 46: 2018-2022 年公司一般图书收入及增速 (亿元)	- 23 -
图表 47: 2018-2022 年公司一般图书码洋及增速 (亿元)	- 24 -
图表 48: 2018-2022 年公司一般图书销量及增速 (亿册)	- 24 -
图表 49: 公司一般图书产品矩阵	- 24 -
图表 50: 公司销售渠道示意图.....	- 25 -
图表 51: 山东省教育经费投入情况 (亿元)	- 25 -
图表 52: 山东省 K12 教育生均一般公共预算教育经费情况 (元)	- 25 -
图表 53: 公司智能化教辅产品小荷评测.....	- 26 -
图表 54: 小荷评测智能分析评估示意图.....	- 26 -
图表 55: 公司研学布局动态整理	- 27 -
图表 56: 公司研学业务布局	- 27 -
图表 57: 全国代表省份出生人口情况 (万人)	- 28 -
图表 58: 全国代表省份人口净流入情况 (万人)	- 28 -
图表 59: 可比公司毛利率对比 (%)	- 28 -
图表 60: 公司与各可比公司净利率对比 (%)	- 29 -
图表 61: 公司与可比公司销售费用率对比 (%)	- 29 -
图表 62: 公司与可比公司管理费用率对比 (%)	- 29 -
图表 63: 公司与各可比公司研发费用率对比 (%)	- 30 -
图表 64: 可比公司教育数字化布局情况.....	- 30 -
图表 65: 公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)	- 33 -
图表 66: 可比公司估值.....	- 34 -

公司概况：出版发行龙头，延伸培育新业态

历史沿革及股权结构

- 立足出版发行主业，培育新兴业态。**山东出版是国内头部出版公司之一，主要从事出版、发行、印刷、物资贸易等业务，逐步融合移动媒体、互联网媒体、数字出版、信息技术等新兴业态，延伸开拓研学文旅、智慧教育等领域，形成了产业链完整并不断延伸发展的产业格局。
- 2011年，山东出版集团作为主发起人成立“山东出版传媒股份有限公司”。**2013年，公司完成增资扩股，引进6家战略投资者作为股东。2015年，公司与中文在线签约战略合作，共同开发数字出版等市场。2017年，公司承办中国·山东“一带一路”图书版权贸易洽谈会，共签订257余种图书版权协议，并同年于上交所挂牌交易，成为山东首家IPO上市的国有文化企业。2020年，公司同山东省教育厅、腾讯签署《战略合作框架协议》，积极推动“互联网+教育”建设应用。2021年，公司推进出版产业大脑、智慧教育平台等四项重点融合发展项目建设，加快融合创新和数字化转型。2022年，公司转变研学思路，全面开工建设曲阜“中华优秀传统文化国际研学实践教育营地”项目。

图表 1：公司发展历程

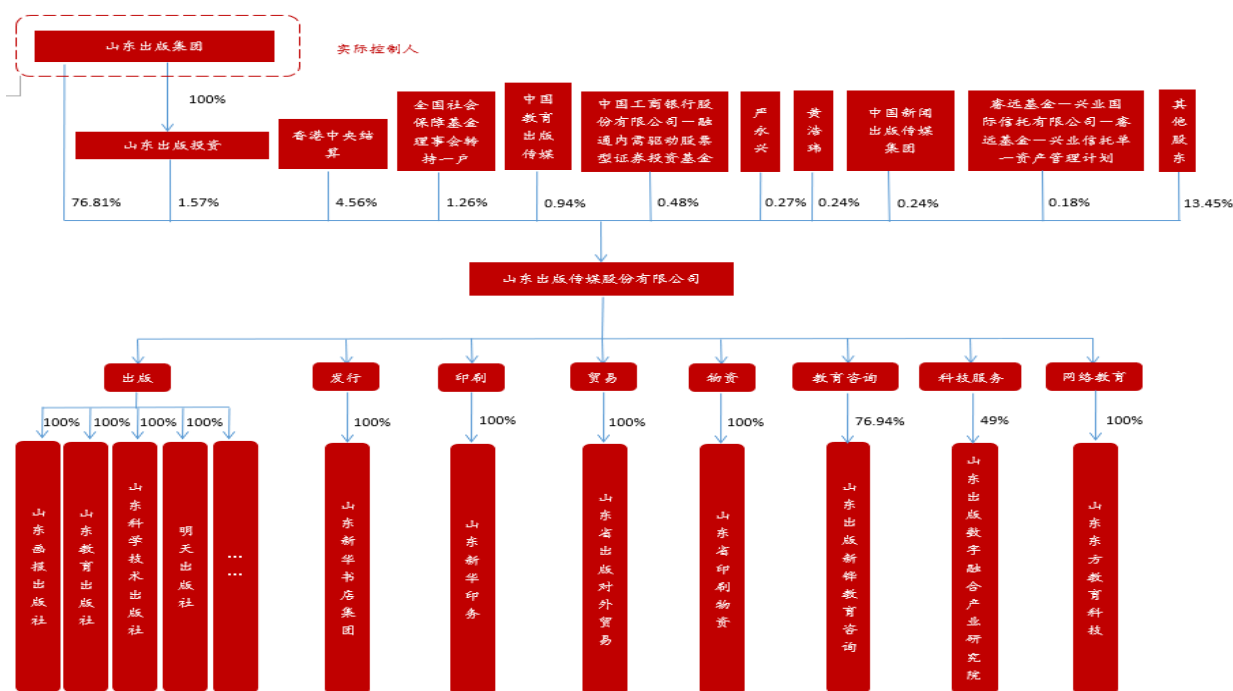


来源：公司公告，公司官网，山东出版集团官网，证券时报，中泰证券研究所

- 公司为国有资产控股公司，背靠山东出版集团。**截至2023Q1，山东出

版集团有限公司直接持有公司 76.8%的股权，并通过全资子公司山东出版投资有限公司间接持有公司 1.6%的股权，合计持有公司 78.4%的股权，为公司控股股东，同时也为公司实际控制人。山东出版集团是 2001 年 7 月由山东出版（集团）总社整体转企改制组建的国有独资文化出版企业，拥有山东出版投资公司、山东出版实业公司、山东出版文化置业公司、山东出版资产管理公司 4 家全资子公司，在职员工 1.1 万人，形成了出版、发行、印刷、物资贸易、艺术品经营等多元业态的发展格局，同时还利用新技术、新模式，协助加速推进公司融合创新转型。

图表 2：公司股权架构（截至 2023Q1）



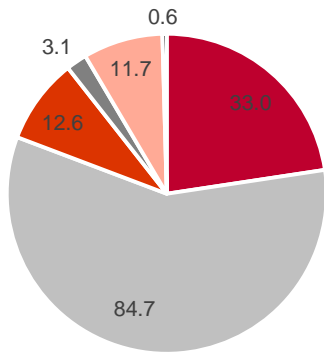
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：下属于子公司数据截至 2022 年末）

教材教辅及一般图书持续贡献收入

- 出版发行主业坚挺，教材教辅及一般图书持续贡献营收。公司主营业务以出版、发行、印刷、物资贸易等为主，拥有以出版物编辑出版、印刷复制、发行及零售、物资贸易为主的全产业链业务。2022 年公司发行及出版业务分别为 84.7 亿元、33.0 亿元，合计占总收入比重超 80%。分产品来看，教材教辅及一般图书为公司核心产品，除疫情期间，一般图书营收受到影响略有波动外，两款核心产品 2018-2022 年总体营收呈稳步上升的趋势。

图表 3: 2022 年公司营收按业务拆分 (亿元)

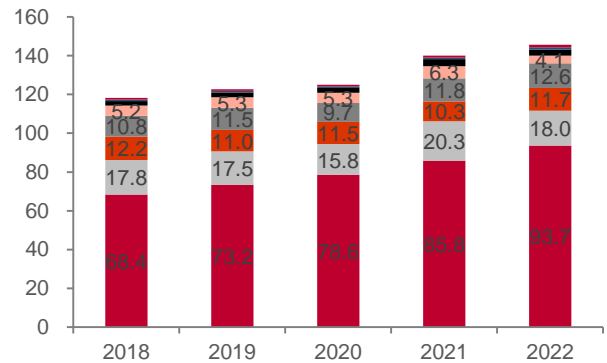
■ 出版 ■ 发行 ■ 物资 ■ 印刷 ■ 外贸 ■ 其他



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

图表 4: 2018-2022 年公司营收按产品拆分 (亿元)

■ 教辅教材 ■ 一般图书 ■ 外贸 ■ 物资
■ 其他 ■ 印刷产品 ■ 音像制品 ■ 文化用品



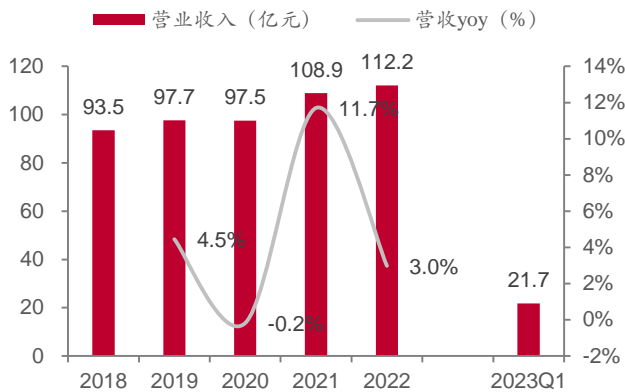
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

财务分析: 充沛现金流+高分红助力公司稳中向上

出版发行主业稳健, 盈利能力持续向上

- 出版发行主业稳中有增。2018-2022 年, 公司营业收入由 93.5 亿元增长至 112.2 亿元, 4 年 CAGR 达 4.6%。其中, 公司出版及发行核心主业稳中有增, 4 年 CAGR 分别为 7.1%、6.2%。

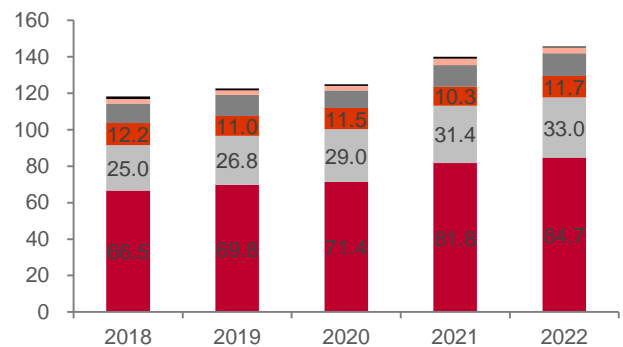
图表 5: 2018-2023Q1 公司营收收入及增速 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

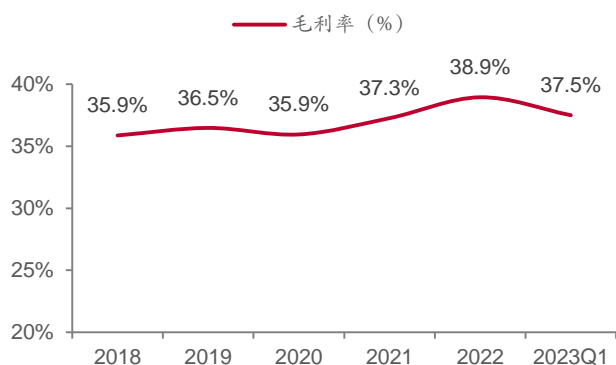
图表 6: 2018-2022 年公司营收按业务拆分 (亿元)

■ 发行 ■ 出版 ■ 外贸 ■ 物资 ■ 印刷业务 ■ 其他

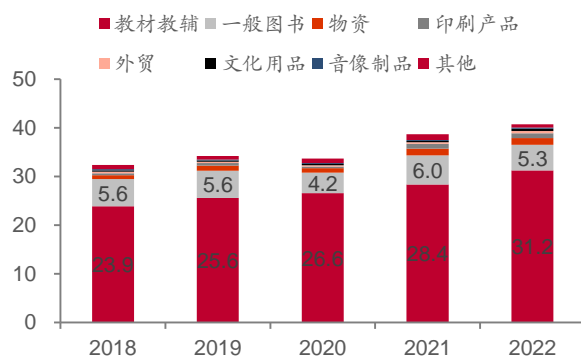


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

- 毛利率增长明显, 教材教辅和一般图书毛利贡献持续增长。2018-2022 年, 公司毛利率由 35.9% 增长至 38.9%, 整体呈明显上升趋势。毛利构成方面, 近五年公司教材教辅和一般图书毛利占比高达 90% 左右, 2022 年毛利分别为 31.2 亿元及 5.3 亿元。

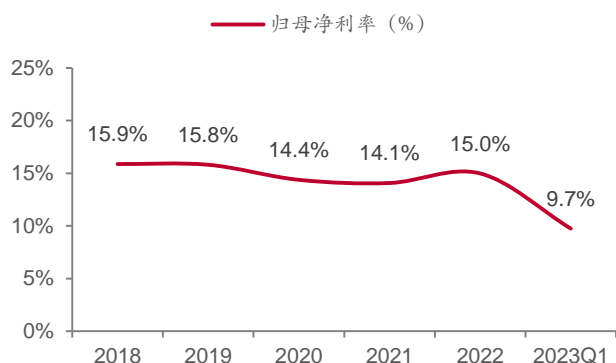
图表 7: 2018-2023Q1 公司毛利率情况 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

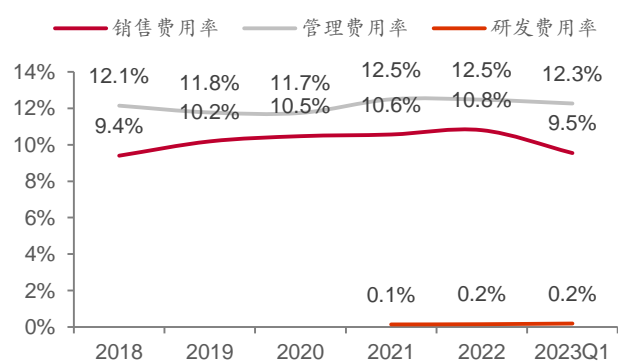
图表 8: 2018-2022 年公司毛利构成 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

- 归母净利率反弹展现韧性, 费用支出控制良好。2018-2022 年, 公司归母净利率先降低后提升, 2022 年归母净利率在疫情影响物流运力等因素扰动下仍达 15.0%。此外, 公司稳控费率, 开始重视创新研发, 加大研发力度。

图表 9: 2018-2023Q1 公司归母净利率情况 (%)


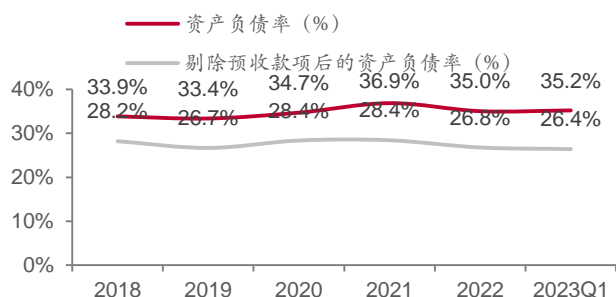
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2018-2023Q1 公司费用率情况 (%)


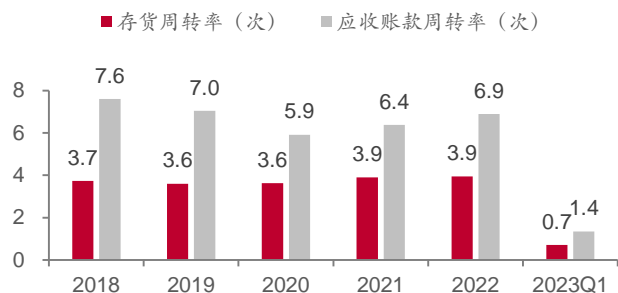
来源: Wind, 中泰证券研究所

资本结构健康, 分红趋势稳中有升

- 资本结构健康, 经营效率良好。资本结构方面, 2018-2022 年, 公司总体负债保持较低水平, 偿债能力较强, 2022 年资产负债率为 35.0%。经营效率方面, 公司存货周转率与应收账款周转率均保持较高水平, 周转速度较快, 流动性及经营效率较高。

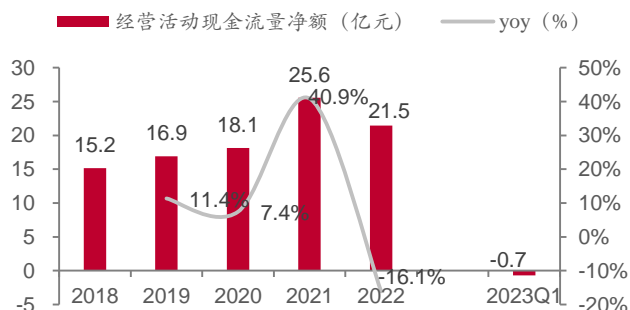
图表 11: 2018-2023Q1 公司资产负债率 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

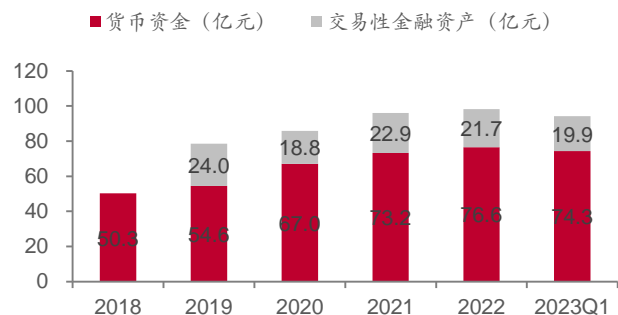
图表 12: 2018-2023Q1 公司存货周转率及应收账款周转率 (次)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 经营活动现金流总体呈上升趋势，账上现金储备充沛。**近五年来，公司经营活动现金流量净额和账上现金总体呈增长趋势。2022 年，公司经营活动现金流量净额达 21.5 亿元，2023Q1 经营活动现金流量净额同比增长 90.0%（开学季回款存在滞后，故波动较大），回款状况良好；2022 年，公司账上现金（货币资金+交易性金融资产）达 98.3 亿元，现金储备充裕，为未来经营活动及数字化转型提供了有力支撑。

图表 13: 2018-2023Q1 公司经营活动现金流量净额 (亿元)


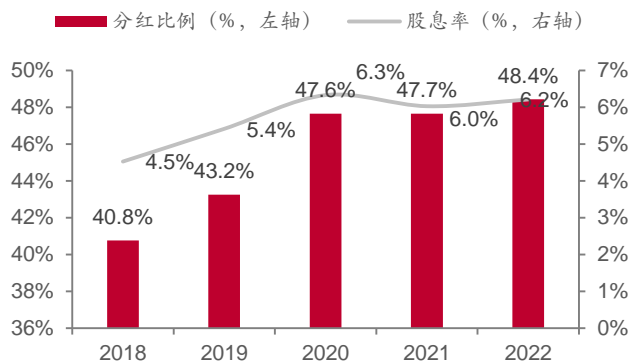
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2018-2023Q1 公司账上现金 (亿元)


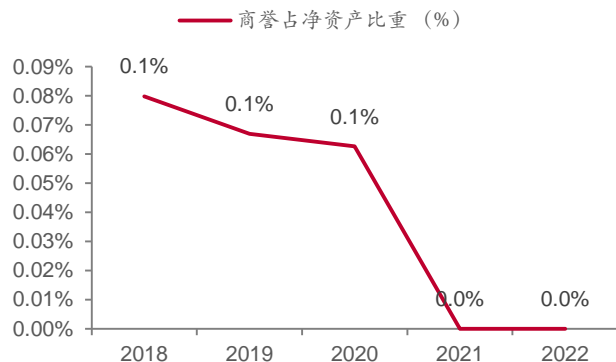
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 分红比例稳中有升，商誉占比较低。**2018-2022 年，公司分红比例、股息率稳中有升，2022 年分红比例及股息率分别为 48.4%、6.2%，回馈股东意愿强。此外，公司净资产规模逐年扩大，商誉占净资产比重明显降低，并充分计提商誉减值准备，商誉减值风险对公司经营及盈利活动影响小。

图表 15: 2018-2022 年公司分红情况 (%)
图表 16: 2018-2022 年公司商誉占净资产比重 (%)



来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所（注：股息率计算公式为当年每股分红/当年年末收盘价）



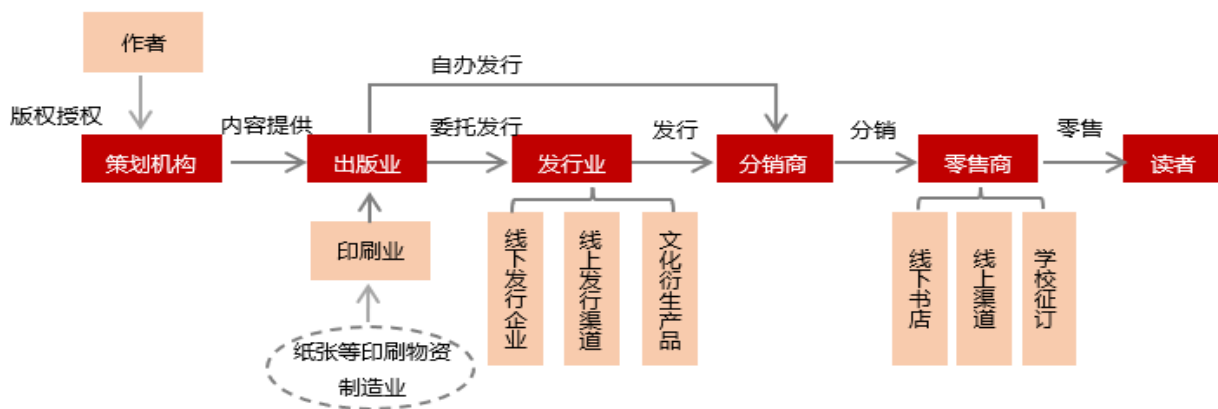
来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

行业分析：图书出版发行格局稳定，教育业态受政策催化明显

图书出版发行：竞争格局稳定，量价齐增驱动零售市场增长

- **图书出版产业链以出版发行为核心持续演化发展。**我国图书出版行业产业链由内容创作策划、出版、发行、分销和零售五个环节构成，涵盖从上游的作者、纸张印刷商，到下游的实体书店、线上零售渠道和消费者等，每个环节均具有较为独立的商业体系，产业链愈发细化成熟。
- 一般运作模式如下：作者将版权授权给策划机构后，出版社对作品进行报批，通过后可申请书号，进行图书出版，并在国家新闻出版广电总局备案。出版社委托印刷企业进行实体图书的印刷之后，发行商从出版社购入图书，并销售给下游分销商、零售商，下游分销零售最终面向消费者进行多渠道销售。其中，出版及发行业务为产业链中核心盈利环节，多数国有出版集团同时涉及出版及发行业务。

图表 17：出版行业产业链



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- 出版行业具有准入壁垒，行业特性决定国有主体玩家为主。出版行业因

属于高意识形态领域，根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》，行业内企业国有资本控股需达 51% 以上，国有属性的要求决定了行业整体竞争格局为国有综合出版集团为主、民营为辅，市场格局稳定，其中中央及北京出版集团包括以专业及大众出版为定位的中国出版等，地方出版集团包括凤凰传媒、山东出版等，民营出版包括新经典、果麦文化等。地方出版集团如山东出版因具备区域优势，营收体量较大且增速稳定，2022 年营收达 112.2 亿元，4 年 CAGR 达 4.6%。

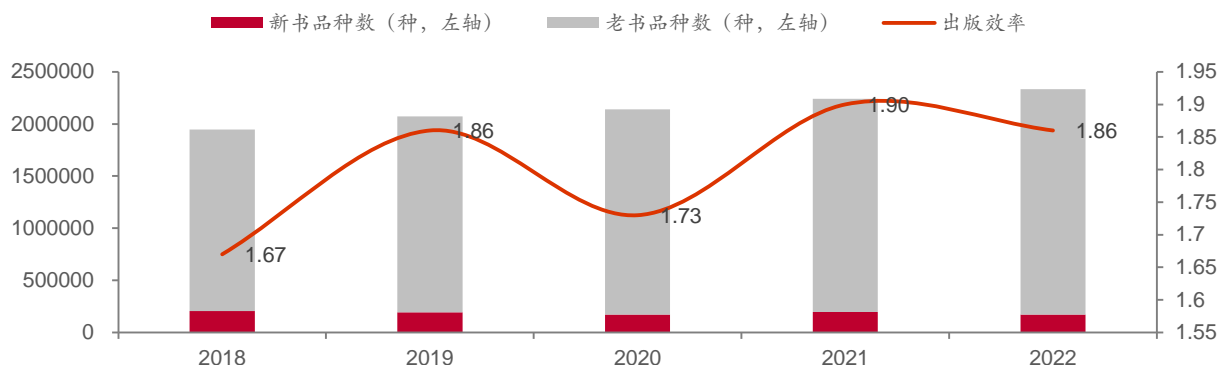
图表 18: 出版行业竞争格局情况

证券代码	公司名称	主要市场	2022年营收(亿元)	2022年净利润(亿元)	2018-2022年营收CAGR(%)	公司属性
601928.SH	凤凰传媒	江苏省	135.96	21.07	3.6%	地方国有企业
601098.SH	中南传媒	湖南省	124.65	14.84	6.8%	地方国有企业
601921.SH	浙版传媒	浙江省	117.85	14.17	4.6%	地方国有企业
601801.SH	皖新传媒	安徽省	116.87	7.32	4.4%	地方国有企业
601019.SH	山东出版	山东省	112.15	16.66	4.6%	地方国有企业
601811.SH	新华文轩	四川省	109.30	13.91	7.5%	地方国有企业
600373.SH	中文传媒	江西省	102.36	19.17	-2.9%	地方国有企业
000719.SZ	中原传媒	河南省	96.29	10.39	1.7%	地方国有企业
601900.SH	南方传媒	广东省	90.55	10.62	12.8%	地方国有企业
600551.SH	时代出版	安徽省	76.46	3.49	4.4%	地方国有企业
600757.SH	长江传媒	湖北省	62.95	7.32	-11.7%	地方国有企业
601949.SH	中国出版	全国	61.41	6.79	3.6%	中央国有企业
000529.SZ	广弘控股	广东省	34.18	9.41	8.1%	地方国有企业
601858.SH	中国科传	全国	27.09	4.77	5.0%	中央国有企业
601999.SH	出版传媒	辽宁省	26.11	0.74	2.8%	地方国有企业
603533.SH	掌阅科技	全国	25.82	0.58	7.9%	民营企业
600229.SH	城市传媒	山东省	25.54	3.34	4.2%	地方国有企业
605577.SH	龙版传媒	黑龙江省	18.06	4.78	6.5%	地方国有企业
300788.SZ	中信出版	北京	18.01	1.10	2.5%	中央国有企业
603230.SH	内蒙新华	内蒙古自治区	16.58	2.68	11.0%	地方国有企业
603999.SH	读者传媒	甘肃省	12.91	0.86	14.1%	地方国有企业
600825.SH	新华传媒	上海	12.59	0.09	-2.5%	地方国有企业
300364.SZ	中文在线	全国	11.80	-3.59	7.4%	民营企业
603096.SH	新经典	全国	9.38	1.40	0.3%	民营企业
000793.SZ	华闻集团	全国	7.59	-8.43	-33.1%	民营企业
002181.SZ	粤传媒	广东省	5.46	0.44	-9.0%	地方国有企业
301025.SZ	读客文化	全国	5.14	0.62	12.6%	民营企业
301052.SZ	果麦文化	全国	4.62	0.41	10.9%	民营企业
300654.SZ	世纪天鸿	全国	4.33	0.37	3.2%	民营企业
301231.SZ	荣信文化	全国	3.21	0.23	-2.2%	民营企业

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 新书出版效率提升，利于打造内容良性竞争业态。**通过捕捉社会热点，契合读者需求所推出相应选题方向的图书能够有效触达读者，因此新书的出版效率提升明显，北京开卷数据显示，2022 年新书出版效率已达 1.9，反映出新书的单品种获益能力提升，能有效激发图书创作者的创作动力，从而持续产出高质量书籍，为整体零售市场持续注入活力，利于打造良性竞争业态。

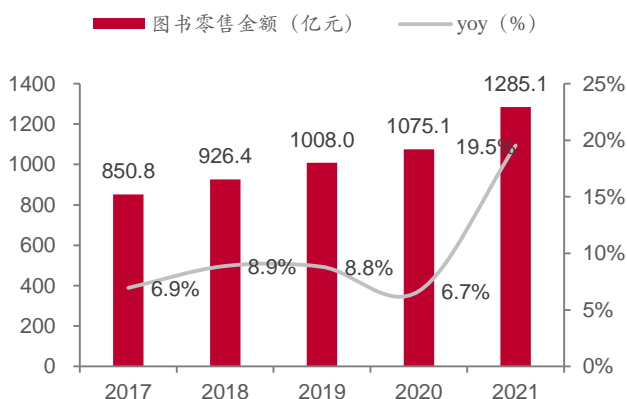
图表 19: 2018-2022 年图书零售市场新老书品种数及出版效率情况 (种)



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

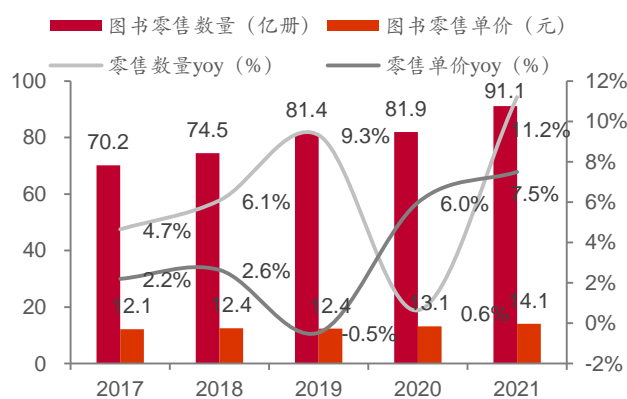
- **量价齐增驱动发行零售额规模增长。**发行方面, 根据国家广播电视总局及国家新闻出版署数据, 2017-2021 年全国图书零售金额持续向上, 2021 年图书零售金额达 1,285.1 亿元, 4 年 CAGR 达 10.9%。从量价角度分析图书零售金额, 2021 年图书零售数量达 91.1 亿册, 随着疫情稳定增速明显加快, 同比增长 11.2%, 图书平均零售单价为 14.1 元, 同比增长 7.5%, 数量及价格端持续抬升驱动零售额规模增长。

图表 20: 2017-2021 年全国图书零售金额及增速 (亿元)



来源: 国家广播电视总局, 中国政府网, 中国出版传媒网, 国家新闻出版署, 中泰证券研究所

图表 21: 2017-2021 年全国图书零售数量及单价 (亿册, 元)

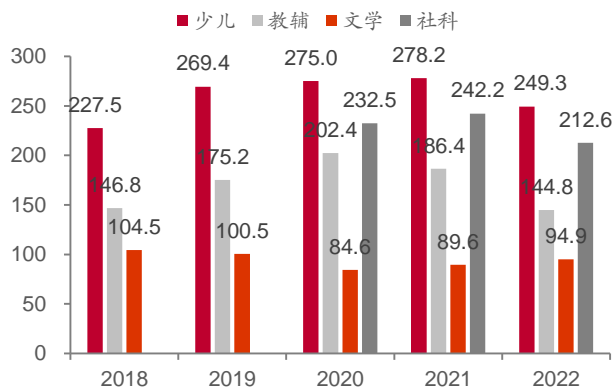


来源: 国家广播电视总局, 中国政府网, 中国出版传媒网, 国家新闻出版署, 中泰证券研究所

- **少儿、社科等品类图书需求有所收缩, 文学品类逆势上涨。**一般图书具备可选消费属性, 同宏观环境相关性较高。2022 年, 码洋规模前三品类为少儿、社科和教辅, 但受双减政策落地、疫情带来的居民收入下降、物流运力下降以及人口出生率降低所导致的适龄少儿同比减少等因素影响, 三者码洋规模均出现不同程度缩减。
- 相反, 文学类图书在一般图书大盘整体承压情况下实现逆势增长, 是 2022 年图书零售主要细分市场中仅有的 2 个正增长品类之一, 主要受网文纸书、经典读物以及名家新作等网络热度的带动, 根据北京开卷数据,

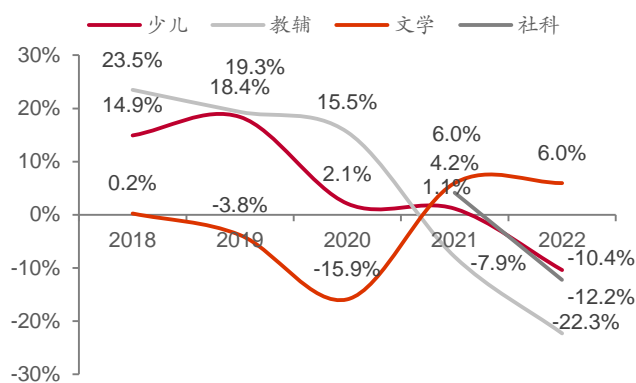
2022 年其码洋规模为 94.9 亿元，同比增长 6.0%。

图表 22: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

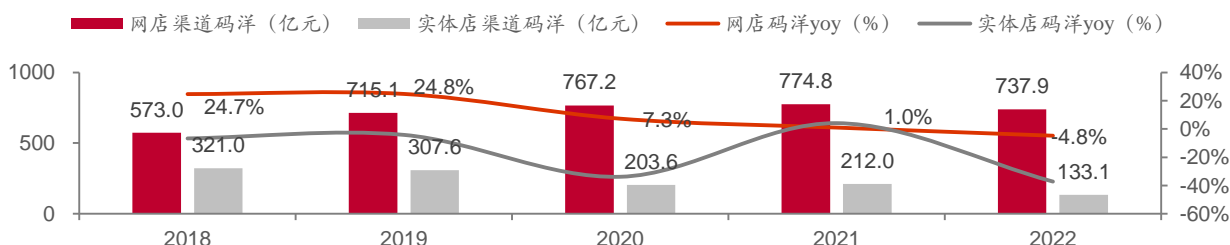
图表 23: 2018-2022 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

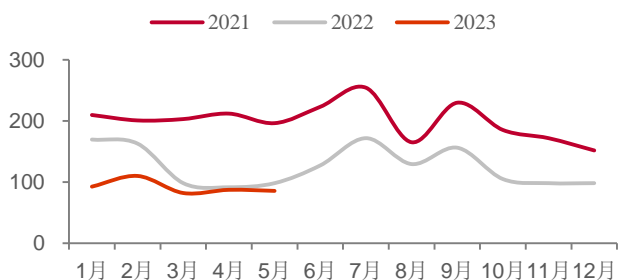
- **线上线下渠道降幅收窄, 市场景气度有望回暖。**从渠道角度, 2022 年图书零售线上线下渠道受疫情影响均有不同程度承压。但随着疫后线下生态恢复、物流运力正常运转, 线上线下渠道边际改善明显, 伴随市场步入暑期图书传统销售旺季, 市场景气度有望进一步回暖。

图表 24: 2018-2022 年全国图书零售市场分渠道码洋规模 (亿元)



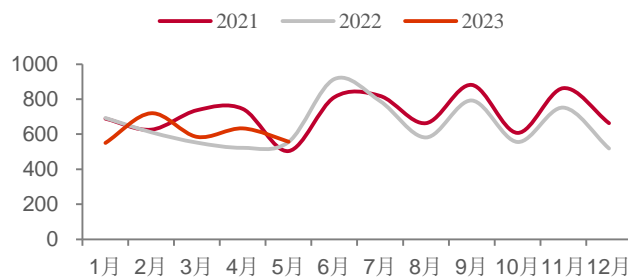
来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

图表 25: 2021-2023 年 5 月实体书店渠道指数变化情况



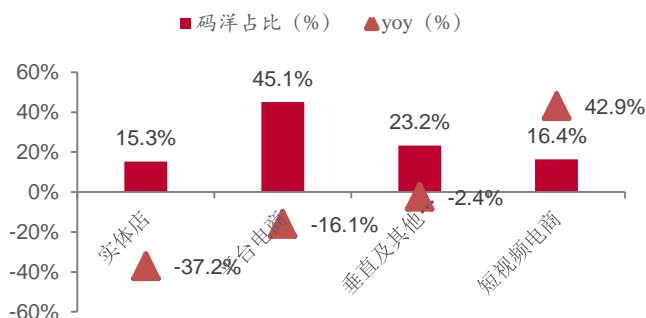
来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

图表 26: 2021-2023 年 5 月网店渠道指数变化情况

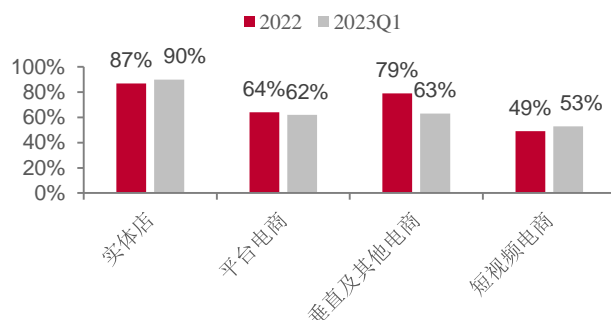


来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

- 新媒体渠道保持高增，新书折扣力度减弱。**开卷数据显示，线上细分渠道中，以直播电商为代表的新媒体渠道依旧高增，2022年码洋规模同比上升42.9%。我们认为，在平台电商流量见顶情况下，新媒体渠道对用户停留时长及零售大盘的渗透仍将继续，同时新书折扣力度逐渐减弱，折扣问题也有望伴随市场格局稳定后趋于缓解。

图表 27: 2022 年图书零售市场细分渠道码洋占比及增速 (%)


来源：北京开卷，中泰证券研究所

图表 28: 2022-2023Q1 原创新书分渠道折扣情况 (%)


来源：北京开卷，中泰证券研究所

教育数字化和研学：政策支持推动下快速发展

- 教育数字化政策顶层设计逐步明确，地方政策落地广度深度明显提升。**近年来，针对教育数字化中存在的內容质量参差不齐、数据孤岛、与课堂教学脱节等问题，国家教育数字化政策从宏观战略的优化完善，到地方校内具体场景中智慧教育平台、智慧校园建设的细化落实，地方教育数字化政策落地措施在广度和深度上都有质的飞跃，成效明显，有力支撑了“双减”工作。

图表 29: 教育数字化相关政策梳理

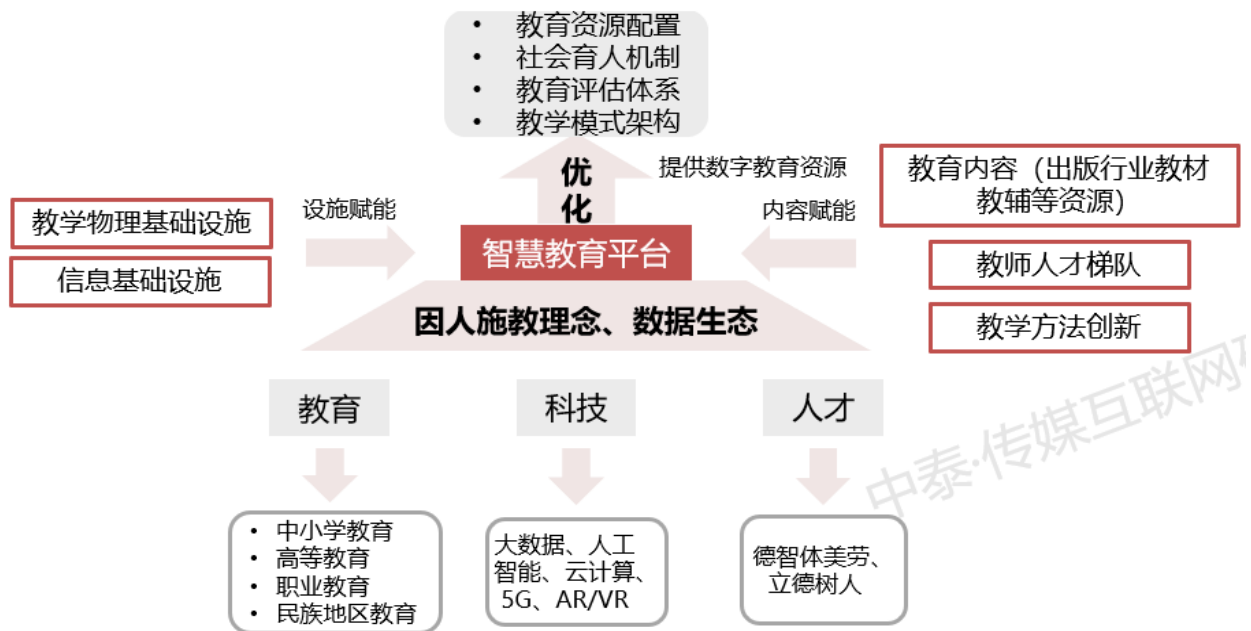
日期	发布文件/会议	政策要点
2023.03	《河南省“十四五”教育信息化发展规划》	到 2025 年，河南省将建成全省教育专网和教育云体系，形成云网融合的信息网络支撑环境； 建成省级“互联网+教育”大平台，实现数据互通、资源共享、业务协同。
2023.02	《数字中国建设整体布局规划》	促进数字公共服务普惠化，大力实施国家教育数字化战略行动， 完善国家智慧教育平台。
2022.10	《二十大报告》	落实立德树人根本任务， 优化区域教育资源配置，优化职业教育类型定位，完善学校管理和教育评价体系，健全学校家庭社会育人机制。 推进教育数字化，建设全民终身学习的学习型社会、学习型大国。
2022.03	《北京教育信息化“十四五”规划》	制定北京市智慧校园建设评估标准，开展智慧校园达标评定，实现全市中小学智慧校园达标率 85%。 发挥名师引领作用，实现名师资源全市共享，探索“融合课堂”，创新网络化、智能化、沉浸式教学方式。创新职业教育模式，鼓励高校建设优质数字课程资源。

2022.02	《教育部 2022 年工作要点》	实施教育数字化战略行动。强化需求牵引，深化融合、创新赋能、应用驱动，积极发展“互联网+教育”，加快推进教育数字转型和智能升级。推进教育新型基础设施建设， 建设国家智慧教育公共服务平台，创新数字资源供给模式，丰富数字教育资源和服务供给。
2021.12	《“十四五”数字经济发展规划》	加快推动文化教育等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务， 促进优质资源共享复用。 深入推进智慧教育，提升在线教育支撑服务能力。

来源：中国政府网，教育部，中国教育在线，北京市人民政府，中泰证券研究所

- **出版行业有望凭借内容优势加快转型升级，构建教育出版融合发展体系。**二十大报告及《数字中国建设整体布局规划》中均明确提出大力实施推进国家教育数字化战略行动。2022 年 3 月，作为新型教育承载媒介集成的国家智慧教育平台正式上线，标志着教育数字化开始实现项目落地。
- 我们认为，出版业内公司有望凭借优质内容资源和充足资金储备优势，以云计算、5G、AR/VR 等新兴信息技术为支撑，加快教育资源数字转型步伐，围绕因人施教理念出发，通过各单位协同汇集一流名师教育内容资源，突破时间地域桎梏，逐步构建教育出版融合发展体系，寻找共性与个性教育平衡，切实优化教育资源配置、社会育人机制及教育评估体系，为教育赋能提质增效。

图表 30：教育数字化要素框架



来源：教育部，中国政府网，中研网，智慧教育资讯，中泰证券研究所

- **研学成为政策着力点，发展势头强劲。**自 2016 年《关于推进中小学生研学旅行的意见》把研学纳入中小学教育教学计划后，政策端支持研学文旅发展规划不断出台，在时间、空间和资源方面给予研学更多支持，总体上前瞻性和指导性更强。随着综合实践活动课程逐步成为必修课程，研学有望成为刚需市场，未来可挖掘潜力较大。

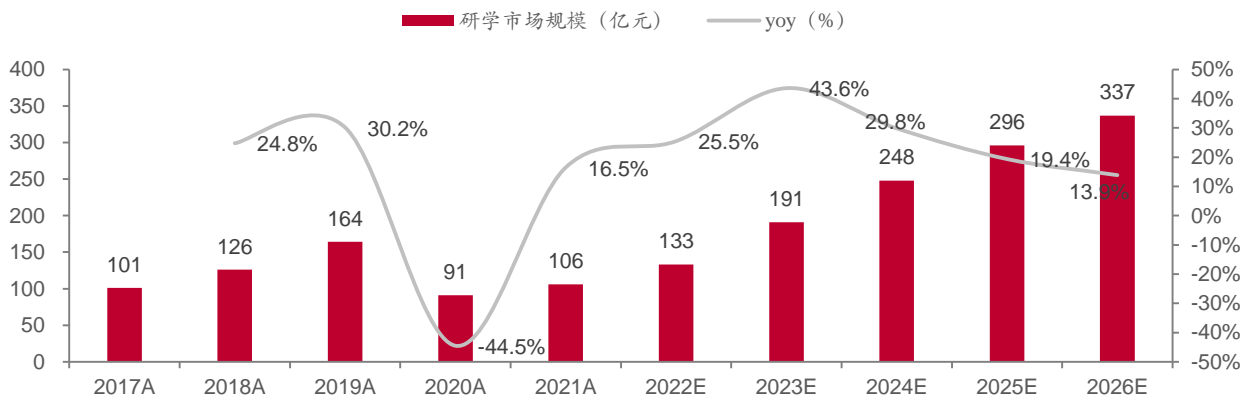
图表 31: 研学相关政策梳理

时间	政策名称	发布机构	具体内容
2016 年	《关于推进中小学生研学旅行的意见》	教育部等十一部门	明确提出要将研学旅行纳入中小学教育教学计划；要加强研学旅行基地建设；各地要规范研学旅行组织管理。
2020 年	《关于进一步激发中小学办学活力的若干意见》	教育部等八部门	加强与社会有关方面合作，建立相对稳定的研学实践、劳动教育和科普教育基地，打造中小学生社会实践大课堂，免费或优惠向学生开放，充分发挥各类公共文化设施和科技场馆重要育人作用。
2020 年	《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017 年版 2020 年修订）》7	教育部	方案明确，综合实践活动与劳动为必修课程，综合实践活动共 8 学分，其中研究性学习 6 学分；劳动共 6 学分，其中志愿服务 2 学分，在课外时间进行，3 年不少于 40 小时。
2021 年	《义务教育质量评价指南》	教育部等六部门	在涉及到学生的“劳动与社会实践”评价指标方面，重点要考察学生“劳动习惯”和“社会体验”。其中，“社会体验”主要包括社会调查、研学实践、志愿服务、公益活动和职业体验等。
2022 年	《义务教育课程方案和课程标准（2022 年版）》	教育部	将劳动、信息科技及其所占课时从综合实践活动课程中独立出来，综合实践活动开设起始年级提前至一年级。
2022 年	《“十四五”旅游业发展规划的通知》	国务院	推动研学实践活动发展，创建一批研学资源丰富、课程体系健全、活动特色鲜明、安全措施完善的研学实践活动基地，为中小學生有组织研学实践活动提供必要保障及支持。
2022 年	《“十四五”文化发展规划》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加快发展度假休闲旅游、康养旅游、研学旅行实践活动等，打造一批国家全域旅游示范区、国家精品研学旅行带等。
2023 年	《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》	教育部等十部门	创造条件丰富内容，拓展科学实践活动。在“走出去”方面，组织中小學生前往科学教育场所，进行场景式、体验式科学实践活动。

来源：教育部，上海文旅产业研究院，中泰证券研究所

- 近年来，受相关政策推动，研学市场规模稳定增长。观研天下数据显示，其中，2019 年市场规模达到最高 164 亿元。2020 年，受疫情影响，市场规模有所波动。随着疫后线下娱乐生态恢复，市场景气度有望逐步回暖向上。
- 政策扶持和人口规模有望推动研学市场规模持续增长。主要驱动方面，除了各级政府相继出台政策给予研学文旅行业大力扶持，市场各方加大要素投入之外，研学产品丰富化、立体化、创新发展使其受到了更多家长和学生的青睐。因此，虽然相比欧美发达国家，我国研学文旅市场起步较晚，但凭借政策扶持和人口规模优势，可挖掘空间较大，预计 2026 年市场规模将达 337 亿元，5 年 CAGR 达 26.0%。

图表 32: 2017-2026E 研学市场规模 (亿元)

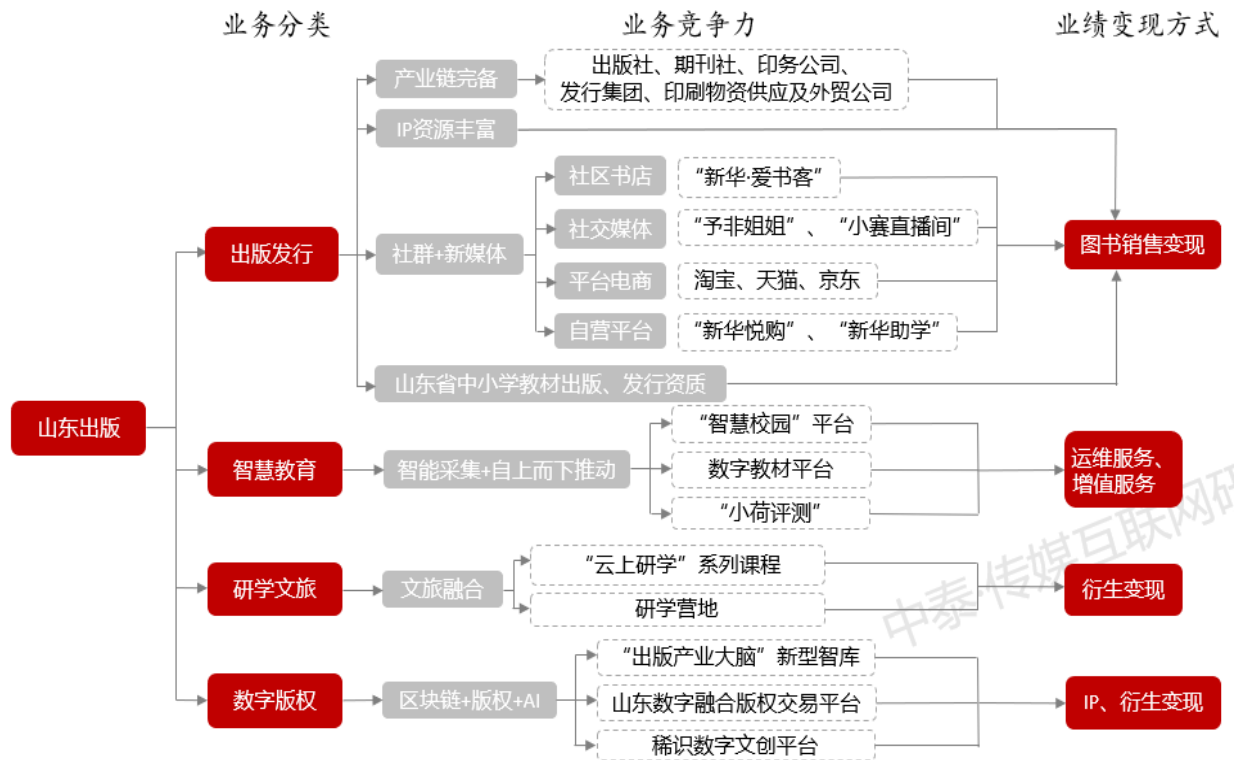


来源：观研天下，中泰证券研究所

经营分析：巩固出版发行主业优势，积极拓展教育新业态

- **公司商业模式：围绕图书出版发行，向融合创新领域进发，拓展多元化变现渠道。**
 - 首先，公司主业以教材教辅、一般图书的出版发行为主，拥有出版物编辑出版、印刷复制、发行及零售等业务的全产业链优势。公司凭借山东省范围内中小学教材发行业务资质、主流教材出版单位的山东省独家代理优势，完善教育图书体系，提升产品发行销售能力。在此基础上，公司加强作者队伍建设，抢抓优质 IP 资源；用新的互联网思维指导推动传统主业的创新转型，积极推进“社群+新媒体”运营。
 - 其次，公司充分发挥现有渠道和资源优势，利用大数据、5G、云计算、AI、区块链等新技术，延伸开拓数字版权、智慧教育等领域。公司加快“出版产业大脑”新型智库项目实施进度；完成山东数字融合版权交易平台搭建并启动运营，构建数字版权创作交易管理运营体系；推进小荷评测教辅上线运行，并积极推动数字教材落地应用，提升教育数字化服务能力。
 - 最后，公司把深耕研学文旅、推动文旅融合发展作为公司拓展新业绩增长点的关键性举措并加速推进；持续研发精品课程，培育核心竞争力，推出“云上研学”系列课程；加快推进曲阜、沂南等研学营地建设与运营。公司逐渐形成了业务完整并不断延伸发展的产业格局，进一步夯实核心竞争力。

图表 33: 公司商业模式示意图



来源: 公司公告, 中国财富网, 中泰证券研究所

出版发行主业: 教材教辅表现稳健, 一般图书畅销种类丰富

- 旗下出版社涵盖领域广泛, 出版实力雄厚。山东出版旗下拥有 11 家出版社, 涵盖了文学、艺术、教育、少儿、历史、社科等多个领域, 其中人民社及明天社 2 家出版社为国家一级出版社。公司依托山东人口大省和文化资源大省的优势, 持续推出精品图书产品, 形成了公司品牌、出版社品牌、出版物品牌“三位一体”、协调发展的品牌链条和品牌体系。

图表 34: 公司旗下出版社

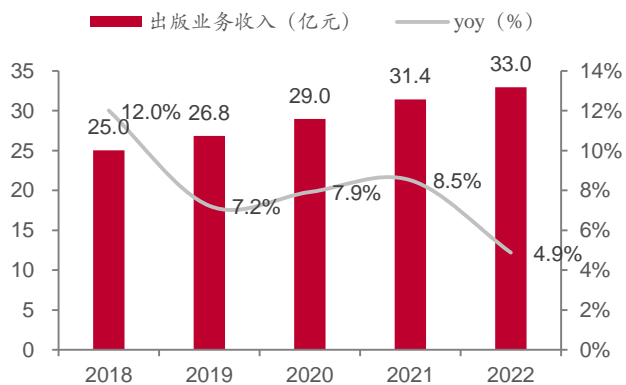
出版社	简称	国家一级出版社	主要方向
山东人民出版社有限公司	人民社	✓	综合性出版社, 出版文化学术、大众读物、考试图书、高校教育、文教读物、数字出版等领域的图书。
山东文艺出版社有限公司	文艺社		出版报告文学、纪实文学、影视同期书、外国文学、艺术、传统文化、教材教辅以及其他教育方面的读物。
山东教育出版社有限公司	教育社		以教育出版为主, 致力于出版国标教材、地方教材、品牌教辅。

山东科学技术出版社有限公司	科技社		涵盖学术出版、大众出版、教育出版、期刊和数字出版等图书。
明天出版社有限公司	明天社	✓	主要出版少儿文学读物、低幼读物、少儿知识读物和少儿教育读物。
山东齐鲁书社出版有限公司	齐鲁书社		出版文史古籍、学术专著、传统文化方面的读物。
山东美术出版社有限公司	美术社		出版绘画技法、美术理论、设计摄影、书法篆刻、艺术鉴赏、美术教材教辅、时尚生活、挂历挂图类等方面图书。
山东友谊出版社有限公司	友谊社		出版主题、人文社科、少儿、教育图书。
山东画报出版社有限公司	画报出版社		以人文社科、文化教育、文学艺术、历史地理及其他综合类图书为主要出版方向。
山东电子音像出版社有限公司	电子音像社		制作出版思想性、艺术性兼具的出版物，形成了主题出版、传统文化出版、大众生活出版、数字出版四大特色板块。
山东画报社有限公司	画报社		出版知识性、艺术性期刊。

来源：公司公告，各公司官网，中泰证券研究所

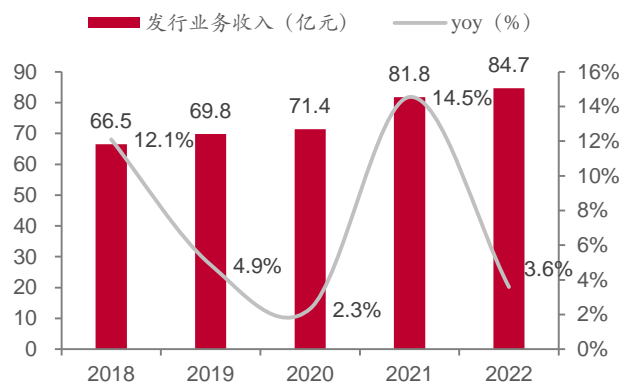
- **不惧外部因素扰动，出版发行稳中有进。**2018-2022年，公司出版业务营收由25.0亿元增至33.0亿元，4年CAGR达7.1%，发行业务营收由66.5亿元增至84.7亿元，4年CAGR达6.2%，在受到疫情冲击及经济承压背景下依然稳中有进。
- 出版业务中，除租型教材教辅外，公司广泛布局自编教材教辅，教材出版收入持续增长，由2018年19.5亿元增至2022年28.5亿元，2022年教材教辅出版收入占出版收入比重达86.5%。发行业务中，教材教辅为第一大收入品类，2022年收入达65.2亿元，占营收比为76.9%。

图表 35: 2018-2022 年公司出版业务收入及增速 (亿元)



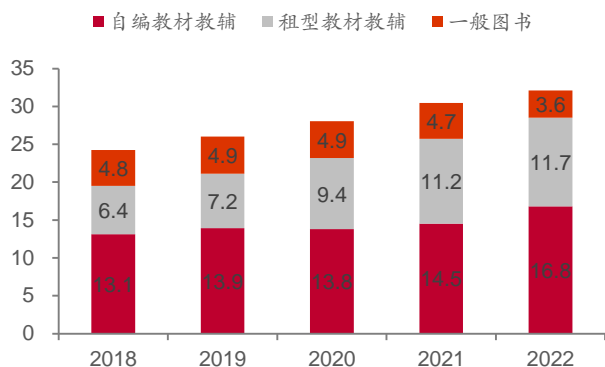
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

图表 36: 2018-2022 年公司发行业务收入及增速 (亿元)



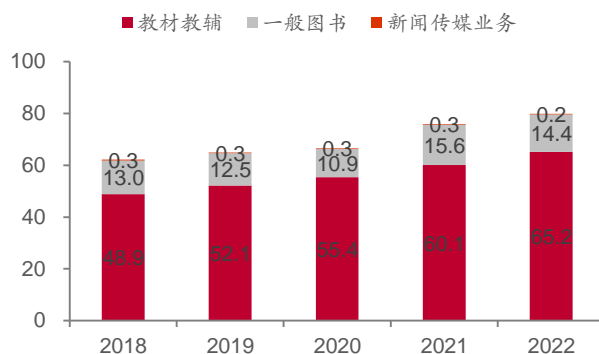
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：未剔除内部抵消）

图表 37: 2018-2022 年公司出版业务收入拆分(亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

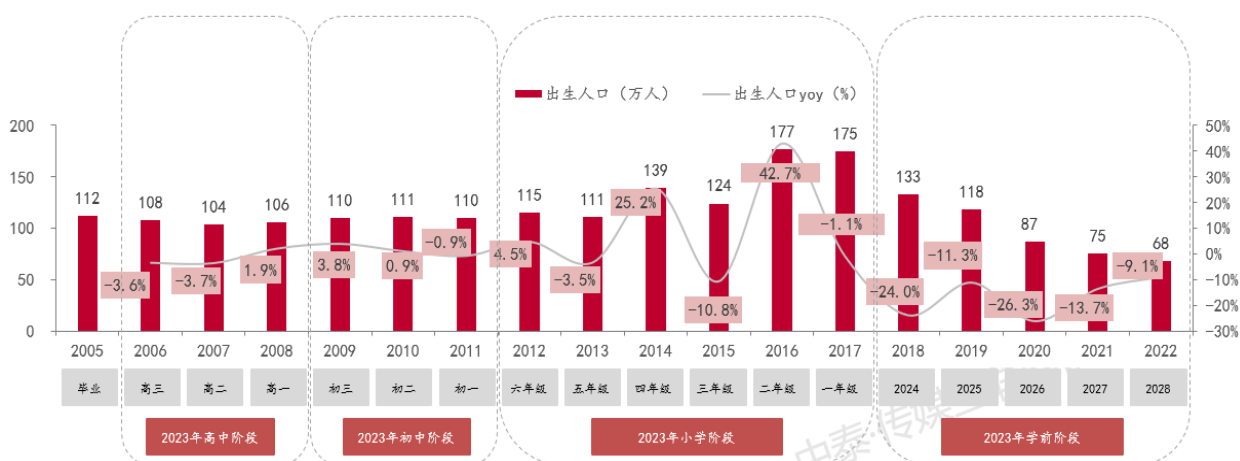
图表 38: 2018-2022 年公司发行业务收入拆分(亿元)



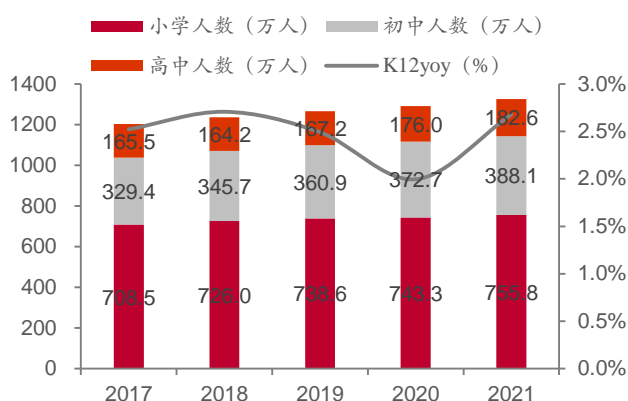
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 剔除内部抵消)

- 山东省新生人口略有下降, 但短期内对 K12 在校学生规模影响有限。根据山东省统计局数据, 自 2020 年开始, 山东省出生人口规模下降明显, 我们预计在 2020 年新生人群迈入小学之际, 即从 2026 年开始, 山东省入学规模会出现一定程度缩水。
- 但是, 现阶段 K12 在读学生人口数量保持在 100 万人/年级以上, 基数庞大, 较具人口红利, 尤其是未来两年, 2016-2018 年的高基数出生人口将助推 K12 学生规模以较高增速继续保持上升趋势, 叠加高年级学生数量增加及人均可支配收入上升有望助推教育性支出增长, 能一定程度对冲人口不利影响, 故我们认为人口增速下降对教材教辅收入影响短期无虞。

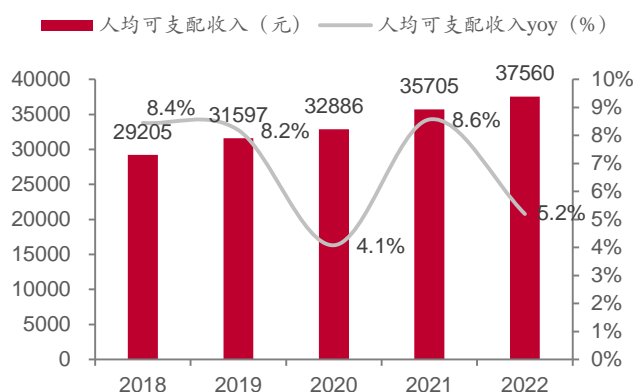
图表 39: 2005-2022 年山东省出生人口及 2023 年对应的入学阶段 (万人)



来源: 山东省统计局, 中泰证券研究所

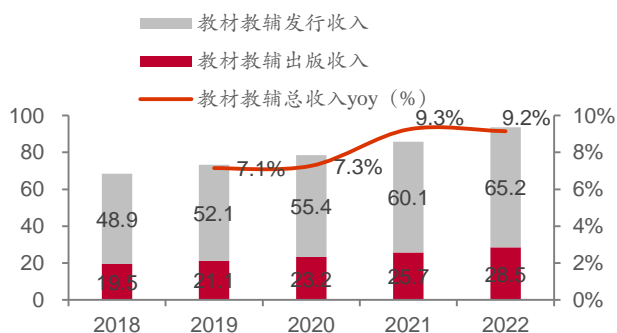
图表 40: 2017-2021 年山东省 K12 在校学生结构及增速 (万人)


来源: 山东省统计局, 中泰证券研究所

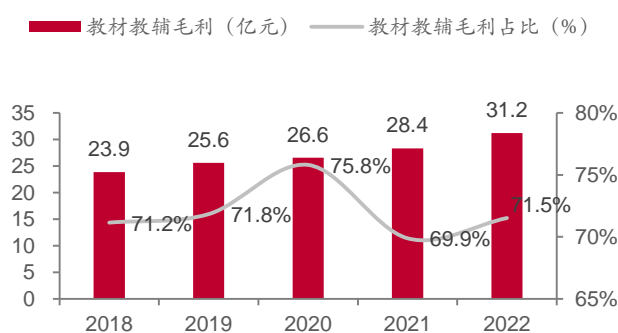
图表 41: 2018-2022 年山东省人均可支配收入及增速 (元)


来源: 山东省统计局, 中泰证券研究所

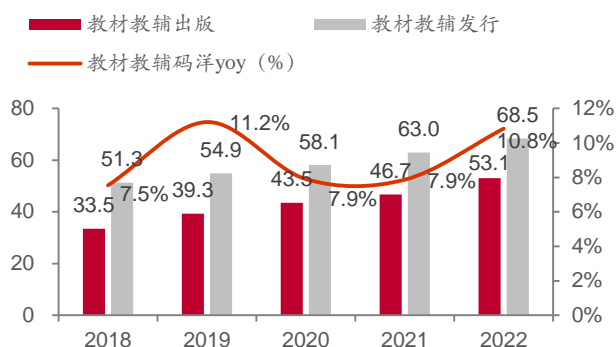
- 教材教辅产品丰富, 发行效率持续提升。**2018-2022 年, 公司教材教辅营收、码洋、销量等随着品种丰富和产品发行结构调整总体呈上升趋势, 总营收由 68.4 亿元增至 93.7 亿元; 毛利由 23.9 亿元增至 31.2 亿元, 2022 年毛利占比达 71.5%。
- 出版业务方面,**公司不仅有“鲁版”国家课程教材共 15 科、18 种、118 册, 如初中《化学》, 高中《物理》等, 还开发出版了《金钥匙试卷》、《同步练习册》等影响力较突出的教辅, 并且在职业教材赛道积极布局, 建设了山东省职业教育出版中心, 科技社《物理(化工农医类)》等 3 种教材入选“十四五”职业教育国家规划教材。目前, 公司教材教辅的销售已覆盖 16 个省份。
- 发行业务方面,**公司旗下新华书店集团获得唯一在山东省范围内中小学教材发行业务资质。公司在打造精品教材教辅内容的同时, 持续优化教育产品结构, 加快线上线下融合, 加大教材教辅发行专有平台“新华助学”的运营推广, 有效提升发行效率。

图表 42: 2018-2022 年公司教材教辅收入及增速 (亿元)


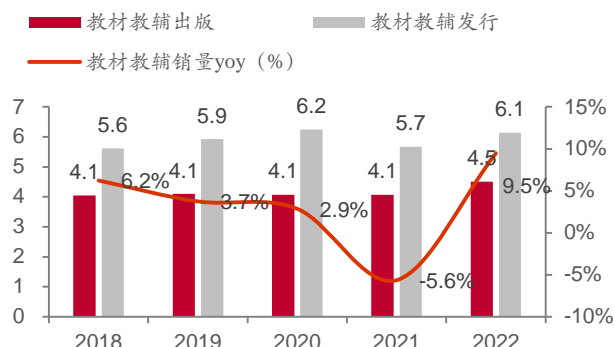
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

图表 43: 2018-2022 年公司教材教辅毛利及其占比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

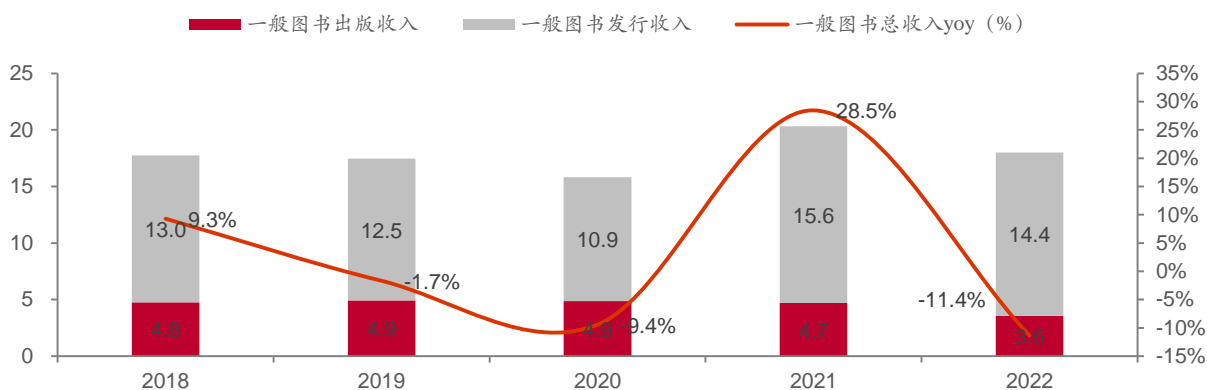
图表 44: 2018-2022 年公司教材教辅码洋及增速 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 45: 2018-2022 年公司教材教辅销量及增速 (亿册)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 一般图书影响力持续扩大, 线上线下渠道齐头并进。2018-2022 年, 公司一般图书营收受疫情影响有所波动, 预计随着线上、线下销售渠道的恢复以及新商业模式的探索, 疫后恢复弹性可期。
- 出版业务方面, 公司推动鲁版图书品牌升级, 实现出版主业高质量发展。发行业务方面, 公司一方面针对线下“爱书客”会员推送多元营销活动提升用户粘性, 另一方面聚焦“公域引流+私域运营”, 探索新商业模式。公司全省建立企微社群 9,165 个, 发展企微群成员 98.4 万人, 企微好友数 61.6 万人, 实现营收 6,754 万元。

图表 46: 2018-2022 年公司一般图书收入及增速 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 未剔除内部抵消)

图表 47: 2018-2022 年公司一般图书码洋及增速 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 48: 2018-2022 年公司一般图书销量及增速 (亿册)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 一般图书产品矩阵完备, 少儿细分赛道优势明显。**公司持续聚焦精品图书、畅销书出版发行, 成果丰硕。2022 年, 公司在全国图书零售市场整体实洋排第 14 名, 累计销量超 100 万册的图书有 35 种。其中, 公司在少儿类图书优势明显, 明天社推出著名童书作家杨红樱的“笑猫日记”系列, 销量已超 8,000 万册, 销售码洋超 13 亿元。
- 虽然 2022 年少儿市场整体码洋受出生率影响有所下滑, 但其中少儿绘本、少儿科普等垂类子赛道受益于国家对科普教育重视程度提升增速较快, 我们看好公司有望凭借内容资源优势借助品类红利持续提升少儿图书市场份额。

图表 49: 公司一般图书产品矩阵

板块	细分板块	代表性的出版发行书籍	代表作者
生活	美食	《姑苏食话》、《德国式简单料理》	王稼句、门仓多仁亚
	育儿/家教	《做母亲的 36 课》、《与儿子一起成长: 妈妈当好培训师》	李蔚红、孙翠珍
少儿	儿童文学	《他们的塔》、《风筝是会飞的鱼》、 《琴声飞过旷野》、《笑猫日记》、《寻找鱼王》	荆歌、王棵、徐贵祥、杨红樱、张炜
	科普/绘本	《一双大鞋》、《蔡志忠漫画中国经典》、《不一样的 1》	薛涛、朱成梁、蔡志忠、吴亚男、柳壘沙
社会科学	人文学艺术	《老照片》、《中国陶瓷史》	冯克力、方李莉
	历史	《国宝背后的秘密—国宝大迁移》、《民国海军舰船志(1938-1945)》	向斯、陈悦
自然科学	医学	《肌肉链与扳机点》	里卡特
	科技	《苹果标准化生产技术原理与参数》	束怀瑞
大众读物	文学	《中国北斗》、《一地霜白》、《铁凝经典散文》	龚盛辉、陈年喜、铁凝
	小说	《曹操》、《运河风流》、《第五战区》	易中天、高满堂、晨文江、李洲、常芳

来源: 公司公告, 山东出版集团官网, 山东出版官网, 中国好书, 明天出版社, 中泰证券研究所

- 拓展多元化渠道, 提升渠道发行力。**一方面, 公司加速线下书店转型升级, 打造融合沙龙、文创、美食等多元业态于一体的文化阅读空间。另一方面, 公司在传统电商平台布局的基础上, 积极利用具备流量红利的

抖音、小红书、微博、微信等新媒体平台，进一步拓展线上渠道。其中，自营平台“新华悦购”移动端全年注册会员 87.9 万人，销售订单 116.3 万笔，销售额 1.7 亿元；截至 2022 年底全省书店会员已达 1,274.6 万人。

图表 50: 公司销售渠道示意图



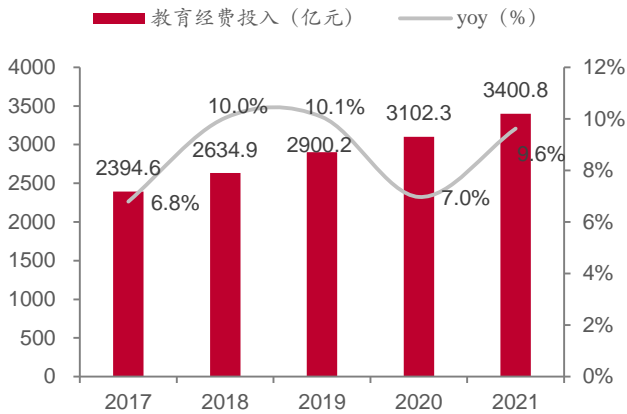
来源：山东出版集团，山东出版集团官网，山东人民出版社有限公司，明天出版社，潍坊文旅发布，中国出版传媒商报，好客山东之声，京东，天猫，拼多多，抖音，小红书，微博，中泰证券研究所

教育新业态：积极布局教育数字化赛道，全面推进研学业务

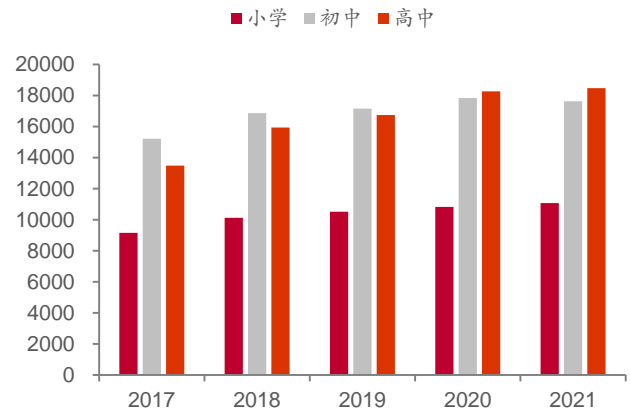
- 地方教育经费稳步增长，为教育数字化发展提供有力支撑。2018 年，国务院出台《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》，政策强调保持教育投入强度，教育支出逐年只增不减。此外，根据山东省教育厅数据，2017-2021 年，在全省教育经费不断增加的基础上，K12 阶段高中生均一般公共预算教育经费逐渐赶超初中，教育经费结构不断优化。政策扶持和经费投入为公司教育数字化业务发展提供了有力支撑。

图表 51: 山东省教育经费投入情况 (亿元)

图表 52: 山东省 K12 教育生均一般公共预算教育经费情况 (元)



来源：山东省教育厅，中泰证券研究所



来源：山东省教育厅，中泰证券研究所

- **积极布局教育数字化赛道，助力提升教学效率。**公司在教育数字化赛道布局较为领先，智能化教辅“小荷评测”教师端、学生端、家长端已全部上线试运行。该平台既能通过收集学生做题数据，为学生建立学习档案，推送个性化试题，有助于多维度评估学生知识点掌握情况，提升学生学习效率，又能帮助教师节省批阅时间，并对班级进行针对性地分层教学，还支持家长查看学生动态以督促学习。通过深度绑定学生、教师、家长三方，实现教学流程闭环，有助于强化用户粘性，提升教学效率。

图表 53: 公司智能化教辅产品小荷评测



来源：公司公告，中国出版传媒商报，小荷评测官网，中泰证券研究所

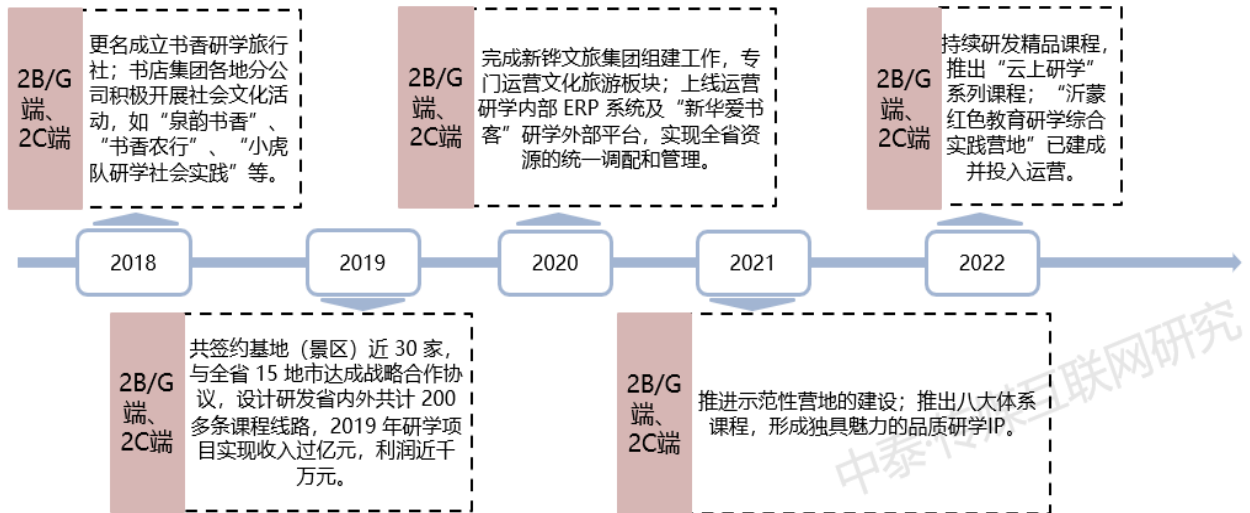
图表 54: 小荷评测智能分析评估示意图



来源：公司公告，中国出版传媒商报，小荷评测官网，中泰证券研究所

- **全方位推进研学业务，与主业协同发展。**公司在研学领域深耕数年，注重将研学业务与图书发行主业有机融合，依托出版系统完整产业链资源优势及多年教育服务经验，一方面，线下打造“新华爱书客”品牌，基于教材学科规划研学线路，实现课堂知识有效延伸，并自建营地满足中小学生综合实践活动需求，另一方面，线上推出云上研学课程，同线下研学业态形成互补，实现研学全方位、全年龄段学生覆盖。

图表 55: 公司研学布局动态整理



来源: 公司公告, 山东出版集团, 中泰证券研究所

图表 56: 公司研学业务布局

业务	商业类型	布局简况
云上研学	2B/G 端、2C 端	通过网络授课的形式, 持续推出天文主题等精品课程, 培育核心竞争力。
研学营地	2B/G 端、2C 端	打造曲阜中华传统文化国际研学实践教育营地(依托曲阜儒家文化源地、孔子故里头部 IP 优势, 定位为立足山东、辐射全国、面向世界的国际中小学专业研学旅行营地)、沂蒙红色教育研学综合实践营地、日照1971研学营地等特色研学营地矩阵。
新华书店爱书客研学	2B/G 端、2C 端	依托山东书香研学旅行社, 立足山东特色研学资源, 加强差异化精品研学课程体系和精品研学旅游线路研发, 打造“新华爱书客”研学品牌。目前已推出黄河入海、齐鲁文脉、诗礼传家、星火燎原、蓝海寻梦、水泮探秘、非遗流芳、运河寻古八大体系课程, 形成独具魅力的品质研学 IP。

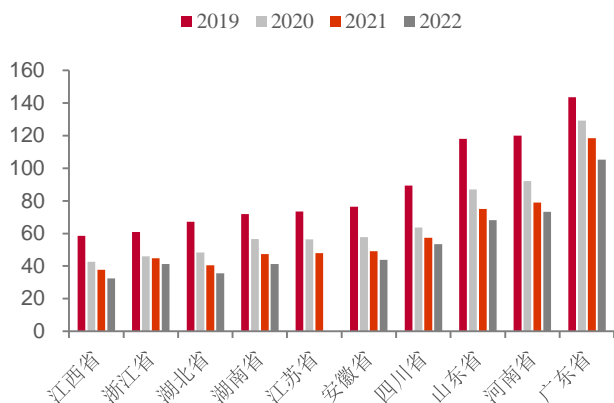
来源: 公司公告, 章丘新华书店, 沂蒙红色研学营地, 中国文化报, 中泰证券研究所

可比分析: 人口优势依然明显, 教育数字化布局领先

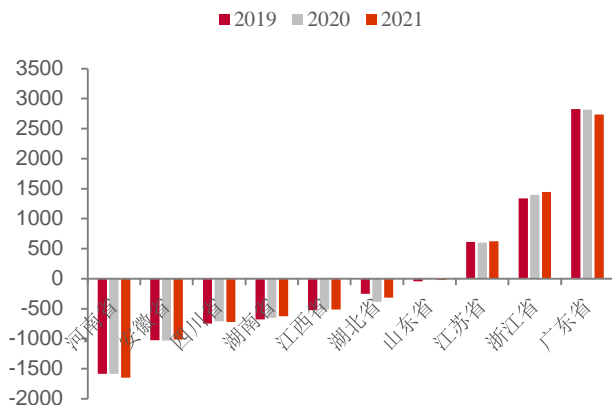
人口基本盘优势显著

- 省属人口优势不减, 公司教育服务基本盘稳定。各统计局数据显示,

近四年,各省出生人口呈下降趋势,而山东省 2022 年出生人口仍达 68.2 万,常年位居全国第三。净流入方面,2019-2021 年,各省人口净流入多为逆向,山东作为人口过亿的大省,并无明显流出迹象,2021 年净流出人口仅 21 万人。出生人口和人口净流入稳定为公司教育服务业务提供了长期增长动能和广阔的市场空间。

图表 57: 全国代表省份出生人口情况 (万人)


来源: 各省统计局, Wind, 中泰证券研究所

图表 58: 全国代表省份人口净流入情况 (万人)


来源: 各省统计局, Wind, 中泰证券研究所

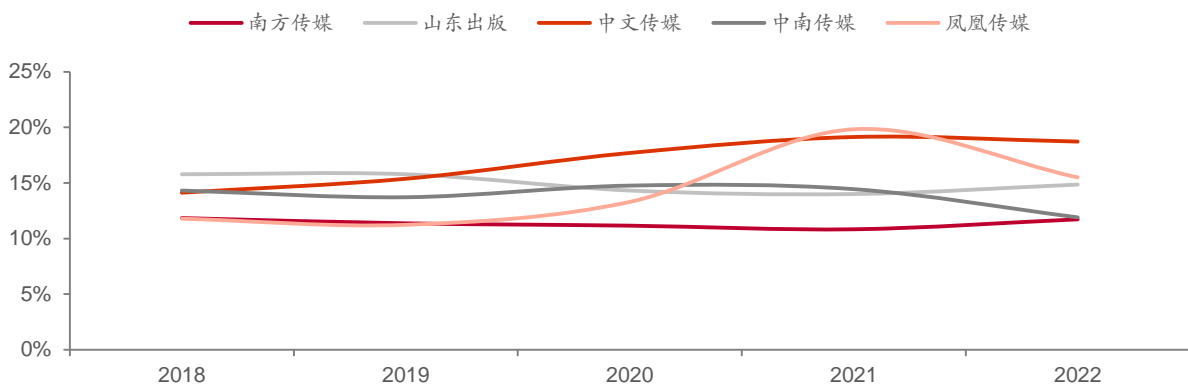
- 毛利率与净利率高于可比公司平均水平, 盈利能力稳中向上。**从综合毛利率来看,公司毛利率逐年向上,2022 年为 38.9%,高于平均水平;教材教辅方面,公司毛利率持续领先,2022 年教材教辅毛利率为 33.3%,位于行业前列;一般图书方面,公司一般图书毛利率稳中向上,2022 年达 29.3%。净利率方面,公司净利率略高于行业水平,公司在近五年间,净利率整体保持稳定且高于平均水平,2022 年净利率达 14.9%,体现出公司良好稳健盈利能力。

图表 59: 可比公司毛利率对比 (%)

产品类别	公司名称	2020	2021	2022
综合毛利率	南方传媒	31.32%	28.60%	31.39%
	中文传媒	38.56%	39.29%	38.72%
	中南传媒	41.14%	44.11%	42.25%
	凤凰传媒	36.89%	37.18%	38.43%
	平均值	36.98%	37.29%	37.70%
	山东出版	35.95%	37.26%	38.94%
教材教辅毛利率	南方传媒	26.70%	22.98%	25.39%
	中文传媒	30.95%	31.98%	28.45%
	中南传媒	33.87%	36.65%	32.36%
	凤凰传媒	35.00%	32.74%	35.18%
	平均值	31.63%	31.09%	30.34%
	山东出版	33.82%	33.04%	33.34%
一般图书毛利率	南方传媒	18.55%	15.46%	14.67%
	中文传媒	32.68%	31.15%	30.92%

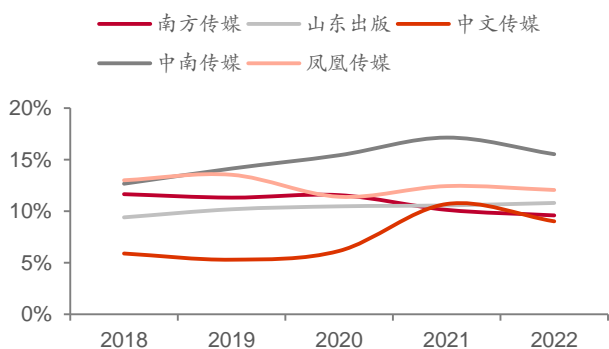
中南传媒	30.85%	32.72%	36.81%
凤凰传媒	25.04%	27.46%	28.00%
平均值	26.78%	26.70%	27.60%
山东出版	26.41%	29.41%	29.33%

来源: Wind, 中泰证券研究所

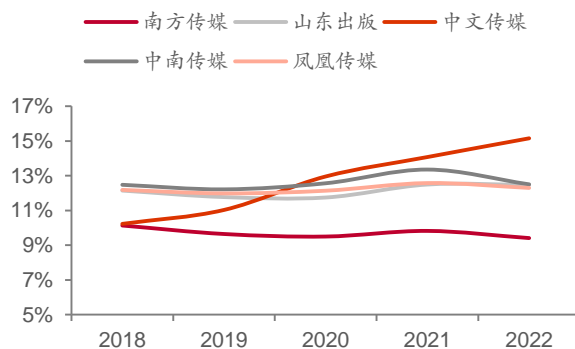
图表 60: 公司与各可比公司净利率对比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 稳控费用率水平, 加大研发力度驱动创新发展。**销售、管理费用率方面, 2018-2022 年, 公司在拓展多元化销售渠道、扩大市场份额的同时, 稳控销售、管理费用率, 2022 年分别达到 10.8%、12.5%, 虽然略有增长, 但仍处于行业平均水平。研发费用率方面, 公司近两年研发力度有所加强, 2022 年研发费用率为 0.2%, 加大研发力度有望推进创新发展。

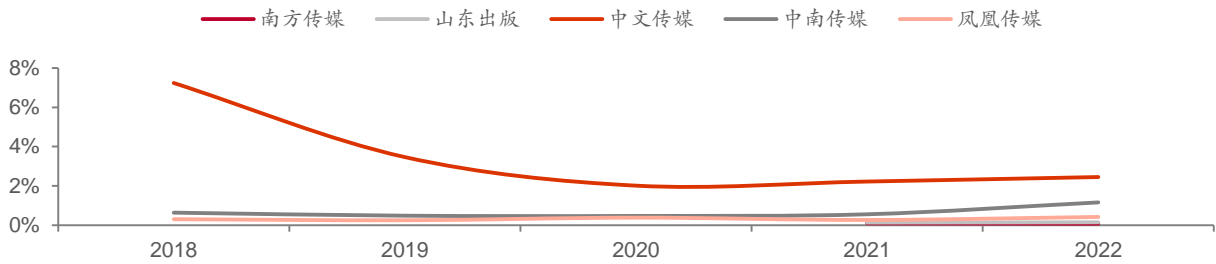
图表 61: 公司与可比公司销售费用率对比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 62: 公司与可比公司管理费用率对比 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 63: 公司与各可比公司研发费用率对比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

领跑教育数字化赛道

- **教育数字化赛道布局领先, 2C 端知识付费场景可期。**行业内多数公司在教育数字化赛道上产品已覆盖学生端、教师端。公司小荷评测产品相较于可比产品, 通过深度绑定学生、教师、家长三方, 覆盖家长端有助于提升家长陪伴督促下的学生学习效果, 强化用户粘性, 构建更稳固的 2C 端知识付费场景。

图表 64: 可比公司教育数字化布局情况

公司	业务名称	业务布局简介
凤凰传媒	学科网	学科网精细化运营模式可实现优质独家内容推送 (教学资源、试题、远程教学) 以及用户分层, 并提供仿真实验室提升学生逻辑思维能力、AI 研修提升教师教学能力等特色服务。
中原传媒	大象课堂融媒教育云平台	大象课堂融媒教育云平台基于大象精准测评服务系统, 为用户提供全学段教学结果测评、教情学情分析、个性化精准纠错训练服务。
中南传媒	天闻数媒+贝壳网+中南迅智	天闻数媒以“平台+数据”为核心, 教学为主要应用, 重点建设 ECO 云开放平台、AI 课堂、AI 评测等产品。贝壳网围绕融合出版、教育信息化与家庭教育方面, 提供精准优质教育综合解决方案。中南迅智主要开展教育质量监测考试服务。



山东出版

小荷评测

智能化数字教辅产品小荷评测通过精准化出题、个性化推送，为学生精准推送适合能力的试题，让教师能够对班级有针对性地进行分层教学。教师端、学生端、家长端已经全部上线试运行。



浙版传媒

青云端+浙教学
习

青云端为全省中小学提供优质学习方案和海量配套教辅学习资源。浙教学习软件拥有英语、数学、语文等学科同步辅导课程资源，梳理每科知识点，辅助课后辅导。



南方传媒

粤教翔云

提供数字教材、备课、资源等模块，还为老师贴心增加上课模式、虚拟黑板、画笔等便于课堂教学的工具。学生可使用数字教材内嵌资源，播放配套音频、视频资源，开展自主学习。



来源：各公司公告，学科网，大象e课官网，贝壳网，中国出版传媒商报，小荷评测官网，青云端在线官网，广州黄埔教研，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们对公司不同产品业务进行拆分，公司未来收入主要由教材教辅、一般图书、印刷产品等部分构成。
- **教材教辅：**山东省统计局数据显示，2016-2017年为山东省人口出生高峰，对应2022-2023年进入小学人群，叠加《儿童青少年学习用品近视防控卫生要求》实施下字号变大带动教材教辅纸张数及价格提升，有望推动教材教辅收入增长。同时，考虑到公司教材教辅产品结构成熟且营销体系持续完善具备韧性，我们预计公司2023-2025年教材教辅出版收入增速分别为13%/11%/7%；教材教辅发行收入增速分别为9%/8%/6%。
- **一般图书：**根据国家广播电视总局及国家新闻出版署数据，2017-2021年全国图书零售金额持续向上，4年CAGR达10.9%。北京开卷数据显示，2022年一般图书中少儿类码洋增速有一定下滑，但少儿绘本、少儿科普等垂类赛道受益于国家对科普教育重视程度提升增速较快。公司少儿细分赛道优势明显，有望凭借丰富内容储备持续打造畅销爆款图书。我们预计公司2023-2025年一般图书收入增速将略高于行业水平，其中一般图书出版收入增速分别为12%/9%/9%；一般图书发行收入增速分别为11%/11%/11%。
- **印刷产品：**智研咨询数据显示，我国印刷业总产值由2019年1.3万亿

元增至 2022 年 1.4 万亿元，3 年 CAGR 达 3.0%。公司疫后生产工作产能及运输运力恢复有望推动印刷产品收入增长，且公司通过节能降耗、扩大销售等措施提升印刷效益，我们预计公司印刷产品收入增速将略高于行业水平，2023 年印刷产品因此前基数较低将有较高增速，收入增速达 8%，2024-2025 年印刷产品收入增速趋于正常，分别为 5%/5%。

- **文化用品：**文化用品销售场景为新华书店，产品以文具为主。智研咨询数据显示，伴随社会消费升级，教育普及升学率提升，我国文具市场规模由 2013 年 789.9 亿元增至 2021 年 1,310.9 亿元，2022 年有望达 1,363.3 亿元，9 年 CAGR 达 6.3%。山东省作为人口大省，学生群体数量庞大，对于文化用品需求旺盛，为公司教育服务业态提供了长期增长动能，我们预计公司 2023-2025 年文化用品收入将略高于行业增速，分别为 9%/9%/8%。
- **物资：**我们选取拥有物资业务的中南传媒及中原传媒作为可比公司，2018-2022 年，三家公司物资收入平均增速为 4.1%。物资主要以纸张贸易为主，考虑到《儿童青少年学习用品近视防控卫生要求》实施下字号变大带动纸张消费量提升，且公司所处山东省在校学生基数较大，我们预计公司 2023-2025 年物资收入将略高于平均增速，分别为 7%/7%/7%。
- **音像制品：**我们选取拥有音像制品业务的中南传媒及凤凰传媒作为可比公司，2014-2022 年，三家公司音像制品收入平均增速为 3.4%。考虑到公司音像出版产品储备丰富，我们预计公司 2023-2025 年音像制品收入增速将略高于平均增速，分别为 4%/4%/4%。
- **外贸：**公司外贸业务主要经营进口木浆等贸易，QYResearch 数据显示，全球木浆市场规模预计将由 2022 年 63,556 百万美元增至 2029 年 89,142 百万美元，7 年 CAGR 达 5.0%。我们预计公司 2023-2025 年外贸收入增速将同行业增速匹配，分别为 5%/5%/5%。
- **其他业务：**其他业务主要由数字版权、研学文旅、智慧教育等构成，其中数字版权及智慧教育处于发展前期阶段，对营收贡献程度较低，研学文旅为主要收入来源。观研天下数据显示，中国研学文旅市场规模预计将由 2017 年 101 亿元增至 2026 年 337 亿元，9 年 CAGR 达 26.0%。考虑到疫后线下生态修复，我们看好 2023 年公司研学文旅的向上弹性，预计 2023 年其他业务收入增速为 58%，之后伴随公司研学营地持续投入运营，我们预计其增速将同行业增速匹配，分别为 26%/26%。
- **毛利率：**公司一般图书及教材教辅出版模式稳健有望保持稳定盈利能力，一般图书及教材教辅发行盈利能力有望随着新书折扣力度减弱迎来边际改善。我们预计公司 2023-2025 年一般图书毛利率分别为 30%/31%/31%，教材教辅毛利率分别为 34%/34%/34%。印刷产品伴随物流恢复通畅，运输成本降低，2023-2025 年毛利率预计有所提升，分别为 33%/34%/34%。文化用品销售场景稳定，预计其毛利率将在现有水平上下范围内略有波动，预计 2023-2025 年毛利率分别为

37%/36%/35%。音像制品同样商业模式成熟，毛利率稳定，预计2023-2025年毛利率分别为22%/22%/22%。物资和外贸方面，公司加强供应链建设，整合上下游优质资源，改变传统的购销贸易模式，我们预计物资和外贸毛利率将受益于供应链建设有所上升，2023-2025年毛利率分别为11%/11%/11%和4%/4%/4%。其他业务方面，研学业务作为主要收入构成伴随研学营地投入运营后，有望带动其他业务毛利率持续上升，预计2023-2025年毛利率分别为18%/19%/20%。公司2023-2025年综合毛利率预计分别为40%/41%/41%。

图表 65: 公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)

产品名称		2022A	2023E	2024E	2025E
教材教辅	收入	9,370.1	10,331.7	11,240.4	11,940.9
	yoy (%)	9.2%	10.3%	8.8%	6.2%
	毛利率 (%)	33.3%	33.5%	33.6%	33.6%
一般图书	收入	1,800.6	2,008.0	2,217.8	2,451.5
	yoy (%)	-11.4%	11.5%	10.4%	10.5%
	毛利率 (%)	29.3%	29.9%	30.5%	30.8%
印刷产品	收入	306.2	332.1	350.0	368.9
	yoy (%)	-14.6%	8.5%	5.4%	5.4%
	毛利率 (%)	31.9%	32.6%	33.5%	33.5%
文化用品	收入	141.9	154.4	167.7	181.8
	yoy (%)	48.5%	8.8%	8.6%	8.4%
	毛利率 (%)	36.0%	36.7%	36.0%	35.3%
物资	收入	1,259.8	1,353.0	1,447.7	1,549.1
	yoy (%)	6.4%	7.4%	7.0%	7.0%
	毛利率 (%)	10.7%	11.0%	11.2%	11.2%
音像制品	收入	112.0	117.0	122.1	127.4
	yoy (%)	20.8%	4.5%	4.4%	4.4%
	毛利率 (%)	21.9%	21.9%	22.1%	21.7%
外贸	收入	1,174.7	1,229.9	1,287.7	1,348.2
	yoy (%)	13.7%	4.7%	4.7%	4.7%
	毛利率 (%)	3.9%	4.0%	4.0%	3.9%
其他业务	收入	408.2	644.9	809.4	1,019.8
	yoy (%)	-34.8%	58.0%	25.5%	26.0%
	毛利率 (%)	15.7%	17.5%	19.3%	20.5%
内部抵消数		3,621.9	3,730.6	3,767.9	3,805.6
合计	收入	11,215.0	12,440.3	13,874.8	15,182.0
	yoy (%)	3.0%	10.9%	11.5%	9.4%
	毛利率 (%)	38.9%	39.8%	40.7%	41.4%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们预计山东出版2023-2025年收入分别为124.40/138.75/151.82亿元，分别同比增长10.93%/11.53%/9.42%。2023-2025年归母净利润分

别为 18.81/21.13/23.42 亿元，分别同比增长 11.92%/12.37%/10.82%，对应 PE 估值分别 9.7x/8.6x/7.8x。参考同业可比公司 PE，其具备较高布局性价比，同时考虑到公司教育数字化布局领先有望带来业绩新增量，以及研学营地投入运营后有望持续贡献营收利润，建议持续关注，首次覆盖，给予买入评级。

图表 66: 可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601928.SH	凤凰传媒	259.8	22.6	25.1	28.3	11.5	10.3	9.2
601098.SH	中南传媒	201.5	16.2	17.7	19.2	12.4	11.4	10.5
601921.SH	浙版传媒	184.4	15.6	17.0	18.4	11.8	10.8	10.0
600373.SH	中文传媒	168.0	21.5	22.9	24.1	7.8	7.3	7.0
601900.SH	南方传媒	164.2	11.6	13.1	16.4	14.1	12.5	10.0
	均值	195.6	17.5	19.2	21.3	11.5	10.5	9.3
601019.SH	山东出版	182.8	18.8	21.1	23.4	9.7	8.6	7.8

来源: Wind, 中泰证券研究所 (市值数据截至 2023 年 8 月 2 日, 除山东出版外, 可比公司归母净利润均取自 Wind 一致预期)

风险提示

文化监管端的政策风险

- 图书出版属于内容意识形态行业，监管较严。公司作为内容出版发行平台，存在内容不合规导致产品下架风险。

学生人数增长不及预期风险

- 山东省出生人口及 K12 在校学生人数增长不及预期，或对教材教辅产品造成冲击。

短视频直播电商图书折扣力度加大

- 短视频直播电商在零售渠道增速明显，若其图书折扣力度进一步增强，恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。

研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,661	8,847	10,860	12,940	营业收入	11,215	12,440	13,875	15,182
应收票据	149	162	180	197	营业成本	6,847	7,492	8,230	8,903
应收账款	1,614	1,912	2,103	2,281	税金及附加	70	81	85	93
预付账款	241	263	289	313	销售费用	1,211	1,344	1,498	1,632
存货	1,662	1,861	2,044	2,211	管理费用	1,399	1,536	1,748	1,893
合同资产	0	0	0	0	研发费用	17	37	42	46
其他流动资产	2,442	2,704	2,797	2,884	财务费用	-56	-58	-60	-58
流动资产合计	13,769	15,749	18,274	20,827	信用减值损失	-142	-149	-199	-259
其他长期投资	413	388	399	404	资产减值损失	-147	-154	-206	-268
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	17	17	18	19
固定资产	3,427	3,228	3,030	2,909	投资收益	32	37	43	49
在建工程	468	468	468	468	其他收益	77	77	79	80
无形资产	909	897	911	940	营业利润	1,668	1,866	2,098	2,325
其他非流动资产	1,580	1,707	1,716	1,759	营业外收入	12	13	13	15
非流动资产合计	6,798	6,687	6,525	6,480	营业外支出	11	11	12	13
资产合计	20,566	22,436	24,799	27,307	利润总额	1,669	1,868	2,099	2,327
短期借款	117	73	65	69	所得税	3	3	4	5
应付票据	0	22	23	16	净利润	1,666	1,865	2,095	2,322
应付账款	2,929	3,147	3,481	3,793	少数股东损益	-14	-16	-18	-20
预收款项	17	25	28	30	归属母公司净利润	1,680	1,881	2,113	2,342
合同负债	1,684	1,868	2,083	2,279	NOPLAT	1,611	1,807	2,035	2,264
其他应付款	476	476	476	476	EPS (摊薄)	0.81	0.90	1.01	1.12
一年内到期的非流动负债	12	12	12	12					
其他流动负债	718	791	891	966					
流动负债合计	5,952	6,414	7,059	7,641					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,254	1,254	1,254	1,254					
非流动负债合计	1,254	1,254	1,254	1,254					
负债合计	7,206	7,667	8,313	8,895					
归属母公司所有者权益	13,361	14,767	16,484	18,412					
少数股东权益	0	2	2	0					
所有者权益合计	13,361	14,769	16,486	18,412					
负债和股东权益	20,566	22,436	24,799	27,307					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,145	1,887	2,519	2,668
现金收益	1,919	2,165	2,373	2,585
存货影响	147	-199	-183	-167
经营性应收影响	360	-179	-29	49
经营性应付影响	35	248	339	306
其他影响	-316	-148	20	-106
投资活动现金流	-1,046	-298	-141	-232
资本支出	-916	-147	-154	-228
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-130	-151	13	-4
融资活动现金流	-760	-403	-365	-355
借款增加	78	-44	-8	4
股利及利息支付	-732	-489	-536	-600
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-106	130	179	241

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	3.0%	10.9%	11.5%	9.4%
EBIT 增长率	8.5%	12.2%	12.7%	11.3%
归母公司净利润增长率	9.6%	11.9%	12.4%	10.8%
获利能力				
毛利率	38.9%	39.8%	40.7%	41.4%
净利率	14.9%	15.0%	15.1%	15.3%
ROE	12.6%	12.7%	12.8%	12.7%
ROIC	15.0%	15.3%	15.1%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	35.0%	34.2%	33.5%	32.6%
债务权益比	10.3%	9.1%	8.1%	7.2%
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.0	2.2	2.3	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	52	51	52	52
应付账款周转天数	155	146	145	147
存货周转天数	91	85	85	86
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	0.90	1.01	1.12
每股经营现金流	1.03	0.90	1.21	1.28
每股净资产	6.40	7.08	7.90	8.82
估值比率				
P/E	11	10	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	27	24	22	20

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。