

教材教辅仍有韧性，高分红率回馈股东

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 四川省 K12 在校生短期仍保持稳定，教材教辅出版发行基本盘业务仍贡献稳定业绩；2) 一般图书出版发行业务受益于公司和多方个人作家和传媒集团合作，以及线上销售渠道的拓展，有望贡献业绩增量；3) 公司多年保持 30% 以上稳健分红率，回馈股东。
- 2024-2025 年四川省 K12 在校生数量仍有韧性。** 出生人口自 2020 年开始下降，但反映到 K12 在校生数量有滞后性，预计 2024-2025 在校生数量仍有韧性。四川省出生人口自 2020 年下降，但考虑到小学生 6 岁进入小学，18 岁高中毕业，出生人口下降对 K12 在校生数量的负面影响有一定滞后性，2024-2025 小学入学数量对应 2018-2019 年出生人口 (90w 左右)，高中毕业数量对应 2006-2007 年出生人口 (75w 左右)，预计 2024-2025 年 K12 在校生人口数量仍有韧性。
- 出版发行地区龙头，合作资源丰富。** 公司旗下全资持有 15 家出版传媒单位，涉及图书、报刊、音像、电子、网络等出版品类。教材教辅方面，公司旗下四川教育出版社拥有国家新闻出版署颁发的图书出版许可证，有效期至 2029 年 12 月 31 日；公司拥有中小学全学科的教辅材料出版资质，出版的教材教辅主要在四川省内销售。一般图书方面，公司与包括王蒙、刘心武在内的作家和包括迪士尼、企鹅兰登在内的机构建立合作关系。据开卷数据显示，公司大众出版市场实洋占有率在地方出版集团中排名第 7 位，在全国 37 家出版传媒集团中排名第 11 位。
- 稳定分红，分红率维持在 30% 以上。** 公司稳定分红，目前股价对应港股股息率约 4.8%。根据公司 2023 年度利润分配，向股东每 10 股派发现金股利 4 元 (含税)，对应当前港股股价 (9.07 港币；汇率 1 港币=0.92 人民币)，股息率约为 5%。公司经营情况稳健，保持持续分红，2016-2024 年年度分红率保持在 30% 以上，且 23 年末发放特殊分红，稳定回馈股东。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.41 元、1.53 元、1.65 元，对应的 PE 为 5.9 倍、5.4 倍、5 倍。考虑到公司为地方性出版集团头部机构，出版发行业务强者恒强，教育信息化业务有望打开新的增长曲线，受益于西部大开发战略，公司有望获取所得税税收优惠，以及公司保持稳定的较高水平的分红率，最后考虑港股的估值折价，我们给予公司 2024 年 8 倍 PE，目标价 12.26 港元 (汇率 1 港币=0.92 人民币)，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 国家政策变动的风险，入学人口波动出现的风险，纸价波动的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11868.49	13965.00	15582.53	17030.32
增长率	8.58%	17.66%	11.58%	9.29%
归属母公司净利润(百万元)	1579.15	1737.26	1893.28	2038.16
增长率	13.06%	10.01%	8.98%	7.65%
每股收益 EPS(元)	1.28	1.41	1.53	1.65
净资产收益率 ROE	12.08%	12.05%	11.92%	11.67%
PE	6.52	5.93	5.44	5.05
PB	0.79	0.71	0.65	0.59

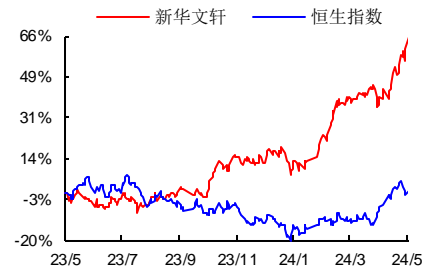
数据来源: ifind, 西南证券

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

分析师: 苗泽欣
执业证号: S1250524030004
电话: 13608650525
邮箱: mzxin@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)	5.55-9.37
流通 A 股(亿股)	1.37
52 周内股价区间(元)	12.34
总市值(亿元)	111.91

相关研究

目 录

1 公司概况：西南地区出版龙头	1
2 在校生人数保持稳健，图书零售市场逐步恢复	4
2.1 2024-2025 四川省 K12 在校生数量仍有韧性.....	4
2.2 图书零售市场逐步恢复，网店贡献主要增量.....	5
3 出版发行地区龙头，稳定分红回馈股东	6
3.1 出版发行地区龙头，合作资源丰富.....	6
3.2 积极探索新技术，线上线下双渠道发行.....	8
3.3 稳定分红，回馈股东.....	9
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 企业沿革.....	1
图 2: 公司股权架构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	2
图 3: 公司 2018-2024Q1 营业收入及增速.....	3
图 4: 公司 2018-2024Q1 归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司 2018-2023 分业务毛利率	4
图 6: 公司 2018-2023 主营业务占比	4
图 7: 公司 2018-2024Q1 三费率情况.....	4
图 8: 公司 2018-2024Q1 经营性现金流.....	4
图 9: 历年四川省常住人口 (万人)	5
图 10: 四川省人口出生率.....	5
图 11: 历年四川省出生人口	5
图 12: 历年四川省在校学生数 (万人)	5
图 13: 图书零售市场码洋规模.....	6
图 14: 图书零售渠道比例.....	6
图 15: 教材教辅发行收入及 yoy.....	7
图 16: 教材教辅出版收入及 yoy.....	7
图 17: 一般图书发行收入及 yoy.....	7
图 18: 一般图书出版收入及 yoy.....	7
图 19: 文轩优学线上服务平台.....	8
图 20: AI 品牌视频《阅读到家》	8
图 21: 新华文轩线上云店.....	9
图 22: 文轩 BOOKS 成华店近景	9

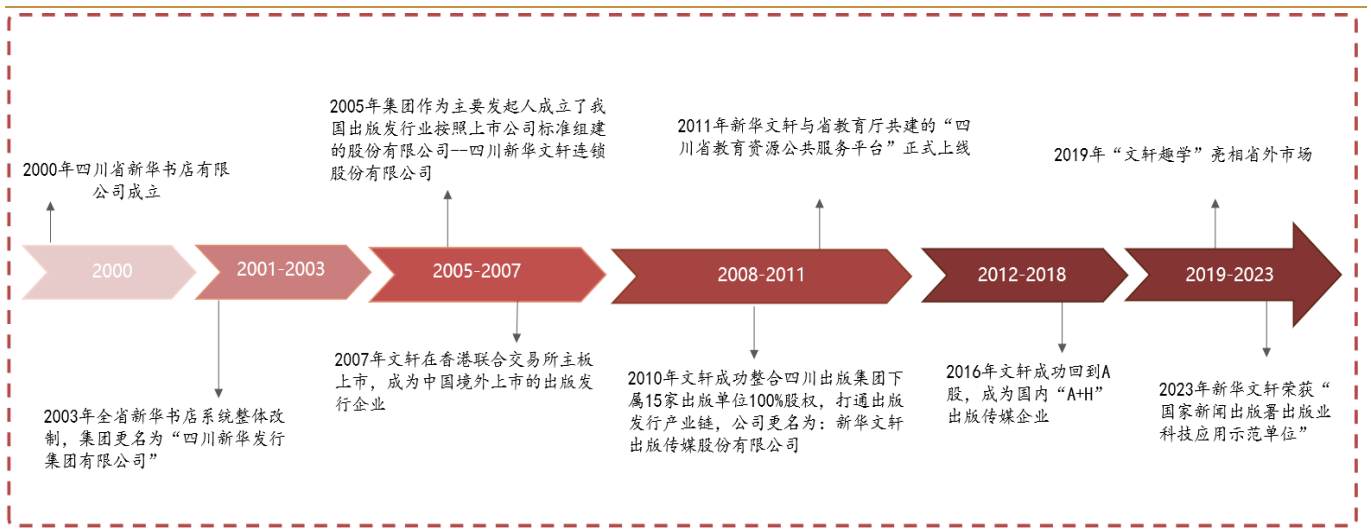
表 目 录

表 1: 公司主营业务介绍	1
表 2: 公司管理层介绍	2
表 3: 公司旗下出版传媒单位.....	6
表 4: 公司合作作家和机构	8
表 5: 2016-2024 分红情况	9
表 6: 分业务收入及毛利率	10
表 7: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值	12

1 公司概况：西南地区出版龙头

公司是四川省唯一具备中小学教科书发行资质的企业，除出版发行主业外，积极探索阅读服务、教育服务等业务。公司于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。公司作为以出版发行为主业的全国一流文化企业，以传承优秀文化、引领产业发展为使命，是集内容创意出版、文化消费服务、教育服务、供应链服务和资本经营等业务为一体的文化产业经营实体。公司作为四川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。此外，公司还积极探索教育信息化、阅读服务等业务，致力于实现多元化发展。

图 1：企业沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实施出版发行产业链一体化经营，是综合性文化服务集团。公司旗下拥有 15 家出版传媒单位，涉及图书、报刊、音像、电子、网络等出版品类。各出版单位围绕自身专业定位，组织策划选题，按出版流程完成各类别产品的规范出版，并对外销售。公司是四川省唯一具备中小学教科书发行业务资质的企业，作为四川省义务教育阶段中小学生教材单一来源采购的供货方，公司每学年和省教育厅签订义务教育阶段学生免费教科书采购合同。2023 年，公司发行业务实现营业收入 104.9 亿元，同比增长 8.7%；出版业务实现收入 29.9 亿元，同比增长 8.8%。

表 1：公司主营业务介绍

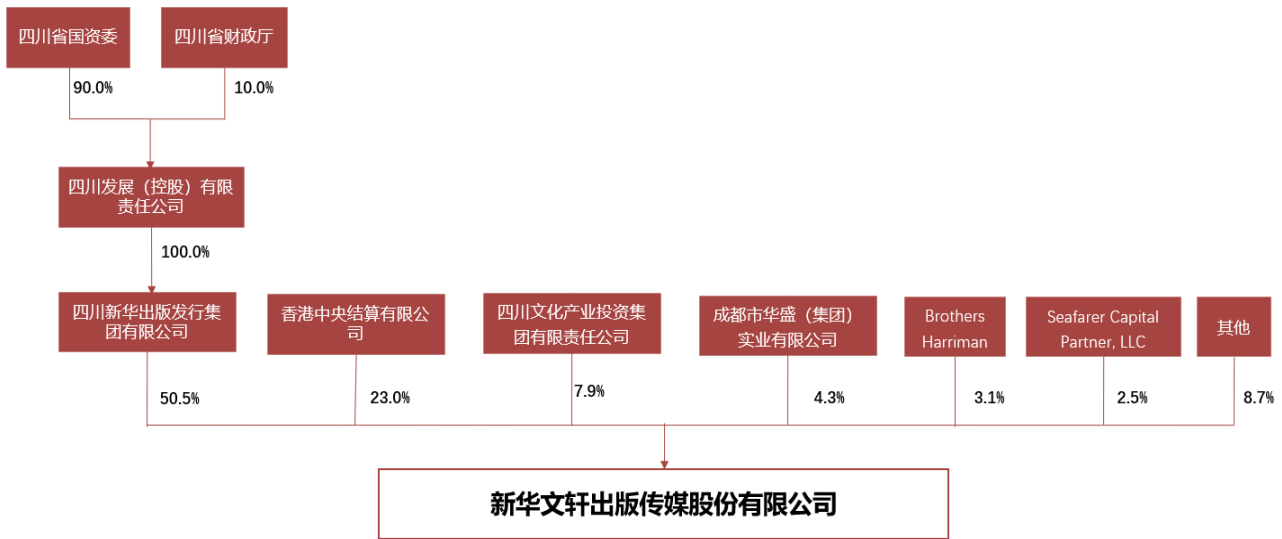
主营业务	2023 年营业收入	毛利率	2023 年经营情况
发行业务	104.9 亿元 (占比 88.4%) yoy+8.7%	32.1%	公司是四川省唯一具备中小学教科书发行业务资质的企业，作为四川省义务教育阶段中小学生教材单一来源采购的供货方，每学年和省教育厅签订义务教育阶段学生免费教科书采购合同。2023 年，本公司已与省教育厅签订了“四川省 2023-2024 学年义务教育阶段学生免费教科书政府采购合同书”。教材教辅销售量 3.8 亿册，销售码洋 48.0 亿元，销售收入 46.1 亿元，一般图书销售量为 2.6 亿册，销售码洋 89.7 亿元；销售收入 55.2 亿元。
出版业务	29.9 亿元 (占比 25.2%)	33.1%	本集团旗下四川教育出版社取得国家新闻出版署颁发的图书出版许可证((署)图出证(川)字第 009 号)，有效期至 2029 年 12 月 31 日，拥有中小学全学科的教辅材料出版资质，出版的教材教辅主

主营业务	2023 年营业收入	毛利率	2023 年经营情况
	yoy+8.8%		要在四川省内销售。出版业务中教材教辅实现销售收入 15.6 亿元，较上年同期 14.2 亿元增长 9.7%，出版业务中一般图书实现销售收入 10.1 亿元，较上年同期 9.8 亿元增加 3.2%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

实际控制人为四川省国资委。截止 2024Q1 末，四川新华发行集团直接持有公司 50.5% 的股份，为公司控股股东，四川省国资委为公司实际控制人。公司前三大其他股东包括：香港中央结算有限公司直接持股 23.0%、四川文化产业投资集团有限责任公司持有公司 7.9% 的股份。

图 2：公司股权架构（截至 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司管理层传媒行业经验丰富，为管理层注入新鲜血液。管理层为公司带来优秀的管理决策，引领公司创新，赋能公司成长动力。周青现任本公司党委书记、董事长，四川新华出版发行集团党委书记、董事长。曾任四川省新闻出版局（省版权局）副局长、党组成员等。周先生于 2023 年 7 月起担任本公司党委书记，于 2023 年 8 月起担任本公司董事长。其他高管层人员还包括副董事长刘龙章、总经理李强等。

表 2：公司管理层介绍

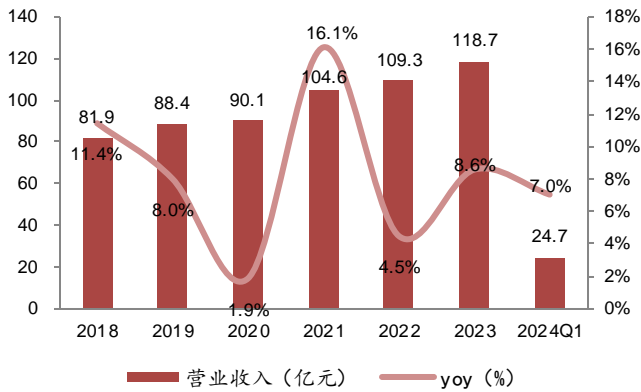
姓名	职位	工作经历
周青	董事长	现任本公司党委书记、董事长，四川新华出版发行集团党委书记、董事长。 曾任四川省新闻出版局（省版权局）副局长、党组成员等。周先生于 2023 年 7 月起担任本公司党委书记，于 2023 年 8 月起担任本公司董事长。周先生毕业于西南交通大学法学理论专业，获得法学硕士学位，并完成四川省党校经济学专业研究生课程。
刘龙章	副董事长	现任本公司党委委员、副董事长，四川新华出版发行集团党委副书记、副董事长、总经理。 曾任四川省都江堰市经济体制改革委员会秘书科副科长、综合科科长等于 2021 年 4 月起担任本公司党委委员，于 2021 年 5 月起担任本公司副董事长。刘先生毕业于北京师范大学哲学系，获得哲学学士
李强	总经理	现任本公司党委副书记、执行董事、总经理。 曾任四川文轩教育科技有限公司总经理、董事长，四川亚新盛翔教育科技有限公司董事。于 2019 年 4 月起任本公

姓名	职位	工作经历
		司总经理，于 2021 年 6 月起任本公司党委副书记，于 2022 年 1 月起担任本公司执行董事。李先生毕业于武汉大学图书出版发行学专业，获得文学学士学位，亦为高级经济师、高级政工师。
邱明	监事会主席	现任本公司监事会主席，四川文投集团财务部主任，四川文投汇文资产管理有限公司董事，四川川出置业有限责任公司监事。 曾任四川少年儿童出版社财务科会计，四川出版集团有限责任公司计划财务部会计主管等。于 2023 年 8 月起担任本公司监事及监事会主席。邱先生毕业于重庆商学院，获得经济学学士学位
王华光	总编辑	现任本公司党委委员、总编辑，四川文轩文化传播有限责任公司执行董事。 于 2021 年 6 月起任本公司党委委员，于 2023 年 2 月 13 日起任本公司总编辑。王先生毕业于山东大学中国古典文学专业，获得文学硕士学位，并获有编审专业技
杨森	董事会秘书	现任本公司董事会秘书、联席公司秘书，文轩投资有限公司董事。 曾任本公司经理办公室董事会工作人员，上市办公室专职工作人员、董事会办公室投资者关系管理专员、主任助理、副主任、主任及本公司证券事务代表。于 2022 年 1 月起担任本公司董事会秘书。杨女士毕业于西南交通大学产业经济专业，获得经济学硕士学位。

数据来源：公司公告，西南证券整理

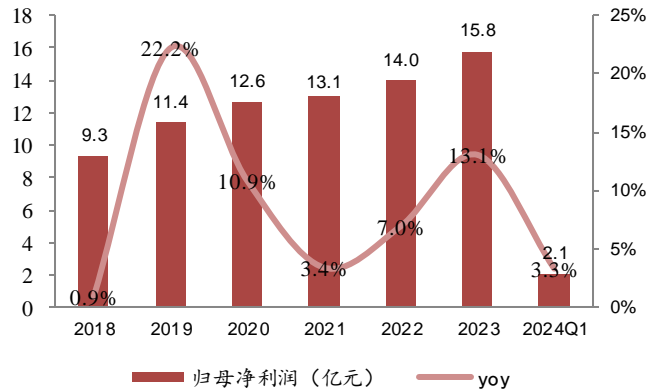
公司收入利润持续增长，并购门店带来业绩增量。公司 2023 年实现营业收入 118.7 亿元，同比增长 8.6%，主要得益于教材教辅发行、一般图书线上销售等业务销售增长以及并购凉山州新华书店带来收入增长。2023 年非全资子公司凉山州新华书店实现营业收入 4.3 亿元，净利润 1.1 亿元。公司 2023 年实现归母净利润 15.8 亿元，同比增长 13.1%，主要得益于销售增长带来的毛利增加，以及改制企业税收优惠政策的变化。公司 2024 年第一季度业绩维持增长，营业收入同比增长 7% 至 24.7 亿元，归母净利润同比增长 3.3% 至 2.1 亿元。

图 3：公司 2018-2024Q1 营业收入及增速



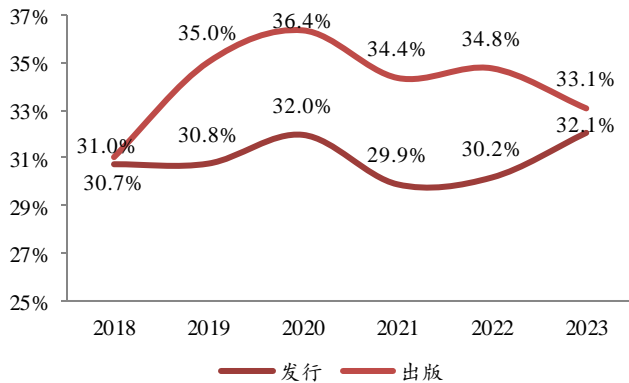
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2018-2024Q1 归母净利润及增速

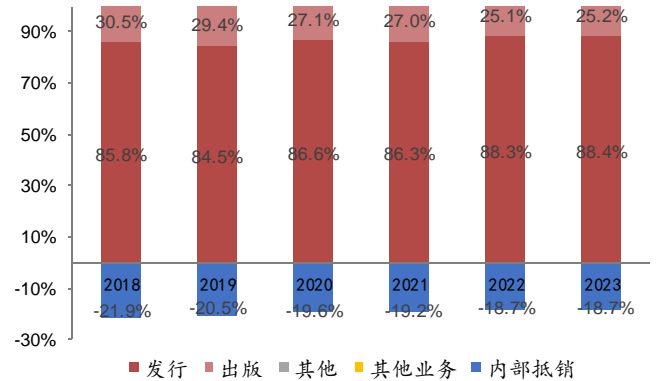


数据来源：公司公告，西南证券整理

发行、出版贡献主要收入，总体毛利率维持在 35-40%。发行业务贡献主要收入，2023 年，贡献收入占比近 90%，毛利率维持在 30% 左右的水平。出版业务为第二大收入贡献来源，2023 年贡献收入占比 25.2%，出版毛利率受纸价波动影响，2023 年为 33.1%。公司总体毛利率维持在 35-40% 水平，较为稳定。

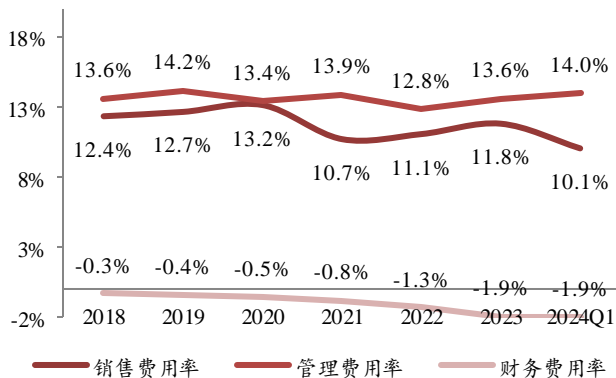
图 5：公司 2018-2023 分业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

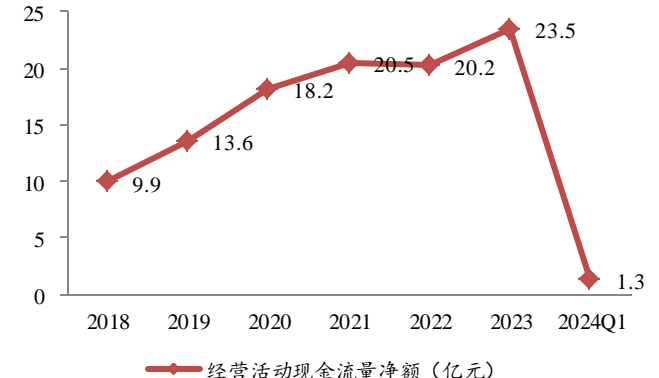
图 6：公司 2018-2023 主营业务占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用支出基本稳定，现金流维持增长趋势。2023 年公司并购凉山州新华书店，随着销售增长带来的宣传促销费、差旅费、师资培训费及人力成本等费用的增加，导致公司 2023 年销售费用率以及管理费用率上升，销售费用率为 11.8%，管理费用率为 13.6%；财务费用率因年度银行存款利息上涨，降低至 -1.9%。随着书店扩张带来的销售增长让公司经营活动现金净流入增加，2023 年经营活动现金流量净额为 23.5 亿元。

图 7：公司 2018-2024Q1 三费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

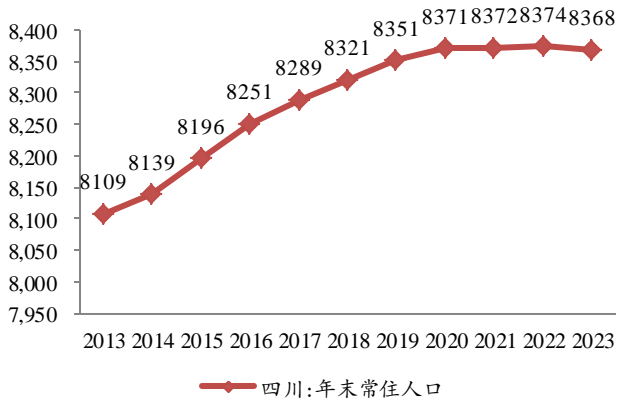
图 8：公司 2018-2024Q1 经营性现金流


数据来源：公司公告，西南证券整理

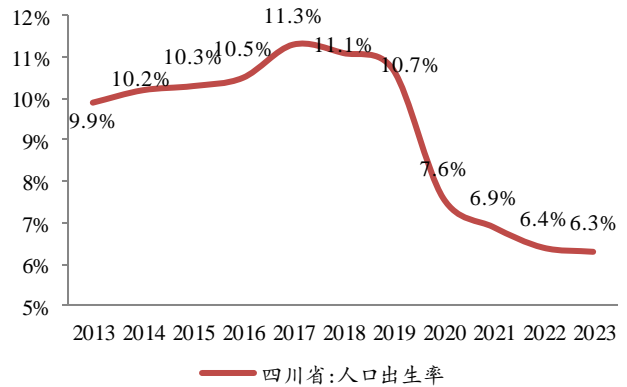
2 在校生人数保持稳健，图书零售市场逐步恢复

2.1 2024-2025 四川省 K12 在校生数量仍有韧性

四川省近年出生率有所下滑，但常住人口数量保持稳健。近几年出生率波动较大，2015 年 10 月全面放开二胎政策，随后出生率进入稳步上升通道，2017 年达到巅峰 11.3%，18-19 年出生率仍维持在高位，2020 年及之后随着疫情及经济恢复节奏的影响，出生率有所下降。但四川省常住人口近年仍保持稳健，2013-2020 年呈现快速增长的态势，2021-2023 维持在 8370w 左右的水平。

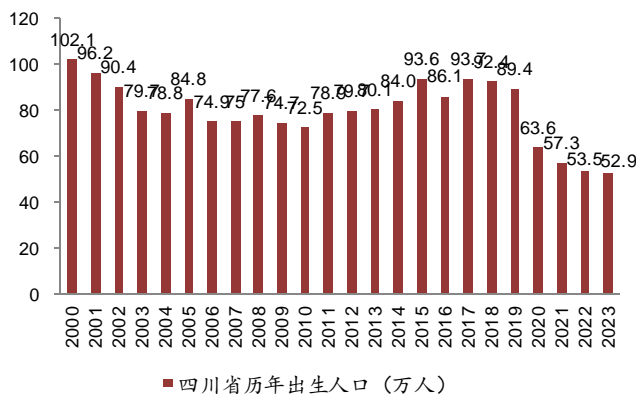
图 9：历年四川省常住人口（万人）


数据来源: ifind, 西南证券整理

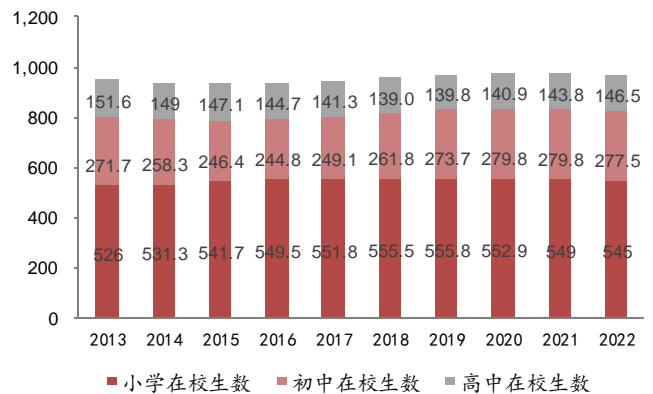
图 10：四川省人口出生率


数据来源: ifind, 西南证券整理

出生人口自 2020 年开始下降，但反映到 K12 在校生数量有滞后性，预计 2024-2025 在校生数量仍有韧性。根据四川省统计年鉴，2006-2013 四川省出生人口数量稳定在 70-80w 区间，2014-2019 年上升到 90w 左右，2020 年后下降。但考虑到小学生 6 岁进入小学，18 岁高中毕业，出生人口下降对 K12 在校生数量的负面影响有一定滞后性，2024-2025 小学入学数量对应 2018-2019 年出生人口（90w 左右），高中毕业数量对应 2006-2007 年出生人口（75w 左右），预计 2024-2025 年 K12 在校生人口数量仍有韧性。

图 11：历年四川省出生人口


数据来源: 四川省统计年鉴, 西南证券整理

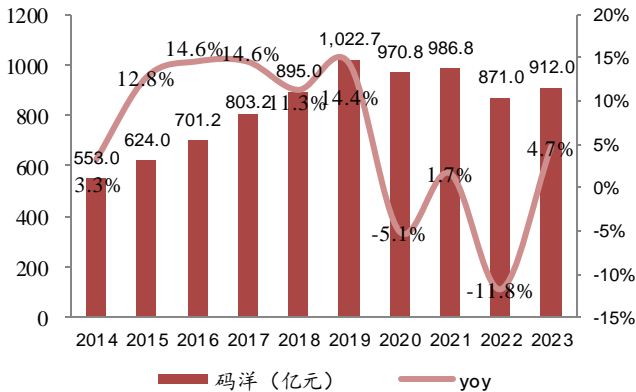
图 12：历年四川省在校学生数（万人）


数据来源: ifind, 西南证券整理

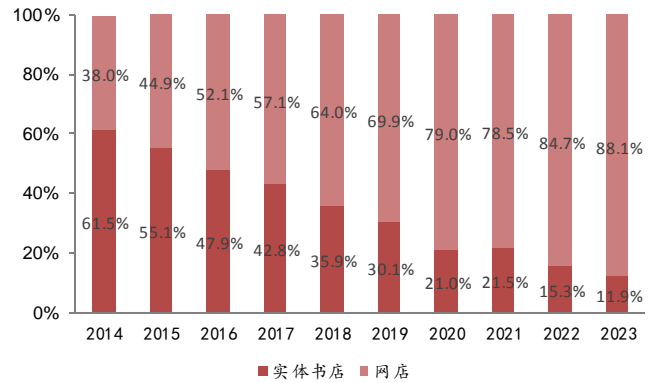
2.2 图书零售市场逐步恢复，网店贡献主要增量

图书零售市场码洋规模自 2014 年开始逐年增长，2020 年后呈现波动趋势。2014-2019 年，图书零售市场码洋规模实现逐年双位数增长，由 553 亿增长至 1022.7 亿，CAGR 为 13.1%。2020 年疫情之后，图书零售市场处于波动发展状态，码洋规模维持在 900-1000 亿。2023 年受到网店渠道的亮眼增长，码洋规模同比增长 4.7% 至 912 亿元，呈恢复态势。

网店销售份额不断扩张，与实体书店份额比为 9:1。分渠道来看，网店销售份额从 2014 年到 2023 年不断扩张，网店渠道早期以货架电商为主，现在以短视频电商为流量高地。实体书店码洋占比总体图书零售渠道持续下降，从 2014 年的 61.5% 下降到 2023 年的 11.9%。

图 13: 图书零售市场码洋规模


数据来源: 开卷, 西南证券整理

图 14: 图书零售渠道比例


数据来源: 开卷, 西南证券整理

3 出版发行地区龙头, 稳定分红回馈股东

3.1 出版发行地区龙头, 合作资源丰富

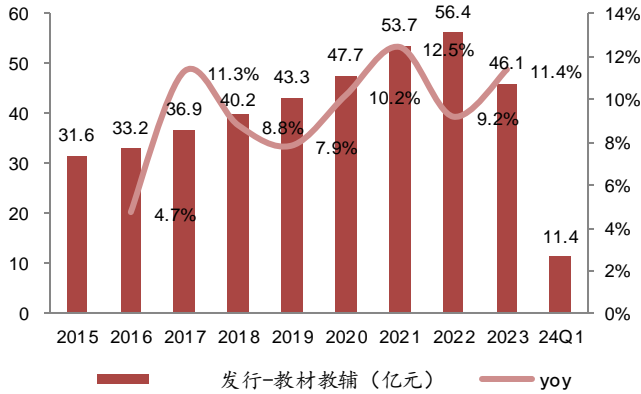
多样化出版传媒公司布局。公司旗下全资持有 15 家出版传媒单位, 涉及图书、报刊、音像、电子、网络等出版品类。其中 8 家为大众图书出版社, 主要按照社科、少儿、文艺、古籍、科技等专业方向策划出版一般图书; 1 家为教育图书出版社, 主要负责教育类图书及部分一般图书的研发及出版; 此外, 还有 1 家数字出版单位、2 家报社和 3 家期刊社。其中, 四川教育出版社 2023 年实现营收 9.7 亿元, 净利润 4.5 亿元。

表 3: 公司旗下出版传媒单位

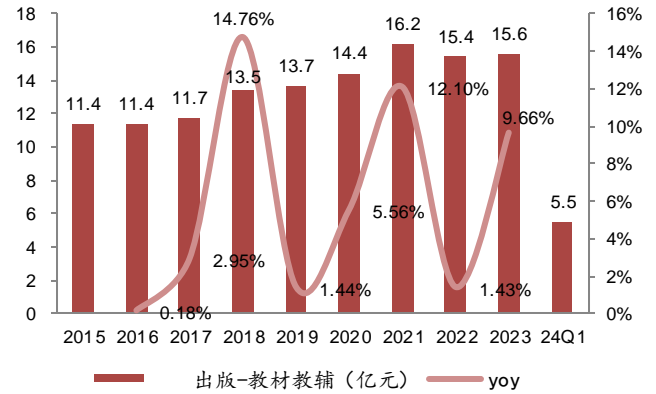
出版传媒单位	主营业务	出版传媒单位	主营业务
天地出版社	大众图书出版社	四川教育出版社	教育图书出版社
巴蜀书社	大众图书出版社	四川数字出版传媒	数字出版单位
四川文艺出版社	大众图书出版社	读者报社	报社
四川人民出版社	大众图书出版社	四川画报社	报社
四川少年儿童出版社	大众图书出版社	四川看熊猫杂志	期刊社
四川科学技术出版社	大众图书出版社	四川新华文轩传媒	期刊社
四川美术出版社	大众图书出版社	四川大自然探索杂志社	期刊社
四川辞书出版社	大众图书出版社		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

教材教辅出版发行强者恒强, K12 在校生短期仍有韧性。公司旗下四川教育出版社拥有国家新闻出版署颁发的图书出版许可证, 有效期至 2029 年 12 月 31 日; 公司拥有中小学全学科的教辅材料出版资质, 出版的教材教辅主要在四川省内销售。受益于 K12 在校生人数增长以及公司在教材教辅领域的市占率逐步提升, 2015-2023 年, 公司教材教辅出版和发行收入稳健增长, 2023 年教材教辅实现发行收入 46.1 亿元, 同比增长 11.4%; 实现出版收入 15.6 亿元, 同比增长 9.7%。未来 1-2 年维度, 四川省 K12 在校生数量仍具增长动力, 教材教辅业务同样具发展势能。

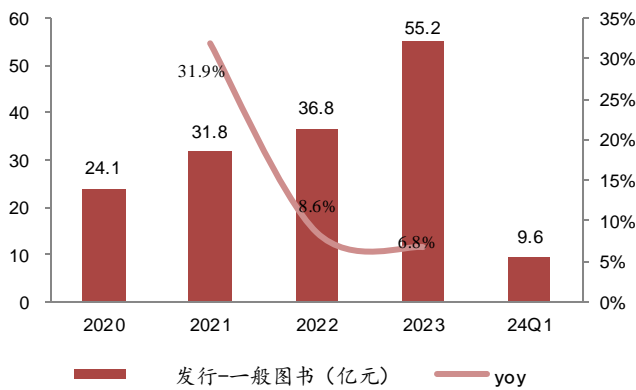
图 15: 教材教辅发行收入及 yoy


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (2022-2023 年 yoy 因为披露口径调整, 显示财报数据)

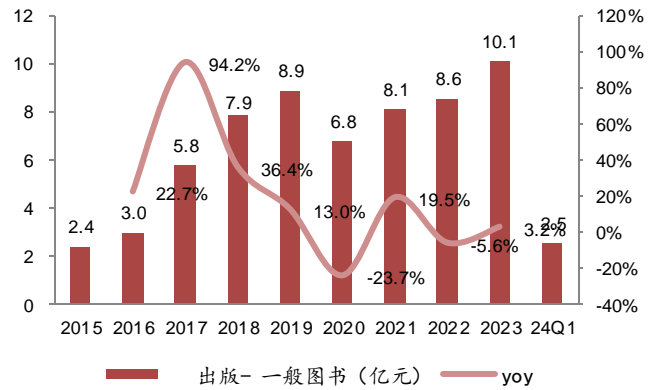
图 16: 教材教辅出版收入及 yoy


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (2022-2023 年 yoy 因为披露口径调整, 显示财报数据)

一般图书市占率排名稳步提升, 出版品牌建设卓有成效。据开卷数据显示, 公司大众出版市场实洋占有率在地方出版集团中排名第 7 位, 在全国 37 家出版传媒集团中排名第 11 位, 自 2016 年的 19 位至今已上升 8 位。2023 年公司一般图书发行业务实现授予 55.2 亿元, 同比提升 6.8%。公司注重出版品牌建设, 比如明琴工作室能够紧密贴合市场需求, 打造优质双效图书, 2023 年, 明琴工作室出版新书 15 种, 多种畅销品再版加印, 实现出版码洋 2.3 亿元; “天喜文化”出版新书 90 余种, 出版码洋达 1.5 亿元; 壹卷工作室出版新书 19 种, 多种图书获得国家级奖项; 鲸歌工作室出版新书超过 50 种。

图 17: 一般图书发行收入及 yoy


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (2022-2023 年 yoy 因为披露口径调整, 显示财报数据)

图 18: 一般图书出版收入及 yoy


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (2022-2023 年 yoy 因为披露口径调整, 显示财报数据)

合作资源丰富, 少儿图书具垂类竞争优势。公司内容资源聚集开发能力稳步提升, 与各类作家和传媒机构建立稳定合作关系。公司合作个人作家包括王蒙、刘心武、黄亚洲、龙平平、何建明、张其成、阿来、北猫等; 合作机构方面, 公司获得 Disney、DK、维亚康姆、企鹅兰登等全球著名出版传媒机构的多种授权。在少儿类图书出版方面, 公司形成了较强的内容品牌优势, 旗下四川少儿出版社拥有爆款 IP——米小圈的专有出版权, 该系列产品上线后持续上榜开卷少儿图书全国畅销榜。

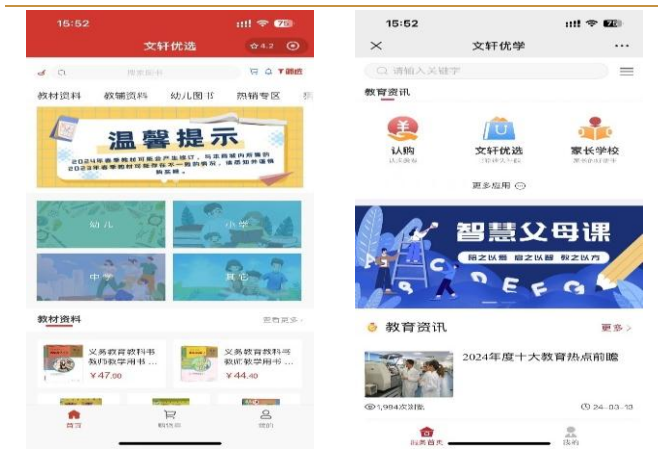
表 4：公司合作作家和机构

	类别	合作方
行业专家	文学作家	王蒙（文化部原部长，著有《青春万岁》《活动变人形》《组织部来了个年轻人》）、 刘心武（中国作家、红学研究家，著有《班主任》《钟鼓楼》《刘心武揭秘红楼梦》《飘窗》）、 黄亚洲（中国内地作家、编剧，著有《开天辟地》《日出东方》《毛泽东在上海 1924》）、 龙平平（编剧，著有《邓小平研究述评》《觉醒年代》）、 何建明（中国作协原副主席，著有《共和国告急》《落泪是金》《国家行动》）、 张其成（著名国学专家，著有《易学文化研究丛书》《全解国学经典丛书》《国学养生丛书》）、 阿来（四川省作家协会主席、中国作协副主席，著有《尘埃落定》《空山》《格萨尔王》）、
	儿童作家	北猫（中国内地作家，著有《米小圈漫画成语》）、 李姗姗（著名儿童文学作家，著有《太阳小时候是个男孩》、《面包男孩》）、 饶雪莉（儿童文学作家，《别让孩子伤在小学》系列、《成长不迷茫》系列）
	海外作家	比尔·波特（美国当代作家翻译家，著有《空谷幽兰》、《禅的行囊》、《黄河之旅》）、 罗杰·米罗（插画家、作家、剧作家，著有《羽毛》《红树林男孩》《小心翼翼》）
出版传媒机构	海外机构	Disney（传媒集团，拥有米奇、漫威、赛车总动员、星球大战等 IP） DK（图书出版公司，《新摄影手册》、《妈妈宝宝护理大全》、《急救手册》等） 维亚康姆（美国传媒公司，《阿甘正传》、《教父》、《碟中谍》、《泰坦尼克号》等） 企鹅兰登（出版社，《成为》等）

数据来源：公司公告，百度百科，西南证券整理

3.2 积极探索新技术，线上线双渠道发行

持续推进教育信息化建设，探索 AI 结合新模式。公司以优质数字化资源内容为抓手，探索从环境建设、教学应用，再到应用运营的业务模式，提供全方位的信息化服务。截至 2023 年末，公司文轩优学线上服务平台共覆盖学校 6190 所，服务学生 466.2 万人。2024 年 4 月，新华文轩和红星新闻网联合发布的首支 AI 品牌视频《阅读到家》，该 AI 视频由红星新闻网团队制作出品，通过文生图、图生图、图生视频反复调整生成，少部分采用场景实拍视频转 AI 视频、多重视频生成等方式相互结合。这是一次将人工智能技术运用到内容制作的媒体融合的案例，为新华文轩提供了创新的书店和阅读到家服务的宣传。

图 19：文轩优学线上服务平台


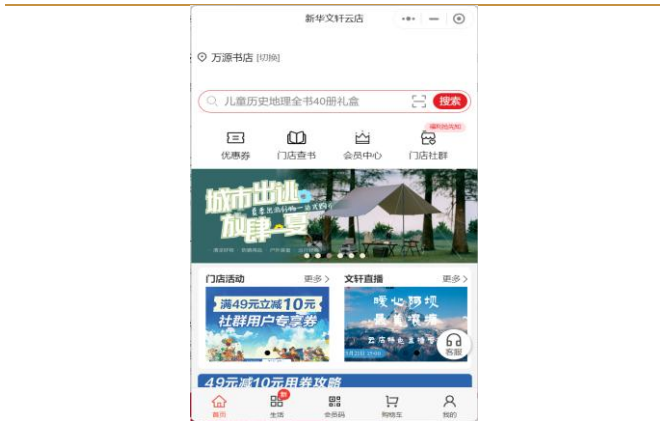
数据来源：文轩优选小程序、文轩优学公众号，西南证券整理

图 20：AI 品牌视频《阅读到家》

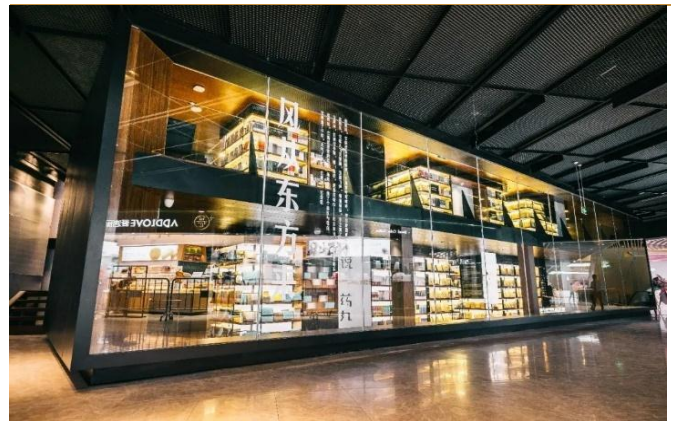

数据来源：红星新闻网，西南证券整理

公司布局线上线下双渠道发行体系。公司持续推进实体书店经营模式转型发展，坚持优化互联网渠道布局。线上方面，公司持续深化天猫、京东、拼多多等平台电商经营，深入推进短视频、直播业务，提升在全国图书电商行业的竞争力；同时结合实体门店的经营特点，深入发展线上云店，构建“百店百面”云店网络体系，不断强化门店与云店“双网”的融合发展。

线下方面，公司在四川省拥有零售直营门店 184 家和分公司 152 家，零售门店主要为城乡居民、各级党政机关、企事业单位以及社会团体等提供图书、文创、阅读文化活动等产品和服务；分公司主要为各中小学校和师生提供教学用书、教育信息化及教育装备产品和服务、劳动与实践教育服务及教师培训服务等。公司重视线下渠道，持续投入推动门店升级改造，提升读者文化消费体验感。

图 21：新华文轩线上云店


数据来源：新华文轩云店，西南证券整理

图 22：文轩 BOOKS 成华店近景


数据来源：文轩 books，西南证券整理

3.3 稳定分红，回馈股东

稳定分红，分红率保持在 30% 以上。公司稳定分红，目前股价对应港股股息率约 4.8%。根据公司 2023 年度利润分配，向股东每 10 股派发现金股利 4 元（含税），对应当前港股股价（9.07 港币；汇率 1 港币=0.92 人民币），股息率约为 5%。公司经营情况稳健，保持持续分红，2016-2024 年年度分红率保持在 30% 以上，且 23 年末发放特殊分红，稳定回馈股东。

表 5：2016-2024 分红情况

预案公告日	分红类型	每股股利	分红率 (%)
2024-03-28	年末分红	0.40	31.25
2023-10-31	特殊分红	0.18	--
2023-03-29	年末分红	0.34	30.04
2022-03-30	年末分红	0.32	30.23
2021-03-31	年末分红	0.31	30.29
2020-03-31	年末分红	0.30	32.50
2019-03-28	年末分红	0.30	39.71
2018-03-29	年末分红	0.30	40.07
2017-03-30	年末分红	0.30	57.17
2016-10-28	特殊分红	0.30	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：发行业务：随着公司加大短视频直播电商渠道开拓，持续推动营销转型升级，提升新渠道销售增量，预计 2024-2026 年短视频渠道销售将以 30%/25%/20% 的速度增加；叠加公司受益于教育信息化业务不断开拓发展，贡献新的增量业绩，预计发行业务将实现稳健增长。

假设 2：出版业务：四川省人口数量保持稳定，且人均配备教辅数量还有提升空间，预计教材教辅收入可以实现稳健增长，预计 2024-2026 年量带动的增长为 8%/5%/3%。

假设 3：受益于西部大开发战略，公司有望按照 15% 所得税率征收。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
发行	收入	10,486.97	12,060.02	13,266.02	14,327.30
	增速	8.70%	15.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	32.05%	32.50%	32.60%	32.80%
出版	收入	2,987.46	3,525.20	3,948.22	4,343.05
	增速	8.77%	18.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	33.08%	33.50%	34.00%	34.00%
其他	收入	433.18	476.50	524.15	576.56
	增速	2.38%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.32%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	收入	178.94	187.89	197.28	207.15
	增速	17.65%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	89.86%	90.00%	90.00%	90.00%
内部抵消	收入	-2,218.06	-2,284.60	-2,353.14	-2,423.73
	增速	-8.76%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	2.19%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	收入	11,868.49	13,965.00	15,582.53	17,030.32
	增速	8.58%	17.66%	11.58%	9.29%
	毛利率	38.04%	38.47%	38.21%	38.05%

数据来源：ifind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股四家地方出版龙头作为可比公司，四家公司 2024 年平均 PE 为 13.6 倍。考虑到公司为地方性出版集团头部机构，出版发行业务强者恒强，教育信息化业务有望打开新的增长曲线，受益于西部大开发战略，公司有望获取所得税税收优惠，以及公司保持稳定的较高水平的分红率，最后考虑港股的估值折价，我们给予公司 2024 年 8 倍 PE，目标价 12.26 港元（汇率 1 港币=0.92 人民币），首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601098	中南传媒	13.00	1.03	0.80	0.87	0.93	12.62	16.25	15.00	13.93
601928	凤凰传媒	11.00	1.16	0.72	0.77	0.82	9.48	15.28	14.24	13.41
601900	南方传媒	13.36	1.46	1.08	1.19	1.33	9.15	12.41	11.20	10.04
601811	新华文轩	14.62	1.28	1.41	1.54	1.65	11.42	10.37	9.49	8.86
平均值							10.67	13.58	12.48	11.56

数据来源：ifind，西南证券整理

5 风险提示

国家政策变动的风险；入学人口波动出现的风险；纸张价格波动的风险。

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
