

山东出版 (601019.SH)

买入 (首次评级)

区域出版龙头主业挺拔，分红比例再创新高

当前价格： 11.84 元

投资要点：

➤ 地方出版龙头，营业收入稳健增长，利润端韧性强劲

山东出版作为地方出版龙头，拥有出版、印刷、发行及物资贸易等全产业链业务，并积极开拓教育培训、研学文旅等创新业态。公司上市以来营业收入年均复合增长率 5.33%，呈现稳健增长态势。2024 年一季度，公司实现营业收入 24.70 亿元，同比增长 13.38%，克服税收减免政策到期的不利影响，实现归母净利润 2.11 亿元，同比下降 1.10%，扣非归母净利润 2.00 亿元，同比增长 14.67%，利润端韧性强劲。

➤ 背靠山东教育大省，K12 人口红利仍在，双教业务持续增长

公司业务根植于山东省，2023 年度公司营业收入的 86.40% 来自省内。山东省作为人口大省和教育大省，是公司 K12 双教业务发展的坚实基础。根据山东统计局新生儿数据，并结合升学率等因素，我们测算 2024-2025 年山东省 K12 在校学生总数仍能保持增长，公司双教业务发展的基石未动。虽然 2026 年 K12 学生数预计下降，但考虑到生育高峰期人口进入高年级，人均教材教辅数量有望增加，存在结构化改善。同时，山东省 2018 年-2023 年间 K12 学生数年均复合增长率高于全国同期水平，在未来负增长阶段山东省仍具相对优势。

➤ 股息率及现金分红率不断提升，股东回报表现优异

从 2017 年上市至 2023 年，公司股息率从 1.71% 提升至 5.97%，现金分红率从 33.64% 提升至 49.19%，各项分红指标持续增长，股东回报居出版公司前列。公司近年来经营活动现金流量净额稳中有升，账面资金体量雄厚，2023 年公司账面货币资金 68.71 亿元，交易性金融资产 19.15 亿元，定期存款及利息 35.51 亿元，共计 123.37 亿元。丰沛的账面资金及稳定的现金流将为后续年度的现金分红提供强有力支撑。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 24-26 年分别实现营业收入 131.88/141.94/148.03 亿元，实现归母净利润 17.17/19.00/20.06 亿元。公司受益于山东省人口优势，产业链完整，主业挺拔。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

行业及税收政策变化的风险、线上渠道折扣力度加大风险、一般图书销量不及预期风险。

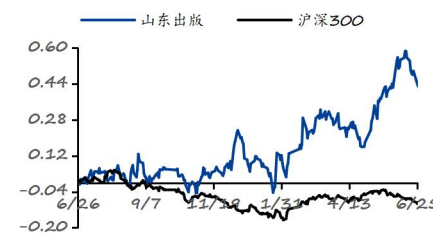
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,215	12,154	13,188	14,194	14,803
增长率	3%	8%	9%	8%	4%
归母净利润(百万元)	1,680	2,376	1,717	1,900	2,006
增长率	10%	41%	-28%	11%	6%
EPS(元/股)	0.81	1.14	0.82	0.91	0.96
市盈率(P/E)	14.7	10.4	14.4	13.0	12.3
市净率(P/B)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,086.90/2,086.90
流通 A 股市值(百万元)	24,708.90
每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	35.97
一年内最高/最低价(元)	13.92/8.13

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：杨晓峰(S0210524020001)
 yxf30436@hfzq.com.cn
 联系人：陈熠暉(S0210123080069)
 cyw30285@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 背靠山东国资，全产业链业务稳步发展.....	3
1.1 公司发展沿革.....	3
1.2 公司股权架构及组织结构.....	3
1.3 公司业绩表现.....	4
2 中小學生数拐点未至，主营双教业务持续增长.....	6
2.1 教材教辅业务收入占比高，上市以来收入 CAGR 8.8%.....	6
2.2 山东教育大省 K12 人口红利仍在，看好公司中短期增长.....	6
3 分红金额和比例创历史新高，股东回报表现优异.....	7
3.1 股息率及现金分红率持续增长，股东回报居出版公司前列.....	7
3.2 优异的现金流表现与丰沛的账面资金是分红回报的有力保障.....	8
4 盈利预测与投资建议.....	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 投资建议.....	11
5 风险提示.....	11

图表目录

图表 1： 公司股权架构及组织结构.....	4
图表 2： 2018-2024Q1 营业收入及增速.....	5
图表 3： 2018-2024Q1 年归母净利润、扣非归母净利润及增速.....	5
图表 4： 2018-2023 年公司营业收入结构.....	5
图表 5： 2018-2023 年公司各项业务毛利率.....	5
图表 6： 2017-2023 年公司收入结构（合并抵消前）.....	6
图表 7： 2017-2023 年教材教辅销售数据.....	6
图表 8： 2024 年山东省 K12 在校学生数结构.....	7
图表 9： 2018-2023 年山东省和全国 K12 学生数.....	7
图表 10： 2017-2023 年公司分红明细.....	8
图表 11： 2023 年 A 股出版行业上市公司股息率及现金分红率.....	8
图表 12： 2017-2023 年公司现金流情况.....	9
图表 13： 2017-2023 年公司资金情况.....	9
图表 14： 2021-2026 年山东省中小學生数量.....	9
图表 15： 2021-2026 年公司业绩拆分预测表.....	10
图表 16： 可比公司估值表.....	11
图表 17： 财务预测摘要.....	12



1 背靠山东国资，全产业链业务稳步发展

1.1 公司发展沿革

2011年12月28日，为了推进文化体制改革，促进文化产业发展，经山东省人民政府、新闻出版总署、山东省委宣传部、山东省财政厅批准，由山东出版集团作为主发起人，联合其全资子公司新地投资（现山东出版投资有限公司），以发起设立方式依法设立山东出版传媒股份有限公司。2013年，公司完成增资扩股，引进中国教育出版传媒集团有限公司等6家战略投资者作为股东。2017年，公司在上海证券交易所主板上市交易，成为山东省首家在主板首发上市的大型文化国企。

山东出版拥有出版、印刷、发行及物资贸易等全产业链业务，并积极融合互联网新兴媒体、新兴信息技术等新业态开拓教育培训、研学文旅等领域，构建了能够良性发展的产业格局。

1.2 公司股权架构及组织结构

截至2024Q1，山东出版集团有限公司持有公司79.52%的股权，山东省财政厅对上市公司股东山东出版集团有限公司百分百控股，公司实际控制人为山东省人民政府。

山东出版拥有出版、发行、印刷、物资贸易和创新业务五大业务板块：

1) 公司的出版业务主要包括教材教辅、一般图书、期刊和电子音像产品、数字产品的出版。按照产品大类主要可分为教材及教辅、一般图书两类；

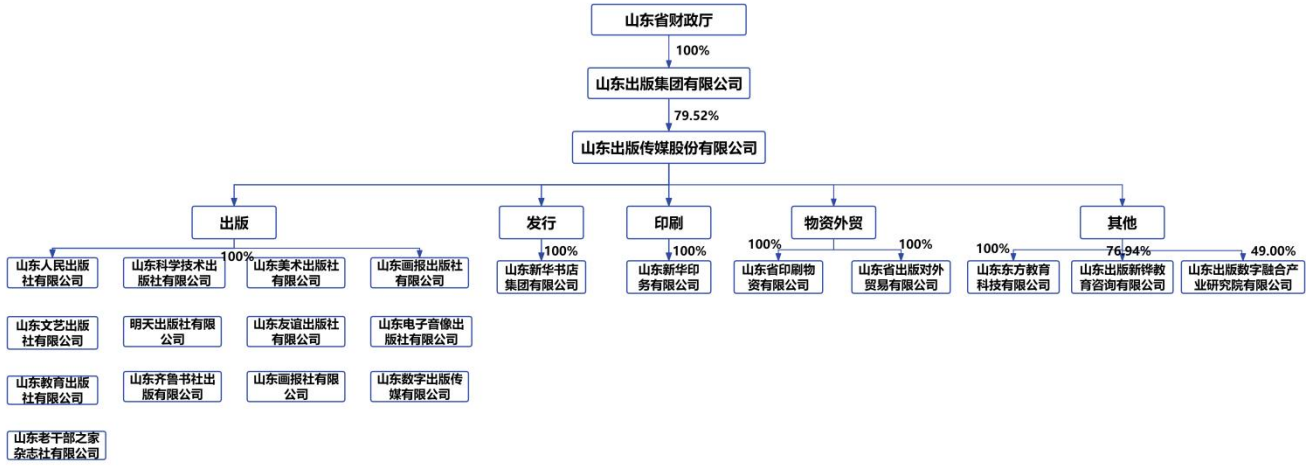
2) 公司发行业务包括书店集团发行业务和下属出版社自办发行业务，山东出版全资子公司山东新华书店集团有限公司是上市公司旗下的发行公司，同时上市公司下属出版社均有自办发行体系；

3) 公司印刷业务包括内部印刷业务和外部印刷业务。公司印刷企业主要服务于各出版社、杂志社、商场、政府事业单位等客户；

4) 物资贸易业务主要包括物资供应业务和外贸业务，物资供应业务主要为公司提供印刷物资，在满足供应的前提下也会对外开展贸易业务，外贸业务主要经营进口木浆等进口物资的贸易；

5) 创新业务包括数字版权、研学文旅、智慧教育、融媒体、数字出版及教育服务供应等业务，依托山东东方教育科技有限公司、山东出版新铎教育咨询公司、山东出版数字融合产业研究院及其他相关单位，充分发挥现有渠道和资源优势，利用新技术、新模式加速推进出版产业的融合创新转型。

图表 1：公司股权架构及组织结构



数据来源：iFind，公司官网，华福证券研究所

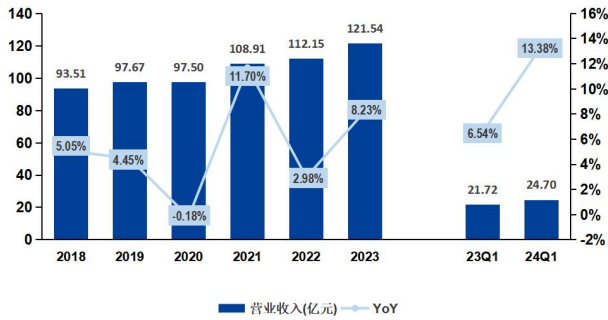
1.3 公司业绩表现

营业收入呈稳健增长态势，利润端韧性强劲。根据公司公告，2017至2023年山东出版营业收入年均复合增长率5.33%，除2020年受疫情影响，线下图书零售市场受到巨大冲击，码洋规模首次出现负增长，其余各年均保持稳健增长。

山东出版2023年全年实现营收121.54亿元，同比增长8.23%；归母净利润23.76亿元，同比增长41.12%；扣非归母净利润15.74亿元，同比增长6.53%。2023年归母净利润大幅增长原因有三：1)公司在报告期内确认非流动性资产处置损益3.36亿元（包括已计提资产减值准备的冲销部分）；2)2023年度政府补助1.01亿元，较上年同期增长81.05%；3)根据财税2023年第71号文件的相关规定，山东出版传媒股份有限公司及其子公司从2024年1月1日起不再享受经营性文化事业单位转制为企业的所得税减免政策，故确认了2.74亿元对当期损益的一次性影响。

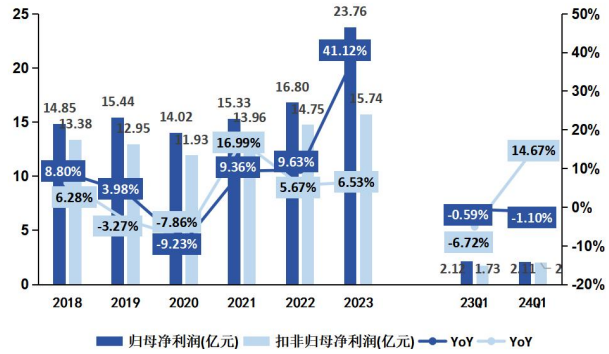
根据公司2024年一季报，24Q1实现营业收入24.70亿元，同比增长13.38%。公司克服税收减免政策到期的不利影响，实现归母净利润2.11亿元，同比下降1.10%，扣非归母净利润2.00亿元，同比增长14.67%，利润端韧性强劲。

图表 2：2018-2024Q1 营业收入及增速



数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 3：2018-2024Q1 年归母净利润、扣非归母净利润及增速



数据来源：iFind，华福证券研究所

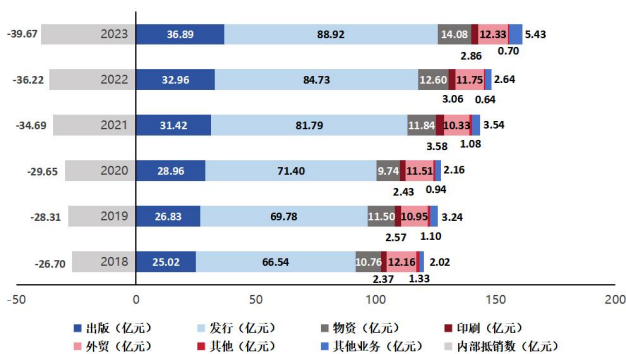
发行与出版收入占比高，毛利率较为稳定。发行业务作为公司的主要收入来源，2023 年营业收入 88.92 亿元，占合并抵消前收入比重 55.16%，发行业务的成本主要为商品销售成本，近年来毛利率较为稳定，2023 年发行业务毛利率 34.15%。

2023 年出版业务实现营收 36.89 亿元，占合并抵消前收入比重 22.88%，出版业务的成本主要包括纸张材料费、印装费、稿费、租型费等，2023 年出版业务毛利率为 26.57%，受纸张和印装费成本上升的影响，近年毛利率略有下降。

公司物资业务主要为公司内部提供印刷物资，在满足公司内部出版、印刷需求的基础上，同时对外开展物资贸易业务，物资与贸易业务相辅相成，协同发展。2023 年物资业务收入为 14.08 亿元，占合并抵消前收入比重 8.73%，外贸业务收入为 12.33 亿元，占合并抵消前收入比重 7.65%。2023 年物资业务毛利率为 11.14%，外贸业务毛利率 1.80%，总体稳定。

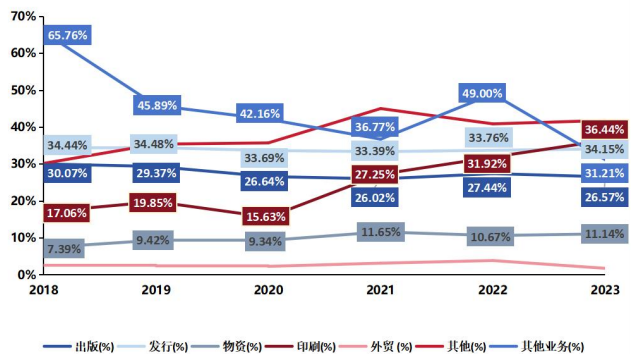
2023 年公司印刷业务营业收入 2.86 亿元，占合并抵消前收入比重 1.77%，出版业务的成本主要包括纸制造费用、直接人工、辅助材料、纸张等。2023 年物资业务毛利率为 36.44%，较五年前有较大提升。

图表 4：2018-2023 年公司营业收入结构



数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 5：2018-2023 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFind，华福证券研究所



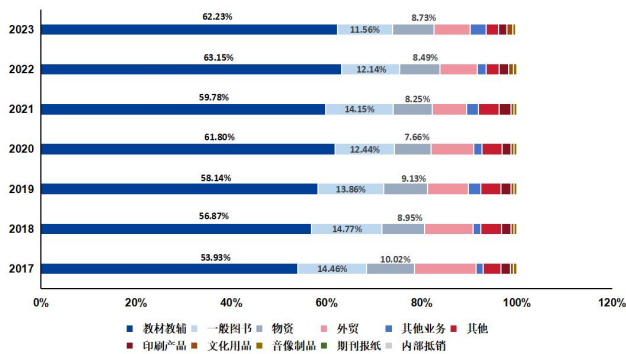
2 中小學生數拐點未至，主營雙教業務持續增長

2.1 教材教輔業務收入占比高，上市以來收入 CAGR 8.8%

按照產品類型拆分公司收入結構來看，雙教業務的收入占比最高，且比重仍有提升趨勢。2017年(上市當年)公司雙教業務收入占合并抵消前收入比重 53.93%，2023年雙教收入占合并抵消前收入比重提升至 62.23%。

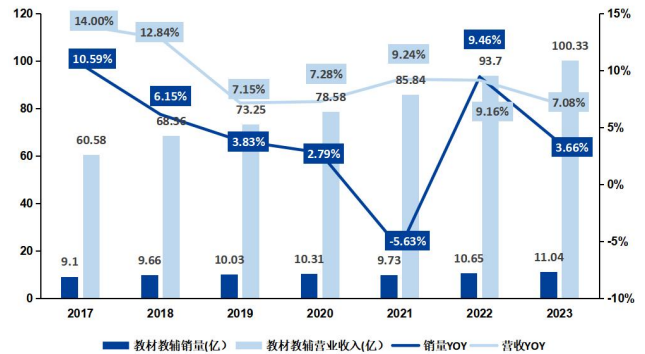
山東出版上市以來，教材教輔銷量不斷攀升，從2017年的9.10億冊提升至2023年的11.04億冊，年均複合增長率3.28%。雙教收入同步增長，從2017年的60.58億元提升至2023年的100.33億元，年均複合增長率8.8%。

圖表 6：2017-2023 年公司收入結構（合并抵消前）



數據來源：iFind，華福證券研究所

圖表 7：2017-2023 年教材教輔銷售數據



數據來源：公司年報，華福證券研究所

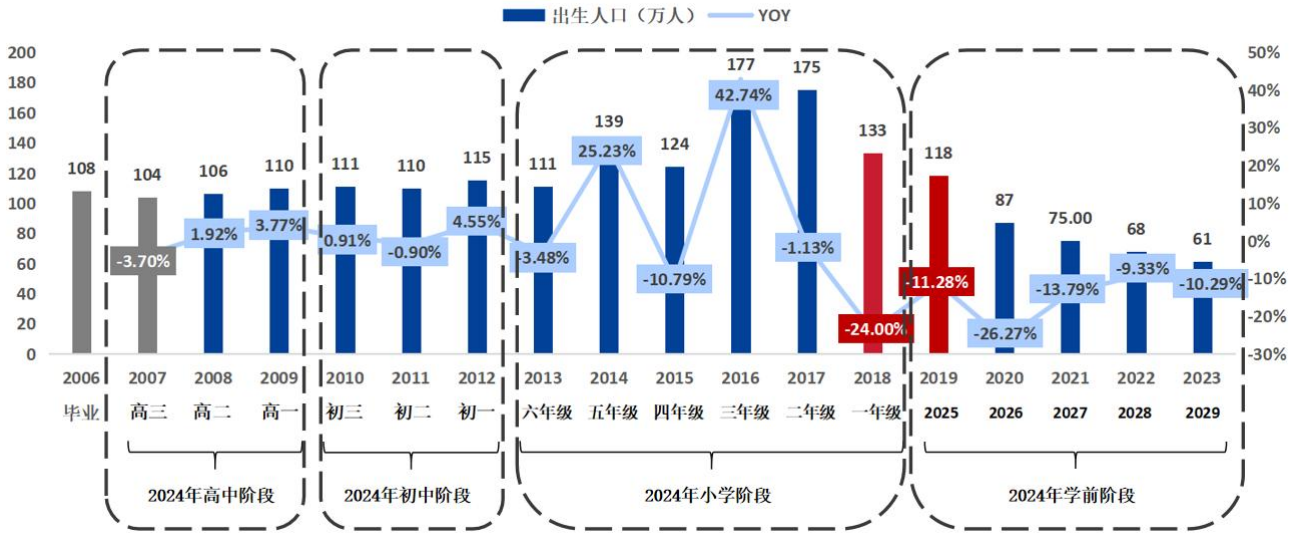
2.2 山東教育大省 K12 人口紅利仍在，看好公司中短期增長

公司的業務根植於山東省，2023年公司營業收入的86.40%來自省內，省外業務占比9.13%，其他業務占比4.47%。山東省是人口大省及教育大省，省內人口紅利為公司主營雙教業務的發展創造了有利條件。

山東省 K12 學生數拐點未至，今明兩年學生總數仍在沖高。根據山東統計局數據，山東省生育高峰出現在2016-2017年，出生人口數分別為177/175萬人，2018年出生人口開始出現雙位數下跌，2020年山東出生人口數跌破100萬人大關。短期來看，2018與2019年的新生兒數量（分別為24年與25年小學一年級學生數）高於2006與2007年的新生兒數量（分別為24年及25年高三畢業人數），2024-2025年山東省 K12 在校學生總數仍能保持增長，公司主營業務發展的基石未動。2026年為2020年出生人口小學入學的年份，根據測算 K12 學生數將出現下降，但考慮到生育高峰期人口進入高年級，人均教材教輔數量有望增加，出現結構化改善。



图表 8：2024 年山东省 K12 在校学生数结构



数据来源：山东省统计年鉴，山东省国民经济与社会发展统计公报，华福证券研究所

山东省历史 K12 年均复合增长率高于全国水平，在未来负增长阶段山东省仍具相对优势。2018 年-2023 年间，全国 K12 学生数年均复合增长率为 1.69%，山东省 K12 学生数年均复合增长率为 2.69%，高于全国同期 1pct。预计 2026 年开始，全国 K12 学生数将进入负增长阶段，参考历史表现，预计山东省跌幅小于全国同期水平，仍具相对优势。

图表 9：2018-2023 年山东省和全国 K12 学生数

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
山东K12总数 (万人)	1,236	1,267	1,292	1,327	1,348	1,411	2.69%
全国K12总数 (万人)	17,367	17,803	18,134	18,403	18,567	18,883	1.69%

数据来源：聚汇数据，华福证券研究所

3 分红金额和比例创历史新高，股东回报表现优异

3.1 股息率及现金分红率持续增长，股东回报居出版公司前列

根据公司公告，2023 年公司向全体股东每 10 股派现金股利人民币 5.60 元（含税），共计分配现金股利 11.69 亿元。从 2017 年至 2023 年，山东出版每股股利从 0.22 元提升至 0.56 元，股息率从 1.71% 提升至 5.97%，现金分红率从 33.64% 提升至 49.19%。公司上市以来始终保持良好的股东回报，2023 年度分红金额和比例创历史新高。

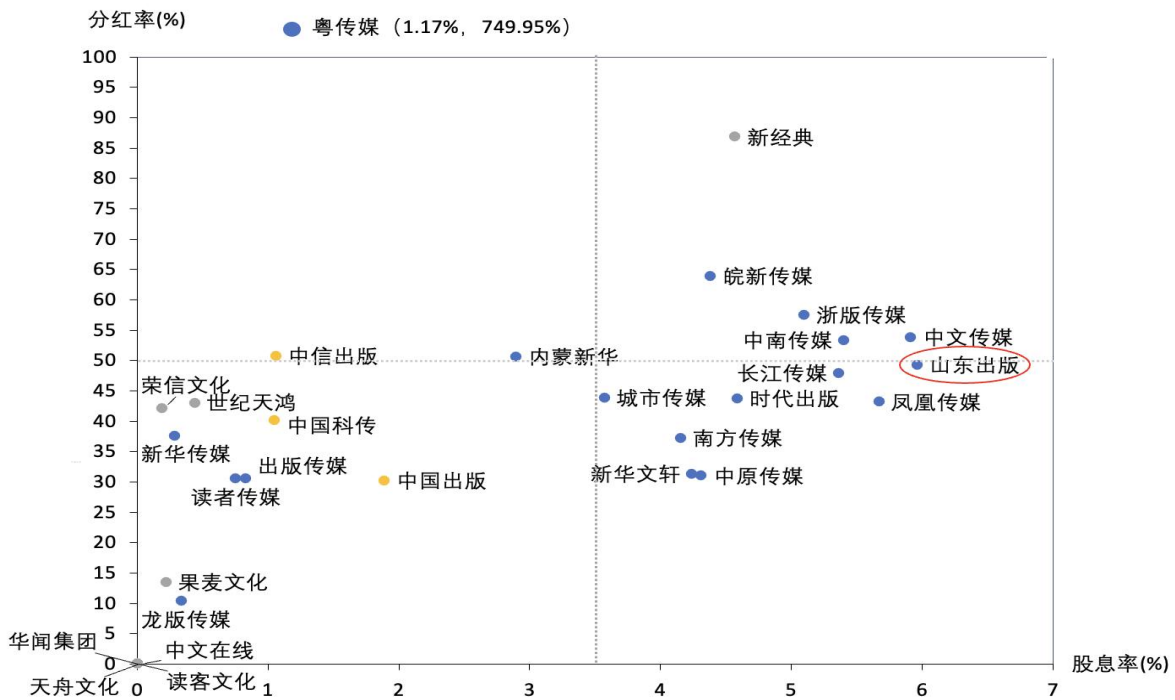
图表 10: 2017-2023 年公司分红明细

年度	每股股利(元)	股息率(%)	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	现金分红率(%)
2017	0.22	1.71	13.65	4.59	33.64
2018	0.29	3.71	14.85	6.05	40.76
2019	0.32	4.6	15.44	6.68	43.25
2020	0.32	5.66	14.02	6.68	47.65
2021	0.35	5.69	15.33	7.3	47.65
2022	0.39	6.21	16.8	8.14	48.43
2023	0.56	5.97	23.76	11.69	49.19

数据来源: iFind, 华福证券研究所

以 2023 年度现金分红金额和 2023 年 12 月 31 日收盘价计算 A 股出版行业所有上市公司的股息率及现金分红率情况, 山东出版综合表现居前。

图表 11: 2023 年 A 股出版行业上市公司股息率及现金分红率



数据来源: iFind, 华福证券研究所

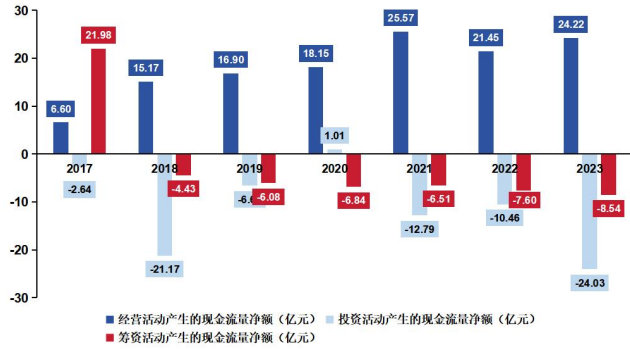
3.2 优异的现金流表现与丰沛的账面资金是分红回报的有力保障

山东出版上市以来, 主营业务稳步发展, 经营活动现金流量净额持续走高, 2023 年公司经营活动现金流量净额 24.22 亿元。2023 年投资活动现金流出增加, 主要是由于公司购买了较大金额的定期存款。2017 年筹资活动现金流量净额增加主要系公司 IPO 募集资金所致, 2018 年开始各年筹资活动现金流出主要为现金分红等。

根据公司年报, 2023 年山东出版账面货币资金 68.71 亿元, 交易性金融资产 19.15 亿元 (主要为银行理财产品及结构性存款), 定期存款及利息 35.51 亿元, 共计 123.37 亿元。丰沛的账面资金及稳定的现金流将为后续年度的现金分红提供强有力的支撑。

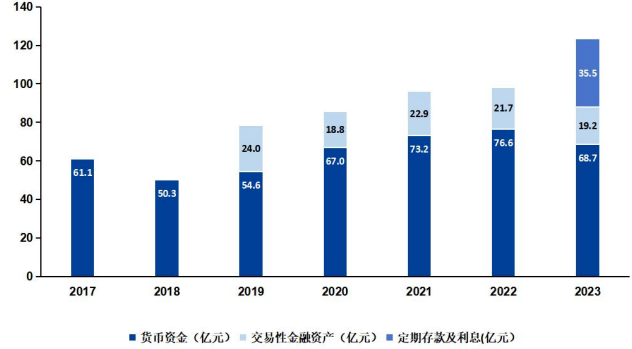


图表 12: 2017-2023 年公司现金流情况



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 13: 2017-2023 年公司资金情况



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) **K12 学生数预测:** 根据山东省统计局披露的新生儿数据, 并考虑到升学率等因素, 我们对 24-26 年的中小學生数量做如下测算:

图表 14: 2021-2026 山东省中小學生数量

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
小学生						
招生数 (万人)	138	131	180	133	118	87
在校生数 (万人)	756	761	812	830	820	778
毕业生数 (万人)	110	111	110	115	128	130
初中生						
招生数 (万人)	125	125	125	131	146	148
在校生数 (万人)	388	397	399	405	426	448
毕业生数 (万人)	108	117	124	125	125	125
高中生						
招生数 (万人)	63	67	74	75	76	76
在校生数 (万人)	183	190	200	212	220	223
毕业生数 (万人)	54	59	64	63	67	74
在校生总人数 (万人)	1,327	1,348	1,411	1,447	1,466	1,448

数据来源: 2021-2022 年山东省国民经济和社会发展统计公报、华福证券研究所

尽管山东省新生儿数量于 2018 年开始出现负增长, 但从短期来看, 2018 与 2019 年的新生儿数量 (分别为 24 年及 25 年小学一年级学生数) 高于 2006 与 2007 年的新生儿数量 (分别为 24 年及 25 年高三毕业人数), 2024-2025 年山东省 K12 中小學生数仍能保持增长, 中小学在校生总数预计从 2026 年出现下跌。

(2) **教材教辅业务:** 根据上述对山东省 K12 学生总数的预测, 考虑到生育高峰期人口进入高年级, 预计人均教辅教材数量增加。同时, 公司积极拓展职业教育教材教辅业务带来收入增量, 我们预计教材教辅出版业务 2024-2026 年收入分别达到



35.32/38.84/40.48 亿元，同比增长 12%/10%/4%。教材教辅发行业务 2024-2026 年收入分别达到 76.15/82.69/86.71 亿元，同比增长 11%/9%/5%。

(3) **一般图书业务**：公司着力打造高品质精品图书，疫后线下发行渠道迎来恢复，线上渠道通过多品类电商持续拓宽，可抵消部分阅读习惯变迁对纸质大众图书销量的负面影响。我们预计一般图书出版业务 2024-2026 年收入分别达到 4.46/4.57/4.71 亿元，同比增长 4%/3%/3%。一般图书发行业务 2024-2026 年收入分别达到 14.22/14.47/14.72 亿元，同比变动-1%/2%/2%。

(4) **税收政策影响**：根据财政部、国家税务总局、中央宣传部《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》，自 2024 年 1 月 1 日起，本公司及所属相关子公司不再享受企业所得税减免政策。预计对公司 2024 年度利润表现产生较大影响。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 9%、8%、4%，归母净利润增速分别为-28%、11%、6%，对应 EPS 分别为 0.82 元、0.91 元、0.96 元。

图表 15：2021-2026 公司业绩拆分预测表

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
出版业务	营收（百万元）	3,142.49	3,295.81	3,689.24	4,095.86	4,467.72	4,654.96
	YoY	8.52%	4.88%	11.94%	11.02%	9.08%	4.19%
	毛利率	26.0%	27.4%	26.6%	27.0%	26.5%	26.5%
发行业务	营收（百万元）	8,179.30	8,472.64	8,891.59	9,628.49	10,326.59	10,773.13
	YoY	14.55%	3.59%	4.94%	8.29%	7.25%	4.32%
	毛利率	33.4%	33.8%	34.2%	34.5%	34.8%	34.8%
外贸业务	营收（百万元）	1,033.46	1,174.69	1,232.75	1,294.38	1,359.10	1,386.28
	YoY	-10.24%	13.67%	4.94%	5.00%	5.00%	2.00%
	毛利率	3.2%	3.9%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%
物资贸易业务	营收（百万元）	1,184.14	1,259.80	1,408.08	1,520.73	1,642.39	1,724.51
	YoY	21.61%	6.39%	11.77%	8.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	11.7%	10.7%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
印刷业务	营收（百万元）	358.47	306.18	285.57	271.30	265.87	263.21
	YoY	47.40%	-14.59%	-6.73%	-5.00%	-2.00%	-1.00%
	毛利率	27.2%	31.9%	36.4%	36.8%	37.0%	37.0%
其他主营业务	营收（百万元）	107.91	64.24	70.31	66.79	63.45	60.28
	YoY	14.25%	-40.47%	9.45%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	45.1%	40.9%	41.8%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	营收（百万元）	353.50	263.61	543.35	662.88	795.46	914.78
	YoY	63.77%	-25.43%	106.12%	22.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	36.8%	49.0%	31.2%	40.0%	40.0%	40.0%
内部抵消	营收（百万元）	-3,468.67	-3,621.94	-3,966.57	-4,352.14	-4,726.60	-4,973.89
	YoY	16.97%	4.42%	9.52%	9.72%	8.60%	5.23%
	毛利率	-1.8%	-4.7%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
总计	营收（百万元）	10,890.61	11,230.56	12,154.32	13,188.29	14,193.98	14,803.25
	YoY	11.70%	2.98%	8.23%	8.51%	7.63%	4.29%



毛利率	37.3%	39.0%	37.1%	38.2%	38.4%	38.6%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：iFind，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取凤凰传媒、南方传媒、中南传媒、中信出版作为可比上市公司，2024年调整后 PE 均值为 15.6X。山东省是人口大省和教育大省，公司受益于山东省人口优势，市场基础较好，产业链完整。公司在教材教辅业务方面表现突出，分红政策优越。一般图书市场虽然存在不稳定因素，但公司仍能通过稳健的核心业务和良好的股东回报保持竞争力。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 131.88/141.94/148.03 亿元，实现归母净利润 17.17/19.00/20.06 亿元，对应 PE14.4X/13.0X/12.3X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 16：可比公司估值表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE (倍)			
		2024/6/26	2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
601928.SH	凤凰传媒	283.8	20.8	29.5	18.3	19.6	13.6	9.6	15.5	14.4
601900.SH	南方传媒	112.0	9.4	12.8	9.5	10.5	11.9	8.7	11.8	10.7
601098.SH	中南传媒	227.6	14.0	18.5	14.5	15.6	16.3	12.3	15.7	14.6
300788.SZ	中信出版	47.7	1.3	1.2	1.5	1.8	37.8	41.0	31.0	26.4
调整后平均值 (去掉一个最高去掉一个最低后得到平均值)							14.9	10.9	15.6	14.5
601019.SH	山东出版	247.1	16.8	23.8	17.2	19.0	14.7	10.4	14.4	13.0

数据来源：Wind，华福证券研究所（可比公司盈利预测数据均来自 Wind 一致性预测）

5 风险提示

(1) 行业及税收政策变化的风险。公司主营业务所涉及的出版发行行业具有较强的政策性，公司此前获得了国家统一制定的行业政策及税收政策的支持。此类支持政策目前存在变动，将对公司的经营业绩产生较大影响。

(2) 线上渠道折扣力度加大风险。近年来公司在短视频、电商等平台拓展营销渠道，在激烈的线上平台营销竞争中，存在折扣力度加大、码洋-营业收入转化率降低的风险。

(3) 一般图书销量不及预期风险。由于阅读习惯变迁及生活节奏加快，大众阅读更偏向于电子化及碎片化，对纸质书籍的需求有所下降，图书零售市场持续缩量，存在大众图书销量及营收不及预期的风险。



图表 17: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,871	7,455	8,375	9,610	营业收入	12,154	13,188	14,194	14,803
应收票据及账款	1,517	1,911	2,045	2,026	营业成本	7,644	8,156	8,746	9,094
预付账款	331	275	301	318	税金及附加	79	78	85	90
存货	2,057	2,166	2,297	2,373	销售费用	1,327	1,396	1,489	1,538
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,520	1,609	1,717	1,776
其他流动资产	2,102	2,216	2,221	2,236	研发费用	21	40	71	30
流动资产合计	12,878	14,023	15,238	16,563	财务费用	-128	-159	-179	-168
长期股权投资	50	50	50	50	信用减值损失	-62	-81	-88	-90
固定资产	3,772	3,867	3,955	4,038	资产减值损失	-77	-96	-96	-98
在建工程	302	252	202	152	公允价值变动收益	15	15	15	15
无形资产	841	851	869	895	投资收益	45	38	36	34
商誉	0	0	0	0	其他收益	72	74	73	74
其他非流动资产	5,011	4,675	4,672	4,671	营业利润	2,021	2,239	2,484	2,629
非流动资产合计	9,975	9,694	9,748	9,806	营业外收入	90	55	50	46
资产合计	22,854	23,717	24,986	26,368	营业外支出	14	13	12	12
短期借款	80	460	0	0	利润总额	2,098	2,281	2,523	2,663
应付票据及账款	3,368	3,467	3,783	3,931	所得税	-274	570	631	666
预收款项	18	310	85	101	净利润	2,372	1,711	1,892	1,997
合同负债	1,897	1,501	1,939	2,093	少数股东损益	-4	-7	-8	-9
其他应付款	511	511	511	511	归属母公司净利润	2,376	1,717	1,900	2,006
其他流动负债	771	814	953	959	EPS (按最新股本摊薄)	1.14	0.82	0.91	0.96
流动负债合计	6,645	7,063	7,271	7,595					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,346	1,236	1,236	1,236					
非流动负债合计	1,346	1,236	1,236	1,236					
负债合计	7,991	8,299	8,507	8,832					
归属母公司所有者权益	14,865	15,427	16,496	17,563					
少数股东权益	-3	-9	-18	-27					
所有者权益合计	14,863	15,418	16,479	17,537					
负债和股东权益	22,854	23,717	24,986	26,368					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,422	1,557	2,380	2,359
现金收益	2,563	1,887	2,055	2,177
存货影响	-395	-109	-131	-76
经营性应收影响	232	-242	-64	99
经营性应付影响	476	390	92	163
其他影响	-454	-369	428	-4
投资活动现金流	-2,403	-343	-344	-353
资本支出	-429	-390	-398	-406
股权投资	-50	0	0	0
其他长期资产变化	-1,924	47	54	53
融资活动现金流	-854	-630	-1,117	-771
借款增加	-33	381	-460	0
股利及利息支付	-816	-842	-944	-997
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-4	-168	288	226

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	8.4%	8.5%	7.6%	4.3%
EBIT 增长率	22.1%	7.7%	10.4%	6.4%
归母公司净利润增长率	41.4%	-27.7%	10.6%	5.6%
获利能力				
毛利率	37.1%	38.2%	38.4%	38.6%
净利率	19.5%	13.0%	13.3%	13.5%
ROE	16.0%	11.1%	11.5%	11.4%
ROIC	20.1%	19.7%	20.6%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	35.0%	35.0%	34.0%	33.5%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
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	44	41	42	42
存货周转天数	88	93	92	92
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	0.82	0.91	0.96
每股经营现金流	1.16	0.75	1.14	1.13
每股净资产	7.12	7.39	7.90	8.42
估值比率				
P/E	10	14	13	12
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	61	57	52	49

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn