

买入（维持）

传统主业与创新业务双线并行，分红逐年增长

山东出版（601019）深度报告

2024年10月31日

投资要点：

分析师：陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340520060001

电话：0769-22119430

邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

分析师：罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340521020001

电话：0769-22110619

邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

研究助理：戴晓

SAC 执业证书编号：

S0340123100029

电话：0769-22119297

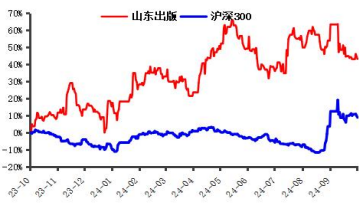
邮箱：

daixiao@dgzq.com.cn

主要数据 2024年10月30日

收盘价(元)	11.34
总市值(亿元)	236.65
总股本(亿股)	20.87
流通股本(亿股)	20.87
ROE(TTM)	14.30%
12月最高价(元)	13.70
12月最低价(元)	8.13

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

- 教材教辅：在校人数未来三年保持增长，公司产品开发能力强劲。**根据出生人口进行测算，预计未来三年山东省中小学在校生人数将保持在较高水平，教材教辅册数需求稳步提升，将持续推动公司未来几年教材教辅业务的发展。山东出版是山东省免费教科书和省教育厅评议推荐类教辅的唯一发行商，根据《2024年义务教育国家课程教学用书目录》，山东出版共有14种教材入选国家课程目录，公司在发行牌照以及教材教辅产品开发能力上优势显著。
- 一般图书：码洋规模降幅持续收窄，公司市占率提升。**根据开卷研究的数据，2024年前三季度中国图书零售市场码洋规模仍为负增长，同比下降0.68%，但得益于618电商大促带动和9月新一学年开启，整体图书零售市场码洋降幅较上半年进一步缩小。2024上半年公司实洋占有率同比提升0.11pct，动销品种实洋品种率同比提升0.06pct，新书市场实洋占有率同比提升1%，公司在一般图书市场的影响力持续提升。
- 创新业务：文旅研学业务快速发展。**公司旗下新铎文旅集团下设4个子分公司，分别负责经营中小学生学习旅行、研学实践教育活动&营地运营、文化创意设计和中高端定制化旅游&老年文旅等业务，文旅产业链逐步完善。此外，公司打造的“新华爱书客”已成为省内领军研学品牌，2023年发团超6000次，服务70万人次，营收3.14亿元，同比增长超4倍，文旅研学有望成为公司利润增长的新引擎。
- 分红逐年增长，股息率位居行业前列。**根据公司公告，2023年公司经营活动产生的现金流量净额为24.22亿元，同比增长12.89%；货币资金和交易性金融资产共计达87.86亿元，充沛的现金流和账面资金是公司保持较强分红能力的坚实后盾。分红方面，山东出版2023年每股派发现金红利0.56元（含税），共计派发11.69亿元，分红金额实现3.55亿元的增长；现金分红率为49.19%，同比提升0.76pct，分红金额和分红比例均创历史新高。股息率方面，以2024年10月28日收盘市值计算，公司股息率为4.84%，同比提升0.35pct，排在18个地方国企出版集团的第3位。
- 投资建议：维持公司“买入”评级。**公司为山东省文化出版龙头，发行、出版核心主业稳健增长，创新业务有望逐步贡献业绩增量。此外，公司现金分红保持逐年增长，股息率位居行业前列。我们预计2024-2025年EPS分别为0.80\0.87元，对应PE分别为14.21\12.97倍。
- 风险提示：图书市场消费疲软风险；学生人口数量增长不及预期风险；创新业务表现与预期不符风险。**

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目录

1. 公司简介：地方出版龙头企业，24H1 营收稳健	4
1.1 公司发展概况	4
1.2 公司业绩概况	5
2. 教材教辅：K12 人数短期仍有增长，公司产品开发能力强劲	7
2.1 行业端	7
2.1.1 行业准入壁垒较高，国有企业占核心地位	7
2.1.2 山东省为人口大省，短期 K12 人数仍保持增长	10
2.1.3 各地地方财政教育支出稳步增长，山东教育支出位于全国前列	11
2.2 公司端	12
3. 一般图书：码洋规模降幅持续收窄，公司市占率提升	13
3.1 行业端	13
3.2 公司端	14
4. 创新业务：文旅研学业务快速发展	16
5. 现金分红保持逐年增长，股息率位居行业前列	17
6. 投资建议	19
7. 风险提示	19

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司 2019-2024H1 营业收入及同比增速	6
图 4：公司 2019-2024H1 归母净利润及同比增速	6
图 5：公司 2020H1-2024H1 分业务收入（亿元）	6
图 6：公司 2020H1-2024H1 分业务收入占比	6
图 7：公司 2019-2024H1 毛利率及净利率	7
图 8：公司 2019-2024H1 期间费用率和研发费用率	7
图 9：山东历年出生人数（万人）	10
图 10：2023-2029 年山东省 K12 在校学生数结构预测	10
图 11：山东出版部分中小学教育教材产品	12
图 12：山东出版部分职业教育教材产品	13
图 13：2024 年 1-9 月各渠道图书零售市场码洋同比增长率	14
图 14：2024 年 1-9 月整体零售中各分类码洋比重及变化	14
图 15：2022-2023 年整体零售市场中不同渠道码洋结构比例	14
图 16：2017-2023 年公司一般图书销售码洋	15
图 17：2017-2023 年公司一般图书销售量	15
图 18：2023 年公司零售图书市场份额	15
图 19：2023 年少儿读物热销榜	16
图 20：山东文艺出版社抖音直播活动	16
图 21：公司研学文旅业务布局	17
图 22：2017-2023 年公司经营活动产生的现金流量净额	17
图 23：2017-2023 年公司账面资金情况	17
图 24：2017-2023 年山东出版每股分红金额和现金分红比例	18

表格目录

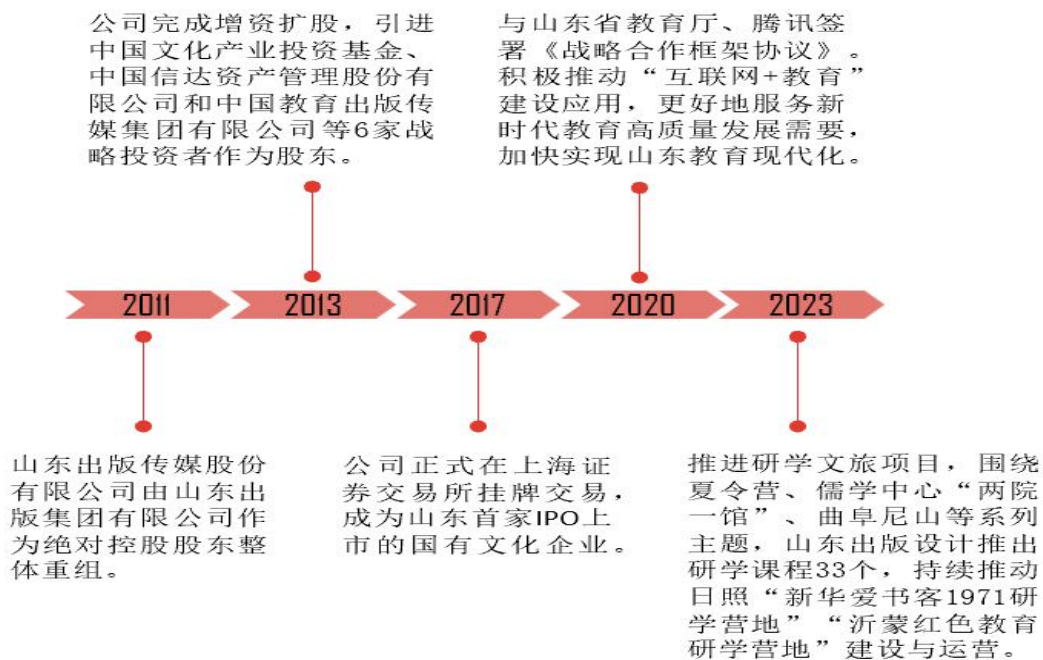
表 1：从事中小学教材教辅业务单位的资质要求	7
表 2：教材教辅业务相关政策梳理	8
表 3：出版行业上市公司基本情况	9
表 4：地方财政支出:教育支出(亿元)	11
表 5：2017-2023 年公司教材教辅业务经营概况	12
表 6：2022-2023 年地方国企出版集团分红比例和股息率（截止至 10 月 28 日）	12
表 7：公司盈利预测简表（截至 2024/10/30）	20

1. 公司简介：地方出版龙头企业，24H1 营收稳健

1.1 公司发展概况

地方文化出版龙头，持续探索数字化转型和产业发展新路径。2011年，山东出版传媒股份有限公司由山东出版集团有限公司作为绝对控股股东整体重组。2013年，公司引进中国教育出版传媒集团有限公司等6位股东，完成增资扩股。2017年，公司成功在上交所上市，成为山东首家IPO上市的国有文化企业。2020年，公司联合腾讯积极推动“互联网+教育”建设应用，包括搭建智慧学习服务平台、创新“三个课堂”等线上教学新模式、参与“智慧校园”建设等，支持数字教育资源公共服务体系建设，加速山东教育的现代化转型。2023年，公司积极探索文化、旅游、教育三大领域的融合发展新路径，旗下子公司山东新锐文旅集团持续丰富研学课程体系，设计推出多个研学课程，推动相关研学营地的建设和运营，研学文旅业务营收创历史同期最好水平。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

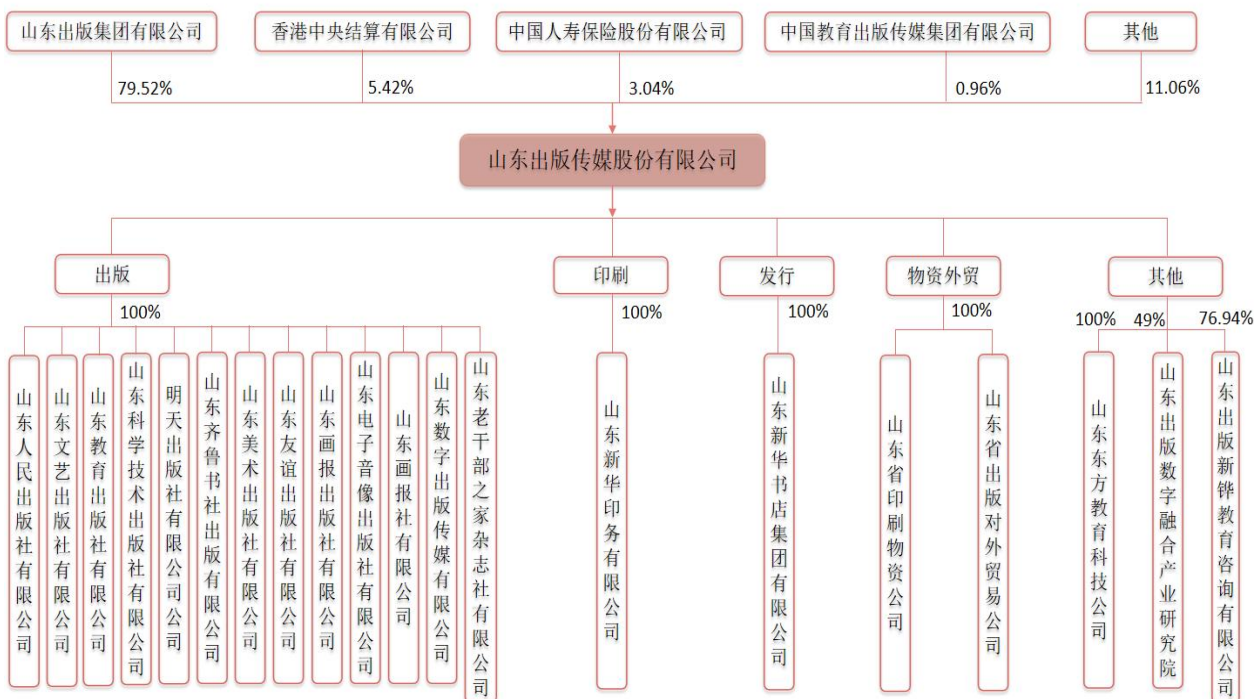
股权架构集中，公司实控人为山东出版集团有限公司。截至2024H1，前3名持股股东为：山东出版集团有限公司（持股79.52%），香港中央结算有限公司（持股5.42%），中国人寿保险股份有限公司（持股3.04%），其余股东持股均未超过1%。

山东出版是一家集编辑、印刷、发行、物资供应、对外贸易出版全产业链于一体，并实现传统与新兴出版业务融合发展的综合性文化企业，旗下拥有13家出版单位、新华印务公司、新华书店集团、出版产业研究院等20家全资及控股子公司。

每个细分重点业务均由对应子公司经营：

- 1) **出版业务**：按照产品大类主要分为教材及教辅、一般图书两类，由旗下 13 家出版公司负责。
- 2) **印刷业务**：由山东新华印务有限公司负责，主要服务于各出版社、杂志社、商场、政府事业单位等客户。
- 3) **发行业务**：由山东新华书店集团有限公司经营，负责教材教辅、一般图书及电子音像产品、报纸期刊等出版物的发行、批发、零售、连锁经营业务。
- 4) **物资外贸业务**：由山东省印刷物资公司和山东省出版对外贸易公司两家子公司运营，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出版、印刷业务供应纸张、油墨及其他印刷耗材等印刷物资，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。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**：由山东出版数字融合产业研究院、山东东方教育科技公司和山东出版新铎教育咨询公司三家子公司运营，主要包括数字版权、研学文旅、智慧教育、融媒体、数字出版及教育服务供应等融合创新业务。公司利用自身渠道和资源优势，将新技术、新模式与传统出版行业深度融合，培育和运营相关文化领域及技术服务，进一步提升公司核心竞争力。

图 2：公司股权结构



资料来源：山东出版 2024 年半年度报告，iFind，东莞证券研究所

1.2 公司业绩概况

营收稳步提升，利润因税收政策调整有所波动。2021-2023 年，山东出版的营收和净利润均实现稳步增长，21/22/23 三年营收同比增速分别为 11.70%/2.98%/8.23%，归母净

利润同比增长分别为 9.36%/9.63%/41.12%。其中，2023 年公司的净利润实现显著增长的原因主要是：1) 资产处置收益合计为 3.36 亿元，同比增长 214.59%；2) 计入当期损益的政府补助达 1.01 亿元，同比增长 81.05%；3) 因税收政策调整，确认 2.78 亿元递延所得税费用，对报告期损益的一次性影响为 2.74 亿元。2024H1，公司实现营业收入 59.44 亿元，同比增长 13.77%，主要来自于教材教辅业务收入增加；归母净利润 7.54 亿元，同比下降 15.64%，主要是所得税优惠政策到期因素的影响。假设剔除所得税收政策调整对当期利润产生影响的 2.82 亿元，对应的税前利润总额为 10.36 亿元，较去年同期同比仍实现 15.98% 的增长。

图 3：公司 2019-2024H1 营业收入及同比增速

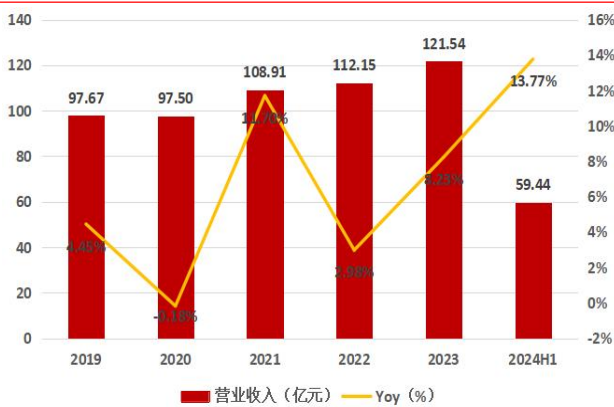
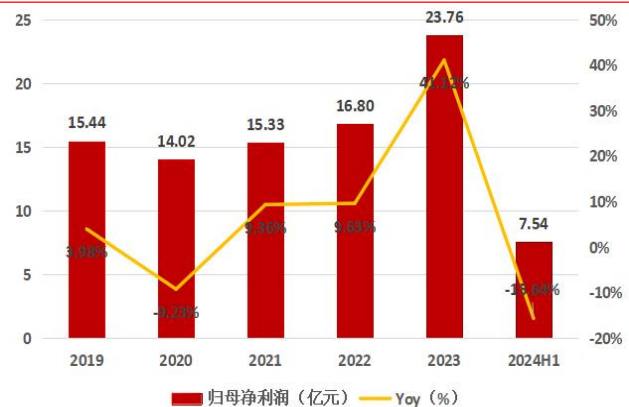


图 4：公司 2019-2024H1 归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

发行、出版业务为核心主业，营收逐年提升。2024H1 公司发行/出版业务收入分别为 42.16/17.77 亿元（内部抵销前，下同），同比分别增长 7.91%/5.44%。其中，发行业务为公司第一大收入来源，2020H1-2024H1 在公司收入占比始终保持在 70%以上。根据国家新闻出版署的《2021 年新闻出版产业分析报告》，公司旗下全资子公司书店集团的经济规模在全国发行集团中排名第五。此外，公司出版业务也表现稳健，营收逐年增长，2020H1-2024H1 稳定占公司营收结构 28%以上。隶属公司的出版社人民社、明天社均被列为全国百佳出版单位，品牌优势显著。

图 5：公司 2020H1-2024H1 分业务收入（亿元）

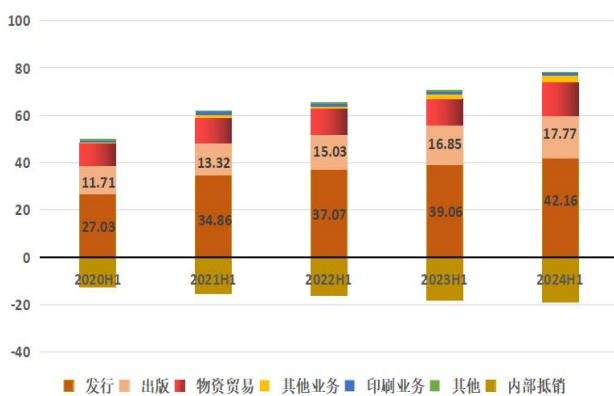
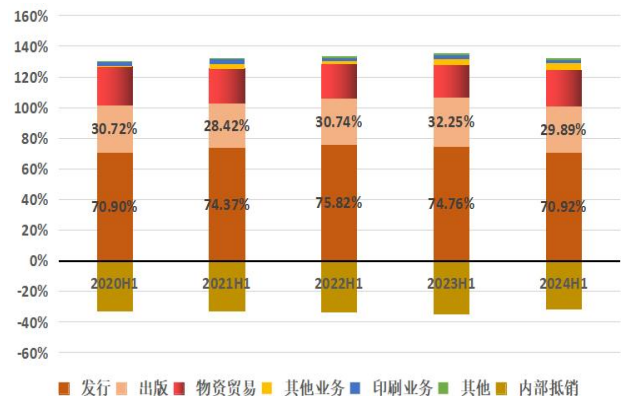


图 6：公司 2020H1-2024H1 分业务收入占比



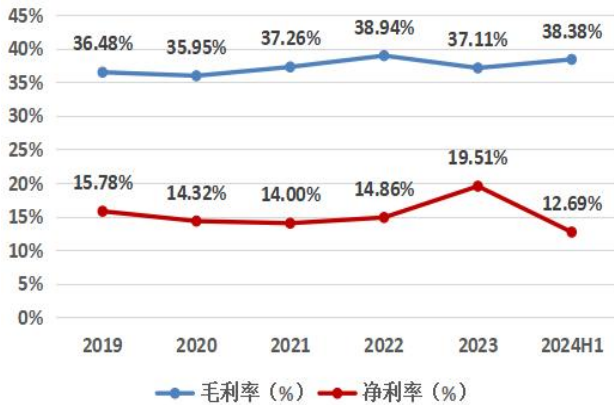
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

毛利率近年较稳定。2021-2023 年毛利率分别为 37.26%/38.94%/37.11%，净利率分别为 14.00%/14.86%/19.51%。2024H1 毛利率为 38.38%，同比降低 1.26pct，净利率为 12.69%，同比降低 4.42pct，主要系所得税政策调整所致。

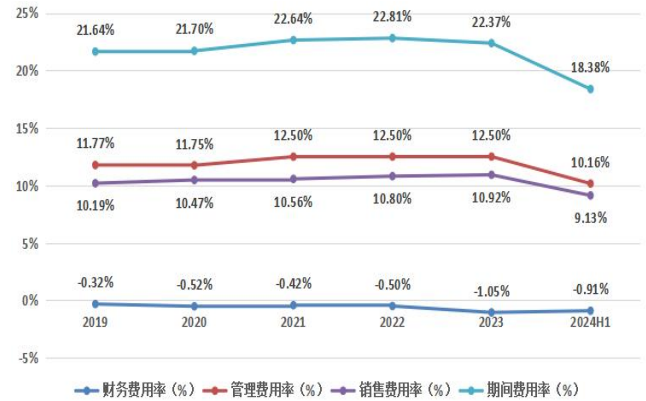
各项费用控制得当，期间费用率保持稳定。2021-2023 年公司期间费用率分别为 22.64%/22.81%/22.37%，总体保持稳定。2024H1 公司期间费用率为 18.38%，同比降低 1.17pct，主要来自管理费用率的下降。

图 7：公司 2019-2024H1 毛利率及净利率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 8：公司 2019-2024H1 期间费用率和研发费用率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2. 教材教辅：K12 人数短期仍有增长，公司产品开发能力强劲

2.1 行业端

2.1.1 行业准入壁垒较高，国有企业占核心地位

有严格准入制度，行业进入壁垒高。出版单位资质方面，根据《出版物市场管理规定》，出版单位需申请并通过审批获得出版许可证方可从事出版业务。对于教材教辅业务，监管有更高的资质要求，在主营业务、人员组成、物流配送系统、从业年限、发行网络等方面实施更严格的准入制度，使得教材教辅业务具有较高进入壁垒。

国家指导定价，市场价格较稳定。由于教材教辅业务主要涉及未成年人的教育，国家监管在教材教辅质量审核和价格管理等方面也设定了相关要求。质量审核上，教辅材料出版发行需严格执行选题论证制度、稿件“三审”责任制度和“三校一读”制度。定价上，企业应遵循“保本微利”原则，科学合理地确定中小学教辅材料价格，以保持市场价格的基本稳定。

表 1：从事中小学教材教辅业务单位的资质要求

时间	来源	文件	具体要求
2016	国家新闻出版总署	《出版物市场管理规定》	1. 以出版物发行为主营业务的公司制法人； 2. 有与中小学教科书发行业务相适应的组织机构和发行人员； 3. 有能够保证中小学教科书储存质量要求的、与其经营品种和规模相适应的储运能力，在拟申请从事中小学教科书发行业务的省、自治区、直辖市、计划单列市的仓储场所面积在 5000 平方米以上，并有与中小学教科书发行相适应的自有物流配送体系； 4. 有与中小学教科书发行业务相适应的发行网络。在拟申请从事中小学教科书发行业务的省、自治区、直辖市、计划单列市的企业所属出版物发行网点覆盖不少于当地 70% 的县（市、区），且以出版物零售为主营业务，具备相应的中小学教科书储备、调剂、添货、零售及售后服务能力； 5. 具备符合行业标准的信息管理系统； 6. 具有健全的管理制度及风险防控机制和突发事件处置能力； 7. 从事出版物批发业务五年以上。最近三年内未受到出版行政主管部门行政处罚，无其他严重违法违规记录。

资料来源：国家新闻出版署，东莞证券研究所

表 2：教材教辅业务相关政策梳理

业务类型	时间	来源	文件	内容
教材	2019	中华人民共和国教育部	《中小学教材管理办法》	1. 教材经审定后方可出版、发行。教材出版、发行单位须取得国家出版主管部门批准的教材出版、发行资质。教材出版单位要严格按照审定通过的出版稿印刷，并向教育行政部门备案。 2. 教材出版单位要严格规范编辑、审稿、校对制度，保证教材编校质量。教材出版和印制应执行国家标准，实施“绿色印刷”，确保印制质量。教材定价应严格遵守“保本微利”原则。教材发行应确保“课前到书、人手一册”。 3. 教材出版发行不得夹带任何商业广告或变相商业广告，不得搭售教辅材料或其他商品。
教辅	2011	国家新闻出版署	《关于进一步加强中小学教辅材料出版发行管理的通知》	1. 严格执行选题论证制度、稿件“三审”责任制度和“三校一读”制度，确保出版物的内容质量和编校质量； 2. 中小学教辅类报刊发行严格实行一报一刊一个邮发代号。 3. 价格管理：出版单位要严格执行国家有关价格政策，根据出版发行合理成本，按照保本微利的原则，科学确定中小学教辅材料价格，并主动向社会公示。
	2015	国家新闻出版署、教育部、发展改革委	《中小学教辅材料管理办法》	1. 中小学教辅材料须由新闻出版行政主管部门依法批准、取得《出版物经营许可证》的发行单位发行。未经批准，任何部门、单位和个人一律不得从事中小学教辅材料的发行。 2. 中小学教辅材料出版发行单位不得委托不具备发行资质的部门、单位和个人发行中小学教辅材料。 3. 在中小学教科书发行中，不得搭售中小学教辅材料。 4. 价格管理：对各省、自治区、直辖市评议公告目录以外的教辅材料，由出版单位自主定价。在每学期开学前，出版单位要在本单位互联网显著位置，向社会公开所出版的所有中小学教辅材料价格情况，包括开本、印张数、印张单价、零售价格等情况，主动接受社会监督。

资料来源：国家新闻出版署，中华人民共和国商务部，国务院办公厅，东莞证券研究所

国有企业占核心地位，民营企业为辅助和补充力量。根据申万行业分类，A股出版板块共计上市企业29家，按照企业实际控制人的属性分为国有企业（中央企业3家；地方国有企业18家）和民营企业（8家）。2024上半年，出版行业营收前二十名均为国有企业，其中凤凰传媒、中南传媒和山东出版表现较好，排在前三位。

表3：出版行业上市公司基本情况

证券代码	证券名称	属性	地区	2024H1 营业收入（亿元）
601928.SH	凤凰传媒	国有企业	江苏	72.36
601098.SH	中南传媒	国有企业	湖南	68.93
601019.SH	山东出版	国有企业	山东	59.44
601811.SH	新华文轩	国有企业	四川	57.88
601921.SH	浙版传媒	国有企业	浙江	52.33
601801.SH	皖新传媒	国有企业	安徽	52.13
600373.SH	中文传媒	国有企业	江西	51.55

000719.SZ	中原传媒	国有企业	河南	45.29
600551.SH	时代出版	国有企业	安徽	44.36
601900.SH	南方传媒	国有企业	广东	40.25
600757.SH	长江传媒	国有企业	湖北	35.73
601949.SH	中国出版	中央企业	全国	24.67
600229.SH	城市传媒	国有企业	山东	14.07
601858.SH	中国科传	中央企业	全国	12.24
601999.SH	出版传媒	国有企业	辽宁	10.47
300788.SZ	中信出版	中央企业	全国	8.05
603230.SH	内蒙新华	国有企业	内蒙古	7.90
605577.SH	龙版传媒	国有企业	黑龙江	7.69
600825.SH	新华传媒	国有企业	上海	6.16
603999.SH	读者传媒	国有企业	甘肃	5.44
300364.SZ	中文在线	民营企业	北京	4.62
603096.SH	新经典	民营企业	天津	4.53
002181.SZ	粤传媒	国有企业	广东	2.62
301052.SZ	果麦文化	民营企业	浙江	2.29
300148.SZ	天舟文化	民营企业	湖南	2.07
301025.SZ	读客文化	民营企业	上海	1.99
000793.SZ	华闻集团	民营企业	海南	1.75
300654.SZ	世纪天鸿	民营企业	山东	1.63
301231.SZ	荣信文化	民营企业	陕西	1.35

资料来源：iFind，东莞证券研究所

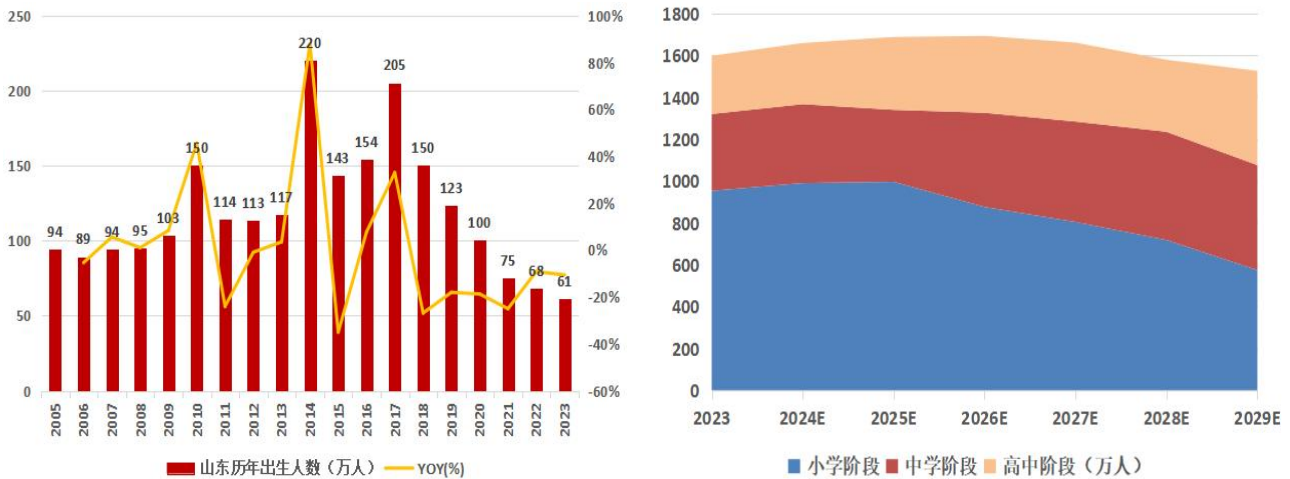
2.1.2 山东省为人口大省，短期 K12 人数仍保持增长

山东省为人口大省，人口红利仍在。从省内数据来看，以户籍人口作为统计口径，2015年发布的二孩生育政策全面落地释放大量生育意愿，使得2016、2017年山东省的出生人口数量呈现增长趋势（分别为2024年三年纪、二年级学生数）。2018年以来出生人口数量出现持续下滑，但前期较高的出生率使得中小学在校人数在近年仍保持一定韧性。从全国数据来看，根据山东省统计局数据，2023年山东省出生人口数为61万，排在全国各省市第三位。

在校人数未来三年保持增长，K12教育仍有增长空间。根据国家规定6周岁入学进行测算，山东省2024/2025/2026年小学在校生分别989/995/875万人，中学在校生分别669/692/817万人，K12在校人数共计为1658/1687/1692万人，由于初高中入学率的提升，预计未来三年中小学在校生人数将保持在较高水平。我们认为，教材教辅册数需求短期稳步提升，将持续推动公司未来几年教材教辅业务的发展。

图9：山东历年出生人数（万人）

图10：2023-2029年山东省K12在校学生数结构预测



资料来源：iFind，山东省统计局，东莞证券研究所

资料来源：iFind，山东省统计局，东莞证券研究所

2.1.3 各地地方财政教育支出稳步增长，山东教育支出位于全国前列

各地地方财政教育支出稳步增长，山东教育支出位于全国前列。我国高度重视教育事业的发展，秉持“一个不低于”（即国家财政性教育经费占 GDP 比例不低于 4%）和“两个只增不减”（即财政一般公共预算教育支出逐年只增不减；按在校学生人数平均的全国一般公共预算教育支出逐年只增不减）的目标，为我国教育事业总体水平进入世界中上行列提供了有力保障。从地方财政教育支出来看，各省市的教育支出近年稳步增长，广东省、江苏省和山东省等学生人数规模较大的省份，地方财政教育支出也相应较高。其中，山东省财政教育支出从 2017 年的 1890 亿提升至 2023 年的 2698 亿，年均复合增长率达 6.11%。

表 4：地方财政支出:教育支出(亿元)

时间	广东	江苏	山东	浙江	河南	四川	河北	湖南	安徽	江西
2012	1501.22	1350.61	1311.80	877.86	1106.51	993.20	865.54	807.58	717.94	622.06
2013	1744.59	1434.99	1399.67	950.07	1171.52	1036.41	837.63	809.45	736.59	664.53
2014	1808.97	1504.86	1461.05	1030.99	1201.38	1056.91	868.87	833.27	743.07	711.72
2015	2040.65	1746.22	1690.62	1264.93	1271.00	1252.33	1041.16	928.54	856.73	793.27
2016	2318.47	1842.94	1825.99	1300.03	1343.76	1301.85	1134.90	1032.37	910.87	848.88
2017	2575.52	1979.57	1890.00	1430.15	1493.11	1389.20	1276.55	1115.33	1014.91	940.57
2018	2792.90	2055.56	2006.50	1572.47	1664.67	1461.78	1385.59	1186.72	1113.26	1054.41
2019	3210.51	2213.84	2156.14	1764.69	1810.71	1578.88	1537.09	1270.02	1222.21	1148.50
2020	3510.56	2406.53	2283.84	1881.09	1882.56	1686.16	1596.26	1325.25	1261.86	1223.59
2021	3796.69	2563.41	2411.09	2039.52	1786.41	1733.04	1628.81	1373.63	1315.66	1249.10
2022	3871.14	2598.05	2626.48	2197.26	1895.57	1865.04	1771.15	1500.39	1420.87	1320.01
2023	4008.30	2710.14	2698.00	2365.17	1990.70	1951.08	1800.28	1578.95	1517.02	1375.70

资料来源：iFind，东莞证券研究所

2.2 公司端

教材教辅业务收入保持稳步增长。教材教辅业务为公司核心业务，自2017年上市以来，双教业务收入比重从68.06%提升至2023年的82.54%（内部抵销前，下同）。2017-2023年，双教业务营收从60.58亿提升至100.33亿，年均复合增长率达8.77%；销售量从9.09亿册提升至11.04亿册，年均复合增长率为3.29%；平均售价从6.66元/册提升至9.09元/册，年均复合增长率为5.30%。毛利润从21.62亿提升至33.81亿，年均复合增长率为7.74%。

表5：2017-2023年公司教材教辅业务经营概况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入（亿元）	60.58	68.36	73.25	78.58	85.84	93.70	100.33
YOY	-	12.85%	7.15%	7.27%	9.25%	9.15%	7.07%
销售量（亿册）	9.09	9.66	10.03	10.32	9.74	10.65	11.04
YOY	-	6.27%	3.83%	2.89%	-5.62%	9.34%	3.66%
平均售价（元/册）	6.66	7.08	7.30	7.61	8.81	8.80	9.09
YOY	-	6.18%	3.20%	4.26%	15.76%	-0.17%	3.29%
毛利润（亿元）	21.62	23.87	25.60	26.57	28.36	31.24	33.81
毛利率	35.68%	34.91%	34.95%	33.82%	33.04%	33.34%	33.70%

资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

拥有发行牌照优势，教材教辅产品开发能力强劲。山东出版是山东省免费教科书和省教育厅评议推荐类教辅的唯一发行商，根据《2024年义务教育国家课程教学用书目录》，山东出版共有14种教材入选国家课程目录。此外公司积极拓展包括国标教材、地方课程教材和职业教育教材等在内的教材教辅品类。

1) 国标教材：公司现有“鲁版”国家课程教材共15科、18种、118册。主要有：初中《化学》，高中《物理》《化学》《地理》《美术》等；五四制教材：公司新开发的《义务教育教科书（五·四学制）物理》《义务教育教科书（五·四学制）生物学》已经通过审定。

2) 地方课程教材：公司旗下5家出版社共计编写出版包括《中华优秀传统文化》《安全教育》《环境教育》《人生规划》《信息技术》等50种地方教材。

图11：山东出版部分中小学教育教材产品



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3) 职业教育教材：在双减政策下，公司抓住职业教育教材教辅市场的空白点，公司旗下科技社出版《化学（通用基础模块）》《数控铣削编程与加工》《电动汽车原理与检修》等 16 种职业教育教材入选国家级规划教材，为山东省入选种类最多的出版社，中职教材教辅业务持续增长。2023 年，公司中职教材教辅征订码洋为 1.85 亿元，同比增长 96.12%。

图 12：山东出版部分职业教育教材产品



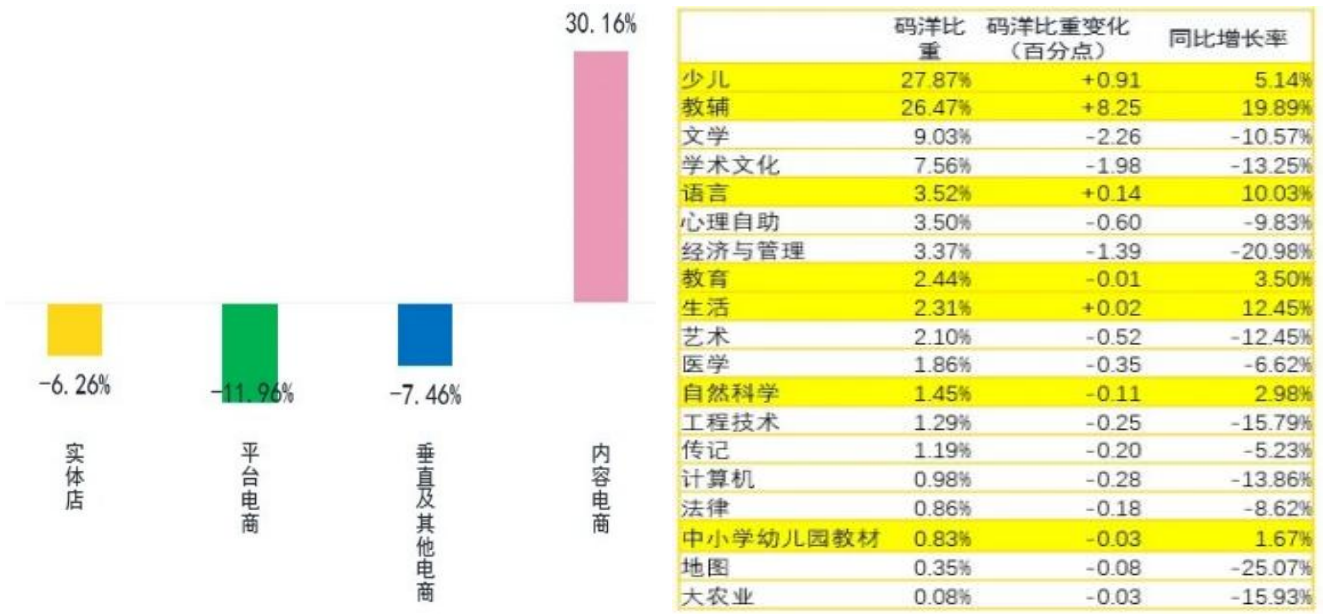
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3. 一般图书：码洋规模降幅持续收窄，公司市占率提升

3.1 行业端

前三季度图书零售市场降幅持续收窄。根据开卷研究的数据，2024 年前三季度中国图书零售市场码洋规模仍为负增长，同比下降 0.68%，但得益于 618 电商大促带动和 9 月新一学年开启，整体图书零售市场码洋降幅较上半年进一步缩小。**分渠道来看**，2024 前三季度内容电商（短视频电商）渠道码洋同比增长 30.16%，较上半年增幅有所扩大，主要是教材教辅图书带动。此外，实体店渠道、平台电商和垂直及其他电商渠道码洋同比分别下降了 6.26%、11.96%和 7.46%，其中实体店渠道降幅较上半年有所扩大，传统渠道仍承压。**分书籍类型来看**，教辅、生活、少儿、自然科学、中小学幼儿园教材、语言和教育类实现同比正增长，刚需性较强的教辅和少儿品类仍为码洋比重最大的类别，合计码洋占比超 50%。

图 13: 2024 年 1-9 月各渠道图书零售市场码洋同比增长率图 14: 2024 年 1-9 月整体零售中各分类码洋比重及变化



资料来源：开卷研究，东莞证券研究所

资料来源：开卷研究，东莞证券研究所

内容电商保持高速增长，图书零售渠道格局正重塑。根据开卷研究的推算，2023 年平台电商以 41.5%的码洋比例仍为规模最大的销售渠道，而短视频电商渠道从 2022 年 16.4%的码洋占比提升至 2023 年的 26.7%，超过垂直及其他电商，成为第二大图书零售渠道。我们认为，随着数字化持续深化，流量持续迁移至短视频电商平台，图书零售渠道格局或将继续变化。

图 15: 2022-2023 年整体零售市场中不同渠道码洋结构比例



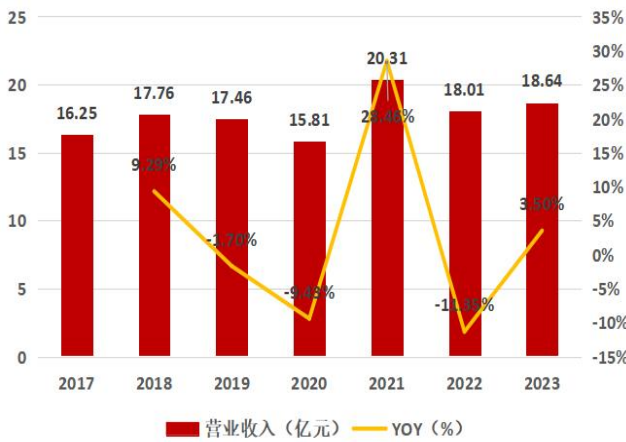
资料来源：开卷研究，东莞证券研究所

3.2 公司端

一般图书业务贡献稳定营收，销量增长乏力。从产品分类来划分，一般图书业务业务为公司第二大收入来源，2017-2023 年，一般图书业务营收从 16.25 亿元提升至 18.64 亿元（内部抵销前，下同），年均复合增长率为 2.31%；销售量从 1.13 亿册下降至 0.94 亿册，年均复合增长率为-3.02%，主要是由于图书零售市场消费整体疲软，销售量增长

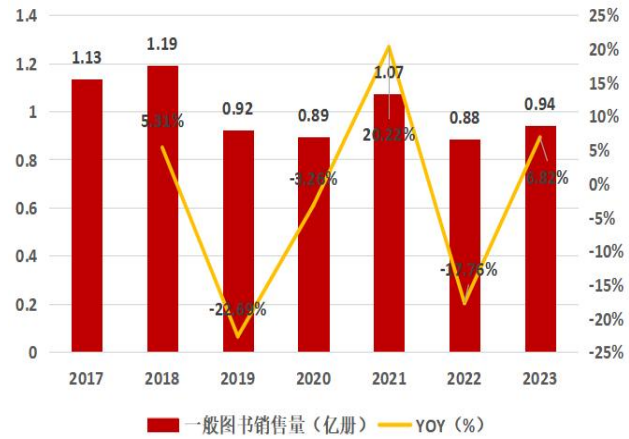
乏力。

图 16：2017-2023 年公司一般图书销售码洋



资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

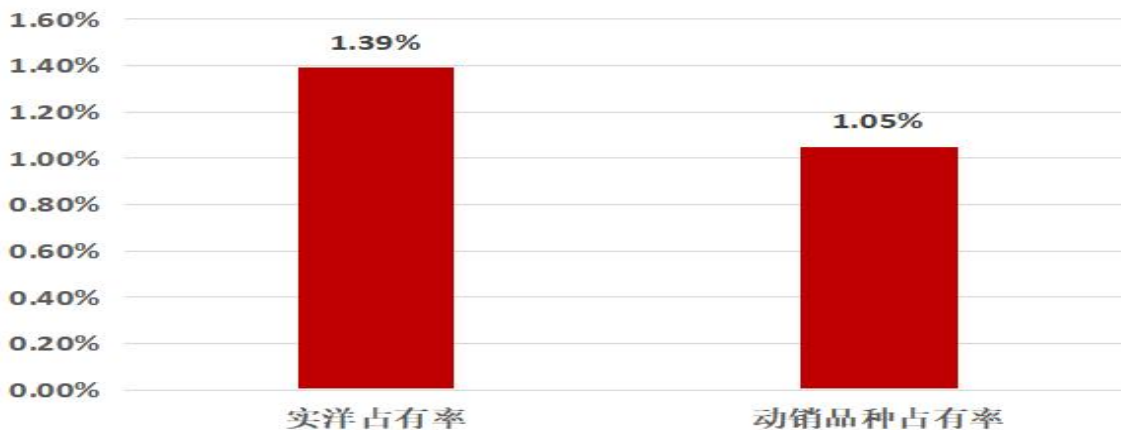
图 17：2017-2023 年公司一般图书销售量



资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

品效保持业内领先地位，新书市场份额显著提升。根据开卷研究的监控系统，品种效率方面，2023 年公司实洋占有率为 1.39%、品种效率为 1.32、动销品种占有率为 1.05%，近三年实洋品种效率均超出市场平均水平（1.00）。2024 上半年，公司实洋占有率同比提升 0.11pct，排在行业第 15 位；动销品种数与去年同期相比增加 987 种，实洋品种率同比提升 0.06pct。上半年共计 20 种图书销售超 10 万册，累计销售超 10 万册的达 491 种。新书市场方面，2024 上半年实洋占有率同比提升 1%，新书市场份额排名提升 5 位至第 9 名，发行的《给孩子读的法律启蒙漫画》进入少儿新书榜前列，共计超 28 万册的监控销量。

图 18：2023 年公司零售图书市场份额



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

维持少儿图书零售市场领军地位。公司旗下明天社多年以来深耕少儿图书市场，行业领先地位稳固，品牌影响力显著。2023 年，明天社累计共有 32 种图书销量超 100 万册，较上年同期增加 2 种；共计 252 种图书销量超过 10 万册，较上年同期增加 8 种。此外，在 2023 年少儿读物热销榜单中，明天社有三部作品成功跻身前十名，包括《猜猜我有

多爱你》《了不起的狐狸爸爸》《妈妈买绿豆》。

积极加速线上布局，持续发力短视频渠道。公司旗下多个出版社利用短视频、电商等平台开拓新用户，积极寻求业绩增量。其中，公司旗下山东文艺出版社联合出版类博主“洪帮主”，在抖音平台进行各类图书的推荐以及销售直播，助力图书销量提升以及畅销书出版。根据开卷研究的数据，2023年公司短视频渠道的实洋占有率为2.8%，相较去年同期增长1.44pct。

图 19：2023 年少儿读物热销榜

排序	书名	版别	出版时间	定价(元)
1	夏落的网	上海译文出版社	2014.8	37.00
2	四季的变化 科普认知绘本(全4册)	天地出版社	2019.4	68.00
3	窗边的小豆豆	南海出版公司	2018.5	39.50
4	猜猜我有多爱你	明天出版社	2013.7	43.80
5	了不起的狐狸爸爸	明天出版社	2018.9	28.00
6	和大人一起读	人民教育出版社	2019.8	39.80
7	小王子	天津人民出版社	2013.1	39.80
8	妈妈买绿豆	明天出版社	2020.3	35.80
9	青铜葵花	江苏凤凰少年儿童出版社	2016.4	22.00
10	没头脑和不高兴(注音版)	浙江少年儿童出版社	2018.4	25.00
11	时代广场的蟋蟀	二十一世纪出版社	2017.7	25.00
12	青铜葵花	天天出版社	2020.5	25.00
13	我爸爸 我妈妈(全2册)	河北教育出版社	2019.9	79.60
14	彩虹色的花	二十一世纪出版社	2018.6	46.00
15	故宫博物院 孩子一定要去的博物馆(精装)	北京联合出版公司	2023.6	50.00
16	读读童谣和儿歌	人民教育出版社	2018.1	39.80
17	爷爷一定有办法	明天出版社	2020.11	42.80
18	草房子	江苏凤凰少年儿童出版社	2016.4	22.00
19	心灵教科书绘本系列 西兰花先生的理发店	海豚出版社	2021.1	59.80
20	小金鱼逃走了	新星出版社	2012.4	35.00

资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

图 20：山东文艺出版社抖音直播活动



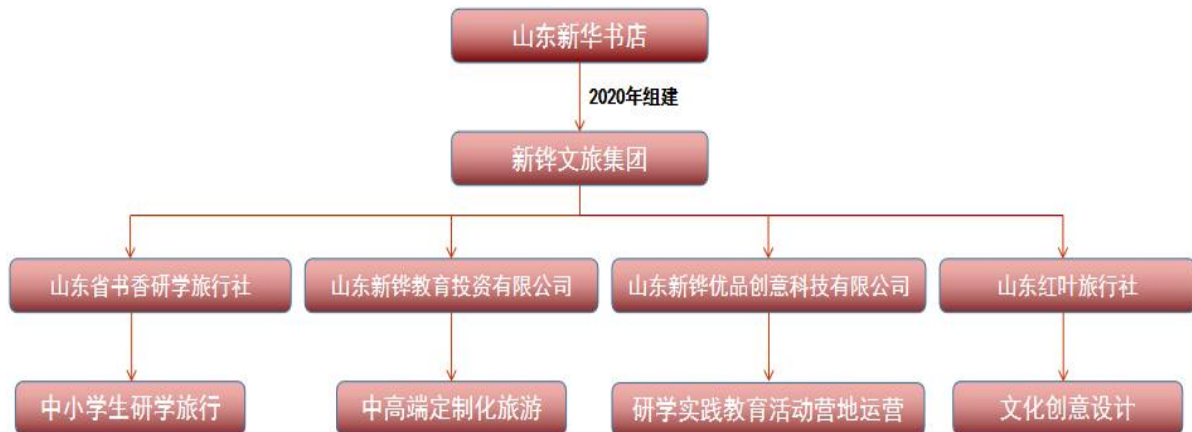
资料来源：山东文艺出版社微信公众号，东莞证券研究所

4. 创新业务：文旅研学业务快速发展

文旅研学业务快速发展，产业链趋于完善。自 2018 年起，公司的山东新华书店集团开始进军文旅研学领域，并于 2020 年组建山东新锐文旅集团，新锐文旅集团下设山东省书香研学旅行社有限公司、山东新锐教育投资有限公司和山东新锐优品创意科技有限公司，分别负责经营中小學生研学旅行、研学实践教育活动&营地运营和文化创意设计三大业务板块；2023 年新锐文旅收购了山东红叶旅行社有限公司，主要定位于中高端定制化旅游及老年文旅业务，文旅产业链逐步完善。

打造“新华爱书客”研学品牌，推动文旅研学业务“一盘棋”式一体化发展。公司全力塑造“新华爱书客”研学品牌，依托山东出版出色的教材研发实力和优质教育资源，组建专业的研学课程研发、营地建设运营、文化创意开发、研学导师团队，推动山东文旅研学工作实现全省“一盘棋”式一体化推进。根据公司官网介绍，截至 2024 年 6 月，累计发团 1.7 万次，服务 200 万人次，总营收超过 8.5 亿元。其中，2023 年发团超 6000 次，服务 70 万人次，营收 3.14 亿元，同比增长超 4 倍。同时，公司投资的“沂蒙红色教育研学营地”和“中华传统文化国际研学实践教育营地（曲阜营地）”也在 2023 年相继投入运营。文旅研学有望成为公司利润增长的新引擎。

图 21：公司研学文旅业务布局



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 现金分红保持逐年增长，股息率位居行业前列

现金流充沛。自 2017 年上市以来，公司现金流整体保持上升态势，2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 24.22 亿元，同比增长 12.89%。根据公司年报，2023 年公司货币资金和交易性金融资产共计达 87.86 亿元，充沛的现金流和账面资金是公司保持较强分红能力的坚实后盾。

图 22：2017-2023 年公司经营活动产生的现金流量净额 图 23：2017-2023 年公司账面资金情况

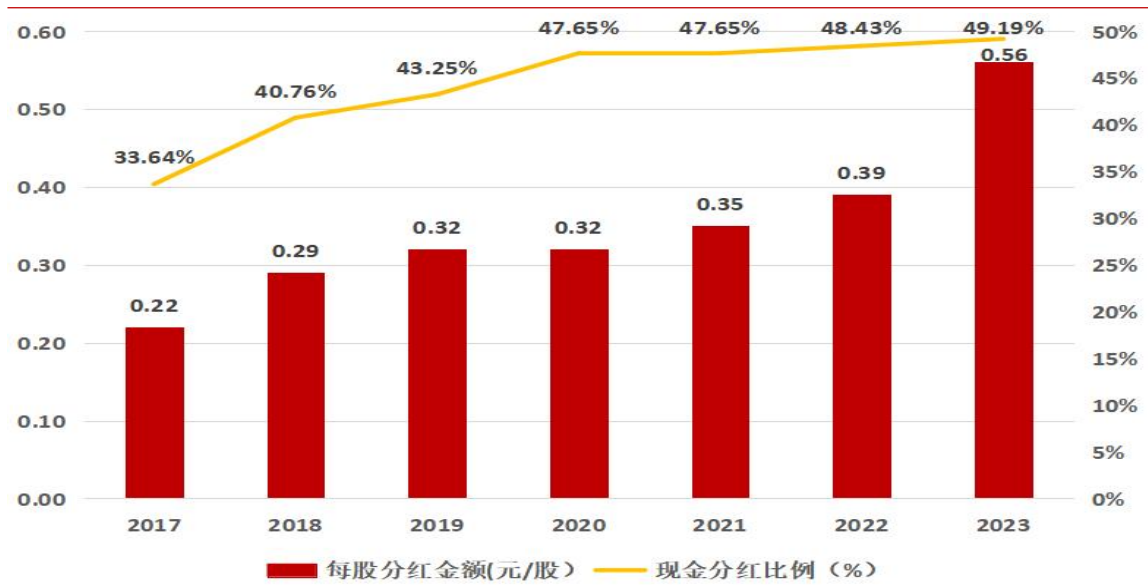


资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

现金分红保持逐年增长，股息率位居行业前列。山东出版每股派发现金红利从 2017 年的 0.22 元/股增长至 0.56 元/股(含税)，分红比例从 2017 年的 33.64%/股提升至 49.19%，现金分红金额和现金分红比例均实现逐年增长，体现了公司较强分红意愿和分红能力。股息率方面，用 2023 年分配金额除以 2024 年 10 月 28 日收盘市值计算，公司股息率为 4.84%，同比提升 0.35pct，排在 18 个地方国企出版集团的第 3 位。

图 24：2017-2023 年山东出版每股分红金额和现金分红比例



资料来源：iFind，东莞证券研究所

表 6：2022-2023 年地方国企出版集团分红比例和股息率（截止至 10 月 28 日）

证券代码	公司名称	分红比例 (%)		股息率 (%)	
		2022	2023	2022	2023
600373.SH	中文传媒	52.6487	53.6608	6.0533	5.1075
601098.SH	中南传媒	77.0137	53.2594	5.1238	5.0271
601019.SH	山东出版	48.4331	49.1895	4.4931	4.8401
600757.SH	长江传媒	53.2497	47.7930	4.2050	4.5819
601928.SH	凤凰传媒	61.1228	43.1056	4.7483	4.5496
601921.SH	浙版传媒	55.0225	57.4303	4.5337	4.5402
600551.SH	时代出版	35.1652	43.6261	2.2686	4.0816
601801.SH	皖新传媒	51.9915	63.8121	2.6353	4.0344
601811.SH	新华文轩	30.0361	31.2534	2.6604	3.7565
603230.SH	内蒙新华	19.8000	50.5321	1.2542	3.7438
601900.SH	南方传媒	43.9415	37.1033	3.2021	3.5872
000719.SZ	中原传媒	37.6694	30.9429	3.8038	3.5714
600229.SH	城市传媒	39.3361	43.7481	2.6285	3.4697
002181.SZ	粤传媒	81.4402	749.9477	0.6054	1.2357
601999.SH	出版传媒	30.7004	30.4653	0.6709	0.9337
603999.SH	读者传媒	30.1480	30.5108	0.7666	0.8525
605577.SH	龙版传媒	10.2289	10.3237	0.8371	0.5337
600825.SH	新华传媒	0.0000	37.5405	0.0000	0.1958

资料来源：ifind，东莞证券研究所

6. 投资建议

维持公司“买入”评级。公司为山东省文化出版龙头，发行、出版核心主业稳健增长，创新业务有望逐步贡献业绩增量。此外，公司现金分红保持逐年增长，股息率位居行业前列。我们预计 2024-2025 年 EPS 分别为 0.80\0.87 元，对应 PE 分别为 14.21\12.97 倍。

7. 风险提示

- （1）**图书市场消费疲软风险。**一般图书零售市场消费整体承压，可能导致公司一般图书业务营收以及销量随行业下行。
- （2）**学生人口数量增长不及预期风险。**出生人口持续下滑导致中长期 K12 在校学生人数将会减少，教材教辅相关业务可能面临缩减。
- （3）**创新业务表现与预期不符风险。**创新业务的开发和推广存在不确定性，业务拓展可能达不到预期。

表 7：公司盈利预测简表（截至 2024/10/30）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,154.32	13,278.71	14,265.07	14,916.66
营业总成本	10,601.30	11,395.79	12,153.84	12,661.65
营业成本	7,643.72	8,232.80	8,801.55	9,173.13
营业税金及附加	78.58	86.31	89.87	93.97
销售费用	1,327.16	1,487.22	1,597.69	1,640.83
管理费用	1,519.84	1,699.67	1,783.13	1,864.58
财务费用	(127.64)	(139.43)	(142.65)	(134.25)
研发费用	20.53	29.21	24.25	22.37
其他经营收益	328.69	214.82	198.32	193.83
公允价值变动净收益	14.85	8.00	10.00	10.00
投资净收益	44.73	52.00	44.50	40.00
其他收益	72.18	72.00	70.00	68.00
营业利润	2,020.83	2,097.74	2,309.55	2,448.85
加 营业外收入	90.31	95.00	90.00	70.00
减 营业外支出	13.56	13.00	12.00	11.00
利润总额	2,097.58	2,179.74	2,387.55	2,507.85
减 所得税	(274.21)	523.14	573.01	601.88
净利润	2,371.79	1,656.60	1,814.54	1,905.96
减 少数股东损益	(4.05)	(8.61)	(9.44)	(7.62)
归母公司所有者的净利润	2,375.84	1,665.22	1,823.97	1,913.59
基本每股收益(元)	1.14	0.80	0.87	0.92
PE(倍)	9.96	14.21	12.97	12.37

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn