

教材教辅主业稳健，积极探索多元布局

——山东出版首次覆盖报告

核心观点

- 山东省出版发行龙头，教材教辅为核心主业，积极探索多元化布局。**山东出版拥有以出版、发行、印刷、物资贸易为主的全产业链业务，融合数字出版、研学文旅、智慧教育、融媒体等创新业务。2019-2023 年，公司营收从 97.67 亿元增长至 121.54 亿元，CAGR 达 5.62%，除 2020 年受疫情冲击影响，其余年份均保持稳健增长；归母净利润从 15.44 亿元增长至 23.76 亿元，CAGR 达 11.37%。
- 教材教辅出版发行主业稳健增长。**2019-2023 年，公司教材教辅出版/发行业务的营业收入 CAGR 分别为 10.55%/7.18%。教材教辅业务核心变量之一为学生人数，近几年山东省常住人口数稳定，2023 年为 1.01 亿人，位列全国第二。新生儿方面，2016~2017 年出现的生育小高峰，预计将于 2035 年前陆续完成 K12 教育，从而在中短期支撑业务增长。从 K12 学生结构变化看，初高中学生占比从 2016 年的 41.1%提升至 2022 年的 43.6%。相比于小学生，初高中生是教辅需求的主力军，随着初高中学生占比提升增加对教材教辅需求量，有望助力教材教辅业务稳健增长。
- 图书零售市场相对疲软，公司一般图书业务稳中有进。**图书零售市场整体相对不景气，19-23 年 CAGR 为 -2.8%，公司一般图书出版业务和发行 CAGR 增速分别为 -3.45%/3.45%，2023 年公司图书零售的实洋占有率 1.39%。公司子公司书店集团充分利用线下渠道的优势，积极推动线下销售增长，同时聚焦内部私域、外部私域和三方公域三类流量，打造数字化门店、企微社群、三方店铺、线上分销四张网络，促进书店集团互联网化转型升级发展。
- 积极探索新业务布局，研学文旅快速发展。**1) 研学文旅方面，公司持续完善业务多主体布局，24H1 研学文旅业务营业收入同增超 60%；2) 智慧教育方面，公司开发建设融合教辅出版和大数据技术的“作业+学情诊断大数据反馈”项目，积极推进课后延时“大阅读”服务。3) 出版融合方面，推动书店开展多元服务场景。

盈利预测与投资建议

- 公司为山东省出版发行龙头企业，核心业务教材教辅主业保持稳健增长，同时积极探索研学、智慧教育等新业务布局。我们预计 24-26 年归母净利润分别为 19.57/21.77/23.14 亿元，对应 EPS 0.94/1.04/1.11 元。根据可比公司 2025 年 P/E 调整后均值 15 倍，对应目标价 15.60 元，首次给予买入评级。

风险提示 政策风险；K12 学生人数减少风险；成本风险；新业务拓展不及预期风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,231	12,154	12,993	13,550	14,113
同比增长(%)	3.1%	8.2%	6.9%	4.3%	4.2%
营业利润(百万元)	1,672	2,021	1,914	2,137	2,278
同比增长(%)	9.7%	20.9%	-5.3%	11.6%	6.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,684	2,376	1,957	2,177	2,314
同比增长(%)	9.8%	41.1%	-17.6%	11.2%	6.3%
每股收益(元)	0.81	1.14	0.94	1.04	1.11
毛利率(%)	39.0%	37.1%	37.6%	37.7%	37.8%
净利率(%)	15.0%	19.5%	15.1%	16.1%	16.4%
净资产收益率(%)	13.1%	16.8%	12.8%	13.4%	13.2%
市盈率	13.7	9.7	11.8	10.6	10.0
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2024 年 12 月 27 日）	11.07 元
目标价格	15.60 元
52 周最高价/最低价	14.2/7.8 元
总股本/流通 A 股（万股）	208,690/208,690
A 股市值（百万元）	23,102
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 12 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.47	2.79	-9.19	24.78
相对表现%	-3.83	0.9	-16.68	5.46
沪深 300%	1.36	1.89	7.49	19.32



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

目录

一、山东省出版发行龙头，积极探索多元化布局	4
1.1 公司概况：地方出版发行龙头，教材教辅为核心主业	4
1.2 财务表现：营收与利润稳步向好，分红持续提升	6
二、教材教辅主业稳健增长，一般图书业务承压	9
2.1 教材教辅：公司优势明显，推动教材教辅业务稳步发展	9
2.1.1 资源优势：人口基数优势显著，教育投入位于全国前列	9
2.1.2 全产业链优势：具有完整出版生态，经营效率高	11
2.2 一般图书：受大盘影响业务增长乏力，实洋排名稳步提升	12
三、新业务：创新文化服务，研学文旅快速发展	14
3.1 研学文旅：持续完善业务布局，迎来快速发展	14
3.2 智慧教育：拓展教育服务市场，探索课后需求	15
3.3 出版融合：书店开展多元服务场景，出版融合创新	15
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图 1：出版发行行业与上下游之间的关联性	4
图 2：公司股权结构及子公司（截至 24Q3）	5
图 3：2019-2024Q3 公司营业收入及同比情况	6
图 4：2019-2024Q3 公司年度归母净利润及同比情况	6
图 5：2019-2024Q3 公司毛利率和净利率	7
图 6：2019-2024Q3 公司销售/管理/财务费用率	7
图 7：2019-2023 年公司分业务营收情况（亿元）	7
图 8：2019-2023 年公司分业务毛利率（%）	7
图 9：2019-2023 年公司分产品营收情况（亿元）	8
图 10：2019-2023 年公司分产品毛利率（%）	8
图 11：2019-2023 年公司现金分红金额及现金分红率	8
图 12：2019-2023 年公司的每股分红金额及股息率	8
图 13：公司分地区营业收入占比	10
图 14：公司分地区毛利润占比	10
图 15：山东省 2010-2023 年常住人口规模及同比	10
图 16：山东省 2010-2023 年出生人口数情况及同比	10
图 17：山东省 2010-2022 年 K12 人数情况	11
图 18：山东省 2010-2022 年 K12 学生数结构	11
图 19：2022 年各省一般公共预算教育经费支出及占比情况	11
图 20：2019-2022 年山东省教育经费总投入及同比情况	11
图 21：公司 2021-2023 年零售图书的动销品种数（种）	13
图 22：2023 年公司零售图书的市场份额	13
图 23：公司的研学文旅业务布局	14
图 24：公司教育数字化和智慧教育产品	15
图 25：山东出版书店新业态	15
图 26：山东出版融合新业态	16
表 1：公司管理层介绍	5
表 2：教材教辅业务经营概况	9
表 3：公司旗下主要出版社	11
表 4：一般图书业务经营概况	12
表 5：可比公司估值情况	18

一、山东省出版发行龙头，积极探索多元化布局

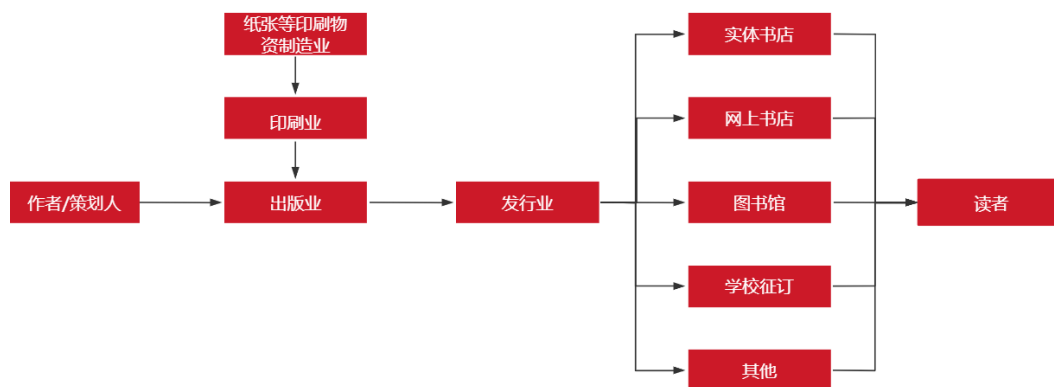
1.1 公司概况：地方出版发行龙头，教材教辅为核心主业

山东出版作为山东省出版发行龙头企业，由山东出版集团实际控制。山东出版集团为国有独资公司，其前身为 1951 年成立的山东人民出版社。2011 年，山东出版集团整体注入主营业务相关资产，并联合全资子公司新地投资（现山东出版投资有限公司），发起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挂牌上市。

公司打造全产业链业务，积极探索多元化布局。山东出版拥有以出版、发行、印刷、物资贸易为主的全产业链业务，并融合数字出版、研学文旅、智慧教育、融媒体等创新业务，形成了产业链完整并不断延伸发展的产业格局。

- **出版业务：**按照产品分为教材及教辅、一般图书两类。公司拥有包括两家一级出版社在内的 9 家图书出版社、1 家音像出版社、2 家期刊社、1 家数字出版传媒公司，具有丰富多样的出版生态圈。
- **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。公司全资子公司山东新华书店集团是公司旗下的发行公司，截至 23 年末拥有覆盖全省的 653 家营业网点，已形成多样化网点协同发展的布局。同时，公司下属出版社均有自办发行体系，主要负责向省内外发行自有出版物。
- **印刷业务：**包括内部印刷业务和外部印刷业务，主要服务于各出版社、杂志社、商场、政府事业单位等客户。公司拥有 1 家印务公司（及三家分公司），从事书刊及各类印刷品的印制服务。
- **物资贸易业务：**主要包括物资供应业务和外贸业务，公司拥有 1 家印刷物公司和 1 家外贸公司。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，外贸业务主要经营进口木浆等进口物资的贸易。
- **创新业态：**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，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 1：出版发行行业与上下游之间的关联性

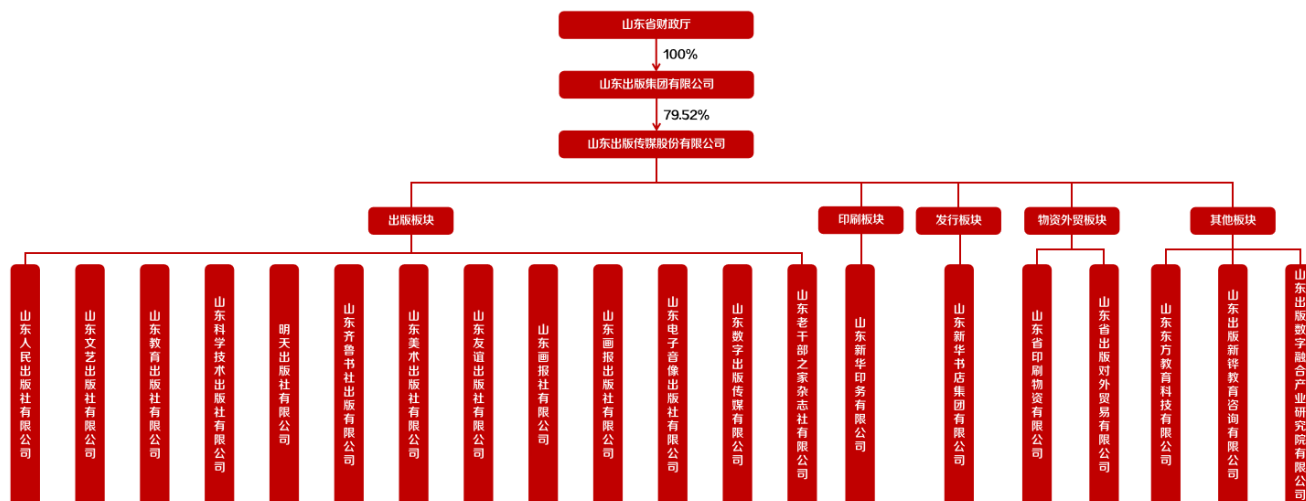


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司实际控制人为山东出版集团，股权集中。山东出版集团隶属于山东省人民政府，截至 24Q3 山东出版集团直接持有公司股份超 16 亿股， 占总股本比例达 79.52%， 股权结构相对集中， 为公司稳定发展奠定了坚实基础。

图 2：公司股权结构及子公司（截至 24Q3）



数据来源：招股说明书，公司官网，东方证券研究所

公司管理层行业经验丰富，市场视野广。团队成员具备丰富的出版发行行业工作经验，对行业发展有着深刻认识和理解，为公司可持续发展提供保障。凭借管理层的专业素质和丰富经验，有助于公司在不断变化的市场中保持竞争力，并提高整体管理效率。

表 1：公司管理层介绍

姓名	职位	工作经历
刘文强	董事长，董事	1992 年 7 月参加工作，1990 年 5 月加入中国共产党，工学学士。历任枣庄市市中区孟庄乡经办事员，枣庄市委宣传部企政科科长、副主任科员、理教科副科长，枣庄市台儿庄区区长助理（正科级）、党组成员，副区长，枣庄市台儿庄区委常委、办公室主任、区纪委书记、副区长、台儿庄经济开发区管委会主任，枣庄市政府副秘书长（正县级），滕州市委副书记、副市长、代市长，市长，市委书记，聊城市副市长，聊城市委常委、宣传部部长、市委教育工委书记，市委常委、常务副市长、市政府党组副书记，2024 年 6 月任山东出版集团有限公司党委书记，2024 年 7 月任山东出版集团有限公司党委书记、董事长。
申维龙	董事，总经理室副主任，调研员，国有文化企业综合管理处调研员，处长。2019 年 8 月至 2019 年 10 月任山东出版集团有限公司董事，副总经理；2019 年 10 月任山东出版集团有限公司党委委员，董事，副总经理；2023 年 6 月任山东出版集团有限公司党委委员，董事。	
范波	副总经理	大学学历，工程硕士学位。历任浪潮集团有限公司产品总监；山东能源集团信息中心副处长；齐鲁交通发展集团信息管理中心副主任；齐鲁交通信息有限公司副总经理兼山东旗帜信息有限公司董事；2017 年 6 月至 2018 年 2 月，任公司副总经理兼山东明天传媒科技有限公司总经理；2018 年 2 月起，任公司副总经理兼山东数字出版传媒有限公司，山东明天传媒科技有限公司总经理；2021 年 4 月至今，任公司副总经理。
韩明红	副总经理	省委党校研究生学历，教育学学士学位。历任山东出版传媒股份有限公司出版业务部主任，人力资源部主任；2018 年 7 月起，任山东出版传媒股份有限公司副总经理兼人力资源部主任；2019 年 12 月至今任山东出版传媒股份有限公司副总经理。
薛严丽	副总经理，董事会秘书	研究生学历，管理学硕士学位。历任山东出版传媒股份有限公司证券法律部副主任，主任；2015 年 7 月至 2018 年 7 月，任山东出版传媒股份有限公司董事会秘书兼证券法律部主任；2018 年 7 月起，任山东出版传媒股份有限公司副总经理，董事会秘书兼证券法律部主任；2021 年 4 月至今，任山东出版传媒股份有限公司副总经理，董事会秘书。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

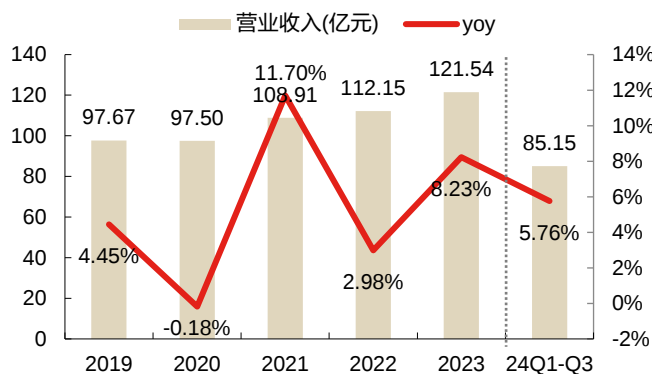
杨文军	副总经理	历任山东美术出版社总编室副主任，总编办公室主任，第四编辑室主任，教材研发中心主任，副总编辑；山东出版集团有限公司经营管理部(教材出版中心)副主任；山东出版传媒股份有限公司经营管理部副主任；2015年2月至2018年3月任山东出版传媒股份有限公司教育产业部(教材中心)主任；2018年3月至2020年7月任山东出版传媒股份有限公司教育产业部(教材中心)主任，烟台新铎教育咨询有限公司董事；2020年7月起任山东出版传媒股份有限公司教育产业部(教材中心)主任，山东新华印务有限公司党委书记，董事，山东出版新铎教育咨询有限公司董事。
		研究生学历，法学硕士。1988年7月起历任山东大学科学社会主义系教师，山东人民出版社编辑，五编室副主任，文
李运才	副总经理	教室主任；2005年7月起历任山东人民出版社副总编辑，山东教育出版社总编辑，山东画报社，《爱尚美术》杂志社有
		限公司总经理；2018年2月至今任山东文艺出版社有限公司总经理(社长)。

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 财务表现：营收与利润稳步向好，分红持续提升

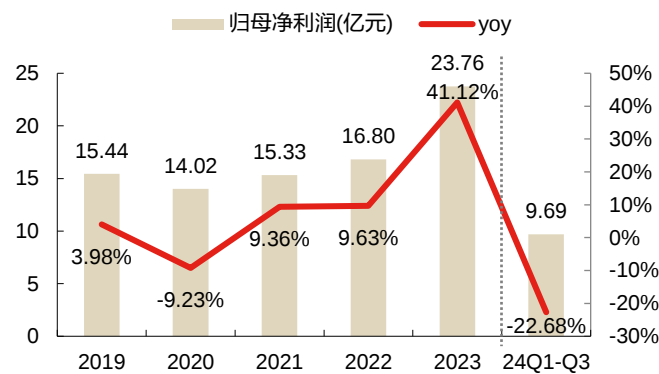
公司近5年业绩整体稳步增长，保持竞争优势。2019-2023年，公司营收从97.67亿元增长至121.54亿元，CAGR达5.62%，除2020年受疫情冲击影响，其余年份均保持稳健增长；归母净利润从15.44亿元增长至23.76亿元，CAGR达11.37%。公司2023年营收同比增长8.23%，归母净利润同比增长41.12%，归母净利润增幅较高，一是在报告期内确认非流动性资产处置损益3.36亿元（包括已计提资产减值准备的冲销部分）；二是计入当期损益的政府补助1.01亿元（yoy+81.05%）；三是因财税2023年第71号文件规定，自2024年1月1日起公司不再享受经营性文化事业单位转制为企业的所得税减免政策，故对当期损益产生的一次性影响2.7亿元。24Q1-Q3公司营收同比增长5.76%至85.15亿元；归母净利润同比下滑22.68%至9.69亿元，主要系税收政策变化所得税费用增加导致。

图3：2019-2024Q3公司营业收入及同比情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

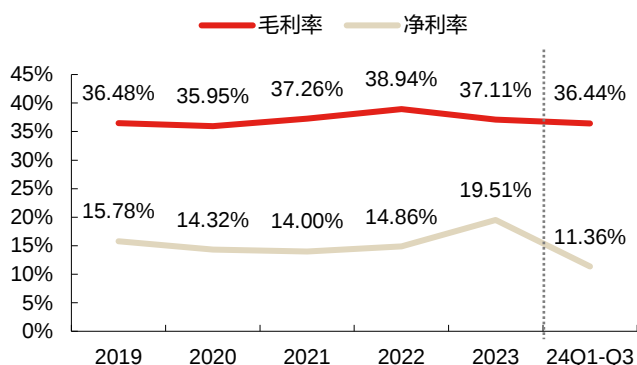
图4：2019-2024Q3公司年度归母净利润及同比情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

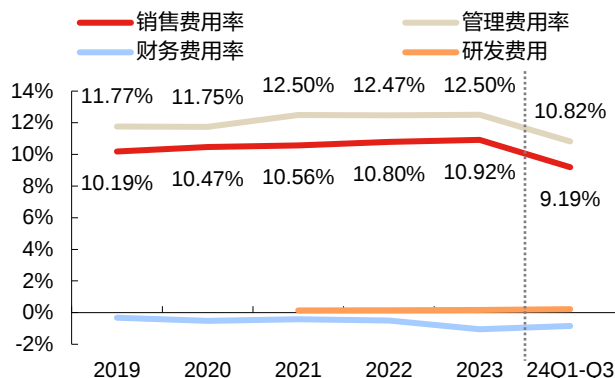
盈利能力较好，费用率基本稳定。2019-2023年，公司毛利率维持在较高水平，基本在36%-39%，整体较为稳定；净利率从2019年的15.8%提升至2023年的19.5%。24前三个季度公司毛利率为36.4%，净利率为11.4%。费用率水平整体平稳，销售费用率/管理费用率分别在12%/10%上下浮动。

图 5：2019-2024Q3 公司毛利率和净利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

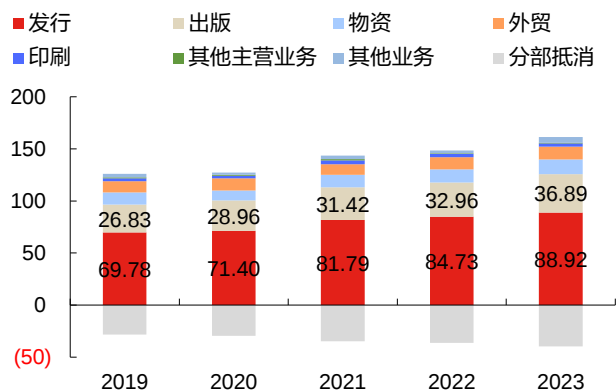
图 6：2019-2024Q3 公司销售/管理/财务费用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

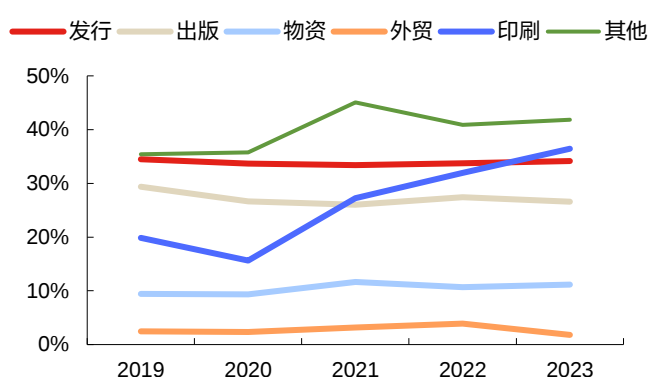
分业务看，公司以发行和出版业务为核心，收入占比（分部抵消前）合计约八成。2019-2023 年，发行业务从 69.78 亿元增长至 88.92 亿元，CAGR 达 6.25%；出版业务从 26.83 亿元增长至 36.89 亿元，CAGR 为 8.29%。2019-2023 年，发行/出版/物资/外贸业务毛利率基本稳定，分别在 33%/28%/10%/2%上下波动，印刷业务毛利率整体呈现增长态势，2023 年毛利率为 36.44%，较五年前有较大提升。

图 7：2019-2023 年公司分业务营收情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

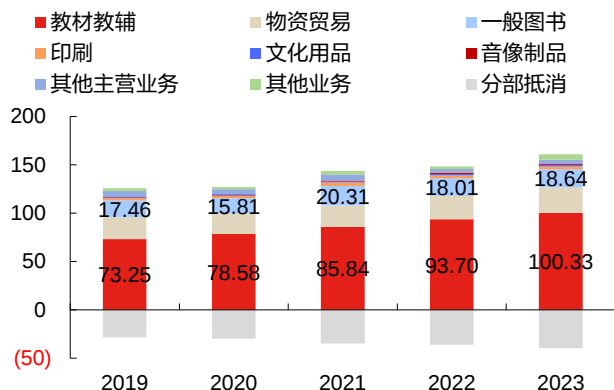
图 8：2019-2023 年公司分业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

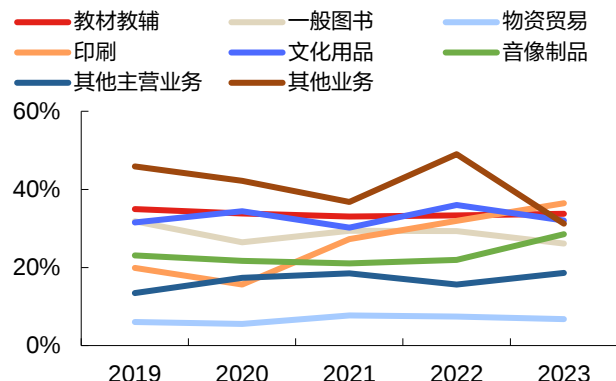
分产品看，教材教辅为主要收入来源，合计占比（分部抵消前）六成左右。2019-2023 年，教材教辅收入从 73.3 亿元增至 100.3 亿元，4 年 CAGR 为 8.2%，物资贸易/一般图书/印刷/文化用品/音像制品营收的 4 年 CAGR 为 4.14%/1.65%/2.71%/21.08%/8.38%。印刷毛利率整体呈现增长态势，其他产品毛利率相对稳定。2023 年，教材教辅/一般图书/物资贸易/印刷/文化用品/音像制品产品毛利率分别为 33.70%/26.12%/6.78%/36.44%/32.03%/28.51%。

图 9：2019-2023 年公司分产品营收情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

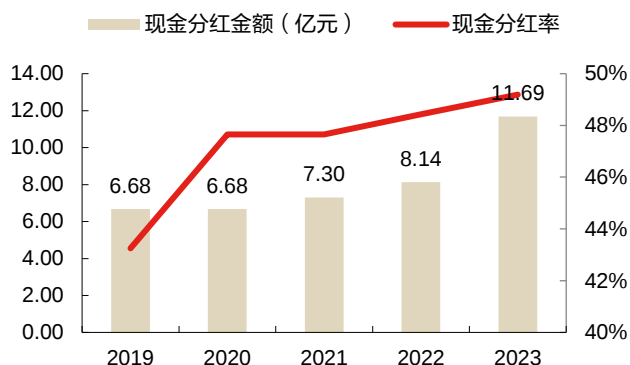
图 10：2019-2023 年公司分产品毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

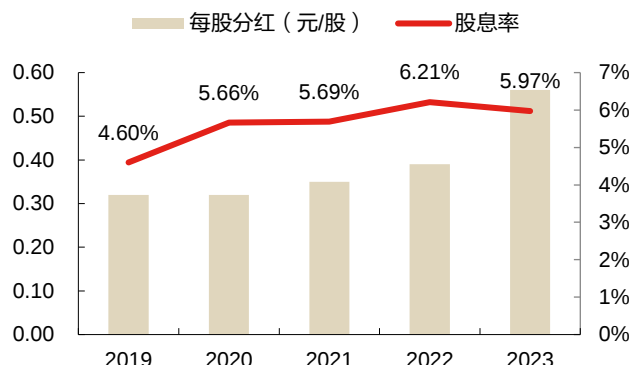
公司重视股东回报，现金分红稳步提升。自 2017 年上市以来，公司已进行 7 次现金分红，总额约为 51.13 亿元。公司现金分红金额呈现逐年增长的态势，从 2019 年的 6.68 亿元增至 2023 年的 11.69 亿元，现金分红率从 2019 年的 43.25% 逐年增加，至 2023 年达到 49.19%。每股分红金额稳步增长，到 2023 年达到 0.56 元；股息率在 2019-2023 年大体上呈现增长态势，从 2019 年的 4.6% 增至 2023 年的 5.97%。公司自身稳步发展，同时高度注重股东回报。

图 11：2019-2023 年公司现金分红金额及现金分红率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2019-2023 年公司的每股分红金额及股息率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：股息率=每股分红/每股期末市值。

二、教材教辅主业稳健增长，一般图书业务承压

2.1 教材教辅：公司优势明显，推动教材教辅业务稳步发展

教材教辅出版发行主业稳健增长。2019-2023 年，公司教材教辅出版业务的营业收入从 21.10 亿元增长至 31.52 亿元，CAGR 达 10.55%；销售量整体呈现增长趋势，CAGR 达 3.87%；平均售价从 2019 年的 5.15 元增加至 2023 年的 6.61 元，CAGR 达 6.43%；毛利率维持较高水平，基本在 26%-31%区间内。教材教辅发行业务的营业收入逐年增长，从 2019 年的 52.14 亿元增长至 2023 年的 68.80 亿元，营业收入/销售量/平均售价的 CAGR 为 7.18%/1.41%/5.69%，均保持增长态势，毛利率在 36%上下波动。

表 2：教材教辅业务经营概况

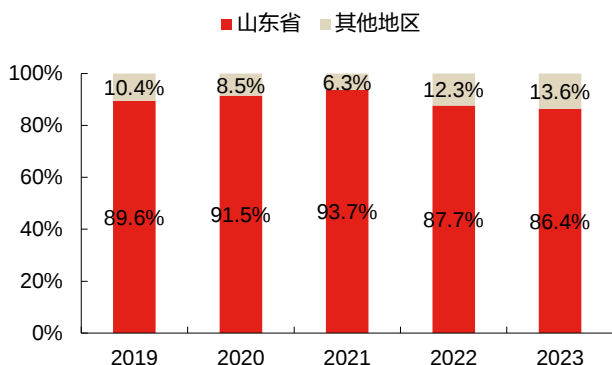
	2019	2020	2021	2022	2023
教材教辅出版业务					
营业收入（亿元）	21.10	23.17	25.74	28.52	31.52
yoy	8.24%	9.80%	11.09%	10.78%	10.53%
销售量（亿册）	4.10	4.07	4.07	4.51	4.77
yoy	1.14%	-0.73%	-0.03%	10.92%	5.75%
平均售价（元/册）	5.15	5.70	6.33	6.32	6.61
yoy	7.02%	10.61%	11.13%	-0.12%	4.52%
销售码洋（亿元）	39.30	43.53	46.70	53.08	58.36
营业成本（亿元）	14.66	16.57	18.91	20.60	22.92
毛利润（亿元）	6.45	6.60	6.83	7.92	8.60
毛利率	30.55%	28.50%	26.54%	27.78%	27.30%
教材教辅发行业务					
营业收入（亿元）	52.14	55.40	60.10	65.18	68.80
yoy	6.71%	6.25%	8.48%	8.45%	5.56%
销售量（亿册）	5.93	6.25	5.67	6.14	6.27
yoy	5.62%	5.35%	-9.28%	8.46%	2.03%
平均售价（元/册）	8.80	8.87	10.61	10.61	10.98
yoy	1.04%	0.86%	19.59%	0.00%	3.46%
销售码洋（亿元）	54.93	58.14	62.97	68.46	71.63
营业成本（亿元）	33.00	35.43	38.57	41.87	43.60
毛利润（亿元）	19.15	19.97	21.53	23.31	25.20
毛利率	36.72%	36.04%	35.82%	35.77%	36.63%

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.1.1 资源优势：人口基数优势显著，教育投入位于全国前列

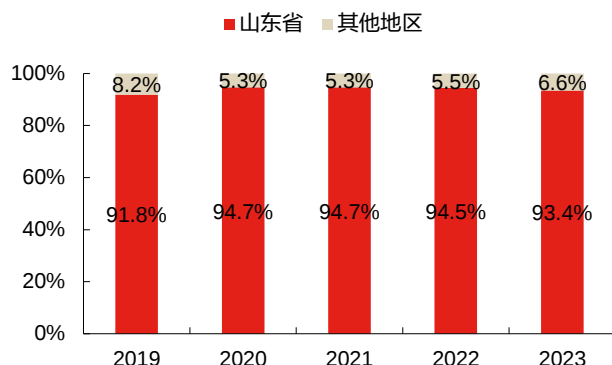
公司业务根植于山东省，资源禀赋优势显著。2019-2023 年公司的营业收入和毛利润九成左右都来源于山东省，2023 年公司有 86.4%的营业收入、93.4%的毛利润来自山东省内。作为经济大省、文化大省、人口大省和教育大省，山东省雄厚的资源优势为公司主业的发展创造了有利条件。

图 13：公司分地区营业收入占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

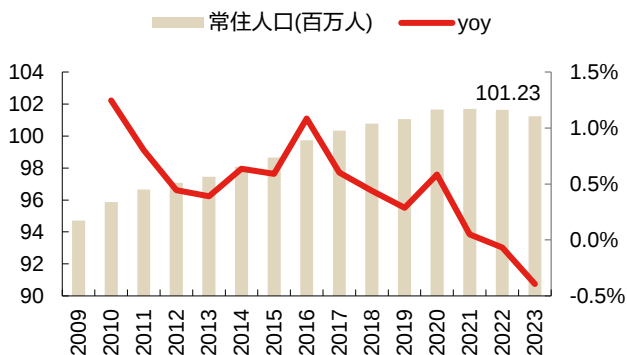
图 14：公司分地区毛利润占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

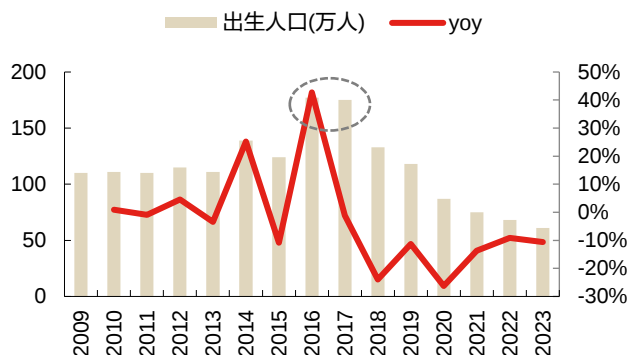
学生人数是教材教辅业务的核心要素之一。教材教辅市场规模可大致用以下公式表示：教材教辅市场规模=学生数*单位学生所需教材教辅数量*单位教材教辅价格，其中学生数量是教材教辅市场规模的核心变量之一。从人口资源方面看，山东省常住人口规模近五年趋于稳定，2023 年达到 1.01 亿人，仅次于广东省。据山东省统计局数据显示，山东省生育高峰出现在 2016-2017 年，出生人口数分别为 177/175 万人，这一时期出生的孩子自 2022 年起陆续升入小学，预计于 2035 年前陆续完成 K12 教育，故从中短期看公司的教材教辅业务增长有望得到支撑。

图 15：山东省 2010-2023 年常住人口规模及同比



数据来源：统计局，东方证券研究所

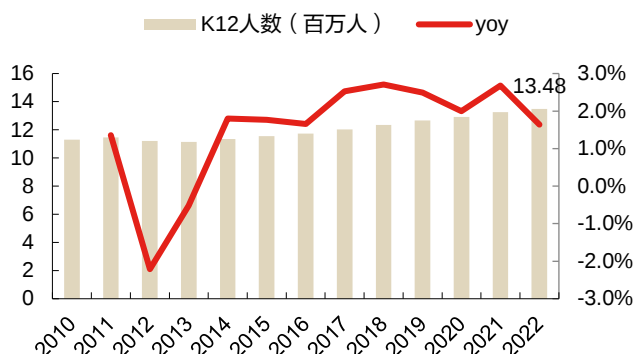
图 16：山东省 2010-2023 年出生人口数情况及同比



数据来源：统计局，东方证券研究所

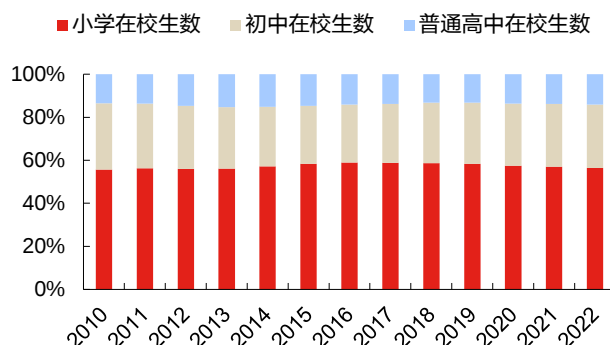
目前山东省 K12 学生人数仍呈小幅增长态势，K12 结构看初高中人数占比提升。2013 年以来山东省 K12 学生人数呈现稳步增长，至 2022 年为 1348 万人。从山东省 K12 学生数的结构变化看，小学在校生人数占 K12 总人数的比例从 2016 年起开始下降，至 2022 年小学在校生人数为 760.62 万人，占比 56.41%，初高中学生数占比从 2016 年的 41.1%提升至 2022 年的 43.6%。相比于小学生群体，初高中生是教辅需求的主力军，单学生平均采购的教材教辅数量更多。随着 K12 在校生的结构变化，有望助力公司教材教辅业务稳健增长。

图 17：山东省 2010-2022 年 K12 人数情况



数据来源：统计局，东方证券研究所

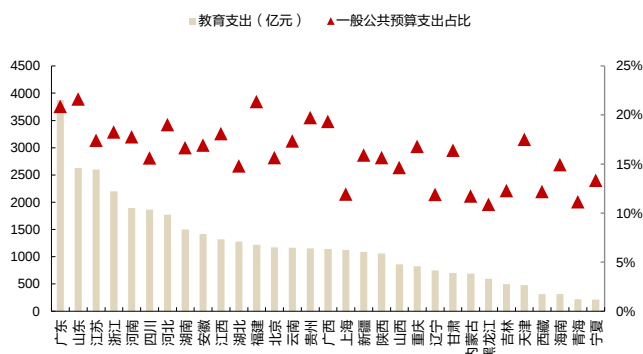
图 18：山东省 2010-2022 年 K12 学生数结构



数据来源：统计局，东方证券研究所

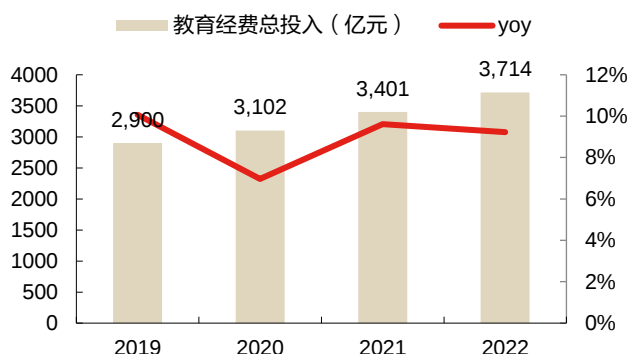
山东省教育支出位居全国前列。2022 年，山东省的一般公共预算教育经费为 2626 亿元，规模全国第二（仅次于广东省），一般公共预算教育经费占一般公共预算支出比例 21.7%，位于全国第一。山东省政府高度重视教育事业，根据统计局数据显示，2019-2022 年山东省教育经费总投入保持逐年增长趋势，至 2022 年达到 3714 亿元（yoy+9.22%）。

图 19：2022 年各省一般公共预算教育经费支出及占比情况



数据来源：统计局，东方证券研究所

图 20：2019-2022 年山东省教育经费总投入及同比情况



数据来源：统计局，东方证券研究所

2.1.2 全产业链优势：具有完整出版生态，经营效率高

巩固出版发行核心优势，推动出版稳步发展。公司已经形成了公司品牌、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。旗下拥有涉及出版、发行、印刷、物资贸易业务等 20 家全资及控股子公司，实现了图书、期刊、新媒体等各种传媒业态协调发展、相互补充的良好格局。其中，公司旗下的人民社、明天社属于全国百佳出版单位（一级出版社），出版了全学科、全年龄段的教材教辅产品。

表 3：公司旗下主要出版社

出版社	所属公司	出版方向
人民社	山东人民出版社有限公司	形成了服务大局、文化学术、大众读物、考试图书、高校教育、文教读物、数字出版等七大板块。
文艺社	山东文艺出版社有限公司	涉及当代文学、古典文学、精品小说、诗歌名作、少儿读物、文化艺术、教师用书版块。
教育社	山东教育出版社有限公司	形成了以教材、教辅出版为主干，以教育学、语言学、心理学、学科史、大众阅读和电子音像数字出版为两翼的出版构架。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

科技社	山东科学技术出版社有限公司	主攻医药卫生、农业畜牧、科技、生活、教育和童书等板块。
明天社	明天出版社有限公司	在少儿教育读物、少儿文学读物、低幼读物和少儿知识类读物四大板块打造了一大批深受读者和市场欢迎的精品出版物。
齐鲁书社	山东齐鲁书社出版有限公司	是一家以出版文史古籍和学术著作为主的专业古籍出版社。
美术社	山东美术出版社有限公司	在绘画技法、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、挂历挂图类等方面出版了大量图书。
画报社	山东画报社有限公司	现出版《山东画报》《爱尚美术》《孙子研究》三种杂志，运营“山东画报”网站，拥有国家新闻出版广电总局批准的互联网出版资质。
电子音像社	山东电子音像出版社有限公司	形成了主题出版、传统文化出版、大众生活出版、教育出版四大特色板块。
数字出版公司	山东数字出版传媒有限公司	涵盖电子出版物出版、音像制品出版、网络出版服务、广播电视节目制作经营、出版物经营等

数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司持续拓展教材教辅品类，培养核心竞争力。2023年公司共出版教材教辅11058种，新增《跨学科阅读》《中小学信息科技》《生命安全与健康教育》等42个品种（系列），共455册，延续/拓展/更名了113个品种。公司的教材体系主要包括国标教材、地方课程教材和职业教育教材等，在国标教材方面，公司现有“鲁版”国家课程教材共15科、18种、118册；在地方课程教材方面，公司下属5家出版单位编写50种地方教材；在职业教育教材方面，公司旗下4家出版单位完成开发了山东省职业教育课程改革教材262种，其中16种入选国家级规划教材，6种教材入选国家级技工教育和职业培训教材目录。此外，公司是人民教育出版社、人民音乐出版社等主流教材出版单位的山东省独家代理商。

2.2 一般图书：受大盘影响业务增长乏力，实洋排名稳步提升

一般图书出版与发行业务与大盘情况类似，整体呈下滑趋势。一般图书出版业务的营收波动中有所下滑，从2019年的4.91亿元下降至2023年的4.27亿元，4年的CAGR为-3.45%。一般图书出版业务毛利率从2019年的28.08%下降至2023年的21.35%。一般图书发行业务的营收呈现波动上升趋势，从2019年的12.55亿元增至2023年的14.37亿元，4年CAGR为3.45%。其中，销售量/平均售价/毛利润4年的CAGR为3.01%/0.42%/-1.34%。公司一般图书业务下滑，原因在于图书零售市场整体相对不景气，19-23年CAGR为-2.8%，公司一般图书业务表现与市场情况相似。此外，23年图书市场实洋规模同比下降7.04%，零售折扣从2022年的6.6折下降至2023年的6.1折，也对一般图书毛利率造成负面影响。

表4：一般图书业务经营概况

	2019	2020	2021	2022	2023
一般图书出版业务					
营业收入（亿元）	4.91	4.86	4.70	3.57	4.27
yoy	3.39%	-0.98%	-3.37%	-23.99%	19.50%
销售量（亿册）	0.43	0.40	0.37	0.32	0.39
yoy	-6.36%	-7.50%	-7.84%	-14.73%	23.77%
平均售价（元/册）	11.31	12.11	12.70	11.32	10.93
yoy	10.40%	7.05%	4.86%	-10.85%	-3.45%
销售码洋（亿元）	12.71	14.32	14.48	12.01	17.91
营业成本（亿元）	3.53	3.92	3.48	2.55	3.36
毛利润（亿元）	1.38	0.95	1.22	1.02	0.91
毛利率	28.08%	19.49%	25.90%	28.51%	21.35%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

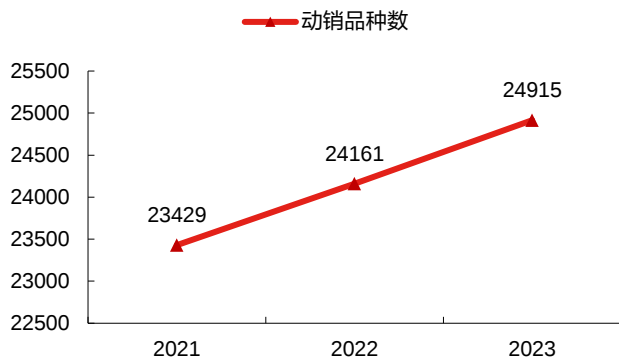
一般图书发行业务

营业收入（亿元）	12.55	10.95	15.61	14.43	14.37
yoy	-3.54%	-12.74%	42.60%	-7.55%	-0.45%
销售量（亿册）	0.49	0.49	0.70	0.56	0.55
yoy	-33.01%	0.62%	42.85%	-20.18%	-1.86%
平均售价（元/册）	25.63	22.23	22.19	25.70	26.07
yoy	44.00%	-13.28%	-0.18%	15.82%	1.43%
销售码洋（亿元）	14.60	13.02	18.74	17.60	18.25
营业成本（亿元）	8.37	7.72	10.85	10.17	10.41
毛利润（亿元）	4.18	3.23	4.76	4.26	3.96
毛利率	33.28%	29.48%	30.47%	29.53%	27.54%

数据来源：Wind，东方证券研究所

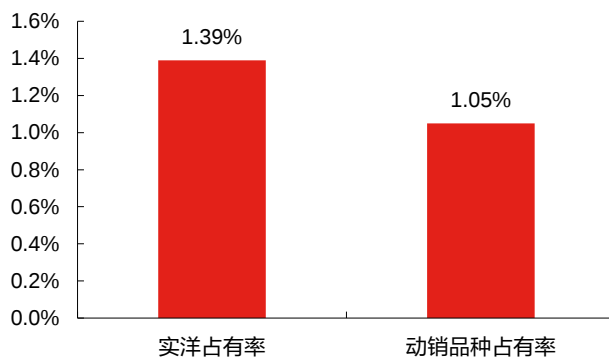
山东出版的市占率和品种效率保持在行业前列。2023 年，公司深入实施“双品双效”工程，致力打造高品质、高品位的精品图书，共出版图书 15,841 种、音像电子出版物 141 种、期刊 8 种，图书产品再版重印率 78.5%，多项图书获得国家级大奖或入选国家重点出版物出版规划项目等。据开卷数据显示，22 年公司在全国图书零售市场实洋排名为 14 名，同比提升 2 位；2023 年公司实洋占有率 1.39%、实洋品种效率 1.32；动销品种数 24,915 种（同比增加 754 种），动销品种占有率为 1.05%。

图 21：公司 2021-2023 年零售图书的动销品种数（种）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：2023 年公司零售图书的市场份额



数据来源：公司公告，东方证券研究所

线上线下渠道扩张，促进销售成果转换。公司子公司书店集团充分利用线下渠道的优势，积极推动线下销售增长。通过开展“新华荐品”销售竞赛和店外重点图书销售活动等措施，推动实体书店的自主发展。同时，针对“爱书客”会员在全省范围内开展了近 200 个多样化的营销活动，销售图书 239 万册，码洋总额达到 1.15 亿元。此外，公司聚焦内部私域、外部私域和三方公域三类流量，打造数字化门店、企微社群、三方店铺、线上分销四张网络，促进书店集团互联网化转型升级发展。

三、新业务：创新文化服务，研学文旅快速发展

3.1 研学文旅：持续完善业务布局，迎来快速发展

公司构建以教育为主导的产业链，推动文旅产业高质量发展。公司近年来立足自身优势，在做强做精出版主业同时，将文旅产业发展作为重要战略方向。2018 年公司成立山东省书香研学旅行社，正式开展中小学生研学工作，2020 年成立山东新铎文旅发展集团，致力于打造全省一流、全国有影响力、具有鲜明文化特色的文旅领军企业。山东新铎文旅发展集团下设山东省书香研学旅行社有限公司、山东新铎优品创意科技有限公司、山东新铎教育投资有限公司和山东红叶旅行社有限公司 4 家子公司，分别提供研学旅行、文化创意、营地运营、中高端定制化旅游和老年人慢旅行等多项专业服务。2023 年，公司研学文旅业务实现出团 6000 多次，70 多万人次，营业收入 3 亿多元，同比增长 4 倍多。2024 年上半年，公司研学文旅业务营业收入同比增长超过 60%。

- 山东省书香研学旅行社有限公司成立于 2018 年，主要运营研学旅行板块业务，旗下的专业研学品牌为“新华爱书客”。2019 年研学旅行社服务人数达 30 万以上，收入 1.2 亿元，利润 1000 万元，目前已在全省 16 个地市开设 120 家服务网点，可实现山东省内地域全覆盖。
- 山东新铎优品创意科技有限公司成立于 2019 年，主要运营文化创意板块业务，围绕文创产品、地方特色产品等开展业务。
- 山东新铎教育投资有限公司成立于 2020 年，以投资开发运营研学旅行营地、安全教育科普营地及课程资源建设为核心，为研学旅行服务提供平台。2023 年，公司投资建设的“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)正式开营运营，形成以曲阜为代表的儒家文化研学营地，以青州为代表的人工智能学习体验中心，以临沂为代表的沂蒙红色教育研学营地等特色营地集群。
- 山东红叶旅行社定位于中高端旅行及老年文旅业务，2023 年被山东新铎文旅发展集团收购，文旅产业链不断完善。

图 23：公司的研学文旅业务布局



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 智慧教育：拓展教育服务市场，探索课后需求

公司积极实施智慧校园建设工程。公司开发建设了融合教辅出版和大数据技术的“作业+学情诊断大数据反馈”项目，被列为山东省基础教育教学改革重大委托项目，2024 上半年该项目平稳有序推进，在试点城市组织的多次测试中反馈效果良好。同时，公司依据国家课程标准，以传统纸质教材为蓝本，基于数字媒体、数字资源、学科工具等应用研发的立体化教材项目“山东出版中小学数字教材服务平台”，已进入集成测试和性能优化阶段。

内容数字化，推进课后延时“大阅读”服务。公司旗下新铎教育公司发起设立“鲁出书社”阅读机构，采用创新设计和多元化的阅读材料，涵盖科学、历史、艺术等多个领域，引导青少年走进书籍的世界，领略知识的深度与广度，致力于全面提升孩子核心素养。目前已完成第一阶段课程内容研发、线上配套课程录制及配套小程序的委托开发，正筹备省内全面运营。

图 24：公司教育数字化和智慧教育产品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

3.3 出版融合：书店开展多元服务场景，出版融合创新

打造文化服务新场景，提升实体书店发展能力。公司所属书店集团充分发挥综合文化服务能力，推进实体书店自主发展，全力打造综合文化活动空间和优质文化消费环境。截至 2023 年底，山东省书店营业网点 653 家，其中，综合性门店 130 家，校园书店 335 家，社区商圈书店 62 家，乡镇发行网点 126 家。书店集团将室内研学作为书店沉浸式、多元化场景打造的重点，推动实体书店、大型书城开展室内研学活动；围绕“一老一小”等消费趋势，发挥书店在空间、活动策划方面资源优势，积极打造多种全新文化服务场景，探索形成“老年大学新华分校”、“新华自习室”等 10 种新商业模式并在全省成功复制推广。

图 25：山东出版书店新业态



数据来源：公司官网，东方证券研究所

持续推进出版融合创新，开拓多元文化项目。2023 年，公司加强出版融合创新资金扶持力度，推动公司出版单位从单纯的图书出版社转变为具有图书出版特色的综合服务平台。

- 人民社：投资的电视剧《三泉溪暖》获山东省“泰山文艺奖”电视类一等奖，在央视一套黄金时段播出。此外，“语文山水”多形态融合发展项目已实现图书良好销售成绩。
- 文艺社：打造“中外文学经典名著”有声 ID 项目，有声书数量达到 116 部，总收听量突破 1000 万人次。
- 教育社：重构“小荷听书”运营模式，推出“小荷听书”（升级版）。
- 科技社：“高等数学融合出版项目”学习平台自 9 月份上线后，付费用户不断增长。
- 友谊社：2023 年，友谊社“尼山馆藏”项目新签约授权数字图书资源 935 种，销售范围涵盖美国、澳大利亚、新加坡、韩国、荷兰等 21 个国家的 330 余家公共图书馆和学校图书馆。
- 老年服务产业：2023 年公司收购了《老干部之家》杂志社，积极拓展在老年服务产业领域新的经济增长点。

图 26：山东出版融合新业态



数据来源：央视网，公司官网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们按照产品对公司 2024-2026 年营业收入做如下拆分：

- 1) 教材、教辅：基于量和价的逻辑，考虑到山东省近几年 K12 学生数量仍保持增长态势，且 K12 学生结构中初高中占比提升，预计中短期教材教辅规模保持稳健增长，因此预计 2024-2026 年教材教辅收入增速分别为 8.4%/3.9%/3.5%；毛利率保持在 34%。
- 2) 一般图书：考虑到一般图书市场整体相对不景气，且短视频等低折扣渠道拉低毛利水平，我们预计 2024-2026 年一般图书收入增速分别为 -4.6%/3.0%/3.0%；毛利率分别为 25.8%/25.7%/25.6%。
- 3) 2024-2026 年预计音像制品和期刊报纸的收入增速分别为 12%/11.5%/11%，毛利率维持在 27%；文化用品收入增速分别为 15%/14%/12%，毛利率维持在 33.2%。物资和外贸收入增速分别为 2.7%/2.8%/3.0%，毛利率维持在 7.3%。印刷收入增速分别为 6.1%/5.3%/5.0%，毛利率维持在 35.0%；其他主营业务收入维持在 4.18 亿元，毛利率维持在 17.6%。其他业务收入增速维持在 15.0%，毛利率维持在 40.5%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

剔除内部抵消，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 129.93/135.50/141.13 亿元，同比分别增长 6.9%/4.3%/4.2%；综合毛利率为 37.6%/37.7%/37.8%。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
教材、教辅					
销售收入（百万元）	9,370.1	10,032.6	10,871.0	11,295.4	11,693.0
增长率	9.2%	7.1%	8.4%	3.9%	3.5%
毛利率	33.3%	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
一般图书					
销售收入（百万元）	1,800.6	1,863.7	1,778.3	1,831.7	1,886.6
增长率	-11.4%	3.5%	-4.6%	3.0%	3.0%
毛利率	29.3%	26.1%	25.8%	25.7%	25.6%
音像制品、期刊报纸					
销售收入（百万元）	112.0	149.2	167.1	186.4	206.9
增长率	20.8%	33.3%	12.0%	11.5%	11.0%
毛利率	15.4%	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
文化用品					
销售收入（百万元）	141.9	187.2	215.3	245.4	274.9
增长率	48.5%	31.9%	15.0%	14.0%	12.0%
毛利率	36.0%	32.0%	33.2%	33.2%	33.2%
物资和外贸					
销售收入（百万元）	2,434.5	2,640.8	2,711.5	2,788.2	2,872.7
增长率	9.8%	8.5%	2.7%	2.8%	3.0%
毛利率	7.4%	6.8%	7.3%	7.3%	7.3%
印刷					
销售收入（百万元）	306.2	285.6	303.0	319.0	334.8
增长率	-14.6%	-6.7%	6.1%	5.3%	5.0%
毛利率	31.9%	36.4%	35.0%	35.0%	35.0%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	408.2	418.4	418.4	418.4	418.4
增长率	-34.8%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.7%	18.6%	17.6%	17.6%	17.6%
内部抵消					
销售收入（百万元）	-3,621.9	-3,966.6	-4,096.6	-4,252.9	-4,400.4
增长率	-4.4%	-9.5%	-3.3%	-3.8%	-3.5%
毛利率	-4.7%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
其他业务					
销售收入（百万元）	279.1	543.3	624.8	718.6	826.4
增长率	-21.0%	94.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	51.8%	31.2%	40.5%	40.5%	40.5%
合计	11,230.6	12,154.3	12,992.9	13,550.1	14,113.2
增长率	3.1%	8.2%	6.9%	4.3%	4.2%
综合毛利率	39.0%	37.1%	37.6%	37.7%	37.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

公司费用率相对稳定，预计 2024-2026 年销售费用率为 10.38%/10.23%/9.92%，管理费用率为 12.50%/12.45%/12.40%，研发费用率保持在 0.17%。

所得税方面，12 月 11 日财政部、税务总局、中央宣传部发布公告，经营性文化事业单位于 2022 年 12 月 31 日前转制为企业的，自转制注册之日起至 2027 年 12 月 31 日免征企业所得税。此前按照财政部、税务总局、中央宣传部公告 2023 年第 71 号文件规定，自 2024 第一季度起公司不再享受经营性文化事业单位转制为企业的免征企业所得税的税收优惠政策，因此公司在 2024 年起开始计提企业所得税开支，前三季度共计提所得税 3.54 亿元。我们预计，根据最新政策，公司税收优惠可延长享受至 2027 年末，2024 年计提的所得税费用有望冲回，2024-2027 年期间免征企业所得税。因此我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.57/21.77/23.14 亿元，同比变化分别为-17.6%/11.2%/6.3%。

投资建议

公司为山东省出版发行龙头企业，核心主业教材教辅、一般图书有望保持稳健增长，同时研学、智慧教育等持续拓展增长新曲线。我们选择南方传媒、凤凰传媒、中南传媒、皖新传媒、浙版传媒、新华文轩等地方龙头出版公司作为可比公司，其面临的政策环境、商业模式与山东出版有相似之处。根据可比公司 25 年 P/E 调整后均值 15 倍，山东出版 25 年归母净利润 21.77 亿，对应目标价为 15.60 元，首次给予买入评级。

表 5：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元)		每股收益 (元)				市盈率			
		2024/12/27	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
南方传媒	601900	15.38	1.43	0.98	1.09	1.22	10.73	15.63	14.12	12.66	
凤凰传媒	601928	11.21	1.16	0.72	0.77	0.81	9.66	15.51	14.61	13.87	
中南传媒	601098	14.47	1.03	0.77	0.82	0.86	14.01	18.77	17.62	16.83	
皖新传媒	601801	7.41	0.48	0.42	0.49	0.55	15.50	17.55	15.16	13.44	
浙版传媒	601921	8.04	0.68	0.49	0.53	0.60	11.84	16.35	15.05	13.43	
新华文轩	601811	15.88	1.28	1.23	1.36	1.48	12.41	12.93	11.65	10.70	
调整后平均							12.25	16.26	14.74	13.35	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

政策风险：公司出版发行主业受到较严格的监管，政策端的不确定性可能对公司业务开展造成影响。

K12 学生人数减少风险：公司教材教辅主业与未来人口数量关系密切，若人口增速持续放缓，未来学生人数下降，可能对教材教辅主业产生不利影响。

成本风险：如果出现纸张价格大幅上涨，可能导致公司原材料成本加大，影响毛利率。

新业务拓展不及预期风险：公司在新业务拓展，以及在研究、资源投入等方面有进一步加强的空间，可能存在新业务拓展不及预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,717	6,871	9,931	11,457	13,065
应收票据、账款及款项融资	1,919	1,538	2,207	2,328	2,285
预付账款	241	331	275	292	308
存货	1,662	2,057	2,153	2,217	2,292
其他	2,286	2,081	2,306	2,250	2,288
流动资产合计	13,825	12,878	16,872	18,544	20,238
长期股权投资	0	50	50	51	51
固定资产	3,456	3,772	3,932	3,960	3,945
在建工程	468	302	183	91	46
无形资产	909	841	810	779	748
其他	1,994	5,011	569	523	503
非流动资产合计	6,827	9,975	5,543	5,403	5,293
资产总计	20,652	22,854	22,415	23,948	25,531
短期借款	117	80	72	72	73
应付票据及应付账款	2,929	3,368	3,443	3,650	3,796
其他	2,925	3,197	3,157	3,242	3,420
流动负债合计	5,970	6,645	6,672	6,963	7,289
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,259	1,346	116	116	116
非流动负债合计	1,259	1,346	116	116	116
负债合计	7,229	7,991	6,787	7,079	7,404
少数股东权益	0	(3)	(11)	(21)	(32)
实收资本（或股本）	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087
资本公积	2,246	2,173	2,173	2,173	2,173
留存收益	9,027	10,589	11,378	12,630	13,898
其他	63	16	0	0	0
股东权益合计	13,423	14,863	15,627	16,869	18,126
负债和股东权益总计	20,652	22,854	22,415	23,948	25,531

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,669	2,372	1,949	2,166	2,303
折旧摊销	250	221	300	319	308
财务费用	(56)	(128)	(80)	(103)	(119)
投资损失	(32)	(45)	(40)	(36)	(33)
营运资金变动	207	616	(806)	71	250
其它	113	(615)	3,239	8	10
经营活动现金流	2,150	2,422	4,562	2,424	2,720
资本支出	(775)	(241)	(260)	(175)	(192)
长期投资	2	(38)	4	(4)	(6)
其他	(222)	(2,124)	(152)	105	9
投资活动现金流	(996)	(2,403)	(408)	(74)	(188)
债权融资	(14)	3	2	(3)	1
股权融资	59	(73)	0	0	0
其他	(806)	(785)	(1,096)	(821)	(925)
筹资活动现金流	(760)	(854)	(1,094)	(824)	(924)
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	396	(836)	3,060	1,526	1,607

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,231	12,154	12,993	13,550	14,113
营业成本	6,855	7,644	8,103	8,440	8,785
销售费用	1,211	1,327	1,348	1,387	1,400
管理费用	1,404	1,520	1,625	1,688	1,751
研发费用	17	21	22	23	24
财务费用	(56)	(128)	(80)	(103)	(119)
资产、信用减值损失	289	139	119	23	23
公允价值变动收益	17	15	16	15	13
投资净收益	32	45	40	36	33
其他	113	330	1	(8)	(17)
营业利润	1,672	2,021	1,914	2,137	2,278
营业外收入	12	90	55	50	46
营业外支出	11	14	13	12	12
利润总额	1,674	2,098	1,957	2,175	2,312
所得税	4	(274)	7	8	9
净利润	1,669	2,372	1,949	2,166	2,303
少数股东损益	(14)	(4)	(8)	(10)	(11)
归属于母公司净利润	1,684	2,376	1,957	2,177	2,314
每股收益（元）	0.81	1.14	0.94	1.04	1.11

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.1%	8.2%	6.9%	4.3%	4.2%
营业利润	9.7%	20.9%	-5.3%	11.6%	6.6%
归属于母公司净利润	9.8%	41.1%	-17.6%	11.2%	6.3%
获利能力					
毛利率	39.0%	37.1%	37.6%	37.7%	37.8%
净利率	15.0%	19.5%	15.1%	16.1%	16.4%
ROE	13.1%	16.8%	12.8%	13.4%	13.2%
ROIC	12.4%	15.0%	11.9%	12.4%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	35.0%	35.0%	30.3%	29.6%	29.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.32	1.94	2.53	2.66	2.78
速动比率	1.92	1.53	2.10	2.24	2.36
营运能力					
应收账款周转率	6.9	8.1	7.7	6.6	6.8
存货周转率	2.9	3.0	2.9	2.9	3.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.81	1.14	0.94	1.04	1.11
每股经营现金流	1.03	1.16	2.19	1.16	1.30
每股净资产	6.43	7.12	7.49	8.09	8.70
估值比率					
市盈率	13.7	9.7	11.8	10.6	10.0
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.0	7.0	7.0	6.3	6.0
EV/EBIT	9.2	7.9	8.1	7.3	6.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。