

业绩符合预期，公司经营表现稳健

投资要点

- **事件：**新华文轩发布 2024 年年报，核心数据如下：收入端，实现营业收入 123 亿，同比 2023 年 119 亿的水平提高约 3.9%；实现归母净利润 15.4 亿，同比 2023 年 15.8 亿的水平下滑约 2%，扣非归母净利润增长 2%，利润下滑主要是政策短期变动带来的会计政策处理所致，公司经营情况稳健。
- **业绩同比下滑主要是因为税收因素冲击。**新华文轩 2024 年利润端出现 2% 下滑，主要系 2023-2024 年国有文化企业所得税政策调整的冲击所致，公司经营层面稳定。根据公司年报数据显示，2023 年因为税收政策改变，公司计提约 8373 万的递延所得税费用，导致 2023 年净利润表现较高；另一方面，因为税收优惠政策延续，公司会计调整计出约正的 9153 万元的递延所得税费用；两个项目合计冲击两年表现利润差额约 1.7 亿左右。扣除该影响以后，预计 2024 年公司整体 10% 增长，符合公司过去一贯增速，显示出公司卓越的持续经营能力。
- **预计一季报增速会显著提高：**2024Q1，新华文轩对应的免税政策到期，导致 2024Q1 公司上缴企业所得税 0.34 亿元。伴随国家在 2024 年年底所得税优惠政策落地，2025Q1 新华文轩绝大多数业务或将继续享受税收优惠政策，使得在 2024 年低基数的大背景下，公司 2025Q1 有望出现明显增长。
- **教育出版业务略有下滑，一般图书业务快速增长：**2024 年，出版端：新华文轩教育类出版业务实现收入 14.64 亿，同比下滑 5.94%；一般图书出版类实现收入 10.97 亿，同比增长 8.78%；发行端：教育类发行业务实现收入 43.85 亿，同比下降 4.93%；一般图书发行类实现收入 60.34 亿，同比增长 9.26%。结构变化主要是因为国家教育政策引导，主题文教类一般图书替代一部分过去传统教材教辅在学生中的份额，践行为学生减负并提高综合能力的企业使命。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.6 亿元、19.2 亿元、20.4 亿元，对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 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，国家对国有文化出版发行集团免征企业所得税政策持续，教育信息化业务有望打开新的增长曲线，维持“买入”评级，建议积极关注。
- **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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12328.51	13403.12	14427.44	15525.29
增长率	3.88%	8.72%	7.64%	7.61%
归属母公司净利润（百万元）	1544.86	1755.01	1919.09	2035.51
增长率	-2.17%	13.60%	9.35%	6.07%
每股收益 EPS（元）	1.25	1.42	1.56	1.65
净资产收益率 ROE	10.58%	10.95%	10.92%	10.60%
PE	12.35	10.87	9.94	9.37
PB	1.31	1.19	1.09	0.99

数据来源：ifind，西南证券

西南证券研究院

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
电话：15882659190
邮箱：gyr@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)	12.34
流通 A 股(亿股)	7.92
52 周内股价区间(元)	12.98-16.29
总市值(亿元)	190.75
总资产(亿元)	228.99
每股净资产(元)	11.84

相关研究

- 新华文轩（601811）：税收政策优势明显，经营能力保持稳健（2024-11-05）
- 新华文轩（601811）：业绩符合预期，主业保持高质量发展（2024-09-09）
- 新华文轩（601811）：分红稳健，业绩持续增长（2024-05-05）

盈利预测

关键假设：

假设 1：发行业务：预计发行业务将实现稳健增长，25-27 年收入增速分别为 8%/7%/7%；原材料如纸张、油墨等在预测期内基本保持稳定，因教材教辅整体价格变动很小，图书出版发行业务毛利率稳定。

假设 2：出版业务：未来三年，四川省适龄入学人口基本保持稳定；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 2025-2027 年量带动的增长为 8%/7%/7%。

假设 3：国家对于国有文化出版发行集团继续免征企业所得税的政策将持续。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
发行	收入	10867.01	11736.37	12557.92	13436.97
	增速	3.62%	8.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	30.48%	32.10%	32.10%	32.10%
出版	收入	2980.26	3218.68	3443.99	3685.07
	增速	-0.24%	8.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	32.78%	33.10%	33.20%	33.20%
其他	收入	439.47	461.44	484.52	508.74
	增速	1.45%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	15.25%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入	180.09	189.09	198.55	208.48
	增速	0.64%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	90.63%	90.00%	90.00%	90.00%
内部抵消	收入	-2138.32	-2202.47	-2257.53	-2313.97
	增速	-3.60%	3.00%	2.50%	2.50%
	毛利率	0.34%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	12328.51	13403.12	14427.44	15525.29
	增速	3.88%	8.72%	7.64%	7.61%
	毛利率	36.71%	37.68%	37.45%	37.21%

数据来源：同花顺ifind，西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9179.68	11407.28	13940.10	16579.22	营业收入	12328.51	13403.12	14427.44	15525.29
应收票据及账款	1548.56	1826.22	1965.78	2115.37	营业成本	7802.68	8352.99	9024.15	9747.78
预付账款	64.82	76.50	82.34	88.61	税金及附加	53.22	49.53	53.32	57.38
其他应收款	261.44	193.61	208.41	224.26	销售费用	1438.98	1541.36	1615.87	1738.83
存货	2422.59	2900.81	3133.89	3385.19	管理费用	1673.61	1742.41	1846.71	1971.71
其他流动资产	126.44	446.83	480.97	517.57	研发费用	30.46	13.40	14.43	15.53
流动资产总计	13603.52	16851.25	19811.50	22910.22	财务费用	-217.17	-27.90	-38.27	-49.25
长期股权投资	806.32	870.86	940.41	1014.95	资产减值损失	-42.90	-53.85	-57.96	-62.37
固定资产	2594.29	1968.91	1341.61	712.38	信用减值损失	-31.23	-106.91	-115.09	-123.84
在建工程	73.67	61.39	49.11	36.84	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	336.02	216.72	97.67	-21.20	投资收益	181.42	117.30	117.30	117.30
长期待摊费用	26.46	13.23	0.00	0.00	公允价值变动损益	-9.94	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	5458.42	5462.38	5447.97	5433.05	资产处置收益	1.66	14.76	14.76	14.76
非流动资产合计	9295.18	8593.49	7876.77	7176.03	其他收益	105.90	94.62	94.62	94.62
资产总计	22898.70	25444.74	27688.27	30086.25	营业利润	1751.63	1827.25	1994.86	2113.77
短期借款	10.00	15.00	20.00	25.00	营业外收入	2.68	9.35	9.35	9.35
应付票据及账款	5457.52	6229.21	6729.72	7269.37	营业外支出	45.39	43.96	43.96	43.96
其他流动负债	2126.02	2489.95	2684.86	2896.26	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7593.54	8734.15	9434.58	10190.63	利润总额	1708.93	1792.64	1960.24	2079.16
长期借款	179.94	132.62	87.16	44.17	所得税	105.26	-0.00	-0.00	-0.00
其他非流动负债	118.30	118.30	118.30	118.30	净利润	1603.66	1792.64	1960.24	2079.16
非流动负债合计	298.24	250.92	205.46	162.47	少数股东损益	58.81	37.63	41.15	43.65
负债合计	7891.77	8985.07	9640.04	10353.10	归属母公司股东净利润	1544.86	1755.01	1919.09	2035.51
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	EBITDA	1801.39	2551.84	2711.24	2808.20
资本公积	2524.64	2524.64	2524.64	2524.64	NOPLAT	1513.24	1754.59	1911.83	2019.77
留存收益	10847.97	12263.07	13810.48	15451.76	EPS(元)	1.25	1.42	1.56	1.65
归属母公司权益	14606.46	16021.56	17568.97	19210.25					
少数股东权益	400.47	438.11	479.26	522.90					
股东权益合计	15006.93	16459.67	18048.23	19733.15					
负债和股东权益合计	22898.70	25444.74	27688.27	30086.25					
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1603.66	1570.58	1738.18	1857.10	成长能力				
折旧与摊销	309.63	787.10	789.27	778.29	营收增长率	3.88%	8.72%	7.64%	7.61%
财务费用	-217.17	-27.90	-38.27	-49.25	营业利润增长率	9.17%	4.32%	9.17%	5.96%
投资损失	-181.42	-117.30	-117.30	-117.30	EBIT 增长率	11.83%	18.30%	8.91%	5.62%
营运资金变动	-103.23	115.50	267.99	291.44	EBITDA 增长率	9.43%	41.66%	6.25%	3.58%
其他经营现金流	354.92	153.44	172.31	172.31	归母净利润增长率	-2.17%	13.60%	9.35%	6.07%
经营性现金净流量	1766.39	2481.41	2812.18	2932.59	经营现金流增长率	-24.80%	40.48%	13.33%	4.28%
资本支出	301.20	2.00	3.00	3.00	盈利能力				
长期投资	-183.31	-30.00	-35.00	-40.00	毛利率	36.71%	37.68%	37.45%	37.21%
其他投资现金流	-338.43	132.51	132.51	132.51	净利率	13.01%	13.37%	13.59%	13.39%
投资性现金净流量	-822.95	100.51	94.51	89.51	营业利润率	14.21%	13.63%	13.83%	13.62%
短期借款	0.00	5.00	5.00	5.00	ROE	10.58%	10.95%	10.92%	10.60%
长期借款	-50.99	-47.32	-45.46	-42.99	ROA	6.75%	6.90%	6.93%	6.77%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.10%	17.39%	19.38%	21.39%
资本公积增加	0.98	0.00	0.00	0.00	估值倍数				
其他筹资现金流	-1015.28	-312.00	-333.42	-344.99	P/E	12.35	10.87	9.94	9.37
筹资性现金净流量	-1065.29	-354.32	-373.87	-382.98	P/S	1.55	1.42	1.32	1.23
现金流量净额	-121.85	2227.60	2532.82	2639.12	P/B	1.31	1.19	1.09	0.99
					股息率	0.79%	1.78%	1.95%	2.07%
					EV/EBIT	10.08	7.32	5.70	4.39
					EV/EBITDA	8.35	5.06	4.04	3.18
					EV/NOPLAT	9.94	7.36	5.73	4.42

数据来源：同花顺ifind，西南证券

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。

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

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn