

山东出版 (601019)

2024 年报点评: 利润受递延所得税资产一次性影响, 整体经营稳健

买入 (维持)

2025 年 04 月 15 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071

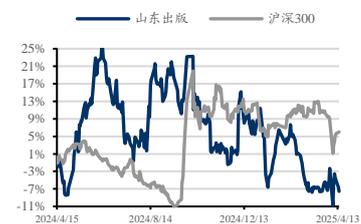
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,154	11,719	12,501	13,323	14,182
同比 (%)	8.23	(3.58)	6.67	6.57	6.44
归母净利润 (百万元)	2,376	1,270	1,620	1,704	1,792
同比 (%)	41.12	(46.54)	27.55	5.19	5.14
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.14	0.61	0.78	0.82	0.86
P/E (现价&最新摊薄)	8.75	16.37	12.83	12.20	11.60

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年报。收入同比下降 3.6% 至 117 亿元, 主要系市场教辅收入下滑。归母净利润同比下降 47% 至 13 亿元, 主要系非经常性损益的影响。因文化体制改革相关的企业所得税减免政策延续, 公司冲回了 2023 年确认的相关递延所得税资产/负债, 对 2024 年净利润产生了一次性负向影响 2.7 亿元。相比之下, 2023 年该政策的确认对当年净利润产生了较大的正向影响。剔除此因素后, 扣非归母净利润下降 9.91% 至 14 亿元, 更能反映公司核心业务的实际经营情况。
- 毛利率稳定, 费用率微增, 整体成本控制能力较好:** 2024 年公司主营业务毛利率为 37.4%, 基本持平 23 年, 成本控制能力较好。三项期间费用率 (销售+管理+研发) 合计 24.6%, 同比小幅提升 1pct。其中, 销售费用率 11.1% (同比+0.2pct); 管理费用率 13.3% (同比+0.8pct), 主要系折旧费、离退休人员精算费用增加所致; 研发费用率 0.2%, 同比稳定。1) 分业务看, 出版业务收入同比下降 1.6% 至 36 亿元, 毛利率同增 1.2pct 至 28%。发行业务收入同比下降 5% 至 84 亿元, 毛利率同比减少 1.3pct 至 33%。2) 分产品看, 教材教辅收入同比下降 2% 至 98 亿元; 毛利率同比下降 0.5pct 至 33%。其中, 全省评议教辅配套率和生均册数有较大幅增长, 确保了评议教辅经营的整体稳定。一般图书收入同比下降 15% 至 16 亿元, 毛利率同比下降 0.8pct 至 25%。
- 研学业务方面:** 牵头成立“全国新华研学共同体”, 旨在汇聚全国新华书店系统资源, 实现资源共享、优势互补, 推动产业升级和青少年研学文旅发展。24 年曲阜营地接待超 7 万人次, 沂南营地接待超 3 万人次。曲阜营地承接了尼山世界文明论坛分论坛等重要活动。研发精品课程, 自主研发的研学课程获得省级创新线路设计大赛一等奖, 并有线路入选长三角精品线路。在济南、烟台等五个城市完成课程开发试点, 扩充了课程资源库。推出精品路线: 推出面向中老年群体的文化交流类产品。全省研学文旅出团 6019 次, 服务 82.66 万人次。
- 分红方面:** 公司提出每 10 股派发现金股利 3.10 元 (含税) 的预案, 合计派发现金 6.47 亿元, 占归母净利润的 50.9%。分红方案体现了公司对股东回报的重视, 虽然派息额较上年 (每 10 股 5.60 元) 有所减少, 但与净利润变动趋势一致。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到一般图书市场压力仍存, 我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 17.3/18.2 亿元下调至 16.2/17.0 亿元, 并预计 2027 年为 17.9 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 13/12/12 倍, 我们看好公司区位优势 and 研学文旅业务潜力, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业政策变化风险, 经济周期风险, 人口下滑风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.71
一年最低/最高价	9.23/14.20
市净率(倍)	1.36
流通 A 股市值(百万元)	20,263.80
总市值(百万元)	20,263.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.16
资产负债率(% ,LF)	31.66
总股本(百万股)	2,086.90
流通 A 股(百万股)	2,086.90

相关研究

《山东出版(601019): 2024 年第三季度财报点评: 业绩短期承压, 研学文旅业务稳步推进》

2024-11-01

《山东出版(601019): 2024 年中期业绩点评: 收入快速增长趋势延续, 研学文旅收入快速增长》

2024-09-04

山东出版三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,234	15,988	17,130	19,997	营业总收入	11,719	12,501	13,323	14,182
货币资金及交易性金融资产	7,911	10,751	11,257	14,166	营业成本(含金融类)	7,359	7,891	8,472	9,041
经营性应收款项	1,914	2,119	2,097	2,391	税金及附加	82	87	93	99
存货	1,911	1,648	2,270	1,949	销售费用	1,306	1,393	1,485	1,580
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,554	1,658	1,767	1,881
其他流动资产	1,498	1,470	1,506	1,490	研发费用	24	26	28	30
非流动资产	8,607	8,801	8,932	9,050	财务费用	(136)	(136)	(145)	(154)
长期股权投资	49	66	87	100	加:其他收益	86	92	98	104
固定资产及使用权资产	3,919	4,153	4,381	4,580	投资净收益	47	50	54	57
在建工程	265	175	77	2	公允价值变动	15	32	25	20
无形资产	791	800	763	737	减值损失	(144)	(145)	(109)	(109)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	12	12	13	14
长期待摊费用	106	106	106	106	营业利润	1,545	1,623	1,704	1,792
其他非流动资产	3,477	3,502	3,517	3,525	营业外净收支	(3)	(3)	0	0
资产总计	21,841	24,790	26,062	29,047	利润总额	1,543	1,620	1,704	1,792
流动负债	5,611	6,941	6,509	7,703	减:所得税	276	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	35	(14)	(64)	(118)	净利润	1,267	1,620	1,704	1,792
经营性应付款项	2,837	3,844	3,274	4,357	减:少数股东损益	(3)	0	0	0
合同负债	1,483	1,834	1,926	1,993	归属母公司净利润	1,270	1,620	1,704	1,792
其他流动负债	1,255	1,278	1,373	1,472	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.78	0.82	0.86
非流动负债	1,303	1,302	1,301	1,301	EBIT	1,336	1,647	1,685	1,764
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,702	2,265	2,329	2,443
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.20	36.88	36.41	36.25
租赁负债	111	110	109	109	归母净利率(%)	10.84	12.96	12.79	12.63
其他非流动负债	1,192	1,192	1,192	1,192	收入增长率(%)	(3.58)	6.67	6.57	6.44
负债合计	6,914	8,243	7,811	9,004	归母净利润增长率(%)	(46.54)	27.55	5.19	5.14
归属母公司股东权益	14,933	16,552	18,256	20,048					
少数股东权益	(6)	(6)	(6)	(6)					
所有者权益合计	14,927	16,547	18,251	20,042					
负债和股东权益	21,841	24,790	26,062	29,047					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	862	3,612	1,238	3,669	每股净资产(元)	7.16	7.93	8.75	9.61
投资活动现金流	(437)	(681)	(650)	(680)	最新发行在外股份(百万股)	2,087	2,087	2,087	2,087
筹资活动现金流	(1,243)	(51)	(50)	(54)	ROIC(%)	7.28	10.38	9.65	9.20
现金净增加额	(817)	2,880	538	2,935	ROE-摊薄(%)	8.51	9.79	9.33	8.94
折旧和摊销	366	618	644	679	资产负债率(%)	31.66	33.25	29.97	31.00
资本开支	(241)	(424)	(376)	(411)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.37	12.83	12.20	11.60
营运资本变动	(1,018)	1,321	(1,126)	1,181	P/B(现价)	1.39	1.26	1.14	1.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>