

## 利润稳健增长，持续高分红回馈股东

### 投资要点

- **事件:** 新华文轩发布 2025 年年报，2025 年实现营业收入 117.3 亿元，同比下降 4.8%；实现归母净利润 15.7 亿元，同比增长 1.5%，收入端下滑主要受到教育服务行业市场环境影响，教材教辅及学生读物销量同比下降，利润端实现增长主要得益于转制文化企业所得税优惠政策变化，上年转回 2023 年末确认的递延所得税费用。
- **持续践行高分红政策，持续用稳健收益回馈股东。** 拟实施年度现金分红 5.18 亿元，占净利润 33.04%，叠加半年度分红 2.34 亿元，全年累计现金分红 7.52 亿元，现金分红金额占归母净利润比例高达 48%，持续高于公司章程 30% 的底线。
- **教材教辅的出版与发行均有下滑:** 2025 年，出版端：2025 年收入 29 亿元，同比下降 2.8%，其中教材教辅收入 14.5 亿元(-1.1%)，一般图书 10 亿元(-9.2%)，印刷及物资收入 3 亿元(-2.2%)；发行端：2025 年收入 102.1 亿元，同比下降 6%，其中教材教辅 39.4 亿元(-10.2%)，一般图书 58.8 亿元(-2.6%)，教育信息化收入 4 亿元(-11.6%)。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。
- **教材教辅持续迭代数字化产品，一般图书深度挖掘 IP，践行文化出海。** 公司在推进数字化产品升级上，授权“纳米盒”、“猿辅导”等 app 提供川版小学英语课标教材资源，丰富喜马拉雅平台“川教学习”专属频道以及“文轩优教”平台相关学习资源，打造“AI 伴我学”融合出版项目，创新研发“纸质图书+AI 数字化平台”的产品模式。一般图书出版方面，紧扣时代主体，围绕抗战 80 周年、红军长征 90 周年，挖掘蜀道文化，围绕四川人民出版社熊猫出版品牌“卷宝”打造 IP 形象。积极践行走出去战略，2025 年出口书刊 5.4 万册。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 17.3 亿元、18.6 亿元、20.5 亿元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 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         | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 11731.68 | 12751.62 | 13723.93 | 14765.96 |
| 增长率           | -4.84%   | 8.69%    | 7.62%    | 7.59%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1568.45  | 1727.57  | 1856.45  | 2052.18  |
| 增长率           | 1.53%    | 10.15%   | 7.46%    | 10.54%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 1.27     | 1.40     | 1.50     | 1.66     |
| 净资产收益率 ROE    | 10.27%   | 11.56%   | 11.62%   | 11.98%   |
| PE            | 11       | 10       | 9        | 8        |
| PB            | 1.05     | 1.10     | 1.03     | 0.96     |

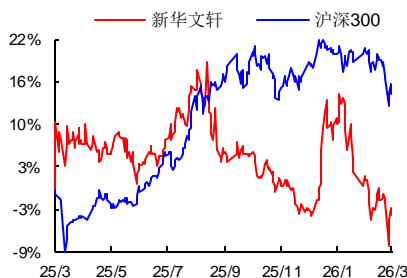
数据来源: ifind, 西南证券

### 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: 阮雯  
执业证号: S1250522100004  
电话: 021-68416017  
邮箱: rw@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) | 12.76-16.63 |
| 总市值(亿元)      | 164.72      |
| 总资产(亿元)      | 234.44      |
| 每股净资产(元)     | 12.37       |

### 相关研究

1. 新华文轩(601811): 业绩符合预期, 公司经营表现稳健(2025-04-03)

## 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，26-28 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 2026-2028 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 2026-2028 年分业务收入成本如下表

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：亿元人民币 |     | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 发行       | 收入  | 102.1  | 110.3  | 118.0  | 126.2  |
|          | 增速  | -6.00% | 8.00%  | 7.00%  | 7.00%  |
|          | 毛利  | 30.4   | 33.1   | 36.6   | 40.5   |
|          | 毛利率 | 29.80% | 30.00% | 31.00% | 32.10% |
| 出版       | 收入  | 29     | 31.3   | 33.5   | 35.9   |
|          | 增速  | -2.80% | 8.00%  | 7.00%  | 7.00%  |
|          | 毛利  | 9.0    | 9.7    | 10.7   | 11.9   |
|          | 毛利率 | 31.20% | 31.00% | 32.00% | 33.20% |
| 其他       | 收入  | 4.4    | 4.6    | 4.9    | 5.1    |
|          | 增速  | 1.10%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
|          | 毛利  | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.8    |
|          | 毛利率 | 15.40% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 其他业务     | 收入  | 1.8    | 1.9    | 2.0    | 2.1    |
|          | 增速  | 2.10%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
|          | 毛利  | 1.4    | 1.5    | 1.6    | 1.7    |
|          | 毛利率 | 80.10% | 80.00% | 80.00% | 80.00% |
| 内部抵消     | 收入  | -20    | -20.6  | -21.1  | -21.6  |
|          | 增速  | -3.60% | 3.00%  | 2.50%  | 2.50%  |
|          | 毛利  | 0.0    | -0.2   | -0.2   | -0.2   |
|          | 毛利率 | 0.34%  | 1.00%  | 1.00%  | 1.00%  |
| 合计       | 收入  | 117.3  | 127.5  | 137.2  | 147.6  |
|          | 增速  | -4.80% | 8.69%  | 7.62%  | 7.59%  |
|          | 毛利  | 41.8   | 44.8   | 49.4   | 54.6   |
|          | 毛利率 | 35.60% | 35.13% | 36.00% | 37.01% |

数据来源：同花顺 ifind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                 |                 |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
|               | 2025A           | 2026E           | 2027E           | 2028E           |                   | 2025A           | 2026E           | 2027E          | 2028E          |
| 营业收入          | 11731.68        | 12751.62        | 13723.93        | 14765.96        | 净利润               | 1607.71         | 1727.59         | 1856.47        | 2052.18        |
| 营业成本          | 7555.18         | 8272.12         | 8782.83         | 9300.74         | 折旧与摊销             | 206.78          | 391.70          | 407.14         | 425.07         |
| 营业税金及附加       | 48.96           | 63.76           | 68.62           | 73.83           | 财务费用              | -218.84         | -19.00          | 78.57          | 96.65          |
| 销售费用          | 1383.00         | 1275.16         | 1372.39         | 1476.60         | 资产减值损失            | -55.88          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 1624.86         | 1440.93         | 1578.25         | 1771.92         | 经营营运资本变动          | -92.97          | -287.13         | 4.82           | 53.46          |
| 财务费用          | -218.84         | -19.00          | 78.57           | 96.65           | 其他                | 61.66           | 43.79           | 16.36          | 30.60          |
| 资产减值损失        | -55.88          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1508.46</b>  | <b>1856.95</b>  | <b>2363.36</b> | <b>2657.96</b> |
| 投资收益          | 171.98          | 5.00            | 10.00           | 10.00           | 资本支出              | 69.73           | -200.00         | -200.00        | -200.00        |
| 公允价值变动损益      | 58.74           | 24.40           | 41.57           | 32.98           | 其他                | -2364.03        | 51.90           | 51.57          | 42.98          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-2294.30</b> | <b>-148.10</b>  | <b>-148.43</b> | <b>-157.02</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>1669.91</b>  | <b>1748.04</b>  | <b>1894.84</b>  | <b>2089.22</b>  | 短期借款              | 0.00            | 40.00           | 10.00          | 10.00          |
| 其他非经营损益       | -32.99          | -3.00           | -19.61          | -16.30          | 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1636.93</b>  | <b>1745.04</b>  | <b>1875.22</b>  | <b>2072.91</b>  | 股权融资              | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 29.22           | 17.45           | 18.75           | 20.73           | 支付股利              | -740.30         | -751.61         | -827.86        | -889.62        |
| 净利润           | 1607.71         | 1727.59         | 1856.47         | 2052.18         | 其他                | -156.82         | -1746.60        | -78.57         | -96.65         |
| 少数股东损益        | 39.26           | 0.02            | 0.02            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-897.12</b>  | <b>-2458.21</b> | <b>-896.43</b> | <b>-976.27</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1568.45         | 1727.57         | 1856.45         | 2052.18         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-1682.96</b> | <b>-749.35</b>  | <b>1318.49</b> | <b>1524.67</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                 |                 |                |                |
|               | 2025A           | 2026E           | 2027E           | 2028E           |                   | 2025A           | 2026E           | 2027E          | 2028E          |
| 货币资金          | 8813.29         | 8063.94         | 9382.43         | 10907.11        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 1876.19         | 1964.14         | 2136.43         | 2296.73         | 销售收入增长率           | -4.84%          | 8.69%           | 7.62%          | 7.59%          |
| 存货            | 2280.09         | 2517.79         | 2689.46         | 2861.19         | 营业利润增长率           | -4.67%          | 4.68%           | 8.40%          | 10.26%         |
| 其他流动资产        | 131.47          | 92.48           | 99.53           | 107.08          | 净利润增长率            | 0.25%           | 7.46%           | 7.46%          | 10.54%         |
| 长期股权投资        | 871.59          | 871.59          | 871.59          | 871.59          | EBITDA 增长率        | -5.57%          | 27.92%          | 12.25%         | 9.68%          |
| 投资性房地产        | 75.06           | 75.06           | 75.06           | 75.06           | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2350.47         | 2176.16         | 1986.42         | 1778.74         | 毛利率               | 35.60%          | 35.13%          | 36.00%         | 37.01%         |
| 无形资产和开发支出     | 944.10          | 929.58          | 915.05          | 900.53          | 三费率               | 23.77%          | 21.15%          | 22.07%         | 22.65%         |
| 其他非流动资产       | 6102.18         | 6099.31         | 6096.44         | 6093.57         | 净利率               | 13.70%          | 13.55%          | 13.53%         | 13.90%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>23444.44</b> | <b>22790.05</b> | <b>24252.41</b> | <b>25891.60</b> | ROE               | 10.27%          | 11.56%          | 11.62%         | 11.98%         |
| 短期借款          | 10.00           | 50.00           | 60.00           | 70.00           | ROA               | 6.86%           | 7.58%           | 7.65%          | 7.93%          |
| 应付和预收款项       | 6227.08         | 6871.26         | 7264.89         | 7700.98         | ROIC              | 124.65%         | 152.08%         | 177.74%        | 244.03%        |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 14.13%          | 16.63%          | 17.35%         | 17.68%         |
| 其他负债          | 1556.51         | 923.62          | 953.74          | 984.28          | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>7793.58</b>  | <b>7844.88</b>  | <b>8278.63</b>  | <b>8755.26</b>  | 总资产周转率            | 0.51            | 0.55            | 0.58           | 0.59           |
| 股本            | 1233.84         | 1233.84         | 1233.84         | 1233.84         | 固定资产周转率           | 4.99            | 5.72            | 6.82           | 8.20           |
| 资本公积          | 2524.64         | 2524.64         | 2524.64         | 2524.64         | 应收账款周转率           | 4.84            | 5.07            | 5.12           | 5.10           |
| 留存收益          | 9820.53         | 10796.50        | 11825.08        | 12987.64        | 存货周转率             | 2.93            | 3.14            | 3.09           | 3.09           |
| 归属母公司股东权益     | 15260.69        | 14554.98        | 15583.57        | 16746.13        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.46%         | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 390.17          | 390.19          | 390.21          | 390.21          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>15650.86</b> | <b>14945.17</b> | <b>15973.78</b> | <b>17136.34</b> | 资产负债率             | 33.24%          | 34.42%          | 34.14%         | 33.82%         |
| 负债和股东权益合计     | 23444.44        | 22790.05        | 24252.41        | 25891.60        | 带息债务/总负债          | 0.13%           | 0.64%           | 0.72%          | 0.80%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.78            | 1.71            | 1.82           | 1.94           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.47            | 1.37            | 1.48           | 1.60           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 47.20%          | 43.51%          | 44.59%         | 43.35%         |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 | 每股指标              |                 |                 |                |                |
|               | 2025A           | 2026E           | 2027E           | 2028E           |                   | 2025A           | 2026E           | 2027E          | 2028E          |
| EBITDA        | 1657.85         | 2120.74         | 2380.54         | 2610.94         | 每股收益              | 1.27            | 1.40            | 1.50           | 1.66           |
| PE            | 10.50           | 9.53            | 8.87            | 8.03            | 每股净资产             | 12.68           | 12.11           | 12.95          | 13.89          |
| PB            | 1.05            | 1.10            | 1.03            | 0.96            | 每股经营现金            | 1.22            | 1.51            | 1.92           | 2.15           |
| PS            | 1.40            | 1.29            | 1.20            | 1.12            | 每股股利              | 0.60            | 0.61            | 0.67           | 0.72           |
| EV/EBITDA     | 0.88            | 1.02            | 0.36            | -0.25           |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 4.49%           | 4.56%           | 5.03%           | 5.40%           |                   |                 |                 |                |                |

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。

本报告

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          | 手机              | 邮箱                   |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 崔露文 | 销售岗         | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 李煜  | 销售岗         | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 汪艺  | 销售岗         | 13127920536     | wyjf@swsc.com.cn     |
|     | 戴剑箫 | 销售岗         | 13524484975     | daijx@swsc.com.cn    |
|     | 张方毅 | 销售岗         | 15821376156     | zfyi@swsc.com.cn     |
|     | 李嘉隆 | 销售岗         | 15800507223     | ljlong@swsc.com.cn   |
|     | 叶佳缘 | 销售岗         | 15800609605     | yejy@swsc.com.cn     |
|     | 欧若诗 | 销售岗         | 18223769969     | ors@swsc.com.cn      |
|     | 贾文婷 | 销售岗         | 13621609568     | jiawent@swsc.com.cn  |
|     | 张嘉诚 | 销售岗         | 18656199319     | zhangjc@swsc.com.cn  |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨  | 北京销售主管兼销售岗  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚  | 销售岗         | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 姚航  | 销售岗         | 15652026677     | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇  | 销售岗         | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 王宇飞 | 销售岗         | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 王一菲 | 销售岗         | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |

---

|    |     |            |             |                      |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
|    | 马冰竹 | 销售岗        | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 刘艳  | 销售岗        | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
|    | 高欣  | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售岗        | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 唐茜露 | 销售岗        | 18680348593 | txl@swsc.com.cn      |
|    | 文柳茜 | 销售岗        | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn      |
|    | 林哲睿 | 销售岗        | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |
|    | 黄诗洁 | 销售岗        | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn      |