

出版业务稳定增长，教育服务颇具潜力

投资要点

- **业绩总结:** 新华文轩发布 2021 年年度报告, 根据公告内容: 1) 公司在 2021 年实现收入 104.6 亿元, 同比增长 16.1%; 归母净利润 13.1 亿元, 同比增长 3.4%; 扣非归母净利润实现 13.1 亿元, 同比增长 11.9%。2) 21Q4 单季营收为 34 亿元, 同比增长 3.7%; 归母净利润 6 亿元, 同比增长 18.7%。
- **教材教辅出版稳定增长, 一般图书出版从疫情逐步恢复。** 分业务来看, 集团出版业务 2021 录得营收 28.3 亿元, 同比于 2020 的 18.6 亿元增长 15.9%, 同时毛利率减少 1.99 个百分点。细分来看, 教材及教辅与大众出版为出版业务两大核心收入来源; 出版业务中教材教辅销售码洋为 28.9 亿元, 实现销售收入 16.2 亿元, 同比增长 12.1%, 毛利率为 44%, 同比增加 0.39 个百分点。出版业务中一般图书销售码洋为 31.1 亿元, 实现销售收入 8.1 亿元, 同比增长 19.5%, 主要系自有出版图书的编、印、发各环节均从 20 年疫情受损中恢复, 毛利率为 24.5%, 同比减少 5.6 个百分点, 主要受销售折扣力度加大及合同履行成本调整的影响。
- **发行业务持续增长, 教育服务颇具潜力。** 2021, 发行业务实现收入 90.2 亿元, 同比增长 15.7%, 毛利率为 29.9%。其中, 教学用书销售有较大贡献, 销售收入 53.7 亿元, 增长 12.5%。2021, 教育服务业务持续发力, 集团充分利用新高考改革和教育信息化 2.0 行动计划的战略机遇, 持续推进“优学优教”线上服务平台的优化和升级, 共覆盖学校 6250 所, 服务学生 427 万人; 2021 年全省劳动与实践教育服务实现总销售 4998 万元, 服务学生近 12 万人次; 教师培训业务组织并落地项目 539 个, 实现订单金额 3557 万元, 培训教师 10.2 万余人次。
- **拥抱互联网电商新时代, 优化物流经营管理。** 互联网销售 2021 年收入 23 亿元, 其中主营业务收入 22.6 亿元, 同比增长 39%, 主要系包括第三方电商平台、公司官网、新媒体电商在内的全渠道拓展, 以及物流经营能力提升。2021 年, 公司通过“自营矩阵+合作达人矩阵”的方式, 累计开展直播 1000 余场, 原创短视频播放量超过 2.5 亿次, 实现销售码洋超 4000 万元。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.3、15.7、17.4 亿元, 对应 PE 分别为 8 倍、7 倍、6 倍。考虑到公司主营发行业务稳健增长, 大众出版、实体门店销售等主营业务已基本走出疫情阴霾, 教育信息化贡献新增量, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 市场准入或行业监管的政策放宽; 2) 加剧市场竞争的风险; 3) 公司存在因规模扩大导致的管理风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10460.36	11739.97	12871.72	13638.61
增长率	16.12%	12.23%	9.64%	5.96%
归属母公司净利润(百万元)	1305.94	1425.15	1569.74	1738.09
增长率	3.42%	9.13%	10.15%	10.73%
每股收益 EPS(元)	1.06	1.16	1.27	1.41
净资产收益率 ROE	11.73%	12.82%	2.66%	12.57%
PE	8	8	7	6
PB	0.96	0.97	0.87	0.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@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)	8.15-10.75
总市值(亿元)	108.21
总资产(亿元)	187.74
每股净资产(元)	9.09

相关研究

1. 新华文轩(601811): “出版+发行”双轮驱动, 中报业绩稳中有进 (2021-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10460.36	11739.97	12871.72	13638.61	净利润	1303.28	1422.25	1566.54	1734.55
营业成本	6646.72	7340.28	8027.28	8466.98	折旧与摊销	183.82	292.97	300.09	307.22
营业税金及附加	46.70	57.15	62.20	65.23	财务费用	-80.38	-51.01	-56.53	-60.81
销售费用	1121.01	1408.56	1533.02	1612.28	资产减值损失	-48.40	-60.00	-60.00	-60.00
管理费用	1453.39	1616.49	1769.24	1879.12	经营营运资本变动	35.04	-278.98	232.49	58.37
财务费用	-80.38	-51.01	-56.53	-60.81	其他	653.97	-33.27	-151.26	-175.17
资产减值损失	-48.40	-60.00	-60.00	-60.00	经营活动现金流净额	2047.33	1291.96	1831.33	1804.15
投资收益	112.09	128.12	115.23	145.15	资本支出	-116.35	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	71.69	81.67	78.34	79.45	其他	-1162.26	283.83	96.01	144.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1278.61	193.83	6.01	54.10
营业利润	1355.63	1478.29	1620.08	1790.40	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-46.89	-48.96	-46.16	-47.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1308.73	1429.33	1573.93	1742.88	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.45	7.08	7.38	8.33	支付股利	0.00	-261.19	-285.03	-313.95
净利润	1303.28	1422.25	1566.54	1734.55	其他	-511.80	-1217.34	68.03	72.81
少数股东损益	-2.66	-2.90	-3.20	-3.54	筹资活动现金流净额	-511.80	-1478.53	-217.00	-241.13
归属母公司股东净利润	1305.94	1425.15	1569.74	1738.09	现金流量净额	256.93	7.26	1620.34	1617.12
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6040.03	6047.29	7667.64	9284.75	成长能力				
应收和预付款项	1745.79	2177.94	2329.93	2456.95	销售收入增长率	16.12%	12.23%	9.64%	5.96%
存货	2742.16	2993.70	3288.13	3476.05	营业利润增长率	3.56%	9.05%	9.59%	10.51%
其他流动资产	715.99	337.34	412.17	458.49	净利润增长率	4.85%	9.13%	10.15%	10.73%
长期股权投资	754.80	754.80	754.80	754.80	EBITDA 增长率	4.18%	17.90%	8.34%	9.29%
投资性房地产	82.65	82.65	82.65	82.65	获利能力				
固定资产和在建工程	2159.58	1950.32	1741.07	1531.81	毛利率	36.46%	37.48%	37.64%	37.92%
无形资产和开发支出	882.61	890.42	891.11	884.67	三费率	23.84%	25.33%	25.22%	25.15%
其他非流动资产	3650.34	3747.06	3843.09	3922.07	净利率	12.46%	12.11%	12.17%	12.72%
资产总计	18773.95	18981.53	21010.59	22852.25	ROE	11.73%	12.82%	12.66%	12.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.94%	7.49%	7.46%	7.59%
应付和预收款项	6108.47	6750.11	7409.31	7800.59	ROIC	98.96%	88.16%	104.55%	140.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.95%	14.65%	14.48%	14.93%
其他负债	1555.79	1139.51	1227.85	1257.64	营运能力				
负债合计	7664.26	7889.62	8637.17	9058.22	总资产周转率	0.59	0.62	0.64	0.62
股本	1233.84	1233.84	1233.84	1233.84	固定资产周转率	5.20	6.19	7.77	9.63
资本公积	2572.52	2572.52	2572.52	2572.52	应收账款周转率	6.66	6.69	6.37	6.36
留存收益	6236.35	7400.32	8685.03	10109.17	存货周转率	2.60	2.51	2.47	2.44
归属母公司股东权益	11221.56	11206.68	12491.39	13915.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.29%	—	—	—
少数股东权益	-111.87	-114.77	-117.97	-121.51	资本结构				
股东权益合计	11109.69	11091.91	12373.42	13794.03	资产负债率	40.82%	41.56%	41.11%	39.64%
负债和股东权益合计	18773.95	18981.53	21010.59	22852.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.53	1.53	1.65	1.80
					速动比率	1.16	1.13	1.26	1.40
					股利支付率	0.00%	18.33%	18.16%	18.06%
					每股指标				
					每股收益	1.06	1.16	1.27	1.41
					每股净资产	9.09	9.08	10.12	11.28
					每股经营现金	1.66	1.05	1.48	1.46
					每股股利	0.00	0.21	0.23	0.25
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1459.06	1720.25	1863.65	2036.81					
PE	8.29	7.59	6.89	6.23					
PB	0.96	0.97	0.87	0.78					
PS	1.03	0.92	0.84	0.79					
EV/EBITDA	0.68	0.46	-0.50	-1.29					
股息率	0.00%	2.41%	2.63%	2.90%					

数据来源: Wind, 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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn