

2021年04月01日

线上业务持续高增，书店业务触底回升

新华文轩(601811)

评级:	增持	股票代码:	601811
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	11.94/8.11
目标价格:		总市值(亿)	122.52
最新收盘价:	9.93	自由流通市值(亿)	78.64
		自由流通股数(百万)	791.90

事件概述

公司发布2020年年报，报告期内，公司实现营业收入90.08亿元，同比增长1.87%，主要得益于教学用书、互联网销售业务及三方物流业务等收入的增长；实现净利润12.43亿元，同比增长10.52%，主要得益于教育服务业务收入增长带来的毛利增加以及投资的中信并购等基金持有的项目本年度公允价值变动带来的收益增加。公司拟向股东每10股派发现金股利3.1元（含税），2019年为3元（含税）。

分析判断：

► 教学用书收入持续增长，疫情致教育信息化及装备业务工作滞后。

公司深耕高中教育服务市场，拓展学前教育服务和中职教育服务市场，销售收入稳中有升，全年教学用书实现销售收入47.72亿元，较上年同期增加4.42亿元，增长10.20%。教育信息化及教育装备方面，抓住新高考改革和教育信息化2.0行动计划带来的市场机遇，提供学科专业教室、创客空间、智慧校园等产品和服务，全年实现销售收入5.55亿元，同比下降16.99%，主要系疫情导致项目验收工作滞后。

报告期内，公司打造的“优学优教”线上服务平台覆盖学校6094所，服务学生388.65万人；持续稳步推进以中小学生为对象的劳动与实践教育业务，全年实现订单金额1438万元，服务学生2.5万余人次；创新教师培训服务业务组织方式，推出教师在线教育培训课程，全年共实现线上线下培训项目250个，订单金额2621万元，培训教师15万余人次。

► 构建立体化销售渠道，推进融合出版建设，线上业务持续高增。

受疫情影响，公司一般图书业务实现营收6.78亿元，同比下降23.71%。根据开卷数据，公司的大众图书市场占有率在全国37家出版传媒集团排名第9位，同比下降2位，在地方出版集团中排名第5位，与同期持平。

公司加快全渠道业务布局，拓展场景化的社交电商新渠道。1) 线下渠道方面，通过内部渠道的销售大数据挖掘，及时调整促销机制和营销策略，激励本版图书销售；对外加强线下渠道合作力度，实现了多种定制产品的合作开发。2) 线上渠道方面，加强在传统电商和新兴渠道的布局，在稳住传统电商业务合作的基础上，积极拓展社群、直播、阅读推广人带货等新模式，实现线上渠道的转型升级。报告期内，公司互联网销售业务收入稳步增长，实现营业收入16.71亿元，其中主营业务收入16.26亿元，同比增长10.79%，在天猫、京东等主要平台保持图书类销售前三的地位，并持续巩固在全国图书电商的头部主体地位。

报告期内，公司开发了“熊猫侃书”“自然探秘所”“有画说”等新媒体，拓展轩直播“爱读ID0”周末阅读，全媒体服务平台累计阅读量1.3亿人次；策划“阅读大家系列”报道、“文化名家谈阅读”系列报道和“社长总编谈书展”系列报道，充分发挥文轩传媒在全民阅读工作中的主力军作用。

► **强化品牌经营，实体书店持续转型升级，下半年业绩企稳回升。**

报告期内，公司新开文轩 BOOKS 招商店和 Kids Winshare 文轩亲子书店仁和新城店，依托实体门店，通过社群、直播、小程序等新方式，将门店客流进行流量转化；建立分销体系，实施全员营销，实现销售近千万码洋。2020 年，受疫情影响，公司图书零售业务实现销售收入 5.91 亿元，同比减少 14.55%，但自 20 年下半年开始企稳回升，20H2 实现营收 4.35 亿，同比增长 9.3%。

► **加强物流服务能力建设，拓展第三方物流业务。**

报告期内，公司持续加强物流经营管理，提高物流服务质量和效率，优化智慧型物流仓储配送系统及以成都、天津、无锡为中心辐射全国的“三基地多支点”物流服务体系，自有渠道出版物流转总码洋达到 261 亿元，同比增长 8.3%。此外，公司稳步拓展三方物流业务，全年实现营收 2.56 亿元，同比增长 5.96%。

投资建议

参考公司 2021 年经营计划，我们调整了盈利预测。预计公司 2021-2023 年将分别实现营收 98.74 亿元、110.77 亿元、124.07 亿元，同比增长 9.6%、12.2%和 12%，上次预测为 2020-2022 年将分别实现营收 90.65 亿元、101.14 亿元和 113.65 亿元，同增 2.52%、11.57%和 12.37%；预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 14.91 亿元、17.34 亿元和 19.93 亿元，同比增长 18%、16.4%和 14.9%，上次预测为 2020-2022 年归母净利润分别为 11.47 亿元、15.65 亿元和 19.73 亿元，同比增长 0.7%、36.4%和 26.1%；2021-2023 年对应 EPS 分别为 1.21 元、1.41 元和 1.62 元。考虑公司作为四川省教材教辅龙头，维持“增持”评级。

风险提示

行业折扣率进一步加大风险，新作品销量不及预期风险，图书行业增速持续放缓风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,842	9,008	9,874	11,077	12,407
YoY (%)	8.0%	1.9%	9.6%	12.2%	12.0%
归母净利润(百万元)	1,139	1,263	1,491	1,734	1,993
YoY (%)	22.2%	10.9%	18.0%	16.4%	14.9%
毛利率 (%)	38.3%	39.5%	40.2%	40.8%	41.3%
每股收益 (元)	0.92	1.02	1.21	1.41	1.62
ROE	12.4%	12.5%	12.8%	13.0%	13.0%
市盈率	10.76	9.70	8.22	7.06	6.15

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

分析师：李婉云

邮箱：liwy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,008	9,874	11,077	12,407	净利润	1,243	1,467	1,707	1,962
YoY (%)	1.9%	9.6%	12.2%	12.0%	折旧和摊销	254	248	354	560
营业成本	5,454	5,905	6,558	7,283	营运资金变动	392	-352	208	281
营业税金及附加	49	54	61	68	经营活动现金流	1,819	1,243	2,145	2,684
销售费用	1,184	1,303	1,462	1,638	资本开支	-244	-328	-123	-232
管理费用	1,205	1,400	1,562	1,737	投资	1,245	-120	-110	-100
财务费用	-46	-48	-50	-52	投资活动现金流	1,032	-265	-48	-149
资产减值损失	-69	-46	-41	-36	股权募资	0	0	0	0
投资收益	170	186	188	186	债务募资	0	0	0	0
营业利润	1,309	1,502	1,747	2,013	筹资活动现金流	-504	0	0	0
营业外收支	-58	-25	-29	-38	现金净流量	2,347	978	2,097	2,535
利润总额	1,251	1,477	1,718	1,975	主要财务指标				
所得税	8	10	11	13	成长能力				
净利润	1,243	1,467	1,707	1,962	营业收入增长率	1.9%	9.6%	12.2%	12.0%
归属于母公司净利润	1,263	1,491	1,734	1,993	净利润增长率	10.9%	18.0%	16.4%	14.9%
YoY (%)	10.9%	18.0%	16.4%	14.9%	盈利能力				
每股收益	1.02	1.21	1.41	1.62	毛利率	39.5%	40.2%	40.8%	41.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	13.8%	14.9%	15.4%	15.8%
货币资金	5,786	6,764	8,861	11,396	总资产收益率 ROA	7.4%	8.1%	8.4%	8.5%
预付款项	77	83	92	102	净资产收益率 ROE	12.5%	12.8%	13.0%	13.0%
存货	2,131	2,297	2,533	2,793	偿债能力				
其他流动资产	1,976	2,101	2,290	2,493	流动比率	1.53	1.74	1.94	2.14
流动资产合计	9,970	11,245	13,776	16,785	速动比率	1.19	1.37	1.57	1.77
长期股权投资	718	798	868	928	现金比率	0.89	1.05	1.25	1.45
固定资产	2,009	2,009	1,908	1,708	资产负债率	40.9%	37.5%	36.3%	35.3%
无形资产	356	474	384	294	经营效率				
非流动资产合计	6,999	7,136	6,955	6,662	总资产周转率	0.53	0.54	0.53	0.53
资产合计	16,969	18,381	20,731	23,447	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.02	1.21	1.41	1.62
应付账款及票据	4,596	4,886	5,417	6,016	每股净资产	8.22	9.42	10.83	12.44
其他流动负债	1,916	1,572	1,683	1,838	每股经营现金流	1.47	1.01	1.74	2.18
流动负债合计	6,512	6,457	7,099	7,854	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	429	429	429	429	PE	9.70	8.22	7.06	6.15
非流动负债合计	429	429	429	429	PB	1.11	1.05	0.92	0.80
负债合计	6,941	6,886	7,528	8,283					
股本	1,234	1,234	1,234	1,234					
少数股东权益	-109	-132	-159	-190					
股东权益合计	10,028	11,495	13,203	15,164					
负债和股东权益合计	16,969	18,381	20,731	23,447					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

李婉云：传媒行业分析师。2019年12月加盟华西证券，3年从业经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。