

渠道、业务整合双管齐下，数字出版新业态前景可期

——南方传媒（601900.SH）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年10月21日

报告关键要素：

南方出版传媒股份有限公司设立于2009年，由广东省出版集团以主要经营性资产和业务发起设立。公司于2016年2月15日上市，为广东文化产业第一股。目前，公司营业收入主要来自教材教辅、一般图书的出版、发行，未来发展看点主要在：1) 终端整合尚有较大空间，发行端毛利率有望提升；2) 数字出版有望成出版行业的新增长极，公司积极布局数字教材业务，加快推进粤教翔云平台建设，并与中国移动合作打造教育资源专用平板，未来拟加快其商业化，有望成为业绩新增长点。

投资要点：

- **教材教辅业务为业务基石，享有人口、政策优势，未来渠道整合、集约化经营下有望提升发行毛利与经营效能：**教材教辅业务发展空间正比于学龄人口，公司立足于全国人口第一大省并拥有独有资质，业务发展空间大、确定性高，但目前渠道整合尚未完成，发行端毛利率低于同行业公司；业务分散于各出版社，目前内部已着手整合教材教辅业务，整合在近2年内有望取得突破。
- **内部改革提速，一般图书迎发展机遇：**目前公司各出版社在一般图书业务上水准不一，2019年被确立为体制机制创新年，而后推出一系列内部改革举措发展一般图书业务，强调突出各出版社专业优势，该业务迎来发展机遇。
- **布局数字出版新业态，目前推广顺利、未来商业化可期：**公司积极布局数字教材业务，1) 加快推进粤教翔云平台建设，20H1省内渗透率超91%，用户超1187万人；2) 与中国移动合作打造教育资源专用平板，预装粤教翔云平台。该业务未来将加快商业化，刚需属性+业务独占性+平台嫁接资源的多可能性下，商业化前景可期。
- **盈利预测与投资建议：**预计20-22年分别实现营业收入70.42/84.67/98.83亿元、归母净利润7.08/9.85/14.07亿元，对应EPS分别为0.79/1.10/1.57元，10月20日收盘价（8.81元）对应PE分别为11.2/8.0/5.6X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险因素：**渠道整合不及预期、一般图书发展不及预期、新业务拓展及转型发展不及预期、政策变动风险、成本上升风险。

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	广东省出版集团有限公司/76.52%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	895.88
流通A股(百万股)	895.88
收盘价(元)	8.81
总市值(亿元)	78.93
流通A股市值(亿元)	78.93

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年10月21日

相关研究

分析师：夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：杨岚
电话：075583221361
邮箱：yanglan1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,525	7,042	8,467	9,883
增长比率(%)	16.6%	7.9%	20.2%	16.7%
净利润(百万元)	733	708	985	1,407
增长比率(%)	11.9%	-3.5%	39.2%	42.8%
每股收益(元)	0.82	0.79	1.10	1.57
市盈率(倍)	10.8	11.2	8.0	5.6

资料来源：Wind、万联证券研究所

目录

1、国资股东控股，广东文化产业第一股	4
1.1 广版集团核心资产改制上市，拥有一体化完整产业链	4
1.2 业绩稳定增长，教材教辅为当前业务支柱	6
2、教材教辅为业务基石，一般图书具备潜力	10
2.1 图书行业整体增长稳健，教材教辅刚需属性突出	10
2.2 教材教辅业务：立足全国第一人口大省，远未及天花板	11
2.3 一般图书业务：市场空间广阔，业务弹性较大	17
2.4 渠道优势突出：多层次渠道构建，尚有整合空间	18
3、经营稳健，当前估值处于低位	19
4、传统业务加速整合提质增效，数字出版争立潮头引领行业	22
4.1 渠道、业务整合带来利润、效能双重提升	22
4.1.1 渠道整合：发行领域最大对手有望被整合	22
4.1.2 业务整合：高管换届促改革，业务整合正当时	23
4.2 数字出版融合发展，借助渠道优势导入外部合作	23
5、盈利预测与投资建议	24
6、风险提示	24
图表 1：公司大事记	4
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：2016-2019 年员工结构	6
图表 4：2016-2019 年员工人数及人均创收	6
图表 5：主营业务及盈利模式简介	6
图表 6：《新周刊》微博、电子书阅读平台“吸墨阅读”、时代财经 App	7
图表 7：公司下属出版社情况	8
图表 8：2015-2020H1 公司营业收入	9
图表 9：2015-2020H1 公司扣非归母净利润	9
图表 10：2015-2019 年营业收入构成：按产品类型分	9
图表 11：2015-2019 年主营产品毛利率变动情况	9
图表 12：2019 年营业收入构成：按板块构成分	10
图表 13：2015-2019 分板块业务毛利率变动情况	10
图表 14：2014-2018 年图书出版业情况	10
图表 15：2014-2018 年课本总印数及单价	10
图表 16：2014-2018 年教材出版分学段情况	11
图表 17：2001-2019 图书零售市场总体规模（亿元）	11
图表 18：19H1&20H1 综合零售图书细分市场结构变化	11
图表 19：2015-2019 年公司教材教辅业务情况	12
图表 20：2016-2019 年教材教辅业务出版、发行收入	12
图表 21：2016-2019 年教材教辅业务出版、发行毛利率	12
图表 22：公司拥有自主产权的教材列表	13
图表 23：公司各出版社出版教材（部分）	13
图表 24：16-19 年租型教材教辅出版收入及毛利率变动情况	14
图表 25：16-19 年印刷业务收入及毛利率变动情况	14
图表 26：04-19 年广东、河南、山东省新生人口数量及其增长率	15
图表 27：各省份估算 0-14 岁人口数（万人）	15

图表 28: 各人口大省对应的省级出版社教材教辅收入与人均 ARPU 情况	16
图表 29: 2004-2019 年广东省出生率	16
图表 30: 近 20 年图书零售市场板块结构变化	17
图表 31: 2015-2019 年公司一般图书业务收入情况	18
图表 32: 2016-2019 年一般图书业务出版、发行收入	18
图表 33: 2016-2019 年一般图书业务出版、发行毛利率	18
图表 34: 2015-20H1 公司网点数及覆盖地区数变动情况	19
图表 35: 2015-2019 年公司货币资金及占总资产比重	19
图表 36: 2016-2019 年公司股息率及分红率	19
图表 37: 2015-2020H1 公司费用情况	20
图表 38: 2015-2019 年公司议价能力情况	20
图表 39: 2015-2019 年公司现金流情况	20
图表 40: 2015-2019 年商誉&无形资产占总资产比重	21
图表 41: 2015-2019 年无形资产变动情况	21
图表 42: 公司与可比公司 PE (TTM)	21
图表 43: 公司自上市起 PE (TTM)-BAND 运行情况	22
图表 44: 发行集团 VS 教育书店	22
图表 45: 2010-2018 年数字出版营收情况	23



1、国资股东控股，广东文化产业第一股

1.1 广版集团核心资产改制上市，拥有一体化完整产业链

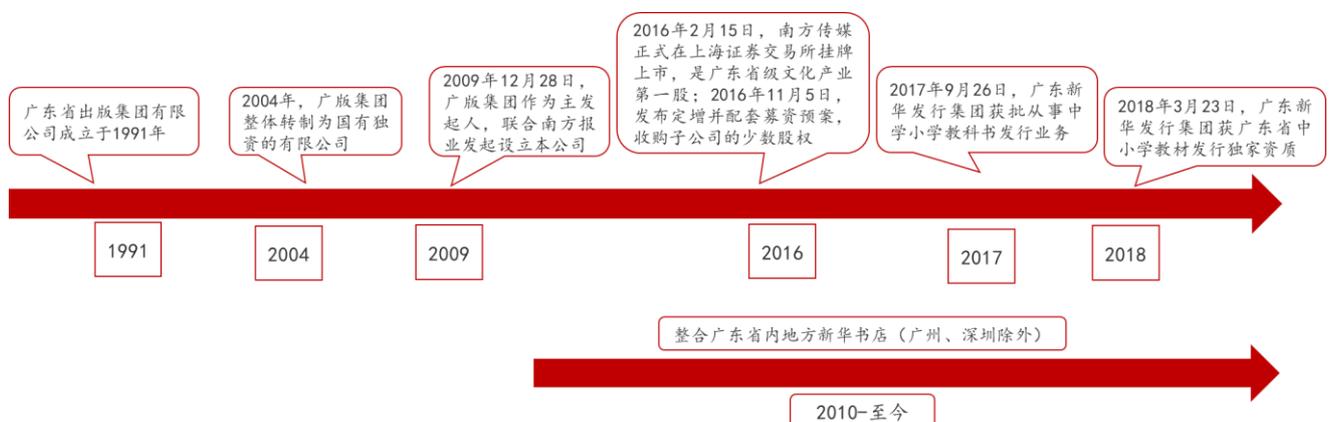
南方出版传媒股份有限公司（股票简称：南方传媒；股票代码：601900.SH）于2009年12月28日工商注册成立，注册资本8.96亿元，是广东省出版集团以主要经营性资产和业务发起设立的股份制公司。2016年2月15日，南方传媒正式在上海证券交易所挂牌上市，是广东省级文化产业第一股。

1) 1991-2009年：广版集团成立并发展壮大，为南方传媒的出现作铺垫。广东省出版集团有限公司成立于1991年，是全国首批成立集团的出版改革试点单位，2003年9月被广东省委省政府确定为广东文化产业重点扶持龙头企业。集团经过这10年的改革发展，已成长为集图书、报刊、发行、印务、数字、投资等业务为一体的大型企业集团。

2) 2009-至今：南方传媒横空出世，“做强主业、做大产业”的发展战略持续推进。南方传媒依托于广版传媒，业务结构清晰。2016年公司正式挂牌上市，成为广东省省级文化企业整体上市第一股。上市后，于17Q3完成了对广东新华发行集团的剩余股权收购（收购45.19%股权，收购后上市公司直接、间接持有99.97%股权），19年控股股东广版集团接受广东教育书店国有股权的无偿划转，省内发行格局持续优化，公司还实施精准化营销，拓宽多元化经营的广度和深度。其中，市场化教辅、大中专教材、大客户业务、教育装备业务呈现出较大的潜力与良好的态势；三科统编、独家资质等政策的推行，助力公司租型教材教辅业务快速增长，带动整体教材教辅业务提升。

目前，公司营业收入主要来自教材教辅的出版、发行。2019年，教材教辅收入占总收入比重为71.19%，毛利润占比为62.92%，近三年来比重趋于稳定。公司以做强出版主业、做大泛文化领域产业为战略，传统主业教材教辅出版发行稳健发展，并逢重大宣传时点适时推出政策宣导类图书，经济与社会效益兼顾。利用上市公司平台，积极发挥“文化+金融”协同效应，一面扩大主业根基，另一面“兼并重组+对外投资”做大产业。

图表1：公司大事记

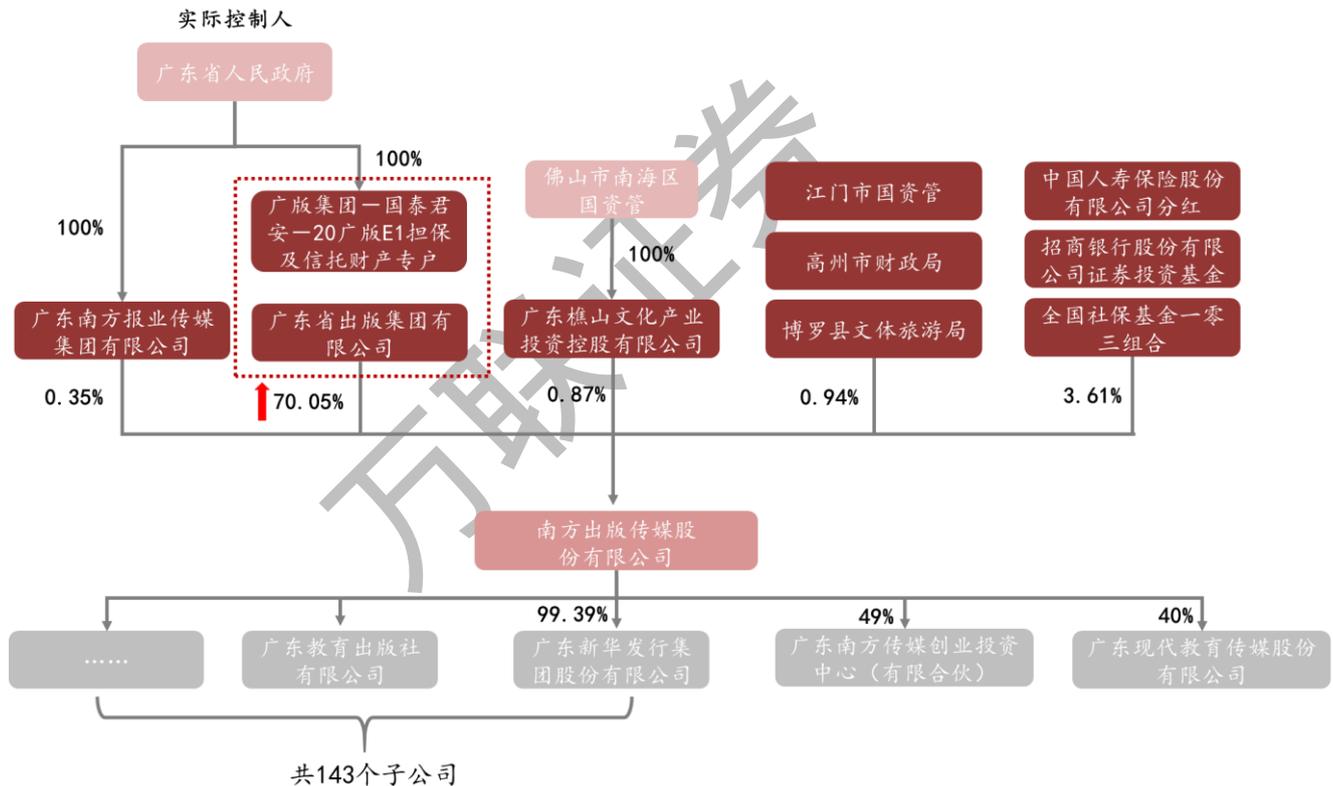


资料来源：公司公告、万联证券研究所

国资控股+高股权集中度，为公司稳定发展带来保障；大股东增持彰显发展信心。公

司实际控制人为广东省人民政府，其通过全资控股广版集团、广东南方报业，合计间接持有南方传媒70.4%股份，股权集中度较高。9月12日公告称，公司控股股东广版集团自2020年9月11日起至2020年11月5日，计划投入资金人民币1500-3000万元增持公司股票，9月11日当日即增持795,938股，充分彰显发展信心。**参控股公司方面**，公司除控股发行集外，全资控股人民社、教育社等8家出版社，托管2家出版社（岭南社、地图社，目前在广版集团下），公司承诺将在3年内解决潜在同业竞争情形，划入上市公司体内；此外，设立的广东南方传媒创投中心规模5.05亿元，已投出编程猫等知名项目。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

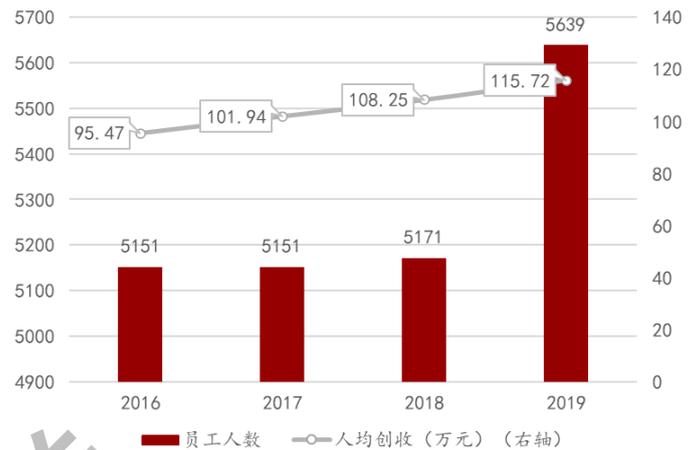
注：截至20年9月11日。

人才梯队完善，内生动力充足，内部改革释放创新活力。公司人才队伍建设形成了领军人才突出、结构较为合理、类型较为丰富的格局，为公司加速发展奠定了良好的人才队伍基础。新高管上任后进一步提升创新权重，公司将2019年确定为体制机制创新年，具体举措包括以下方面。**1) 内部试点：**选取4个项目作为创新试点，鼓励先试先行，进而辐射带动所属其他单位的改革创新。**2) 工作室、项目制制度：**推进名家工作室建设，广东科技出版社成立“许允佳工作室”，实行项目制管理，发挥名医效应带动出版发展。**3) 市场化机制：**推进混合所有制改革，广东人民出版社以全产业链市场化改革为核心，实施利润中心经营管理模式，建立市场化薪酬考核体系，探索混合所有制新形式，打造由劳动密集型向文化创意型转变的现代化出版企业。

图表3：2016-2019年员工结构



图表4：2016-2019年员工人数及人均创收



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 业绩稳定增长，教材教辅为当前业务支柱

南方传媒主营业务为图书、报刊、电子音像出版物的出版和发行，以及印刷物资供应和印刷业务，其中图书出版物主要为中小学教材、教辅、一般图书。经过多年积累，公司聚合了图书、期刊、报纸、电子音像、新媒体等多种介质，形成了集传统出版发行业务与数字出版、移动媒体等新媒体业务于一体的综合性传媒业务架构，拥有出版、印刷、发行、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。

图表5：主营业务及盈利模式简介

	主营业务	盈利模式
出版业务	教材出版、教辅出版、一般图书出版、电子出版物及音像制品、报刊	上述出版物的销售
发行业务	教材、教辅、一般图书、电子音像等出版物及文化用品批发、零售、连锁经营业务	收取商品的销售及发行服务费
报媒业务	完善以《时代财经》、《新周刊》、《花城》等为龙头的新媒体矩阵	广告收入
印刷业务	出版物印刷	印刷加工销售
物资业务	公司出版用纸统供销售业务，对外销售纸张和造纸材料：包括印刷设备、印刷耗材、印刷油墨、印刷包装材料、光盘 PC 材料、文化用纸、包装用纸、UV 光油、热熔胶和造纸杀菌剂等产品	物资贸易销售
投资业务	以直接投资、基金投资等方式开展投资	获取投资收益

资料来源：公司公告、万联证券研究所

教材教辅方面，渠道+独代下业务地位稳固。广东是我国重要的中小学教材出版基地，公司在广东省中小学生教材教辅占据主导地位，竞争优势明显。公司拥有较强的中小学教材自主创新和跨地域拓展能力，拥有自主知识产权的粤版新课标教材使用省级

行政区达到31个,数量和整体水平位居全国前列,在广东乃至全国均具有较高的市场占有率;公司也具有人教版义务教育阶段和高中阶段教材独家代理权。公司自主研发的学前教育图书,水平居国内前列。内容框架基本囊括了学前教育的所有教学要求,形成了完整的产业链。

扎根传统教材的同时,开拓数字教材新领域。广东提出拟在义务教育阶段推出全学科、全学段国家课程数字教材,并在2020年实现全面普及。南方传媒是广东省教育厅“粤教翔云”数字教材应用平台的总供应商,截至20H1平台用户已超1187万人,省内激活率超91%。公司也在积极打造用于跨网络教育内容聚合服务平台,形成内容、平台加终端的数字教育整体解决方案。

一般图书方面,公司2019年出版一般图书2898种,突出主题主线,优化选题结构,依托公司下属人民社、教育社、科技社等八大社的原有基础,大力发展岭南文化、教育、经济与管理、文学、医学、生活、少儿、农业八大板块,打造有影响力的畅销书和图书品牌,并进一步明确“冲奖、冲金、冲市”目标。2019年一般图书业务同比增加12.62%至12.61亿元,全年公司出版物获314项奖项,包括国家级12项,省部级89项,其他213项。

新媒体矩阵方面,以《时代周报》《新周刊》《花城》等优质内容资源为龙头,以细分市场为目标,如时代财经App是以提供财经新闻精品为主导、吸墨阅读App是以出版图书及原创文学为主的电子书阅读平台,加快传统媒体与新兴媒体的深度融合。广东时代传媒有限公司推出“时代数据”和“时代商学院”项目,逐步完善以“时代财经”APP为龙头的新媒体矩阵,不断突破传统传播模式。新周刊正式上线“新周刊”APP,联合旗下新周刊、新周猫、有间大学等新媒体,通过图文、数据、条漫、视频、文创等多元方式,打造自主内容传播阵地。新周刊官方微博公众号粉丝数达2000万,微信公众号粉丝达130多万并进入全国公众号排名100强。

图表6:《新周刊》微博、电子书阅读平台“吸墨阅读”、时代财经App



资料来源:新周刊微博、iOS应用市场、万联证券研究所

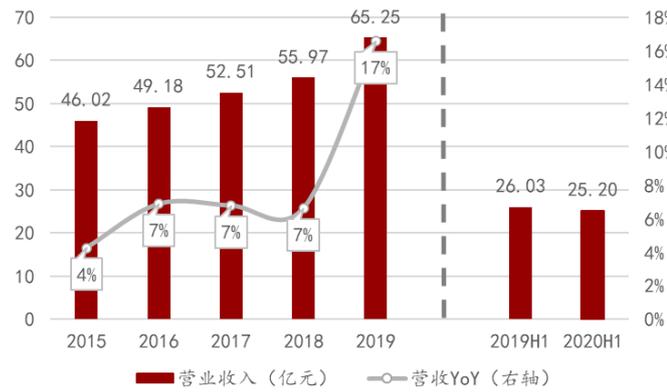
图表7：公司下属出版社情况

出版社	简介
人民社	具有 60 多年历史的综合性出版社。主要出版政治、哲学、经济、管理、法律、文化、历史、青年读物、古籍、志书年鉴、工具书、美术读物和教材教辅及期刊、音像制品、电子读物、网络图书等。有 830 多种图书获得省部级以上图书奖励，有 25 种图书荣获“中国出版政府奖”、“中华优秀出版物奖”和中宣部“五个一工程奖”（图书）等多种国家级奖项。先后荣获“广东省国有企业四好领导班子创建活动先进单位”、“十一五”国家重点出版规划工作先进单位、“全国新闻出版系统先进集体”等荣誉称号。
教育社	全国优秀出版社、全国百佳图书出版单位、国家一级出版社。主要出版教育、历史文化、社会科学、青少年读物、工具书、音像读物和电子出版物等。有 13 科中小学教材通过全国中小学教材审定委员会审查，在全国范围内使用，有 12 科省编教材通过省教材委员会审定，在广东全省使用。《清代理学史》、《元代文化史》等十多种图书荣获“中国出版政府奖”（国家图书奖）、“中华优秀出版物奖”（中国图书奖）和中宣部“五个一工程奖”（图书）等国家级奖项。
科技社	最早被中宣部、国家新闻出版总署表彰的 30 家“全国优秀出版社”之一。主要出版理、工、农、医、经济管理和科学生活等各类科技图书。2000 年 2 月，经新闻出版总署批准，增加电子出版业务。自成立以来，有 500 多种图书荣获“中国政府出版奖”（国家图书奖）、“中华优秀出版物奖”（中国图书奖）、“全国优秀科技图书奖”、“全国优秀科普作品奖”等国家级和省部级奖项。
花城社	在国内享有盛名的文学出版社。主要出版文学、文艺、人文社科、文化生活、教材教辅类图书和电子音像读物，并承担海外华文文学的合作出版业务，拥有雄厚的编辑力量和出版资源，曾出版《沈从文文集》、《人啊，人》、《世界诗库》、《丑陋的中国人》、《时代三部曲》、《人体使用手册》等轰动一时的畅销图书，多次荣获国家级和省部级奖励。出版的音乐教材有很高的市场占有率。其社办期刊《花城》、《随笔》，在读者中具有广泛影响，被评为广东省优秀期刊。
新世纪社	主要出版婴幼儿图画、幼教教材、少儿益智读物、儿童文学读物、中小学各科辅助读物、工具书、漫画书等各种适合少年儿童阅读的图书，生活实用类和自然类图书也颇具影响力。所出版的图书多次荣获“国家科学技术进步奖”、“国家图书奖”、“中国图书奖”、“全国优秀畅销书奖”、“全国儿童文学长篇小说奖”、“冰心图书大奖”、“陈伯吹儿童文学奖作品奖”等奖项。
经济社	主要出版经济类和科普类图书，形成了“实际、实用、实操、实效”的品牌特色以及证券、管理营销和引进版三大图书品牌。多次荣获“中国出版政府奖”（国家图书奖）、“中华优秀出版物”（中国图书奖）等国家级奖项和省部级奖项，在历年的全国优秀畅销书评选中均榜上有名。
海燕社	主要负责音像制品、电子读物和图书的策划、制作、出版及发行。其中 2013 年，《幸福乡村》《我的中国梦》入选“十二五”国家重点音像电子出版规划增补项目；《奥拉星》第四届中华优秀出版物（游戏）提名奖、第三届中国出版政府奖网络出版物提名奖。
语言社	以出版语言教学与科普、科技音像制品与电子出版物为主，出版的语言教学类产品《疯狂英语》、《疯狂日语》、《疯狂英语 900 句》、《李阳疯狂英语》、《日语基础》等受市场欢迎。

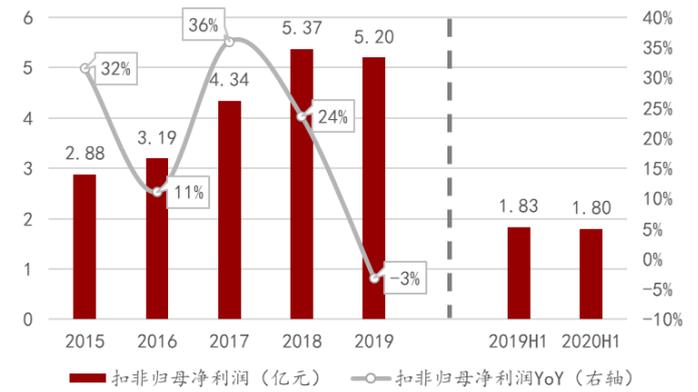
资料来源：公司招股说明书、公司公告、万联证券研究所

近 5 年公司营收增长稳定，投资收益增加利润弹性。2019 年公司实现营业收入 65.25 亿元，同比增长 17%；归母净利润 7.33 亿元，同比增长 12%；扣非归母净利润 5.20 亿元，同比下降 3%。2015-2019 年公司营业收入 CAGR 达到 9.12%，归母净利润 CAGR 达 18.09%。疫情影响下，公司 20H1 营收保持稳健，同比仅下降 3.2%至 25.20 亿元；归母净利润 1.97 亿元，同比下降 49.49%，主要因所持长城证券上年同期确认公允价值变动损益及分红收益共计 1.7 亿元，而本期长城证券股价下跌及出售部分股票确认公允价值变动损失及投资收益-1422.50 万元；扣非归母净利润 1.80 亿元，与去年基本持平。

图表8：2015-2020H1公司营业收入



图表9：2015-2020H1公司扣非归母净利润

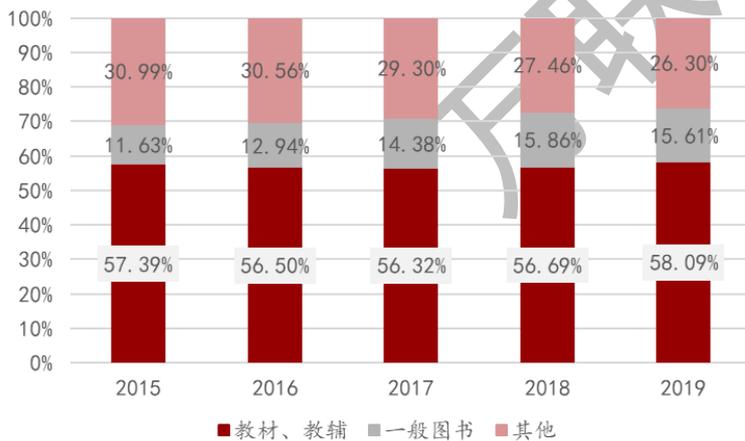


资料来源：公司公告、万联证券研究所

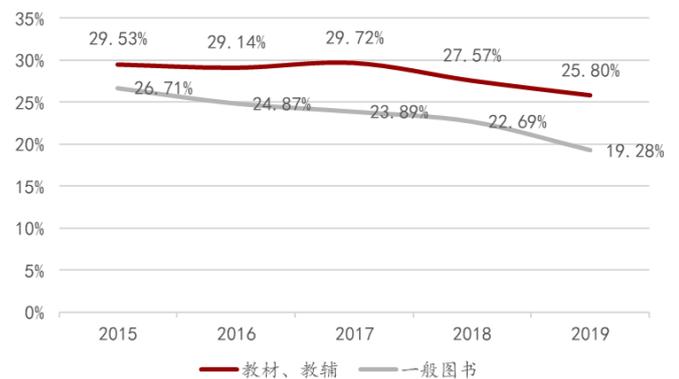
资料来源：公司公告、万联证券研究所

教材教辅、一般图书出版发行为公司的主营业务。2019年，教材教辅、一般图书业务收入占总收入比重分别为58.09%、15.61%，二者总体占比稳中有增。毛利率方面，由于终端竞争较为激烈，近年来教材教辅毛利率有所下滑，待发行终端整合完成后有较大提升空间。

图表10：2015-2019年营业收入构成：按产品类型分



图表11：2015-2019年主营产品毛利率变动情况

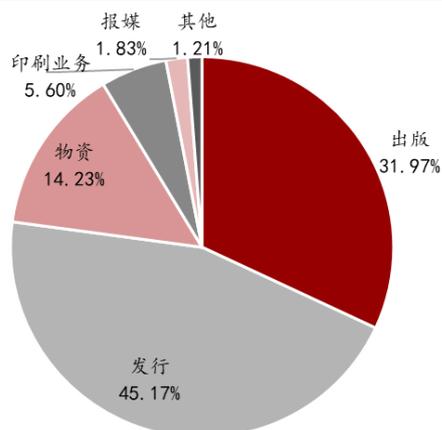


资料来源：Wind、万联证券研究所

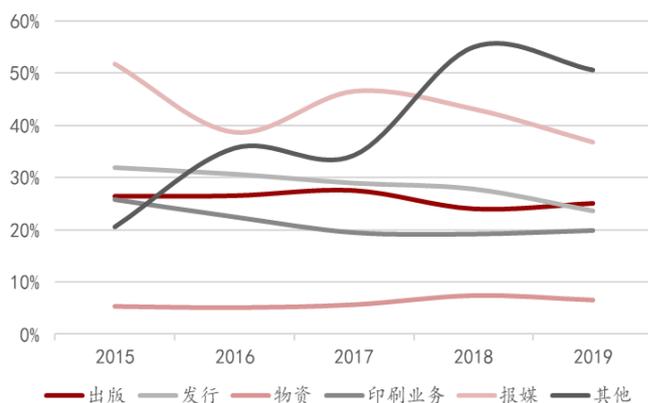
资料来源：Wind、万联证券研究所

分业务流程来看，发行、出版占比较大。发行板块受益于教材结算政策改变、拓展教育装备业务、拓展馆配及采配售书渠道等，收入、利润持续增长，但因教材结算政策改变及新拓展业务毛利率较低，销售结构调整使得毛利率同比下降；出版板块受益于增值税税率下降、学生人数增长，以及拓展电商等售书渠道，教材、教辅及一般图书收入、毛利率同比上升。

图表12：2019年营业收入构成：按板块构成分



图表13：2015-2019分板块业务毛利率变动情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

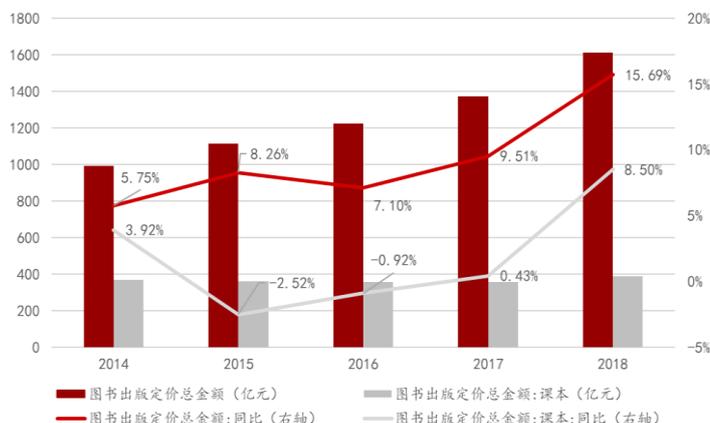
资料来源：Wind、万联证券研究所

2、教材教辅为业务基石，一般图书具备潜力

2.1 图书行业整体增长稳健，教材教辅刚需属性突出

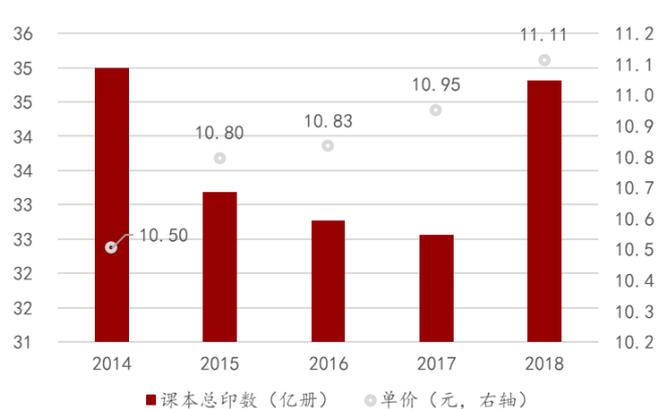
图书出版业、零售业整体增速加快，教材教辅类目稳中有进。据国家新闻出版总署数据，2014-2018年间我国图书出版业增速为正且增速逐年上升，至2018年增速达15.69%，全年图书出版定价总金额达1610.61亿元。分类别来看，教材类目出版定价总金额五年来较为稳定，2015-2017年间稳定在355亿元左右，2018年回升至386.88亿元，占出版业定价总额的24.02%，回升主要系因课本总印数回升；单价方面呈逐年稳步递增趋势。分学段来看，中学学段教材占教材出版的比重最大，大专及以上次之。

图表14：2014-2018年图书出版业情况



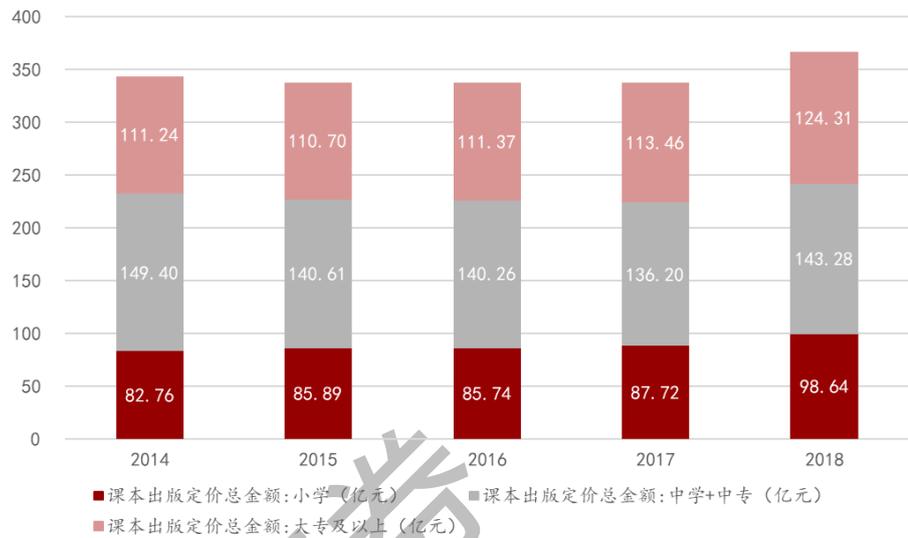
资料来源：国家新闻出版总署、万联证券研究所

图表15：2014-2018年课本总印数及单价



资料来源：国家新闻出版总署、万联证券研究所

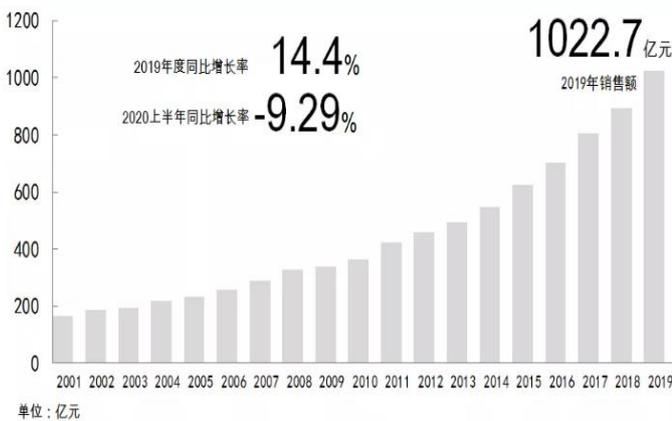
图表16：2014-2018年教材出版分学段情况



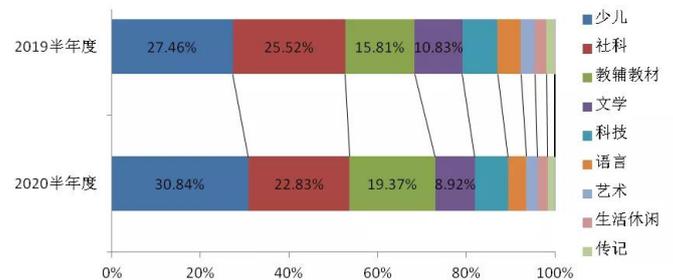
资料来源：国家新闻出版总署、万联证券研究所

教材教辅为第三大类图书品种，刚需属性突出，为疫情下相对受益品种。2019年我国图书零售市场总规模达到1022.7亿元，同比增长14.4%；受疫情影响，20H1同比下降9.29%，但教材教辅保持坚挺，20H1占比同比提升3.56pct至19.37%，刚需属性凸显。

图表17：2001-2019图书零售市场总体规模（亿元）



图表18：19H1&20H1综合零售图书细分市场结构变化



资料来源：开卷信息、万联证券研究所

资料来源：开卷信息、万联证券研究所

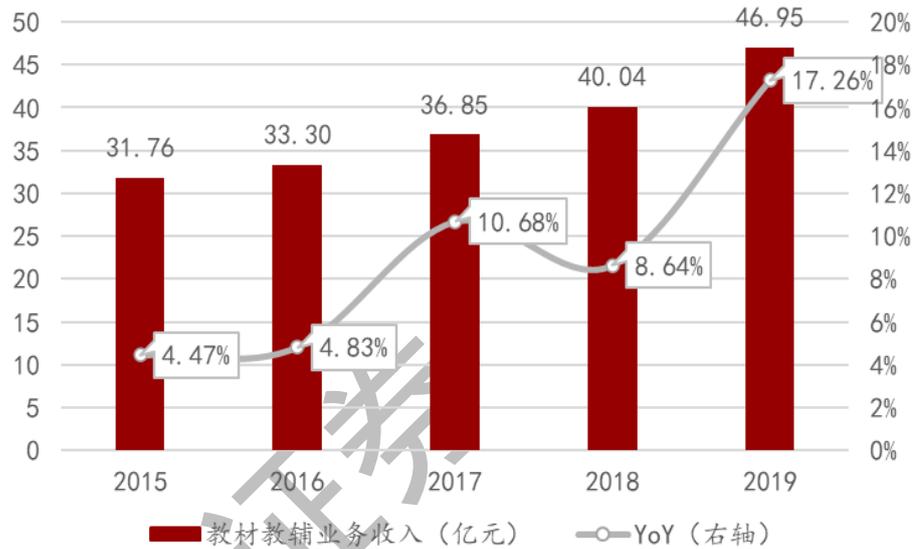
2.2 教材教辅业务：立足全国第一人口大省，远未及天花板

图书出版业主要分为出版、发行2个环节，按出版物类型可分为教材教辅和一般图书。公司作为省级国有出版集团，在教材教辅、一般图书的出版、发行上均有布局。教材教辅方面，可进一步分为本版教材教辅和租型图书，本版图书为公司组织策划、选题论证、组稿编辑、拥有专有出版权的图书（含教材教辅）；租型图书为人教版、北师大版等教材租型出版，公司与教材员出版单位以协议方式获得重印权、代印权，负责相关教材在广东省内的宣传推广、印刷、发行和售后服务工作，由公司向原出版单位支付租型费用。

作为公司第一大业务，教材教辅的出版、发行为公司提供了有力的业务支撑和稳定的现金流。自2015年来教材教辅业务收入占公司主营业务收入比重稳定在55-60%左右，业务收入从2015年的31.76亿元上升至2019年的46.95亿元，五年CAGR达8.13%。

2019 年公司中小学教材发行规模达 2.67 亿册 (YoY+6.25%)，总码洋达 18.82 亿元 (YoY+6.19%)，大中专教材发行实现净发货码洋 3.64 亿元 (YoY+12.13%)。

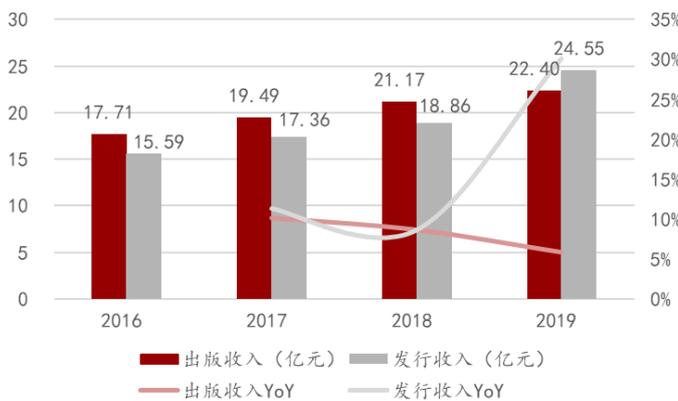
图表19：2015-2019年公司教材教辅业务情况



资料来源：公司年报、万联证券研究所

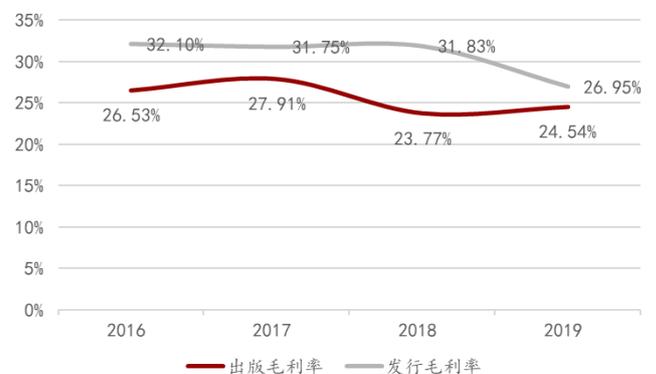
细分业务流程看，教材教辅业务中出版、发行比重相当。出版业务毛利率相对稳定，于 25%附近波动；自 17 年起实施三科统编后公司市占率逐步提升，发行收入增幅较大，毛利率有所下滑。

图表20：2016-2019年教材教辅业务出版、发行收入



资料来源：公司年报、万联证券研究所

图表21：2016-2019年教材教辅业务出版、发行毛利率



资料来源：公司年报、万联证券研究所

教材教辅业务具有垄断性资质，统编教材政策进一步增加市场份额。

1) 教材方面，公司为重要的中小学教材出版基地+省内外主要教材出版社中小学教材业务广东省总代理。截至 2016 年，公司旗下教育社、新世纪社等各出版社所出版 19 科粤版新课标教材覆盖了小学、初中、高中各学段，2018 年公司更与省教育厅签订了《2018 年秋季—2021 年春季广东省义务教育阶段免费教材政府采购出版供应合同书》，锁定了未来三年广东省免费教材总供应商的地位。2019 年教育社完成 6 科国家课程教材及 38 种 144 册中小学地方课程教材送审工作，科技社、经济社、花城社、新世纪社出版教材均送审通过，部分教材进行全省征订。

图表22：公司拥有自主产权的教材列表

学段	科目	覆盖省份个数
小学	书法	通过评审
	音乐	9
	品德与生活（1-2 年级）	8
	品德与社会（3-6 年级）	8
	科学	7
	英语	3
初中	思想品德	14
	音乐	9
	物理	8
	化学	7
	地理	5
高中	信息技术	19
	通用技术	16
	音乐	10
	体育	7
	美术	5
	艺术	4
	语文	2
	物理	2

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

图表23：公司各出版社出版教材（部分）

出版社	教材	教辅
教育社	6 科国家课程教材及 38 种 144 册中小学地方课程教材、全国第一套省编编程类教材《编程教育》、《信息技术》7-9 年级、《小学语文写字课》1-2 年级、《创客教育》3-5 年级、《健康教育》	-
科技社	《通用技术》《科学》（3—6 年级）	《探究活动报告册》（目录版、市场版）、《语文素养读本》《普通高中课程标准历史读本》等
人民社	-	《快乐课堂语文统编版》 《名师小课堂·同步精练 道德与法治人教版》等 25 种目录教辅
经济社	《信息技术》（3—9 年级）、 《生涯教育》（9 年级）	-

花城社	2019 版小学、高中《音乐》以及 2004 版高中《音乐》	-
新世纪社	《综合课程》《少先队活动》	-
海燕社	6 套地方课程教材	-

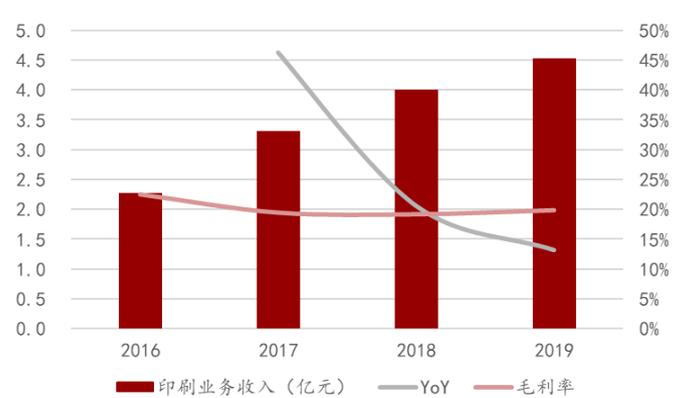
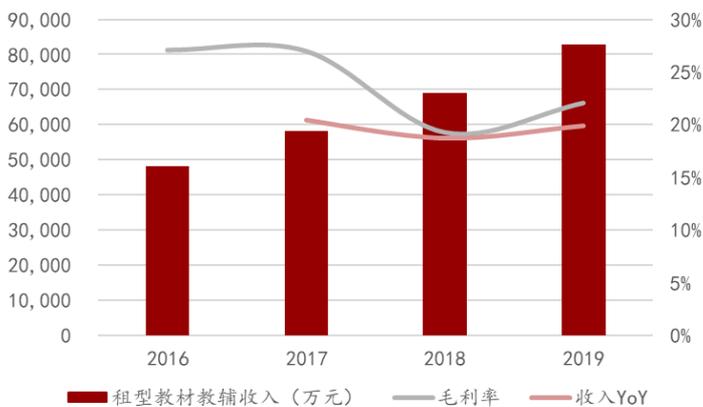
资料来源：公司公告、万联证券研究所

2) 教辅方面, 2012 年 4 月 16 日新闻出版总署出版管理司发布《关于广东教育出版社等 16 家出版社中小学教辅材料出版资质的批复》(出版管字[2012]595 号) 始, 公司旗下教育社、新世纪社等出版社已取得了中小学全部科目教辅出版资质, 其他出版社根据专业分工也取得了相关资质。2019 年公司目录教辅稳步推进, 全年实现销售码洋约 5.58 亿元 (YoY+1.07%); 市场教辅方面, 新开发了《课时夺冠》《同步作文》《动态探究 E 课程》《美好阅读》等多个市场教辅品牌, 发货码洋达 1.29 亿元 (YoY+17%)。

3) 三科统编推进方面, 2017 年 6 月 26 日, 教育部办公厅《关于 2017 年义务教育道德与法治、语文、历史和小学科学教学用书有关事项的通知》正式下发, 国家加强对中小学生新教材的管控, 中小学起始年级的语文、历史、思品等科目自 2017 年秋起使用统编教材, 一改此前多版本教材局面。该政策对公司的影响可分 2 个方面: 1) 正面影响: 公司作为人教版教材的广东省总代理, 随着统编教材在其他年级的推广使用, 教材市场占有率持续提升 (此前苏版语文、湘版历史有一定市场), 20H1 实现了统编三科的全覆盖, 20H1 实现人教版教材印制总印数 6280 万册, 码洋 4.65 亿元, 同比分别增加 21% 和 22%; 2) 负面影响: 公司自编的思品科目将退出, 租型成本增加。整体来看, 统编后市占率提升的优势占据主导地位, 19 年租型教材收入增速高于成本增速, 毛利率亦有所改善, 未来成本端有进一步改善空间。

图表 24: 16-19 年租型教材教辅出版收入及毛利率变动情况

图表 25: 16-19 年印刷业务收入及毛利率变动情况

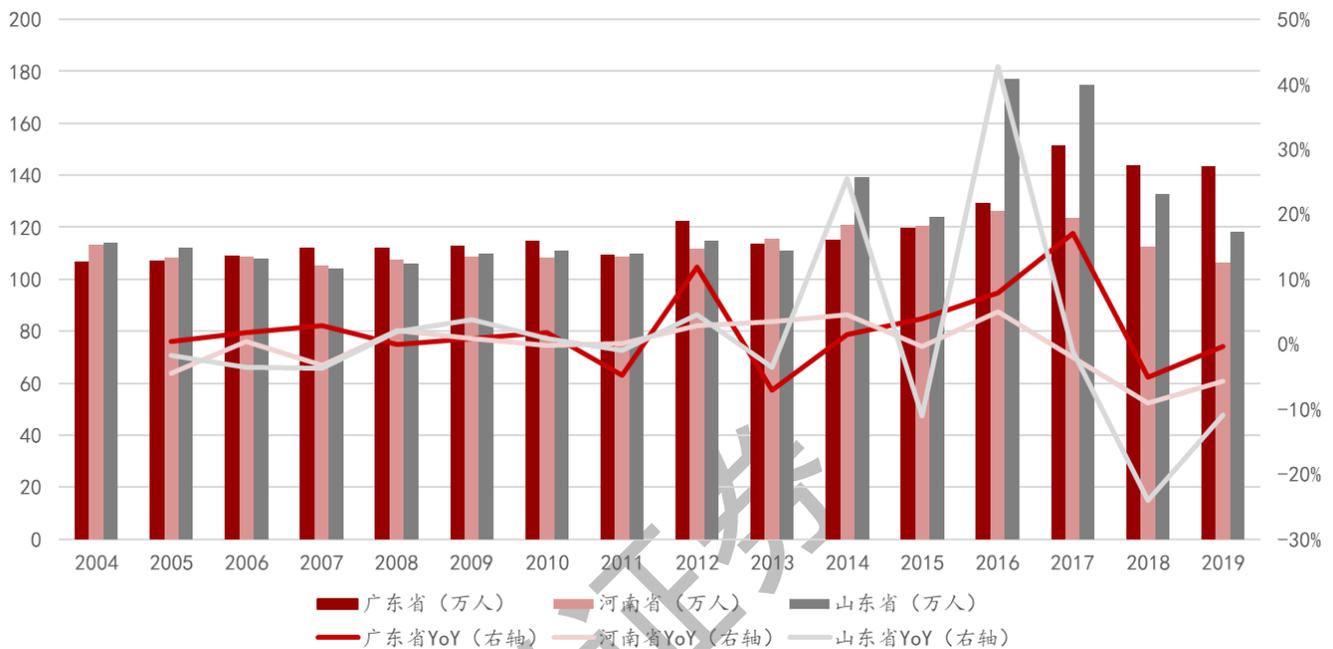


资料来源：公司年报、万联证券研究所

资料来源：公司年报、万联证券研究所

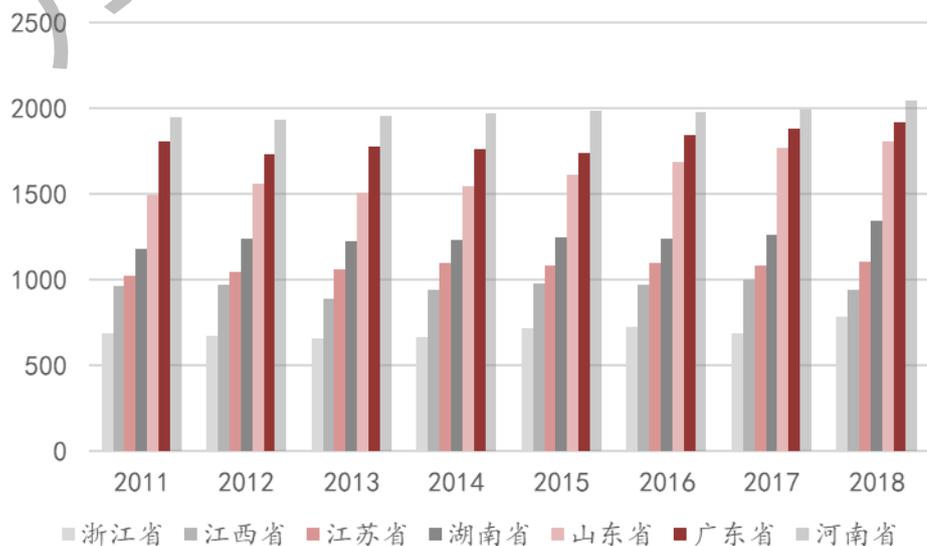
广东省为人口第一大省、广东省教育经费支出居于全国首位, 教材教辅业务优势得天独厚。基于广东省人口高基数、新生人口增长率较高+教材教辅市场与新生人口密切相关, 广东省教材教辅市场空间相比其他省份更大。根据人口普查资料, 广东、山东、河南为全国前三人口大省, 比较上述 3 省新生人口数量及增长率可见, 自 17 年起广东省增速位居三省之首位, 自 18 年起绝对值已位居首位; 估算人口、教育大省 0-14 岁人口发现, 广东省位居第二, 仅次于河南。2000 年以来, 广东地方教育经费总投入、财政性教育经费、预算内教育经费一直排在全国首位, 占全国地方教育经费总投入的 8% 以上, 且年均增长超过 15%。

图表26: 04-19年广东、河南、山东省新生儿人口数量及其增长率



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表27: 各省份估算0-14岁人口数 (万人)



资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 估算0-14岁总人口数= (抽样中0-14岁人口数量/抽样人口数) *常住人口

人口优势为教材教辅业务发展奠定基础, 而目前业务体量远未及天花板。广东省 K12 在校学生数位居全国前列, 但发行收入较低导致目前收入未能匹配应达到的体量。统计各人口大省在校学生规模及其对应省份的出版社教材教辅出版、发行收入情况可见, 南方传媒所处的广东省在 K12 在校人数中位居第二, 略低于河南省, 但南方传媒的教材教辅出版、发行收入的人均 ARPU 却显著低于所列示的全部公司, 主要系因发行收入大幅低于上述可比公司所致。这一现象为历史原因造成, 广东省因较早改革开放, 民营教材教辅发达, 导致市场集中度较低。随着政策收紧以及大股东推动下终端渠道

不断整合，发行收入提升空间较大。

图表28：各人口大省对应的省级出版社教材教辅收入与人均ARPU情况

	出版收入 (亿元)	发行收入 (亿元)	K12 在校学生人数 (万人)	对应省份	人均 ARPU (元)
南方传媒	19.35	20.91	1606.20	广东	250.65
中原传媒 (2017年)	12.84	37.57	1616.71	河南	311.81
山东出版	21.1	52.14	1266.69	山东	578.20
凤凰传媒	20.19	54.71	1059.58	江苏、海南	706.88
中南传媒	20.97	44.15	899.16	湖南	724.23

资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

注1：中原传媒年报对教材教辅出版、发行收入仅统计至2017年止，故该行数据均为2017年数据；其余均为2019年；

注2：K12在校人数指小学-初中-高中在校人数，不包含职业教育；

注3：南方传媒发行收入中已剔除大中专教材。

由于教材及教辅中目录教辅的特殊定价机制，教材教辅业务的增长动力源主要为发行量的增长+公司在产业链中利润占比的提升。

1) 提价受限：教材和目录教辅的公益属性+我国中小学教材实行政策性定价，多为成本加成法，利润率较为稳定。中小学教材零售价格由省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门会同新闻出版行政部门根据国家规定的印张指导价和教材印张数量、封面价格、插页价格以及出版发行环节的增值税确定。计算公式为：教材零售价格=（印张单价×印张数量+封面价格+插页价格×插页数量）×（1+增值税率）。印张单价实行政府指导价，由国家发改委会同新闻出版总署规定印张中准价和浮动幅度，各省根据中准价确定其具体执行标准。广东省内由广东省物价局和广东省新闻出版局定期核准并公布本省教材价格，且平均3-4年价格调整一次。而对于国家和省级教育行政部门规定的目录教材，全国实行统一的发行费用标准。

2) 提价受限下，发行量的增长成为带动利润增长的主要驱动力之一。教材教辅的发行量与学龄人口的数量密切相关，而自2015年“全面二胎”政策实施后（16年开始执行），广东省出生率由14-16年的年均11.26%提升至17-19年的年均13%，预计2024年后学龄人口将有显著增加，带动教材发行量上升。

图表29：2004-2019年广东省出生率



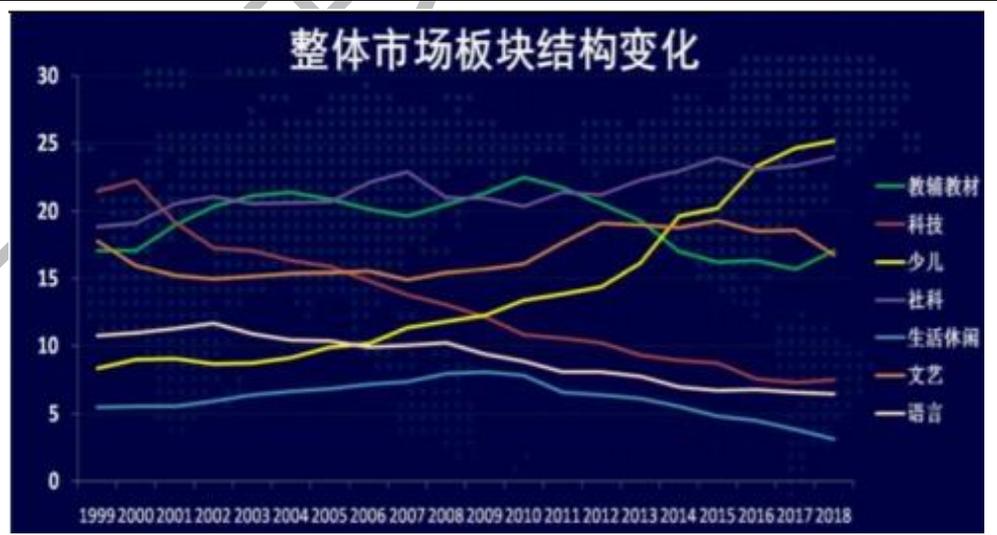
资料来源：Wind、万联证券研究所

3) 目前教辅的发行终端在产业链中所占利润较高，整合终端有望带来利润率显著提升。广东省内重要的发行终端包括新华书店及教育书店两大集团，其中新华书店已纳入公司管理，而教育书店作为公司在发行端的主要竞争对手，已于 2019 年划归广版集团，此前过度竞争的局面得以缓解；广版集团已承诺尽快解决同业竞争问题，未来教育书店有望整合到公司体内，整合后一方面收回下游利润，另一方面教育书店将享受文化企业税收减免，有望在其原有基础上再增厚 25% 利润。

2.3 一般图书业务：市场空间广阔，业务弹性较大

在图书零售市场中，教辅教材仅占据 15%-20% 左右份额，一般图书空间广阔。2019 年图书零售总额为 1022.7 亿元，其中一般图书零售总额 869.30 亿元，占比 85%。近年来少儿类图书跃居市场第一品类，社科类紧随其后。自 1999 年开始少儿类图书份额不断提升，至 2016 年跃居市场第一。社科类、文艺类图书份额较为稳定，分列市场第二、四位置。一般图书具市场化属性，随着一般图书的发展，教辅类自 2010 年来有所下降，2018 年位居市场第三，前四类图书份额合计超过 70%。

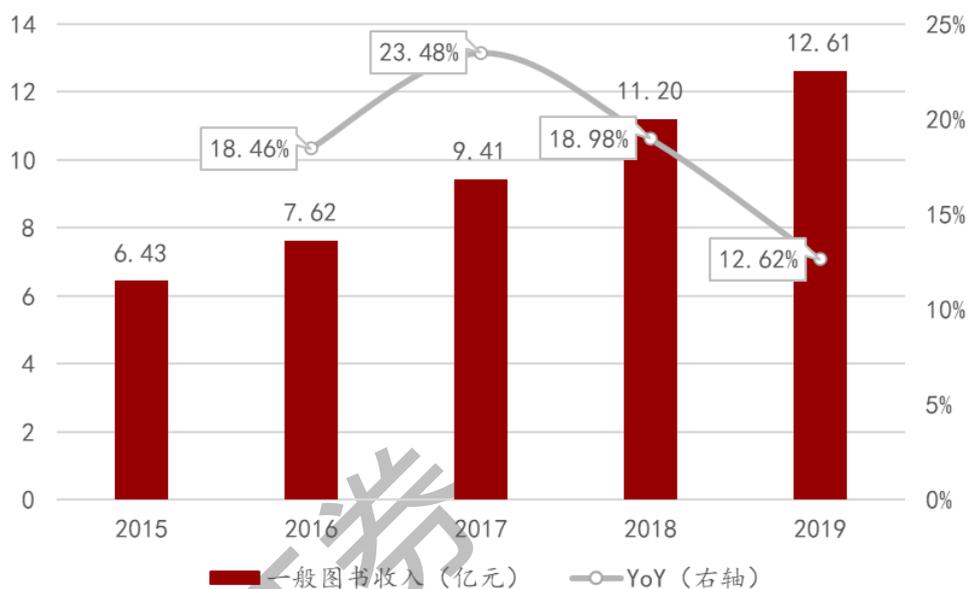
图表30：近20年图书零售市场板块结构变化



资料来源：开卷信息、万联证券研究所

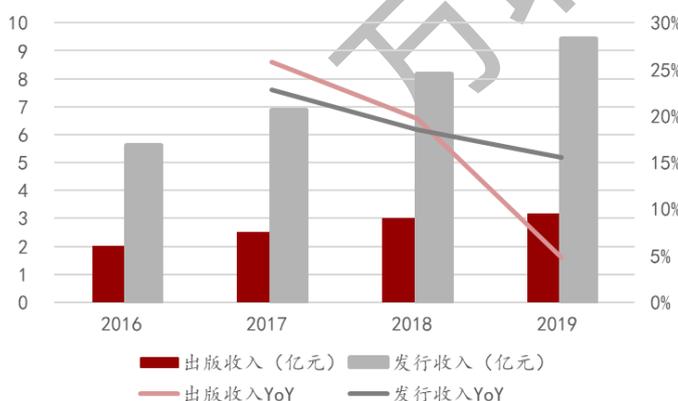
2015 年以来公司一般图书业务保持高速发展，19 年进一步明确发力目标。公司一般图书业务发展保持良好，2015-2019 年 CAGR 达 18.32%，20H1 实现收入 1.19 亿元。2019 年，公司明确了冲奖、冲金、冲市目标，突出所属各出版社专业优势，优化选题结构，未来各社的教材教辅业务有望整合。据调研反馈，目前人民社的收入中一般图书可贡献半数；花城社主攻文艺类图书，多本图书取得良好口碑，《中国桥：港珠澳大桥圆梦之路》获国家“五一个工程”奖，花城出版社《你好，安娜》获“2019 中国好书”。

图表31：2015-2019年公司一般图书业务收入情况



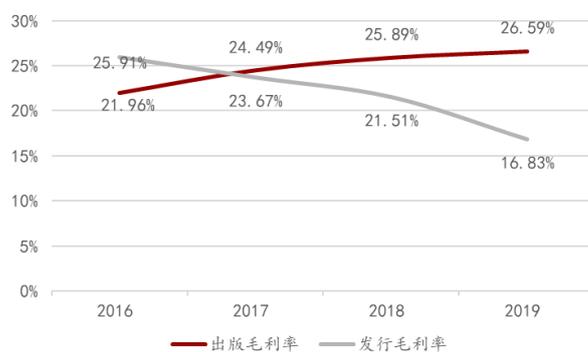
资料来源：Wind、万联证券研究所

图表32：2016-2019年一般图书业务出版、发行收入



资料来源：公司年报、万联证券研究所

图表33：2016-2019年一般图书业务出版、发行毛利率

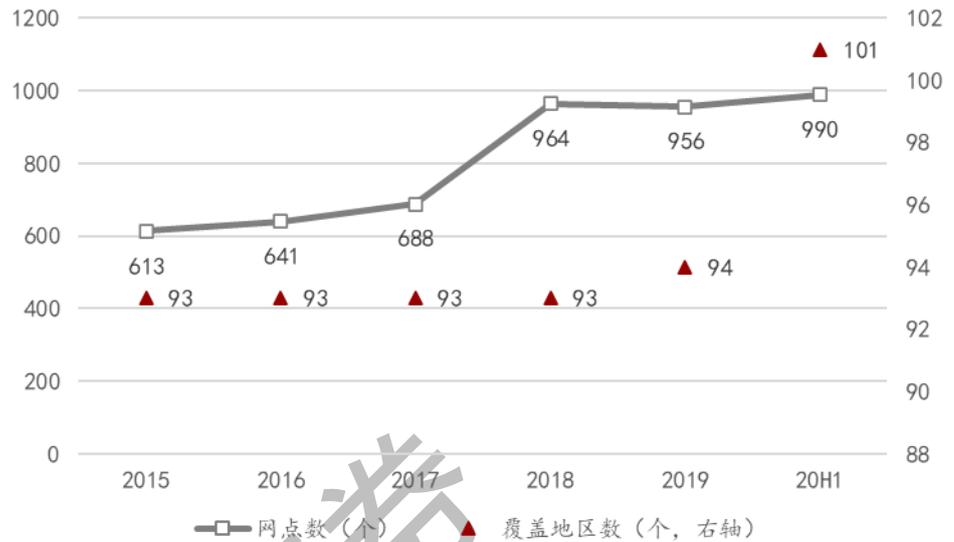


资料来源：公司年报、万联证券研究所

2.4 渠道优势突出：多层次渠道构建，尚有整合空间

经多年整合与发展，目前公司已建立起全覆盖、多层次、多样态、可持续的发行网络。新华书店因各地的连锁网点、自身品牌和所拥有的房屋土地等在图书发行上具有非常明显的优势，且目前绝大多数的教材发行都由各地的新华书店完成，自南方传媒成立以来不断整合省内除广深两地的新华书店。除了加快小连锁网点建设外，公司亦积极推进门店改造打造高端人文品牌“四阅”书店，把书店打造成集阅读学习、展示交流、聚会休闲、创意生活于一体的复合型高品质文化空间。目前发行集团拥有遍布广东省的分销网络，截至20H1，公司旗下发行集团拥有中心门店117家，校园书店125家，销售网点合计990家，连锁经营网络覆盖全省101个市县。未来公司计划以珠三角为重点完成乡镇发行网点、基层小微渠道布局。同时，公司着力培育发行新渠道，顺应移动互联潮流，推动新华发行集团网上书店、新媒体运营和通读在线项目协同发展，有望为公司注入新的能量。

图表34：2015-20H1公司网点数及覆盖地区数变动情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

3、经营稳健，当前估值处于低位

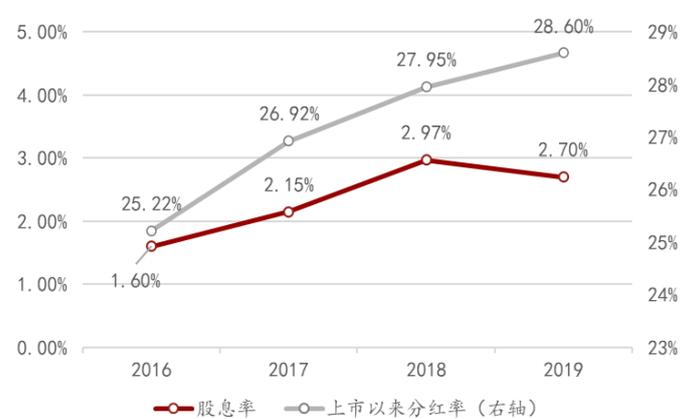
公司现金储备充沛，分红率高。2015-2019 年间公司货币资金保持在 13 亿元以上，货币资金占总资产比重保持在 14% 以上，现金储备充沛。另外，公司上市以来每年分红率保持在 25% 以上且逐年上升，至 2019 年达 28.60%；股息率维持稳定，2015-2019 年平均股息率为 2.35%。

图表35：2015-2019年公司货币资金及占总资产比重



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表36：2016-2019公司股息率及分红率

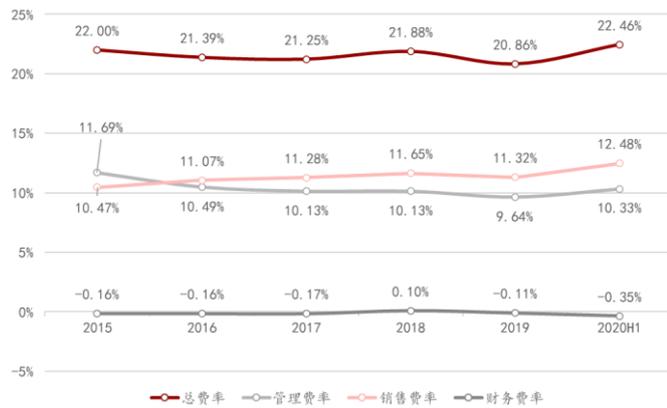


资料来源：Wind、万联证券研究所

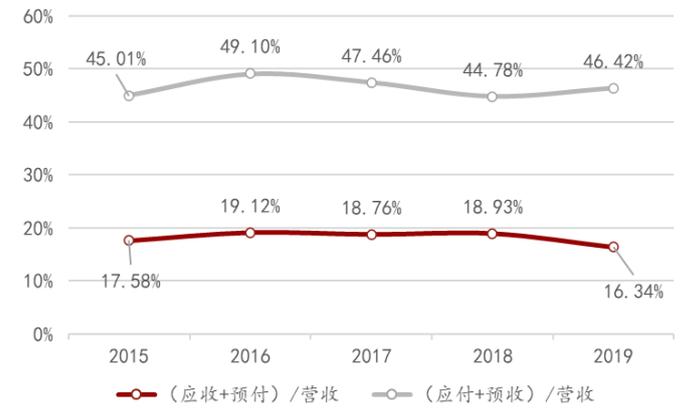
注：股息率=Σ每股股利(税前)/每股市价×100%，上市以来分红率=自上市日至指定报告期区间，累计现金分红占累计实现净利润的比例

费用水平稳定，上下游议价能力强。五年来公司管理费率稳定在 10% 左右，销售费率稳定在 11% 左右水平，财务费率持续为负，总费率在 20% 左右浮动。20H1 各费率均出现抬升，主要系物流费、推广费、业务宣传费、软件维护服务费上升所致。近年来公司应付账款+预收账款占比围绕 45% 波动，彰显公司作为行业龙头较强的议价能力。应收账款+预付账款维持在 18% 左右稳定水平，2019 年进一步下降至 16.34%。

图表37：2015-2020H1公司费用情况



图表38：2015-2019公司议价能力情况

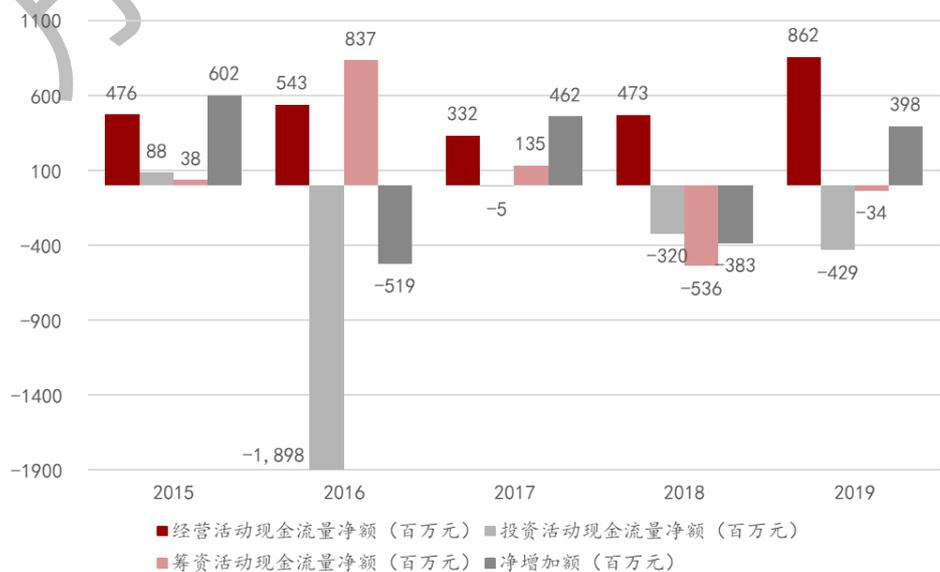


资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

公司经营状况良好，五年来经营活动现金流量净额均为正，2019年大幅提升至8.62亿元。公司2016年投资活动现金流出18.98亿元主要由于购买琶洲地块，支付土地出让金及相关税费15.8亿元，以及其他文化地产项目投入增加所致；筹资活动现金净流入8.37亿元，主要为上市募资近10亿元减去支付股利1.47亿元。2018年公司投资现金流净额为负因购买理财产品同比增加3.94亿元、购买广州银行股权4.17亿元等综合导致，归还短期借款3.61亿元对筹资活动现金流出影响较大。

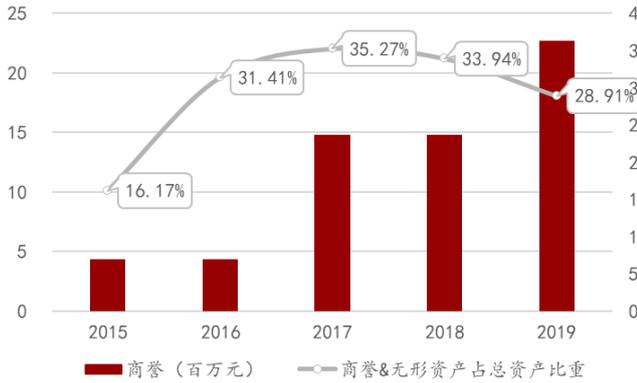
图表39：2015-2019公司现金流情况



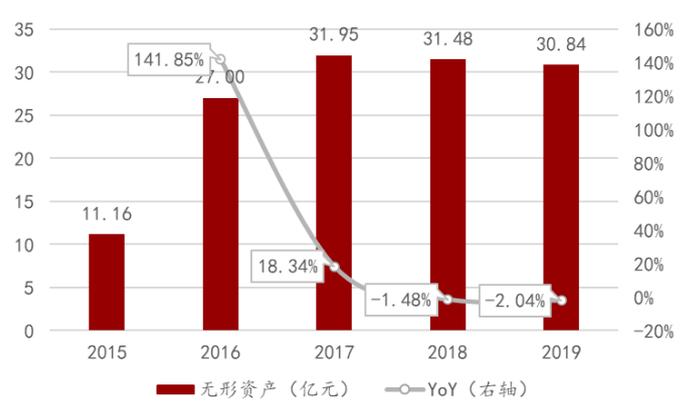
资料来源：Wind、万联证券研究所

公司商誉占总资产比重较低，无形资产主要为土地使用权。商誉、无形资产占比近年来在30%左右水平，主要因无形资产比重较大所致。商誉方面，近年来经历过两次较大的变动，一次为2016-2017从434万增至1481万，主要由取得广东新华发行集团广州教育用品配置有限公司及和平新华书店有限公司所致；另一次为2018-2019从1481万增至2267万，由取得新华集团珠海新华书店有限公司所致。无形资产方面，在2015-2016年经历较大变动，主要因购买琶洲地块建设“广州国际文化中心”所致。截至2019年，公司无形资产账户各项目的账面价值分别为：土地使用权30.44亿元，专利权0.16亿元，非专利技术0.24亿元。

图表40：2015-2019年商誉&无形资产占总资产比重



图表41：2015-2019年无形资产变动情况

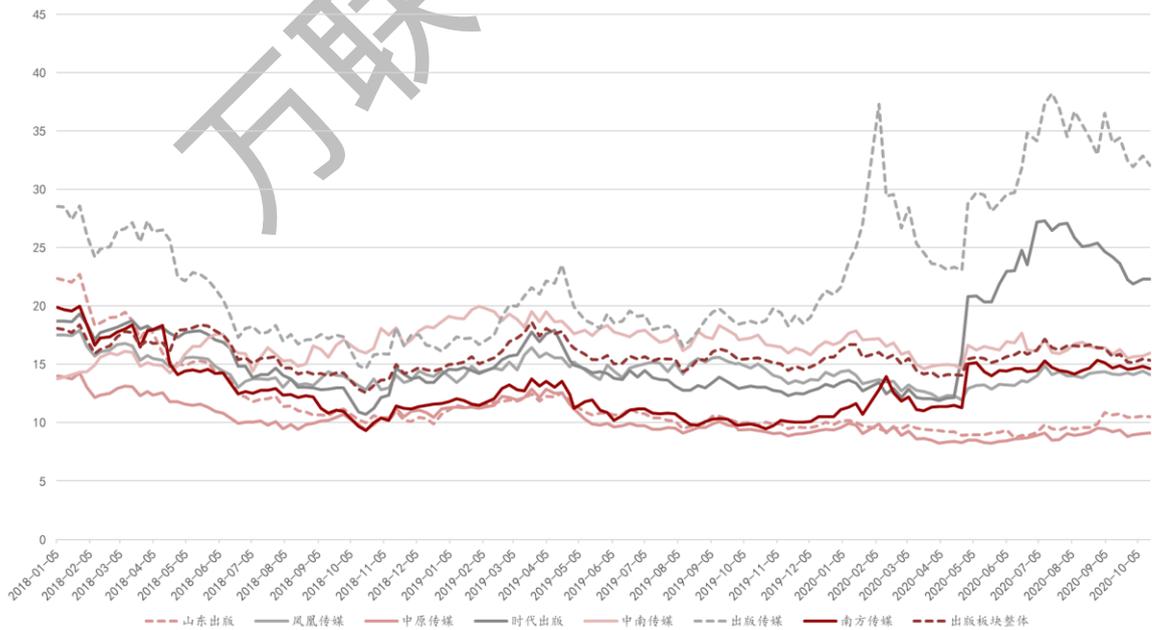


资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

与可比公司及出版板块整体相比，公司估值水平偏低。自2018年来公司估值水平持续低于行业平均水平及同行业可比公司，维持在10-15X水平。自上市以来，目前公司估值水平回归中枢水平。

图表42：公司与可比公司PE (TTM)



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：出版板块PE = Σ (成分股总市值) / Σ (成分股归母净利润TTM)，净利润为负的个股剔除

图表43：公司自上市起PE(TTM)-BAND运行情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

4、传统业务加速整合提质增效，数字出版争立潮头引领行业

4.1 渠道、业务整合带来利润、效能双重提升

4.1.1 渠道整合：发行领域最大对手有望被整合

公司近年来不断盘活存量资源。公司2019年已完成珠海新华书店股权收购工作，2020年3月完成佛山、佛山、东莞、端州、佛冈新华书店部分股权收购，实现绝对控股，并以发起设立合资公司形式完成佛山市顺德区新华书店重组；教育书店已划归至控股股东旗下。除此之外，过去3年中公司一直在洽谈广州地区书店的收购工作，有望取得进展。随着教育书店整合完成及更多书店网点的收购完成，公司有望将更多发行终端收入囊中，致使被分去的终端利润得到回收，提升公司发行业务毛利率水平。

教育书店战略性重组大局已定，有望大幅增强公司发行板块实力，增厚利润、减少新业务拓展阻碍。南方传媒、广弘控股是广东省中小学免费教材发行的两个渠道，目前皆由广版集团控股。其中南方传媒旗下发行渠道主要为新华书店，广弘控股则为教育书店。多年来新华书店与教育书店竞争激烈，例如南方传媒在调研中表示公司之前尝试发展市场教辅板块，但受到对手干扰，导致双输的局面。在公司多年的争取及洽谈下，大股东广版集团于2019年获得教育书店母公司广弘控股51%股权，并承诺将尽快解决同业竞争问题。合并后，此前过度竞争得到大幅缓解，2019年市场化教辅增长17%至1.29亿元。公司教材教辅业务的毛利率偏低，主要是发行终端切掉了一部分利润。未来，教育书店有望划转至上市公司，此前发行端利润将流回公司，提升发行毛利率，进一步增强业务协同及盈利能力。

图表44：发行集团VS教育书店

总发行商	发行集团	广东教育书店有限公司
分销商	各地新华书店（含发行集团内部新华书店）	教育书店各地分销渠道
发行品种	语文、数学、英语等主科教材	音乐、美术等副科教材
发行范围	广东全省	广东全省
业务模式	1、对于珠三角地区，发行集团将教材销售给新华书店进行分销 2、对于非珠三角地区义务，发行集团通过和政府签订《发行服务合同》提供发行服务	1、对于珠三角地区，通过自行渠道销售 2、对于非珠三角地区，通过和政府签订《发行服务合同》提供发行服务
市场份额	65%左右	35%左右

资料来源：公司公告（增发报告书）、万联证券研究所

4.1.2 业务整合：高管换届促改革，业务整合正当时

2017-2018年，公司先后完成了董事会及管理团队的换届。2018年9月，谭君铁先生担任广版集团党委书记、董事长，并于当年11月当选为公司董事长。而后，2019年确定为体制机制创新年，鼓励创新，破解难题，全面推动质量变革、效率变革和动力变革，进一步激发发展活力。内外发展诸多举措起步实施，制约内部发展的诸多障碍有望解决。

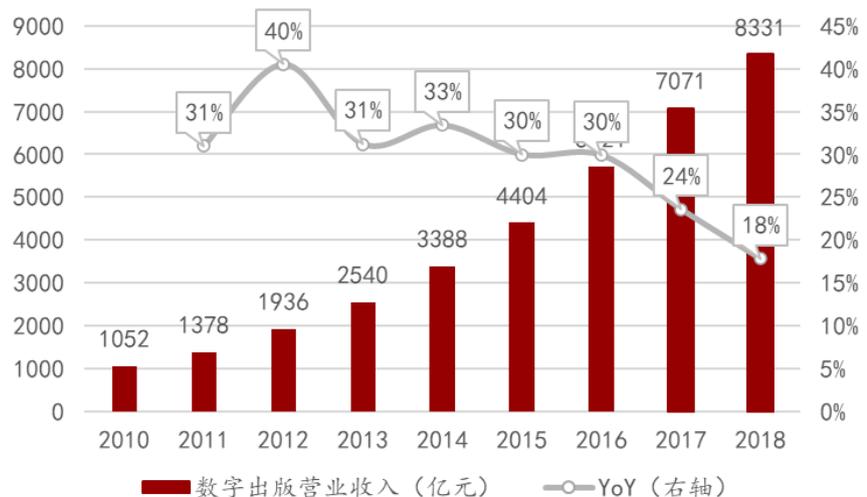
一方面，整合通用资源，提升内部效能。未来一般图书业务发展将实行渠道和内容并进策略。今年起，公司已经开始着手梳理业务流程，由公司统一推广营销、统一印刷，形成规模效应，进一步降低产品成本，加速整合各出版社业务。下一步，有望整合线上销售端资源，如改革现有各出版社天猫店独立运营情况，用统一的运营、售后、物流团队负责所有天猫店铺的销售，减少“各自为政”造成的资源浪费，更好统筹各出版社的销售情况。

另一方面，公司发力教育出版集约化经营，进一步提高资源利用率。教材教辅方面，目前旗下多家出版社均有不同的教材教辅与一般图书业务，各子出版社从编辑、销售到推广皆独立进行，消耗的人力物力过多。教材教辅整合完成后，下一步公司将大力发展一般图书业务，突出各出版社专业优势。内容方面，目前人民社、花城社在一般图书方面表现良好，但其他出版社基础薄弱，基于这一现状，公司推出内部改革如建立市场化薪酬考核体系、工作室制度等，鼓励各出版社根据自身情况，努力打造精品、名品、爆品，提升粤版图书在全国的影响力和市占率。

4.2 数字出版融合发展，借助渠道优势导入外部合作

目前数字出版业加速与技术融合，为变革带来更多可能。技术赋能传统出版业，数字出版成行业发展新的增长极。据中国新闻出版研究院发布的《2018—2019中国数字出版产业年度报告》显示，2018年国内数字出版产业保持快速增长趋势，整体收入规模同比增长17.8%，达8330.78亿元。目前各出版单位多以智能化数字教育产品为切入点进行融合发展，而公司凭借“粤教翔云”数字平台占据领先优势。

图表45：2010-2018年数字出版营收情况



资料来源：中国新闻出版研究院、万联证券研究所

疫情加速数字教材平台推广，未来考虑商业化。公司从18年起搭建的粤教翔云数字教材应用平台为广东省教育厅指定数字教材平台，19年开始投入使用，并实现粤版、

岭南版、北师大版数字教材共计 88 个品种上线。20 年新冠疫情期间“停课不停学”起到了培养用户习惯的作用，大大提高了学生的使用率。截至 20H1，平台用户数量已超过 1187 万，覆盖全省 91% 以上学生，DAU 达到百万量级，并实现义务教育阶段全学科、全学段覆盖。目前粤教翔云平台的收入来源主要依靠政府补助（1.75 亿，分 3 年），对用户端完全免费，因平台本身为公益性质。未来公司有望采取自研+采购的方式取得一些辅助教学产品，并借助粤教翔云平台进行分发以进一步挖掘平台的商业价值。公司目前借助新华书店渠道搭建了覆盖全省的具有区县售后服务能力的团队，渠道优势为嫁接外部合作提供了先天优势。

除软件“粤教翔云”平台外，公司另一重点发展项目为与中国移动合作打造教育资源专用平板。平板内置新华安全防护系统，教育厅白名单下的 App 均可在其使用，付费后可使用平板、终端、空中课堂等所有资源，以运营方流量套餐方式使用。在平板上预装“粤教翔云”可起源头覆盖作用，进一步增加平台用户数量、提高使用率；对数字平台的高频使用反过来亦促进平板使用率的提升。公司目前完善终端防护系统、提升平台运营的同时，也逐步延伸以零壹快学、千语街等教育媒体项目为代表的教育产品链，逐步构建数字教育生态，提升公司数字教育产品的综合竞争力。

5、盈利预测与投资建议

1) 教材教辅业务：教育书店在 21 年有望整合，整合后一方面将增厚公司利润、另一方面提升公司教材教辅发行毛利率。根据广弘控股 19 年年报，教育书店贡献收入 14.11 亿元，其中 4.75 亿元（仅考虑南方传媒向教育书店提供商品、服务方向交易）为与南方传媒的关联交易，占其营收比重为 34%；余下部分纳入公司后将享受税收减免，增厚 25% 利润。预计整合后毛利率将逐渐回复至同行业水平，预计 20-22 年营收增速分别为 15%、30%、25%，综合毛利率分别为 20%、22%、24%。

2) 一般图书业务及其他：预期不发生重大利好或利空，保持平稳增长。其中，一般图书亦受益于渠道整合带来的增益，综合毛利率分别为 28%、30%、32%。

考虑未来教育书店等渠道整合、内部业务整合提升效能的预期，以及对数字教材商业化前景的看好，我们认为公司尚有较大预期差待逐步兑现。预计 20-22 年分别实现营业收入 70.42/84.67/98.83 亿元、归母净利润 7.08、9.85/14.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/1.10/1.57 元，10 月 20 日收盘价（8.81 元）对应 PE 分别为 11.2/8.0/5.6X。首次覆盖，给予“增持”评级。

6、风险提示

渠道整合不及预期。随着发行网络的完善，发行效益在逐渐提升，目前整合尚未接近尾声，发行终端的主要竞争对手教育书店目前已划转至公司大股东下，并已获得限期内解决同业竞争的承诺，届时公司有望进一步提升发行效益，但若整合不及预期则利润难以如数释放。

一般图书发展不及预期。一般图书市场更为广阔，市场化定价机制利润空间更大，目前公司已着手梳理各社业务流程，优化资源配置并着力发展一般图书业务，但在市场竞争下存在发展不及预期风险。

新业务拓展及转型发展不及预期。公司在新业务拓展，以及在研究、资源投入等方面还有进一步加强的空间，可能存在新业务拓展不达预期的风险。近年来数字出版发展

迅速，如果公司在数字出版领域的资本投入、人才储备未能适应新形势需要，将在未来竞争市场处于不利地位，影响公司未来发展空间。

政策变动风险。国家对文化产业给予了重要的政策支持，出版传媒企业享受国家统一制定的税收优惠政策。若目前享受的税收优惠政策到期后不能延续，则会对公司的经营状况形成不利影响。

成本上升风险。如果纸张价格出现大幅度上涨，可能导致公司的原材料成本加大，影响毛利率。

万联证券

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,616	5,386	6,556	7,962	营业收入	6,525	7,042	8,467	9,883
货币资金	1,912	1,774	2,463	3,419	营业成本	4,600	4,956	5,760	6,481
应收票据及应收账款	988	1,165	1,381	1,600	营业税金及附加	33	40	48	55
其他应收款	80	85	103	120	销售费用	739	845	1,016	1,166
预付账款	78	91	106	118	管理费用	629	704	847	988
存货	1,301	1,366	1,598	1,800	研发费用	0	0	0	0
其他流动资产	257	905	905	905	财务费用	-7	-22	-15	-20
非流动资产	6,129	6,349	6,570	6,842	资产减值损失	-30	-30	-10	-10
长期股权投资	67	65	65	65	公允价值变动收益	125	50	10	10
固定资产	954	1,036	1,159	1,327	投资净收益	-6	27	22	24
在建工程	680	880	1,030	1,180	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	3,084	3,029	2,979	2,934	营业利润	733	703	991	1,417
其他长期资产	1,345	1,340	1,338	1,336	营业外收入	22	20	15	20
资产总计	10,745	11,736	13,126	14,804	营业外支出	8	2	3	4
流动负债	3,775	4,197	4,858	5,507	利润总额	747	721	1,003	1,433
短期借款	5	30	30	50	所得税	5	5	7	9
应付票据及应付账款	2,597	2,809	3,248	3,662	净利润	742	716	997	1,423
预收账款	432	463	562	654	少数股东损益	9	8	11	16
其他流动负债	741	895	1,019	1,141	归属母公司净利润	733	708	985	1,407
非流动负债	733	718	728	733	EBITDA	661	644	957	1,372
长期借款	230	215	225	230	EPS (元)	0.82	0.79	1.10	1.57
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	502	502	502	502	主要财务比率				
负债合计	4,508	4,915	5,586	6,240	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	896	896	896	896	成长能力				
资本公积	1,819	1,819	1,819	1,819	营业收入	16.6%	7.9%	20.2%	16.7%
留存收益	3,332	3,908	4,616	5,623	营业利润	11.8%	-4.1%	41.0%	42.9%
归属母公司股东权益	6,045	6,620	7,328	8,336	归属于母公司净利润	11.9%	-3.5%	39.2%	42.8%
少数股东权益	192	201	212	229	获利能力				
负债和股东权益	10,745	11,736	13,126	14,804	毛利率	29.5%	29.6%	32.0%	34.4%
					净利率	11.4%	10.2%	11.8%	14.4%
					ROE	12.1%	10.7%	13.4%	16.9%
					ROIC	8.0%	7.0%	10.2%	13.4%
					偿债能力				
					资产负债率	42.0%	41.9%	42.6%	42.1%
					净负债比率	-26.9%	-22.4%	-29.3%	-36.6%
					流动比率	1.22	1.28	1.35	1.45
					速动比率	0.86	0.94	1.00	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.60	0.65	0.67
					应收账款周转率	6.61	6.12	6.20	6.24
					存货周转率	3.54	3.63	3.61	3.60
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.82	0.79	1.10	1.57
					每股经营现金流	0.96	0.99	1.44	1.93
					每股净资产	6.75	7.39	8.18	9.30
					估值比率				
					P/E	10.77	11.15	8.01	5.61
					P/B	1.31	1.19	1.08	0.95
					EV/EBITDA	10.02	9.88	5.94	3.47

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场