



出版发行主业稳健增长，互联网业务表现亮眼

新华文轩(601811)

事件概述

公司发布2019年年报，2019年公司实现营收88.42亿元，同比增长8.01%；实现归母净利润11.39亿元，同比增长22.19%；实现扣非净利润10.52亿元，同比增长21.23%。公司毛利率为38.25%，较2018年提升0.73pct；净利率为12.72%，较2018年提升1.4pct。公司经营业绩增长主要系公司图书出版、阅读服务及教育服务等业务销售增长带来的毛利增加，以及开展的资本业务在本年度确认的投资收益和公允价值变动收益同比增长。2019年公司向全体股东每10股派发现金红利3元（含税）。

► 出版发行主业稳健增长，盈利能力稳中有升。

2019年公司图书出版与发行业务收入为100.75亿元。公司坚持“三精出版”理念，追求出版发行业务高质量发展。根据开卷数据显示，2019年集团市场码洋占有率排名全国第7位，同比上升6个位次，增速排名第一；出版效率为2.16位列全国第一。公司构建多业态场景，完善多渠道、多品牌的销售模式，2019年文轩网旗舰店获得2019年最受欢迎京东图书店铺TOP10的第一名。

► 完善实体书店布局，打造城市文化空间。

公司建立了文化MALL、大中型书店、专业书店、社区书店、商超书店、智能书店等众多业态。2019年新开、升级改造门店共计13家，面积1.2万多平方米。在四川省内建有直营门店170多家，总面积14万余平米；智能书店200余家。2019年新开的“Kids WinShare文轩儿童书店”环球中心店提供“分龄分级阅读服务+儿童亲子社交体验”的现代阅读服务，提升了专业书店品牌影响力。

► 推进供应链服务布局，互联网业务表现亮眼。

公司已形成仓储网络和运输网络的“双网”协同物流服务能力，2019年公司自有物流流转图书总码洋达到241亿元，同比上升10.55%。同时进一步加强第三方物流经营管理，为重点客户，提供拓展仓配一体化的物流服务，2019年第三方物流收入达2.41亿元，同比增长36.16%。得益于公司建立适应不同渠道的采供体系以提升产品供应的议价能力和积极拓展拼多多等新兴线上渠道，2019年公司互联网销售业务实现营收14.68亿元，同比增长15.91%。

投资建议

我们预计公司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%；归母净利润分别为11.47亿元、15.65亿元和19.73亿元，同

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
最新收盘价：10.94

股票代码：601811
52周最高价/最低价：15.37/10.03
总市值(亿)：134.98
自由流通市值(亿)：86.63
自由流通股数(百万)：791.90



分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

分析师：李婉云
邮箱：liwy1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520010002

联系人：赵琳
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

相关研究

增 0.7%、36.4%和 26.1%；对应 EPS 分别为 0.93 元、1.27 元和 1.60 元；对应 PE 分别为 11.77X\8.63X\6.84X。考虑公司作为四川省教材教辅龙头，首次覆盖，给予“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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,187	8,842	9,065	10,114	11,365
YoY (%)	11.4%	8.0%	2.5%	11.6%	12.4%
归母净利润(百万元)	932	1,139	1,147	1,565	1,973
YoY (%)	0.9%	22.2%	0.7%	36.4%	26.1%
毛利率 (%)	37.5%	38.3%	38.8%	39.5%	40.0%
每股收益 (元)	0.76	0.92	0.93	1.27	1.60
ROE	11.0%	12.4%	11.1%	13.1%	14.2%
市盈率	14.48	11.85	11.77	8.63	6.84

资料来源：公司财报、华西证券研究所

正文目录

1. 出版发行稳健增长，盈利能力稳中有升	4
1.1. 全渠道销售网络助力出版发行主业稳健增长	4
1.2. 营收稳步增长，利润率逐渐提升	5
1.3. 盈利能力稳中有升，期间费用率呈优化趋势	6
2. 完善实体书店布局，打造城市文化空间	6
3. 推进供应链服务布局，互联网业务稳步增长	7
4. 持续提升品牌影响力，稳步开展资本经营业务	8
5. 盈利预测及投资建议	8
6. 风险提示	9

图表目录

图 1 文轩网是覆盖互联网全渠道的专业出版物销售平台，销售品类齐全、运营精细化	5
图 2 公司近 5 年营收及增速	6
图 3 公司近 5 年归母净利润及增速	6
表 1 2017-2019 年出版和发行业务产销量情况表	4

1. 出版发行稳健增长，盈利能力稳中有升

1.1. 全渠道销售网络助力出版发行主业稳健增长

公司坚持“三精出版”理念，追求出版发行业务高质量发展。根据开卷数据显示，2019年集团市场码洋占有率排名全国第7位，同比上升6个位次，增速排名第一；出版效率为2.16位列全国第一。2019年新书品种3132种，同比减少223种，但出版畅销图书品种数同比增长迅速，销售2万册以上的图书达到292种，同比增长51%，其中销售50万册以上的图书比2018年多出20种，打造畅销品的能力明显增强。

在教材教辅出版发行方面，公司旗下的四川教育出版社积极进行产品开发并稳妥推进媒体融合发展。《小学生必背古诗文129篇》《小学生必背古诗词75+80首》等图书的音频版在喜马拉雅FM上线。公司开发的“小学英语智慧教育平台（川教英语APP）”用户数过百万，被第四届“教育·出版·互联”高峰论坛评为“K12出版融合品质创新项目”。公司持续拓宽销售运营范围，加大了在河南、江西、江苏等省的宣传营销力度，销售码洋大幅度增长。

表1 2017-2019年出版和发行业务产销量情况表

	主要产品	生产量 (万册)	销售量 (万册)	库存量 (万册)
2019年	出版业务:			
	其中: 教材教辅	28752.55	27868.81	924.07
	一般图书	8313.64	7763.48	3291.01
	发行业务:			
	其中: 教材教辅	49415.44	45081.66	10166.08
	一般图书	10604.07	10328.07	5982.51
2018年	出版业务:			
	其中: 教材教辅	27838.36	27802.40	40.33
	一般图书	8008.00	7416.36	2756.61
	发行业务:			
	其中: 教材教辅	48917.43	42984.30	6006.76
	一般图书	9959.63	9652.84	5744.08
2017年	出版业务:			
	其中: 教材教辅	24786.85	24743.55	4.37
	一般图书	6859.53	6190.02	2164.98
	发行业务:			
	其中: 教材教辅	33433.00	40341.49	270.00
	一般图书	11335.54	10221.22	5437.29

资料来源：公司年报、华西证券研究所

2019年，公司立足品牌优势和内容优势，将传统媒体与新媒体深度融合。读者报社围绕“熊猫文化”“全民阅读”和“智媒终端销售”积极探索传统业务与新媒体运营的跨界合作，其打造的“第一读者”媒体平台影响力不断提升。《米小圈》杂志利用其品牌效应，期发行量屡创新高，月发行量超过18万份。

构建多业态场景，完善多渠道、多品牌的销售模式。经过十年发展，公司构建了专业店、综合店、跨平台、新媒体电商、社群电商、积分商城等网络发行连锁体系，实现了全网、全媒介布局。2019年，线上渠道在各大电商平台出版物销售保持行业领先地位。根据《2019中国图书市场报告》显示，文轩网位列2019年最受欢迎京东图书店铺TOP10的第一名。文轩的电子商务业务平台文轩在线是国内最早从事电子商务运营企业之一。目前拥有纸质书网络销售平台“文轩网”、数字内容推送平台“九月网”、出版物行业第三方互联网协同平台“出版物协同交易平台”三大品牌。

图1 文轩网是覆盖互联网全渠道的专业出版物销售平台，销售品类齐全、运营精细化



资料来源：文轩网、华西证券研究所

1.2. 营收稳步增长，利润率逐渐提升

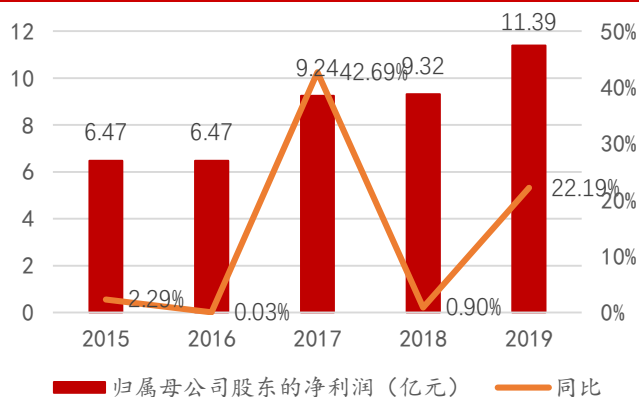
2019年公司实现营业收入88.42亿元，同比增长8.01%；归母公司净利润为11.39亿元，同比增长22.19%；扣非归母净利润为10.52亿元，同比增长21.23%。经营业绩的增长主要系公司图书出版、阅读服务及教育服务等业务销售增长带来的毛利增加，以及开展的资本业务在本年度确认的投资收益和公允价值变动收益同比增长。

图2 公司近5年营收及增速



资料来源：Wind、华西证券研究所

图3 公司近5年归母净利润及增速



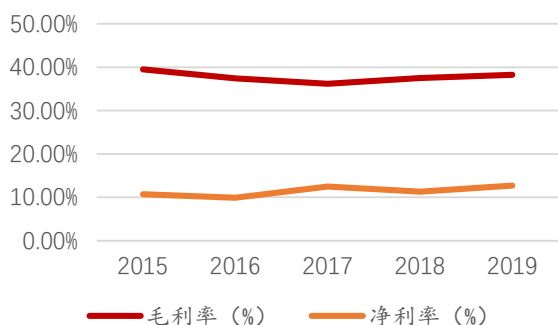
资料来源：Wind、华西证券研究所

1.3. 盈利能力稳中有升，期间费用率呈优化趋势

近几年，公司净利率稳中有升，毛利率保持稳定。2017-2019 公司销售净利率分别为 12.48%、11.32%、12.72%；销售毛利率分别为 36.20%、37.52%、38.25%。毛利率增加主要由本年度图书出版、阅读服务及教育服务等业务销售增长带来。

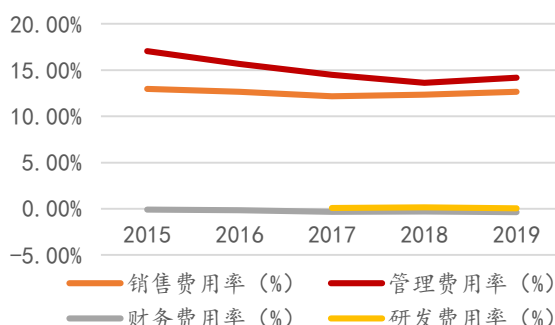
2019 年，公司销售费用率 12.67%，较 2018 年提升 0.32pct，主要系销售增长，销售人员人力成本、推广促销费用以及物流费用等也相应有所增加。2019 年公司管理费用率为 14.18%，较去年提升 0.56pct。财务费用率为-0.37%，较 2018 年下降 0.07pct，主要系 2019 年确认租赁负债利息支出 1924.88 万元，同时，银行存款和教育信息化及装备业务分期收款带来的利息收入有所增长。

图5 公司近5年毛利率及净利率变化



资料来源：Wind、华西证券研究所

图6 公司近5年三项期间费用率变化



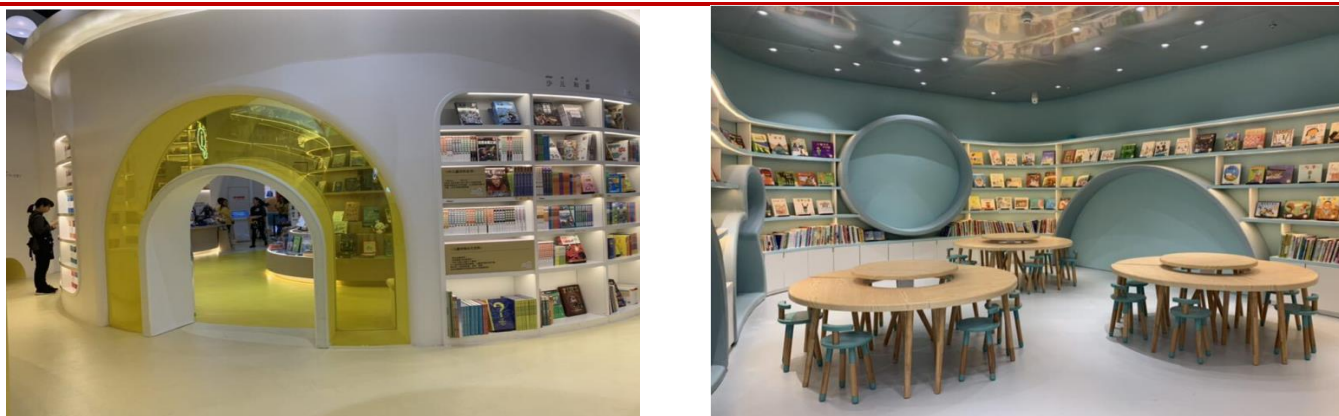
资料来源：Wind、华西证券研究所

2. 完善实体书店布局，打造城市文化空间

公司建立了文化 MALL、大中型书店、专业书店、社区书店、商超书店、智能书店等众多业态，拥有“新华文轩”“轩客会”“文轩 BOOKS”“KidsWinShare 文轩儿

童书店”“读读书吧”“文轩云图”“文轩商超”等多个实体书店品牌。2019年，公司继续实施“多品牌建设、多模式发展、多团队运营”发展策略。持续完善实体书店网点布局，夯实多品牌发展格局。2019年新开、升级改造门店共计13家，面积1.2万多平方米。在四川省内建有直营门店170多家，总面积14万余平米；智能书店200余家。

图7 Kids Winshare 文轩儿童书店以儿童成长、家庭陪伴为“圆心”，构建体验感强的综合文化消费新场景



资料来源：Kids Winshare 文轩儿童书店内景、华西证券研究所

2019年新开的“Kids WinShare 文轩儿童书店”环球中心店提供“分龄分级阅读服务+儿童亲子社交体验”的现代阅读服务，提升了专业书店品牌影响力。第一家 Kids Winshare 文轩儿童书店于2017年下半年在文轩 books 九方店诞生。Kids Winshare 文轩儿童书店是新华文轩继文轩 BOOKS、轩客会、读读书吧之后，倾力推出针对亲子家庭的子品牌书店，是新华文轩第一家新主张新模式的亲子阅读空间。

3. 推进供应链服务布局，互联网业务稳步增长

公司已形成仓储网络和运输网络的“双网”协同物流服务能力，依托互联网云计算，搭建物流仓储管理系统、运输管理系统、大数据分析平台，打造基于数据云的智慧物流配送体系，实现产能和效能的提升。2019年，公司自有物流流转图书总码洋达到241亿元，同比上升10.55%。同时进一步加强第三方物流经营管理，为重点客户，提供拓展仓配一体化的物流服务，2019年第三方物流收入达2.41亿元，同比增长36.16%。

图 8 专业综合物流体系，为公司建立全国型的业务网络提供支持。



资料来源：新华文轩官网、华西证券研究所

2019 年，公司通过建立适应不同渠道的采供体系，提升了供应商产品的销售规模，加大了产品供应方面的议价能力；在巩固原有渠道和市场地位的基础上，积极拓展拼多多等新兴线上渠道，通过扩大行业供应链服务区域，增加用户数量，巩固公司作为国内主要出版物互联网销售商的地位。2019 年公司互联网销售业务实现营收 14.68 亿元，同比增长 15.91%。

4. 持续提升品牌影响力，稳步开展资本经营业务

公司发挥“文轩投资”枢纽性资本平台和市场化投融资主体的作用，持续推进“实业+资本”协同发展，以直接投资及股权投资基金等为手段，整合社会优质资源，开展资本经营业务，管理的文化产业基金规模约 22 亿元。

以“爱阅读，会生活”为主题的首届天府书展于 2019 年成功举办，成都世纪城新国际会展中心为主会场，展览面积 2.3 万平方米；同时在全省 21 个市州书店和相关阅读场所设立 200 余个分会场，4 天时间接待读者 110 余万人次，开展 500 余场阅读活动，销售图书 2992 万码洋，极大提升了新华文轩在全国的品牌影响力，对提升成都城市形象和四川文化影响力具有重要意义。

5. 盈利预测及投资建议

假设公司各项业务稳步推进，我们预计：

- 1) 公司教材教辅业务稳步发展，零售业务受疫情短暂影响，2020 年发行分部业务增速有所放缓，2020-2022 年发行分部业务分别实现营收 75.66 亿元、81.7 亿元和 88.85 亿元。
- 2) 公司一般图书业务受疫情短暂影响，教材业务稳健增长，2020-2022 年出版分部业务分别实现营收 26.08 亿元、27.64 亿元和 29.37 亿元。

我们预计公司 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%；归母净利润分别为 11.47 亿元、

15.65 亿元和 19.73 亿元，同增 0.7%、36.4%和 26.1%；对应 EPS 分别为 0.93 元、1.27 元和 1.60 元；对应 PE 分别为 11.77X\8.63X\6.84X。。考虑公司作为四川省教材教辅龙头，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 业务营业收入拆分及预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
发行分部业务	7474.1	7565.9	8170.3	8885.3
同比增速 (%)	6.36%	1.23%	7.99%	8.75%
毛利率 (%)	30.77%	31.40%	31.77%	32.01%
出版分部业务	2601.0	2608.3	2763.7	2937.2
同比增速 (%)	4.16%	0.28%	5.96%	6.28%
毛利率 (%)	35.03%	35.16%	36.41%	37.34%

资料来源：公司年报、华西证券研究所

表 3 可比公司及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价	2018P/E	2019P/E	2020P/E
601900.SH	南方传媒	90.04	10.05	11.51	12.66	11.77
601098.SH	中南传媒	190.91	10.63	18.14	17.32	13.61
601928.SH	凤凰传媒	165.67	6.51	15.25	14.62	10.00

资料来源：wind，华西证券研究所

6. 风险提示

行业折扣率进一步加大风险。随着抖音和快手等短视频、直播平台的崛起，网店渠道折扣率进一步加大。

图书行业增速持续放缓风险。短视频、直播等新兴媒体形式的崛起将持续抢夺民众的娱乐时间，图书行业增速或将持续放缓。

新作品销量不及预期风险。新书发行重要渠道之一的实体书店受疫情冲击较大，或将影响新书销售。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,842	9,065	10,114	11,365	净利润	1,125	1,132	1,545	1,949
YoY (%)	8.0%	2.5%	11.6%	12.4%	折旧和摊销	137	0	0	0
营业成本	5,460	5,548	6,119	6,819	营运资金变动	161	-106	53	92
营业税金及附加	43	44	49	56	经营活动现金流	1,253	1,016	1,541	1,976
销售费用	1,120	1,151	1,214	1,307	资本开支	-146	17	18	21
管理费用	1,254	1,269	1,315	1,364	投资	15	0	0	0
财务费用	-33	-35	-40	-43	投资活动现金流	-93	167	168	171
资产减值损失	-61	-112	-66	-62	股权募资	3	0	0	0
投资收益	209	150	150	150	债务募资	0	0	0	0
营业利润	1,179	1,189	1,609	2,019	筹资活动现金流	-454	0	0	0
营业外收支	-31	-32	-31	-29	现金净流量	817	1,183	1,709	2,147
利润总额	1,149	1,157	1,578	1,990	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	24	24	33	42	成长能力 (%)				
净利润	1,125	1,132	1,545	1,949	营业收入增长率	8.0%	2.5%	11.6%	12.4%
归属于母公司净利润	1,139	1,147	1,565	1,973	净利润增长率	22.2%	0.7%	36.4%	26.1%
YoY (%)	22.2%	0.7%	36.4%	26.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.92	0.93	1.27	1.60	毛利率	38.3%	38.8%	39.5%	40.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	12.7%	12.5%	15.3%	17.1%
货币资金	3,512	4,695	6,405	8,552	总资产收益率 ROA	7.4%	6.9%	8.4%	9.3%
预付款项	58	59	65	73	净资产收益率 ROE	12.4%	11.1%	13.1%	14.2%
存货	2,157	2,192	2,418	2,695	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,357	3,405	3,626	3,890	流动比率	1.58	1.78	1.96	2.14
流动资产合计	9,085	10,351	12,514	15,209	速动比率	1.20	1.39	1.57	1.75
长期股权投资	450	450	450	450	现金比率	0.61	0.81	1.00	1.20
固定资产	1,323	1,323	1,323	1,323	资产负债率	40.5%	38.0%	36.8%	35.5%
无形资产	367	367	367	367	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,239	6,195	6,150	6,105	总资产周转率	0.58	0.55	0.54	0.53
资产合计	15,325	16,546	18,663	21,314	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.92	0.93	1.27	1.60
应付账款及票据	4,330	4,400	4,853	5,408	每股净资产	7.46	8.39	9.66	11.26
其他流动负债	1,408	1,427	1,547	1,694	每股经营现金流	1.02	0.82	1.25	1.60
流动负债合计	5,738	5,826	6,399	7,102	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	467	467	467	467	PE	11.85	11.77	8.63	6.84
非流动负债合计	467	467	467	467	PB	1.77	1.30	1.13	0.97
负债合计	6,205	6,293	6,866	7,569					
股本	1,234	1,234	1,234	1,234					
少数股东权益	-87	-102	-122	-146					
股东权益合计	9,120	10,252	11,797	13,746					
负债和股东权益合计	15,325	16,546	18,663	21,314					

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

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。